

Bergskaug, Sunniva Medby  
Djuve, Aslak Troberg  
Mytteis, Edvard Sørensen  
Pedersen, Eline Høilund  
Tandstad, Emelie

## **Verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA**

Bacheloroppgave i Økonomi & administrasjon  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2023



Bergskaug, Sunniva Medby  
Djuve, Aslak Troberg  
Mytteis, Edvard Sørensen  
Pedersen, Eline Høilund  
Tandstad, Emelie

## **Verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA**

Bacheloroppgave i Økonomi & administrasjon  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



## Forord

I denne bacheloroppgaven skal vi gi et estimat på aksjekursen til Lerøy ASA. Vi er oppmerksomme på den økende oppmerksomheten rundt havbruksindustrien, som opplever sterk vekst, økende profitter og politisk engasjement. Derfor hadde vi et ønske om å lære mer om hvordan selskapene innenfor denne bransjen skaper verdi og hvordan fremtidsutsiktene ser ut.

Vi har analysert informasjonen vi har brukt i oppgaven basert på kunnskap og erfaringer vi har tilegnet oss i løpet av vår treårige bachelorutdanning i økonomi og administrasjon ved NTNU handelshøyskolen, med fordypning i finansiell styring. Dette har vært en svært lærerik prosess, hvor vi har fått muligheten til å anvende teorier vi har lært i tidligere fag, og videre utvikle disse ferdighetene innen verdsettelse av selskaper og forståelse av havbruksindustrien og Lerøy ASA.

Vi vil også takke vår veileder, Hans Marius Eikseth, for god veiledning og oppfølging gjennom oppgaveskrivingen.

## Sammendrag

Formålet med denne bacheloroppgaven er å estimere verdien på egenkapitalen til Lerøy Seafood Group ASA ved utgangen av 2021. For å kunne få til dette har vi samlet og analysert sekundærdata, inkludert regnskapstall for perioden 2017 - 2021. Vi har lagt hovedvekt på en fundamental verdsettelse, og brukt komparativ verdsettelse som et supplement. I den fundamentale verdsettelsen har vi prognostisert fremtidige kontantstrømmer for perioden 2022 – 2026. Ved å komme frem til en terminalverdi, og så neddiskontere denne og de fremtidige kontantstrømmene i prognoseperioden, har vi kommet frem til en enterprise value. Ettersom prognostiseringen av de fremtidige kontantstrømmene er bygget på egne antakelser om Lerøys fremtid, har vi satt opp tre ulike scenarier. Disse har blitt sannsynlighetsvektet ut ifra hva vi synes virket hensiktsmessig.

De ulike strategiske analysene vi har benyttet oss av blir oppsummert i en SWOT-analyse. Her kom vi frem til at Lerøy har styrker i form av full verdikjede, strategisk lokasjon, diversifisert produktportefølje og at hver region har kontroll på egen verdikjede. Svakheter vi har valgt å fokusere på er rømming av laks og lav lønnsomhet på hvitfisk. Vi anser innovasjon og tekniske nyvinninger, økt etterspørsel av mat grunnet befolkningsvekst samt merkevarebygging for å være gode muligheter for Lerøy til å utvide sin virksomhet. Trusler for selskapet vil være at tilbudet er regulert av regjeringen, grunnrenteskatten som diskuteres i oppgaven og politiske konflikter.

Våre estimater av risikofri rente, markedets risikopremie og beta ga oss en WACC på 5,88%. Gjennom den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til en aksjepris på 50,45 kr. I den komparative verdsettelsen, sammenlignet vi Lerøy med andre selskaper i bransjen ved hjelp av nøkkeltall som P/E, P/B og EV/EBIT for å identifisere forskjeller og likheter. Dette ga oss et kursmål på 93,12 kr. Disse ble vektet med henholdsvis 2/3 og 1/3, noe som ga oss et endelig verdiestimat på 64,67 kr. Virkelig aksjekurs per 31.12.2021 var 68,96. Dermed kan vi konkludere med at Lerøy er litt overpriset, ut fra våre beregninger og antakelser som er gjort underveis.

## Abstract

The purpose of this bachelor's thesis is to estimate the value of Lerøy Seafood Group ASA's equity. To achieve this, we have collected and analyzed secondary data, including financial statements for the time period 2017 – 2021. We have put the most weight on the fundamental valuation of the company and used a comparative valuation method as a supplement. In the fundamental valuation, we prognosticated future cash flows for the period 2022 – 2026. After finding the company's estimated terminal value, we discounted the terminal value, as well as the estimated future cash flows, in order to find an enterprise value. Net financial debt subtracted from the enterprise value gave us a value of the company's equity. Because the prognostication of future cash flows comes from our own assumptions about Lerøy's future, we chose to work out three different scenarios. These have been probability weighted from what we think is appropriate.

The different strategical analysis we have used, is summed up in a SWOT-analysis. Here we concluded that Lerøy has strengths in the form of a full value chain, a strategical location, a diversified product portfolio and the fact that every region has full control of their own value chain. Weaknesses we chose to highlight is the salmon escaping from the breeding facilities, as well as low profitability on white fish. We consider innovation, increased demand of food because of an increasing population and branding to be good opportunities for Lerøy to expand their business. Threats to the company is the fact that supply is regulated by the government, the base rate tax we are discussing throughout the paper, as well as political conflict.

Our estimates of risk-free rate of return, market risk premium and beta gave us a WACC of 5,88%. Through the fundamental valuation we came to a share price of 50,45 NOK. Through the comparative company analysis, we compared Lerøy to other similar companies by looking at key figures, such as P/E, P/B and EV/EBIT to identify differences and similarities. This gave us a share price of 93,12 NOK. These valuation methods were weighted respectively with  $\frac{2}{3}$  and  $\frac{1}{3}$ , which gave us a final estimated value of 64,67 NOK. The actual share price of 31.12.2021 was 68,96 NOK. Because of this we can conclude with the fact that Lerøy is slightly overprice, based on our calculations and assumptions done throughout the process.

# INNHALDSFORTEGNELSE

<b>Forord</b> .....	<b>1</b>
<b>Sammendrag</b> .....	<b>2</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Innledning</b> .....	<b>7</b>
1.1 <i>Motivasjon</i> .....	7
1.2 <i>Problemstilling</i> .....	7
1.3 <i>Avgrensing</i> .....	7
1.4 <i>Oppbygging</i> .....	8
<b>2. Selskaps- &amp; bransjebeskrivelse</b> .....	<b>9</b>
2.1 <i>Bransjehistorikk</i> .....	9
2.1.1 <i>Havbruks- og fiskeribransjen</i> .....	9
2.1.2 <i>Verdikjeden</i> .....	10
2.2 <i>Andre norske oppdrettsselskaper</i> .....	10
2.2.1 <i>Mowi</i> .....	10
2.2.2 <i>SalMar</i> .....	11
2.2.3 <i>Grieg Seafood ASA</i> .....	11
2.3.4 <i>Norway Royal Salmon</i> .....	11
2.3 <i>Presentasjon av Lerøy Seafood Group ASA</i> .....	12
<b>3. Strategisk analyse</b> .....	<b>13</b>
3.1 <i>PESTEL</i> .....	13
3.1.1 <i>Politiske forhold</i> .....	13
3.1.2 <i>Økonomiske forhold</i> .....	14
3.1.3 <i>Sosiokulturelle forhold</i> .....	15
3.1.4 <i>Teknologiske og miljømessige forhold</i> .....	15
3.1.5 <i>Juridiske forhold</i> .....	17
3.2 <i>Porters fem konkurransekrefter</i> .....	17
3.2.1 <i>Fare for nyetableringer</i> .....	17
3.2.2 <i>Kundens forhandlingsstyrke</i> .....	18
3.2.3 <i>Trussel fra substituttprodukter eller -tjenester</i> .....	19
3.2.4 <i>Leverandørens forhandlingsmakt</i> .....	20
3.2.5 <i>Rivaliseringen blant dagens konkurrenter</i> .....	21
3.3 <i>VRIO</i> .....	22
3.3.1 <i>Lokasjon og produksjon</i> .....	22
3.3.2 <i>Full verdikjede</i> .....	23
3.3.3 <i>Hvitfisk</i> .....	23
3.3.4 <i>Oppsummering</i> .....	25
4.4 <i>SWOT</i> .....	25
<b>4. Regnskapsanalyse</b> .....	<b>26</b>
4.1 <i>Lønnsomhet</i> .....	26
4.1.1 <i>Totalkapitalrentabilitet</i> .....	26



4.1.2 Egenkapitalrentabilitet .....	27
4.1.3 Driftsmargin .....	29
<b>4.2 Finansiering og soliditet .....</b>	<b>30</b>
4.2.1 Finansieringsgrad 1 .....	30
4.2.2 Gjeldsgrad .....	31
4.2.3 Egenkapitalandel .....	32
4.2.4 Rentedeckningsgrad .....	33
<b>4.3 Likviditet .....</b>	<b>34</b>
4.3.1 Likviditetsgrad 1 .....	34
4.3.2 Likviditetsgrad 2 .....	35
4.3.3 Arbeidskapital .....	36
<b>4.4 Oppsummering av regnskapsanalyse .....</b>	<b>37</b>
<b>5. Prognose av fremtidige kontantstrømmer .....</b>	<b>38</b>
5.1. Oppsummering av base case .....	38
5.1.1 Prognostisering av driftsinntekter .....	38
5.1.2 Prognostisering av varekostnader .....	39
5.1.3 Prognostisering av lønnskostnader og andre driftskostnader .....	40
5.2 Normalisert Operasjonell kontantstrøm .....	42
5.2.1 Normalinvesteringer .....	42
5.2.2 Arbeidskapital .....	43
5.2.3 Skatt .....	44
5.2.4 Oppsummering hovedscenario .....	46
5.3 Alternative scenarioer .....	46
5.3.1 Best case .....	46
5.3.2 Worst case .....	47
<b>6. Avkastningskrav .....</b>	<b>48</b>
6.1 CAPM .....	48
6.2 Risikofri rente .....	49
6.3 Markedets risikopremie .....	49
6.4 Beta .....	50
6.5 Gjeldskostnad .....	51
6.6 WACC .....	52
<b>7. Sammensetting fundamental analyse .....</b>	<b>54</b>
7.1 Terminalverdi .....	54
7.2 Enterprise Value .....	54
7.3 Egenkapitalverdi .....	55
<b>8. Multippel analyse .....</b>	<b>55</b>
8.1 P/E .....	56
8.2 P/B .....	57
8.3 EV/EBIT .....	58

8.4 Oppsummering multippel analyse.....	59
8.5 Vektet estimat av fundamental og multippel analyse.....	59
<b>9. Sensitivitetsanalyse .....</b>	<b>59</b>
9.1 Risikofri rente.....	60
9.2 Beta.....	60
9.3 Markedets risikopremie.....	60
9.4 Gjeldskostnad.....	61
9.5 WACC.....	61
9.6 Skatt.....	62
<b>10. Oppsummering.....</b>	<b>63</b>
<b>11. Kritikk av oppgaven .....</b>	<b>63</b>
<b>Bibliografi.....</b>	<b>65</b>
<b>Appendiks .....</b>	<b>68</b>

# 1. Innledning

## 1.1 Motivasjon

Vår oppgave baserer seg rundt selskapet Lerøy ASA, og har som formål å estimere verdien av egenkapitalen deres. Vi synes dette var et spennende selskap å verdsette grunnet verdien den norske laksen har for Norge som land, samt endringer i bransjen fremover. Lakseindustrien er en viktig økonomisk sektor for Norge. Norge er verdens største produsent av oppdrettslaks og gir arbeidsplasser til mange tusen mennesker i Norge, både direkte og indirekte.

I tillegg skjer det nå endringer i industrien som gjør verdsettelsen av selskapet ekstra spennende. Disse endringen innebærer eksempelvis grunnrenteskatt, konsesjoner og andre utfordringer tilknyttet laksenæringen. Disse politiske endringene viser at det er et økende fokus på bærekraft og miljøhensyn i den norske lakseindustrien, og at myndighetene tar ansvar for å regulere og kontrollere næringen på en ansvarlig måte. Utvikling av ny teknologi står også sentralt i denne industrien. Dette er utfordringer som i stor grad vil påvirke Lerøys verdsettelse og som gjør dette til et selskap vi ønsket å se nærmere på.

## 1.2 Problemstilling

Oppgaven har som formål å estimere hva Lerøy ASA er verdt på ett gitt tidspunkt. Vi ønsker å komme frem til en aksjekurs som skal kunne reflektere de nåværende verdiene selskapet innehar, samt fremtidsutsiktene deres. Konklusjonene og antakelsene som gjøres vil være våre oppfatninger av den virkelige verdien til selskapet. På bakgrunn av dette har vi formulert følgende problemstilling:

*Hva er verdien på egenkapitalen til Lerøy ASA per 31.12.2021?*

## 1.3 Avgrensning

I denne oppgaven har vi valgt å avgrense dataen til regnskapsdata i perioden 2017-2021 ettersom regnskapstall for 2022 enda ikke var tilgjengelig ved utforming av denne oppgaven. Vi har benyttet oss av et femårs-perspektiv, og vi har også valgt å ta med den varslede grunnrenteskatten i prognostiseringen vår. Under oppgaveskrivingen var det fortsatt ikke bestemt hvordan denne skatten ville bli utformet, men det var bestemt at den skulle gjelde fra 01.01.2023. Valget om å inkludere grunnrenteskatten kan begrunnes med at den vil påvirke

alle fremtidige kontantstrømmer.

Vi tar også forbehold om at noe av informasjonen som er brukt i denne oppgaven er informasjon som er nyere enn fra 2021, selv om vi har forsøkt å unngå dette i høyest mulig grad.

## 1.4 Oppbygging

Oppbyggingen i denne oppgaven er typisk for en rapport eller analyse som tar for seg en virksomhet og dens verdsettelse.

I del 2 av oppgaven starter vi med en beskrivelse av både selskapet og bransjen det opererer i. Dette gir kontekst og bakgrunnsinformasjon for videre analyse. I del 3 tar vi for oss en strategisk analyse hvor vi fokuserer på selskapets langsiktige strategi og hvordan den passer inn i bransjen. Vi benytter oss av PESTEL-analyse, Porters fem konkurransekrefter, VRIO-rammeverket og SWOT-analyse. I del 4 som omhandler regnskapsanalyse og analyse av risiko og lønnsomhet, undersøker vi selskapets finansielle helse og hvor utsatt det er for ulike risikofaktorer ved å beregne ulike nøkkeltall. Del 5 er en prognose av fremtidige kontantstrømmer, og her ser vi på hvordan selskapets inn- og utbetalinger kan endre seg over tid, og hvordan det vil påvirke selskapets verdi. Vi estimerer kontantstrømmene for perioden 2022 til 2026.

I del 6 diskuterer vi avkastningskravet, og ser på hvilken avkastning som forventes av investorer i selskapet, og brukes til å beregne selskapets verdi. Vi undersøker i denne delen CAPM, risikofri rente, markedets risikopremie og beta, og bruker disse tallene til å anslå selskapets WACC. Del 7 og 8 omhandler sammensettingen av fundamental verdsettelse og markedsbasert verdsettelse. I den fundamentale verdsettelsen tar vi utgangspunkt i prognosen fra del 5. Den markedsbaserte verdsettelsen gir en indikasjon på hvordan markedet ser på selskapets verdi, og hvordan det sammenligner seg med andre selskaper i bransjen. I del 9 foretas en sensitivitetsanalyse, hvor vi ser på hvordan ulike faktorer kan påvirke verdsettelsen. Til slutt i del 10 kommer konklusjonen, som gir en oppsummering av rapportens hovedfunn og konklusjoner, samt kritikk av oppgaven.

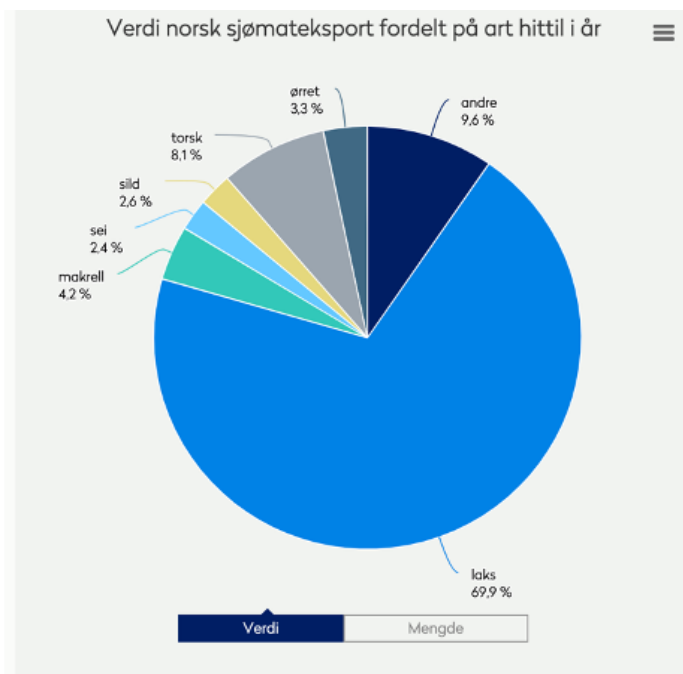
## 2. Selskaps- & bransjebeskrivelse

### 2.1 Bransjehistorikk

#### 2.1.1 Havbruks- og fiskeribransjen

Eksportverdien av norsk sjømat overstiger nå 100 milliarder kroner i året og står med det for 4% av verdiskapningen i Norge (Sintef, 2019). Den moderne havbruksnæringen i Norge startet rundt 1960 da man først begynte å forsøke å avle regnbueørret og laks i lukkede områder. I 1971, slaktet brødrene Grøntvedt sin første generasjon med oppdrettsfisk fra flytene merder utenfor Hitra. På slutten av 1900-tallet vokste havbruksnæringen raskt, men ikke smertefritt. Politiske grep kombinert med unge uerfarne selskaper førte til feilberegninger og konkurser, spesielt i 85-86 hvor regjeringen lempet på lover om smoltproduksjon, selskapene overproduiserte og mettet markedet. Selskaper gikk konkurs fordi de overproduiserte, og havbruksnæringen opplevde en svak periode frem til nye politiske grep ble innført på 90-tallet. Grepet gjaldt eierskap og konsesjoner, hvor selskaper nå fikk lov til å være majoritetsiere i flere konsesjoner, og åpnet for større selskaper og skalafordeler. I 2005 kom akvakulturloven vi kjenner i dag.

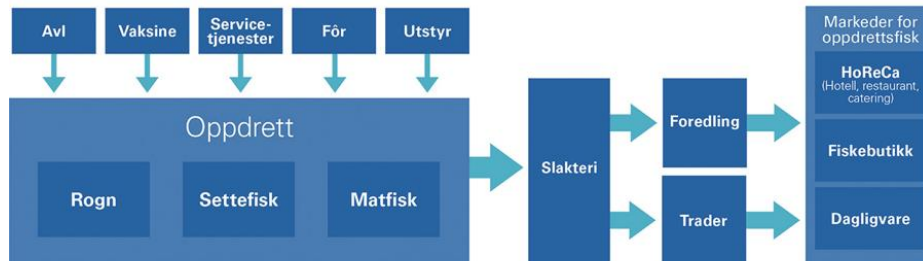
I dag er oppdrettsnæringen en av Norges største eksportnæringer, og laks fra norske oppdrettere eksporteres til over 100 land. Verdiskapningen i bransjen svært høy i norsk sammenheng, mye takket være produksjon og salg av laks, som i et normalt år står for rundt 70% av verdiskapningen i norsk sjømateksport (Norges Sjømatråd, 2023). Kombinasjonen av teknologiske framskritt og en økende etterspørsel har ført til at verdien av eksport fra Norge har økt jevnt over de siste årene.



Figur 1: Verdi av norsk sjømateksport fordelt på art (Norsk Sjømatråd)

### 2.1.2 Verdikjeden

Sjømatindustriens verdikjede har mange ledd, fra for-produksjon til fangst/oppdrett, behandling og sløyting, pakking, eksport og salg. Noen av de største selskapene i Norge, deriblant Lerøy kontrollerer alle deler av verdikjeden selv, men det finnes mange små og mellomstore selskaper som konsentrerer seg om ett eller to ledd av verdikjeden.



Figur 2: Verdikjede – Fiskerioghavbruk.no

## 2.2 Andre norske oppdrettsselskaper

Sjømatsektoren rommer flere av de største norske selskapene, og når vi senere ser på komparative analyser senere har vi valgt ut fire av de største selskapene i norsk sjømatindustri som skal utgjøre «bransjen»; Mowi, Salmar, Grieg seafood og Norwegian Royal Salmon. Vi ønsker kort å presentere hvert av disse selskapene.

### 2.2.1 Mowi

Mowi (tidligere Marine Harvest) er verdens største selskap for oppdrett av atlantisk laks, og har oppdrettsanlegg i flere land, inkludert Norge, Skottland, Irland, Canada og Chile. De er involvert i hele verdikjeden, fra klekkeri til slakt og salg. Mowi er blant verdens største sjømatelskaper, og har vokst både organisk og ved oppkjøp av små og mellomstore selskaper. Selskapet er blant de største selskapene i på Oslo børs, målt i markedsverdi. Tidligere har kun statseide selskaper vært større, selv om Mowi (og resten av bransjen) har sett store børsverdier blitt borte i 2022. Selskapets største aksjonær er Fredriksen-familien. (Mowi, 2023)

### 2.2.2 SalMar

SalMar er Norges tredje største oppdrettsselskap og fokuserer på oppdrett av laks og ørret. Selskapet har en omfattende verdikjede som strekker seg fra klekkerier og oppdrettsanlegg til produksjonsanlegg og distribusjonsnettverk. SalMar er kjent for sin avanserte teknologi og innovative metoder for å produsere laks av høy kvalitet med minimal miljøpåvirkning. Selskapet har en klar bærekraftstrategi som inkluderer mål om å redusere energiforbruket og karbonavtrykket sitt, samtidig som de opprettholder fokus på dyrevelferd og fiskehelse. Selskapet er en ledende aktør i sjømatindustrien og er kjent for sin høye kvalitet og bærekraftige praksis. De har i dag oppdrettsanlegg flere steder i Europa, samt salgskontorer i Asia og eierandeler i andre oppdrettsselskaper. Selskapet ble grunnlagt og kontrolleres fortsatt av Gustav Witzøe (SalMar, 2023).

### 2.2.3 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood er en norsk sjømatprodusent som har spesialisert seg på oppdrett av laks. Selskapet har operasjoner i Norge, Storbritannia og Canada, og har en årlig produksjon på nesten 100 000 tonn laks. Grieg Seafood har en klar bærekraftstrategi og jobber for å minimere miljøpåvirkningen av sin virksomhet, samtidig som de opprettholder høye standarder for dyrevelferd og fiskehelse. Selskapet har også en langsiktig strategi for å øke produksjonen gjennom investeringer i teknologi og infrastruktur. Grieg Seafood har vunnet flere priser og anerkjennelser for sitt arbeid innenfor bærekraftig sjømatproduksjon, og er en ledende aktør i sjømatindustrien (Grieg Seafood, 2023).

### 2.3.4 Norway Royal Salmon

Norway Royal Salmon (NRS) ble opprettet i 1992 av 32 fiskeriselskaper som et markedsføring- og salgsselskap for oppdrettslaks. Siden det har NRS gjennom diverse oppkjøp og sammenslåinger utviklet seg til å bli et integrert sjømatsselskap. NRS ble børsnotert i 2011, og har konsentrert driften sin i Nord-Norge. NRS hadde et slaktevolum på 50 000 tonn i 2021 (NRS, 2022). I tillegg til å være frempå på offshore teknologi har NRS også markert seg som et selskap som ønsker å ha en solid posisjon i fylkene i Nord-Norge, ved å støtte utvikling i denne delen av landet. NRS sine konsesjoner gjelder kun lakseoppdrett, men gjennom eierinteresser i Arctic Fish har de også rundt 5300 tonn MTB for ørretoppdrett på land (NRS, 2022).

Vi vet nå i 2023 at NRS ble kjøpt opp og innlemmet inn i SalMar ASA, men for verdsettelse per 31.12.21 har vi valgt å bruke markedsdata på NRS.

### 2.3 Presentasjon av Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group er et verdensledende sjømatelskap med 5500 ansatte som produserer sjømat tilsvarende 1,75 milliarder måltider i året. Kjernevirksomheten deres er produksjon av laks og ørret, fangst av hvitfisk, videreforedling, produktutvikling, markedsføring, salg og distribusjon av sjømat. De har som visjon å bli den ledende og mest lønnsomme leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat verden over. Å være skapende, ærlig, åpen og ansvarlig er selskapets kjerneverdier. Selskapet har sitt hovedkontor i Bergen og driver med fangst og havbruk langs hele kysten av Norge. Produksjon og pakking foregår i en rekke europeiske land som b.la. Sverige, Danmark, Frankrike og Spania i tillegg til i Norge, og selskapet har også salgskontorer i USA, Japan og Kina (Lerøy, 2021).

Konsernet har historie helt tilbake til slutten av 1800-tallet da fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen solgte levende fisk på fisketorget i Bergen. Etter hvert utviklet «businessen» seg til å også omfatte detalj salg i Bergen i tillegg til salg av levende skalldyr og eksport. I 1939 ble grossisten og sjømateksportøren Hallvard Lerøy AS etablert av to av Lerøens ansatte. Selskapet investerte i anlegg for mottak av fisk og havbruk, men slet etter hvert med svake resultater noe som gjorde at de ble nødt til å avvikle mottaksaktivitetene. Dette resulterte i at de kunne sikre hovedaktiviteten sin; grossist- og eksportvirksomheten. På 1990-tallet jobbet selskapet med finansiering og gjennomførte både kriseemisjoner og en rettet emisjon for å kunne utvikle konsernet (Lerøy, 2021).

I juni 2002 ble konsernet notert ved Oslo Børs, noe som ga Lerøy nye muligheter. Børsnoteringen har vært helt essensiell for utviklingen fra grossist til et globalt sjømatkonsern. Etter den tid har konsernet kjøpt opp en rekke andre havbruksselskaper, noe som har bidratt til at Lerøy har blitt verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret. De siste årene har altså Lerøy fokusert på å oppnå betydelig markedsandel, samtidig som de har investert i fabrikk-kapasitet for å kunne sikre produksjon til mer enn 80 forskjellige land. I tillegg til dette har konsernet jobbet mot å øke etterspørselen etter sjømat ved å blant annet produsere nye produkter og selge til nye markeder (Lerøy, 2021).



### 3. Strategisk analyse

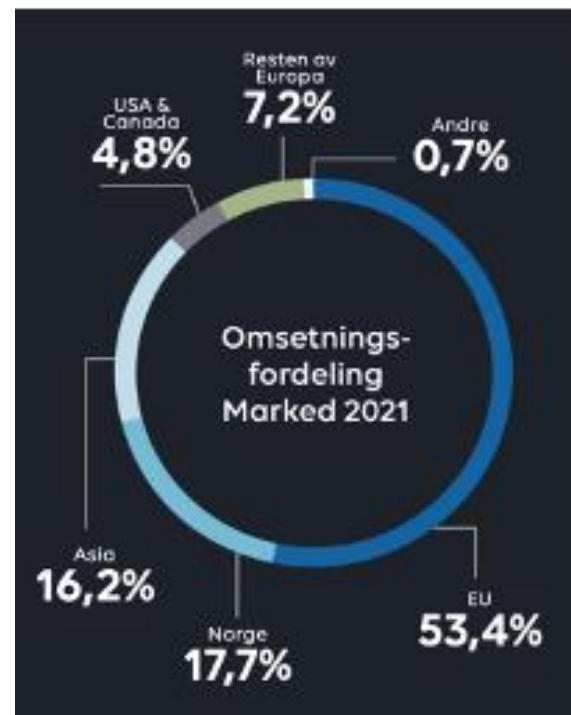
En strategisk analyse vil være nødvendig for å kunne forstå omgivelsene til Lerøy, hvilke muligheter og trusler de står ovenfor, i tillegg til deres interne styrker og svakheter. Dette vil være viktig for å posisjonere seg på en fordelaktig måte. For å analysere omgivelsene til Lerøy skal vi foreta en PESTEL-analyse og Porters fem konkurransekrefter. Deretter vil vi bruke en intern analyse, VRIO, for å belyse de interne styrkene samt mulighetene til bedriften.

#### 3.1 PESTEL

PESTEL er en forkortelse for de 6 drivkreftene analysen tar for seg. Disse består av politiske drivere, økonomiske drivere, sosiokulturelle driver, teknologiske drivere, miljømessige drivere og juridiske drivere. Oppsummert, så tar PESTEL analysen for seg de eksterne makroøkonomiske forholdene som kan ha innvirkning på bransjen.

##### 3.1.1 Politiske forhold

I 2021 hadde Lerøy en omsetning på 23 milliarder kroner (GlobeNewswire, 2022). 83,2% av dette ble omsatt i utlandet. Store markeder her er Europa, USA, Canada og (Lerøy, 2021). Lerøy er dermed ikke bare sårbar for nasjonal handelspolitikk, men også for internasjonal handelspolitikk og internasjonale relasjoner. Konsernet Lerøy har betydelig eierskap til lisenser i havbruk i Norge og Storbritannia, og kvoter for villfangst i Norge. Ved endringer i rammevilkår, dermed også manglende forutsigbarhet, vil dette kunne umuliggjøre langsiktige investeringer og svekke næringens og konsernets konkurransekraft over tid (Lerøy, 2021). Dette nevner også Lerøy som en mulig risiko i deres årsrapport.



Figur 3: Omsetningsfordeling Marked 2021 - Lerøy 2021

I tillegg til de internasjonale politiske forholdene er det også nasjonale politiske forhold som utgjør en risiko for Lerøy. Det har lenge vært diskutert om en skal innføre en skattemessig grunnrente på oppdrettsnæringen slik vi har i oljenæringen og vannkraft. En slik skatt vil redusere lønnsomheten i oppdrettsbransjen i Norge betraktelig. Denne skatten ble vedtatt fra 1.1.2023 (Lea & Bøe, 2022). Det er fremdeles ikke bestemt hvor høy denne skattesatsen skal være.

### 3.1.2 Økonomiske forhold

Når vi skal se på økonomiske faktorer som har direkte tilknytning til Lerøy sin omsetning er fiskepriser og valutakurser essensielle faktorer. Lerøy tar betalt for fisken i lokal valuta fra de kundene de eksporterer til. Ettersom 83,2% av omsetningen ble omsatt i utlandet kan Lerøys resultat sterkt knyttes opp mot endringer i valutakurser. Endring i valutakurser kan både påvirke Lerøys konkurransekraft og inntjening.

Inntjeningen vil også avhenge i stor grad av prisen en oppnår per kilo fisk, samt tilbudet og etterspørselen etter produktene. Tilbudet på laks er stort sett stabilt, men forhold som sykdomsutbrudd, lakselus og andre endringer i levevilkår kan likevel påvirke det. I tillegg til dette vil det nå være et noe mindre tilbud til asiatiske land grunnet krigen i Ukraina og flyforbud over Russland (Frøslund, 2022). Dette vil også påvirke tilbudet Lerøy kan gi til de asiatiske landene.

Styringsrenten som settes av Norges Bank vil også kunne påvirke de økonomiske forholdene til Lerøy. Styringsrenten legger føringer for hvor høy rentene på gjelden selskapet har vil bli, og ved økt rente vil også Lerøy få økte utgifter. Lerøy var i slutten av 2021 oppført med en gjeldsgrad på over 40% (Lerøy, 2021). I 2022 har styringsrenten økt med 2,25 prosentpoeng. Dette er en av de største økningene på ett år i nyere tid. Prognosen fra Norges Bank sier at renten skal ligge på rundt 3 prosent neste år (Norges Bank, 2022). Dette tilsier en økning i 2023 på 0,25 prosentpoeng, noe som er minimalt. Det at vi allerede ligger på et nivå som de fleste antar er toppen, kan gi Lerøy stabilitet og forutsigbarhet i utgiftene de neste årene. Selv om prognosen ikke tilsier noen stor økning i styringsrenten de neste årene betyr ikke dette at det ikke kan økes. Her er det mange faktorer som kan ha en innvirkning.

Den varslede grunnrenteskatten vil også ha en betydelig innvirkning på det økonomiske resultatet til Lerøy. Norge er per i dag det eneste landet som har grunnrenteskatt på havbruk.

Dette vil kunne gi norske selskaper som Lerøy en vesentlig konkurranseulempet i forhold til utlandet (Lea & Bøe, 2022). Hvordan dette i praksis vil slå ut på selskapenes omsetning er vanskelig å si før en har sett det i praksis, men at det trolig vil minske marginene til selskaper som Lerøy er ganske sikkert.

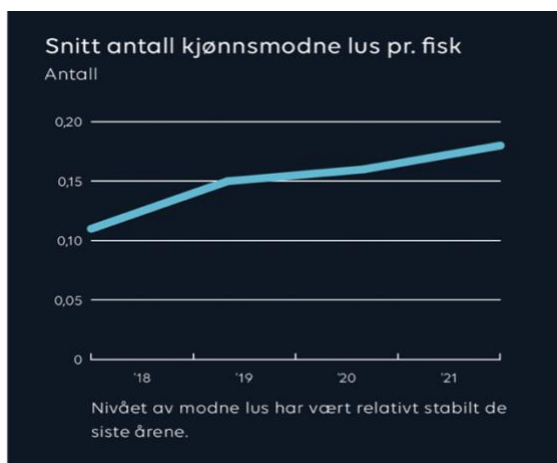
### 3.1.3 Sosiokulturelle forhold

Om vi ser på den samlede etterspørselen til Lerøy er det etterspørselen på laks som utgjør størsteparten av den samlede etterspørselen. Etterspørselen etter sjømat vokser i takt med at konsumenter blir mer opptatte og bevisste på bærekraft og økologiske produkter. Nordmenn ligger også i verdenstoppen når det gjelder konsum av fisk per person (Norges Sjømatråd, 2018). Den økende etterspørselen på verdensbasis skyldes blant annet inntektsvekst samt økte priser på andre varer som for eksempel rødt kjøtt. I tillegg har verden en stadig økende befolkning noe som fører til at matproduksjonen også må økes.

FN estimerer at i 2050 vil vi være 9,7 milliarder mennesker på jorden (FN-Sambandet, 2023). I 2019 viste statistikken at omtrent 1 milliard mennesker er underernærte noe som viser hvordan matproduksjonen er nødt til å økes betraktelig (FN-Sambandet, 2019). Om vi ser på verdens matproduksjon kommer 5% av maten vi produserer fra havet, selv om 70% av jordens overflate består av hav. Dette viser et enormt vekstpotensial i havbruksnæringen.

### 3.1.4 Teknologiske og miljømessige forhold

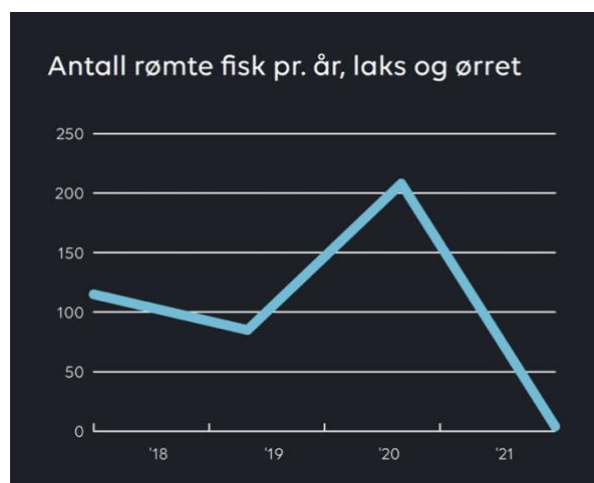
Teknologisk utvikling er helt avgjørende for Lerøy som selskap med tanke på å holde seg konkurransedyktig, i tillegg til at dette vil kunne bidra til å nå bærekraftsmålene. Noen av utfordringene oppdrettsbransjen opplever er knyttet til lakselus og miljøfiendtlige utslipp (Mikkelsen, 2017). I 2021 fikk fiskedirektoratet tildelt 10 millioner kroner fra Forskningsrådet for å sette i gang utvikling av nye teknologiske løsninger i fiskenæringen (Fiskeridirektoratet, 2021).



Figur 5: Snitt antall kjønnsmodne lus pr. fisk - Lerøy 2021

Ny teknologi i form av roboter som identifiserer laks med lus og deretter dreper laksen vil redusere mengden lus som kommer inn i oppdrettsmerdene. I 2021 innrapportert Lerøy om 0,18 kjønnsmodne lus per fisk. Dette er en økning på 0,03 fra året før. Selv om nivået på antall kjønnsmodne lus per fisk er relativt stabil har vi siden 2017 sett en svak økende trend som vist på figur 5 (Lerøy, 2021).

I tillegg har oppdrettsbransjen hatt problemer med rømming fra oppdrettsmælene. Ny teknologi vil også her kunne bidra til sikrere anlegg og mindre sløsing av ressurser. Lerøy har hatt en positiv utvikling på rømning de siste årene som vist i figur 6. Fra 2020 til 2021 var det en nedgang på 208 rømte fisk (Lerøy, 2021).



Figur 4: Antall rømte fisk pr. år, laks og ørret - Lerøy 2021

En miljøtilknyttet utfordringen oppdrettsnæringen opplever er fôrspill. Beregningene tilsier at ca. 7% av alt fôr som går ut i norske oppdretts anlegg aldri blir spist av oppdrettsfisken (Mikkelsen, 2017). Dette er negativt både for lønnsomheten og for miljøet. Her kan også ny teknologi som forer etter fiskens egen appetitt gjøre fremtiden bedre både for oppdrettere og miljø. Lerøy konstaterer i sin årsrapport at de ønsker å være med på utviklingen og at de ønsker å utnytte ny teknologi når den er tilgjengelig.

### 3.1.5 Juridiske forhold

Det er mye lover og regler knyttet opp mot havbruksindustrien i Norge. Om vi ser på oppdrettsindustrien som Lerøy er en del av, er denne strengt regulert av akvakulturloven. Denne loven regulerer blant annet at Norsk havbruk skal etableres, drives og avvikles på en miljømessig forsvarlig måte. Oppdrettsanlegg skal godkjennes før de kan tas i bruk (Laksefakta, 2021). Mattilsynet har også en del retningslinjer i forbindelse med oppdrett som er ment for å sikre trygg matproduksjon, god dyrehelse, miljøvennlig produksjon og etisk forsvarlig hold av fisken (Mattilsynet, 2022). Det at mattilsynet kontrollerer og opprettholder strengere krav er med på å styrke næringens integritet. Dette kan igjen føre til økt etterspørsel på norsk oppdrettslaks, og gir blant annet Lerøy en strategisk fordel mot utenlandske aktører.

### 3.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter er et strategisk analyseverktøy, og analyserer konkurransekraftene i en bransje. De fem kreftene er leverandører, kunder, dagens konkurransebilde, mulige nye aktører i bransjen og substitutter. Disse faktorene blir brukt til å vurdere hvor attraktiv bransjen er, og mulighetene for lønnsomhet (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2019, s. 269).



Figur 6: Porters fem konkurransekrefter

#### 3.2.1 Fare for nyetableringer

Fare for nyetableringer handler om hvor enkelt det er for nye selskaper å komme inn i en bransje og begynne å konkurrere med eksisterende selskaper. Innenfor sjømatindustrien er trusselen for nyetableringer relativt lav ettersom det er store kapitalbehov. Utenom krav til kapital vil det være behov for spesialkompetanse, fasiliteter og utstyr for å etablere seg. Mindre selskaper kan imidlertid fortsatt utgjøre en trussel for Lerøy Seafood Group ved å

målrettet etablere seg i spesifikke nisjemarkeder og konkurrere spesifikt innenfor disse. Dette kan for eksempel være produksjon av smolt eller logistikk innenfor bransjen.

Videre vil det være behov for å etablere en sterk merkevare, bygge effektive distribusjonsnettverk, samtidig som det stilles strenge krav til reguleringer og miljøstandarder. Nyetablerte sjømatelskaper vil derfor måtte konkurrere med etablerte selskaper som allerede har et godt forhold til sine leverandører, distributører og kunder.

Lerøy er et helintegret globalt sjømatkonsern som har kontroll over hele verdikjeden innenfor sjømatprodukter fra hav til konsument (Lerøy, u.d.). Dette styrker deres konkurranseposisjon til sine konkurrenter og eventuelle etablerende selskaper. De burde fortsette å bygge sterke relasjoner til leverandører og distributører, samt videre investere i forskning og utvikling for fremtidig konkurransesituasjon. Fokuset på bærekraft og miljøvern innenfor bransjen er essensielt for lønnsom utvikling, og Lerøy Seafood må fortsette med å utvikle seg på dette området slik de har gjort tidligere. De har tidligere hatt prosjekter som omfatter elektrifisering av fôrflåter og båter, reduksjon av matsvinn og plast og andre prosjekter knyttet til fiskevelferd (Lerøy, 2020, s. 14). En slik differensiering av produktet vil også i fremtiden gjøre det vanskeligere for nye etableringer.

### 3.2.2 Kundens forhandlingsstyrke

Kundens forhandlingsmakt avhenger av muligheten for kunder til å bytte leverandør eller hvor konsentrert kundeporteføljen til selskapet er. Eksempelvis vil et selskap som er avhengig av en kunde vil være mer utsatt enn et selskap som har en kundebase bestående av 100 kunder. Et marked med høy forhandlingsstyrke er en svakhet for selskapet ettersom prisene presses ned av kundene. Høy forhandlingsmakt kan oppstå når det er mange leverandører sammenlignet med kunder, homogene produkter (lite differensiering), lave byttekostnader eller mulighet for kunden å integrere produktet i egen verdikjede (Fjeldstad, 2020, s. 105).

Lerøy selger ulike produkter i form av fisk; ubehandlede sjømatprodukter og bearbeidede sjømatprodukter. Det er flere tilbydere med tilnærmet identiske produkter i markedet, og kunder har derfor en relativ god forhandlingsmakt ovenfor tilbyderne. Det er lite som skiller fisken Lerøy selger fra for eksempel konkurrenten Mowi og derfor vil mye av konkurransen i markedet styres av pris. Differensieringen kan eksempelvis bestå av oppnådde sertifiseringer eller opprinnelsesland. De siste årene har det imidlertid vært høyere etterspørsel enn

produsentene kan levere, noe som har ført til en gunstigere pris for produsentene. Det er også forventet at etterspørselen i årene fremover skal holde seg på et relativt høyt nivå som er positivt for Lerøy (Bugge, 2021).

Kunder og produsenter inngår samarbeidsavtaler og er avhengige av disse for å kunne operere. Det er lite som stopper kundene fra å bytte ut disse kontraktene og inngå samarbeid med andre leverandører. Byttekostnaden er lav, så fremt til at det ikke er snakk om langtidskontrakter med vilkår som tilsvarer at et eventuelt bytte er kostbart. Kundens forhandlingsmakt vurderes som moderat med hensyn til at produktene som leveres er homogene, byttekostnadene er lave og etterspørselen er høy.

### 3.2.3 Trussel fra substituttprodukter eller -tjenester

For å analysere trusselen for substitutter, må man vurdere graden av hvorvidt andre produkter kan erstatte Lerøy sine produkter. Substitutter er produkter som kan redusere etterspørselen etter produktet, og dermed påvirke prisen man kan ta (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2019, s. 271). Lerøy sine hovedprodukter er laks, ørret og hvitfisk. Fisk er en viktig næringskilde, og inneholder mye proteiner. Andre lignende produkter som også ses på som verdifulle proteinkilder er blant annet storfe, svin og kylling. Disse kan ses på som en trussel ettersom de som oftest ligger i en lavere prisklasse enn fisk.

Likevel, har fisk en spesiell verdi grunnet næringsstoffer og proteiner som man ikke finner i substituttene. Laks gir kroppen protein med langt færre kalorier enn kjøtt, i tillegg til at det er rikt på omega 3-fettsyrer og mange andre vitaminer (MOWI, u.d.). Det er blant annet anbefalt fra helsedirektoratet at en skal spise fisk to til tre ganger i uken (Helsedirektoratet, 2016). Det er dermed vanskelig å erstatte fisk med andre produkter. Det er også sett en tendens til at folk reduserer inntak av kjøtt, og øker inntaket av fisk over tid (MOWI, u.d.)

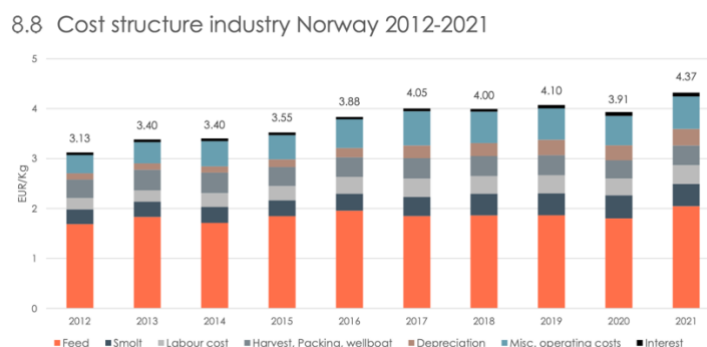
I tillegg, har fisk en kulturell betydning. Blant annet er laks en viktig ingrediens i sushi, som stadig har blitt mer populært. Norsk laks har blitt en favoritt for japanske sushi toppkokker, og har generelt en sterk merkevare i utlandet (Norges Sjømatråd, 2019). Ifølge Norges Sjømatråd er norsk laks ettertraktet i hele verden og påstår at det er verdens mest populære fisk (Norges Sjømatråd, 2021). Klippfisk har også en kulturell betydning ved at det er hovedingrediensen i

matretten Bacalao, som er en kjent matrett med opprinnelse fra Portugal. Lerøy starter med produksjon av klippfisk i 2023 (Ellingsen, 2022). Substituttene vil ikke kunne erstatte fisk i slike matretter. Trusselen for substitutter for Lerøy vil dermed vurderes som lav til moderat. Fisk er ikke et produkt som det er lett å erstatte, men vil likevel bli byttet ut av noen grunnet pris.

### 3.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt handler om hvor enkelt det er å bytte leverandør og derfor også hvor enkelt det er for leverandørene å øke sine priser. Med få leverandører vil det være mindre konkurranse blant dem og prisene vil dermed øke. Det motsatte vil gjelde for et marked som domineres av mange leverandører.

Som nevnt tidligere er Lerøy et helintegrert globalt sjømatkonsern som har kontroll på hele verdikjeden fra smolt til produkt i butikk. Selskapet har gjennom sin historie hatt flere oppkjøp for å gjøre dette mulig. I 2016 kjøpte Lerøy selskapene Havfisk og Norway Seafood Group som bidro til at selskapet utvidet sin verdikjede, samtidig som de ble et helintegrert selskap med kontroll på alt av sjømatprodukter (Lerøy, u.d.). Dette er kun ett eksempel på hvordan Lerøy reduserer sin risiko overfor sine leverandører ved å ta kontroll over større deler av verdikjeden og bli uavhengige. Egen produksjon av fôr er likevel ikke integrert i deres verdikjede som gjør dem avhengige av eksterne leverandører. Spesielt ettersom om lag 50 prosent av kostnadene knyttet til oppdrett av fisk er fôr (MOWI, 2022, s. 60).



Figur 7: Kostnadsstruktur i oppdrettsbransjen – Salmon Farming Industry Handbook 2022, s. 60

Det er få leverandører av fôr og majoriteten av fôret som produseres kommer fra produsentene Skretting, Ewos og BioMar (MOWI, 2022, s. 65). Samtlige leverer til Lerøy. Med tre produsenter av fôr anser vi leverandørenes forhandlingsmakt som høy. Det finnes



foreløpig ingen substitutter for et slikt produkt og oppdrettsselskapene er totalt avhengige av de eksterne leverandørene. På en annen side er også produsentene Skretting, Ewos og BioMar avhengige av oppdrettsindustrien for å kunne selge sine produkter, noe som skaper en gjensidig avhengighet for begge parter. I fremtiden er det også en mulighet for Lerøy å integrere produksjon av fôr i egen verdikjede. Mowi startet med dette i 2014 og har lyktes svært godt. Vi anser leverandørens forhandlingsmakt som høy på kortsiktig basis, men ved å integrere fôrproduksjonen i egen verdikjede i fremtiden, vil det være mulig å minske denne.

### 3.2.5 Rivaliseringen blant dagens konkurrenter

Antall konkurrenter og markedsandel er viktige faktorer i vurderingen av rivaliseringen blant dagens konkurrenter. Virksomhetens forutsetninger for suksess og fremtidige veivalg vil i stor grad handle om konkurransebildet (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2019, s. 270). I dag finnes det rundt 150 oppdrettsselskaper i Norge, men likevel er det de ti største selskapene som står for rundt 70 prosent av lakseproduksjonen (Misund, 2023). MOWI er den største av dem, og er verdens ledende sjømat-selskap (MOWI, u.d.). For lakseoppdrett finner vi også først MOWI, deretter Lerøy Seafood Group og SalMar målt etter volum av slaktet laks i 2019 (Berge, Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere, 2020). Ettersom det er relativt få aktører som står for store deler av produksjonen, har disse selskapene en del makt. Likevel, er etterspørselen for norsk fisk såpass stor at man kan øke produksjonen uten å måtte kapre markedsandeler fra andre.

Etterspørselen er høy, mens tilbudet i stor grad er regulert av myndighetene gjennom akvakulturloven. Denne skal sørge for at oppdrettsnæringen tar hensyn til miljøet og det lokale økosystemet. Det er mange prosesser en må gjennom for å ta en oppdrettslokalitet i bruk (Laksefakta, 2021). Konesjoner, som er tillatelser for oppdrett, vil være med å påvirke tilbudet ettersom det er et begrenset antall konsesjoner (Fiskeridirektoratet, u.d.).

Konkurransen handler i stor grad om å holde kostnadene nede, og produsere god kvalitet til lavest mulig pris. Dette skyldes også at fisk ses på som et homogent produkt. Siden det er høy etterspørsel og tilbudet er regulert, vil graden av rivalisering vurderes som svak. Dette kan forandre seg dersom etterspørselen stagnerer, noe som vil skape en større konkurranseintensitet.

### 3.3 VRIO

VRIO-analysen brukes for å kartlegge de interne ressursene og mulighetene til en bedrift. Et selskap med gode ressurser og evnen til å bruke disse på riktig måte vil ha en god konkurranseposisjon ovenfor sine konkurrenter. Gjennom denne analysen skal vi derfor gi en oversikt over noen av de interne ressursene Lerøy besitter og hvordan disse brukes. Elementene vi skal analysere er deres lokasjon og produksjon, verdikjede og produksjon av hvitfisk. For å kunne avgjøre om Lerøy i fremtiden kan bruke disse ressursene som konkurransefortrinn tar VRIO-analysen hensyn til fire faktorer som sikrer dette. De fire faktorene er verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert (Fjeldstad, 2020, s. 74).

#### 3.3.1 Lokasjon og produksjon

Lerøy driver med fangst og havbruk langs hele kysten av Norge. Norge har et naturlig fortrinn for produksjon av oppdrettslaks i sjø, grunnet blant annet dype fjorder, gode strømforhold og oksygenrikt vann med egnet temperatur. Anleggsteknologien, der laksesmolt settes ut i merdanlegg, er godt tilpasset Norges unike naturgitte forhold med en skjermet kystlinje og Golfstrømmen. Golfstrømmen gir god utskiftning av vannmasser og gode temperaturforhold for atlantisk laks (NOU 2019: 18, 2019). Lokasjon i Norge gir dermed Lerøy en stor fordel. Blant annet er norske oppdrettsanlegg mye mindre utsatt for sykdomsutbrudd enn for eksempel chilenske anlegg, som også har mange oppdrettsanlegg. Vekstvilkårene for parasitter langs den chilenske kysten er gode, og laksemerdene ligger tett. Det kan gi mye lus som fører til høye kostnader (Hanssen, 2013).

Anleggene til Lerøy for laks og ørret er spredt over tre regioner; Nord-Norge, Midt-Norge og Vestlandet (Lerøy, 2021, s. 9). Dette gir også en fordel ved at smittefaren ved et potensielt sykdomsutbrudd er svært liten. I tillegg, vil anlegg i Nord-Norge være et pluss dersom klimaendringer fører til høyere sjøtemperaturer. Temperaturøkning kan skape et betydelig høyere smittepress på både villfisk og oppdrettsfisk. En temperaturøkning fra for eksempel 9 til 11 grader er estimert til å gi en dobling av smittepresset fra lakselus (Hoddevik, 2021). Lakselus og sykdom skaper store utgifter for oppdrettsselskaper. Miljøet for oppdrett i Norge og spesielt i Nord-Norge kan oppfattes som sjelden, ettersom det er få andre steder i verden med det samme naturlige miljøet for laks. Denne ressursen vil likevel være mulig å imitere, og SalMar har blant annet også oppdrett i Nord-Norge.

Grunnet blant annet høyere vanntemperaturer og stor tetthet i oppdrettsanlegg, er det blitt observert at anlegg på Vestlandet har en høyere andel smitte (Øystese & Hafsaas, 2021). Derfor gjøres det tiltak mot denne regionen for å skape bedre resultater. Blant annet er det nylig bygget ut et postsmoltanlegg i Fitjar, som vil skape kortere vei fra smoltanleggene til Lerøys Sjøtroll-anlegg på Vestlandet. Det gjør at de får kontroll på hele verdikjeden i vest, slik som i Midt-Norge og Nord-Norge, fra rogn til slakting. Det gjør produksjonen og fisken mer robust og skaper større forutsigbarhet i produksjonen. Da må de ikke lenger flytte levende fisk langs regionene, noe som vil være viktig for å forhindre potensiell smitte ved transport (Hosteland, 2018). Dette vil i tillegg øke effektiviteten i produksjonen, og gi en løsning der hver region har kontroll over sin egen verdikjede. Lokasjon i Norge generelt, og produksjonsanlegg i nærheten av oppdrettsanlegg vil gi flere fordeler, og kan dermed anses som verdifullt.

### 3.3.2 Full verdikjede

En del av Lerøy Seafood Group sin strategi er å være en helintegrert leverandør av selskapets hovedprodukter. I 1997 ble det for første gang gjennomført en rettet emisjon mot finansielle investorer hvor formålet var å utvikle konsernet gjennom hele verdikjeden. Investeringer og oppkjøp har gjort at Lerøy nå er et helintegrert selskap med kontroll på hele verdikjeden innen alt av sjømatprodukter fra hav til konsumet. Virksomheten utøves gjennom datterselskaper både i Norge og internasjonalt (Lerøy, u.d.). Lerøy sin helintegrerte verdikjede sikrer stabilitet, kvalitet og sporbarhet, og enda mer effektivt arbeid med bærekraft i alle ledd, ifølge konsernleder Henning Beltestad. Som en helintegrert sjømatleverandør kan Lerøy blant annet kontrollere og kvalitetssikre alle sine produkter gjennom verdikjeden. Det gjør det også mulig å spore Lerøy sine produkter tilbake fra opprinnelse til ferdigvare i butikk (Lerøy, u.d.). Dette vil likevel ikke anses som sjeldent ettersom MOWI og SalMar også har fulle verdikjeder for oppdrett. MOWI produserer i tillegg eget fiskefor, noe Lerøy ikke gjør (Lerøy, 2021).

### 3.3.3 Hvitfisk

I 2021 besto hvitfisk for 16,4 prosent av omsetningen til Lerøy og selskapet er ledende innenfor dette segmentet i Norge målt opp mot sine konkurrenter. Noe av årsaken til dette er deres oppkjøp av Lerøy Havfisk og Lerøy Norway Seafoods som ble gjort i 2016 som historiens største for selskapet. Oppkjøpet ble gjort med hensyn til deres satsning på hvitfisk

og diversifisering av produkter. Dette til tross for at norsk landindustri for hvitfisk historisk sett har slitt med dårlig lønnsomhet. En av de største utfordringene er at tilgangen til råstoff kan være begrenset og preges av sesongvariasjoner, noe som gjør det vanskelig å opprettholde en jevn produksjon og forsyning gjennom hele året. I tillegg kan kvoter begrense volumet av råstoff som er tilgjengelig, og dette hindrer selskaper til å gjøre investeringer knyttet til automasjon og spesialisering. Lerøy ser likevel et større potensial for hvitfisk og har gjort større investeringer innenfor segmentet som skiller dem fra sine konkurrenter. Selskapet skriver i sin årsrapport for 2021 at investeringene vil kunne løse opp de ovennevnte problemene ved å standardisere filetproduksjonen basert på ferskt råstoff under sesongen og fryse ned råstoffet utenfor sesongen (Lerøy, 2020, ss. 54-55).

Lerøys satsning på hvitfisk kan på flere måter anses som en verdifull ressurs. I 2021 var laks ansvarlig for 66,3 prosent av omsetningen til Lerøy, noe som over tid kan endres. Økning i prisen på laks eller kunders matpreferanser kan føre til at hvitfisk delvis kan fungere som et substitutt for laksen. Noen vil muligens påstå at hvitfisken allerede til en viss grad fungerer som et substitutt, men en enda høyere pris på laks vil potensielt øke etterspørselen etter hvitfisk. Som tidligere nevnt skaper også satsingen på hvitfisk en tryggere produktportefølje gjennom differensiering av produkter. Lerøy blir dermed mindre sårbare målt opp mot sine konkurrenter som i stor grad avhenger av en høy laksepris. Lerøys hvitfisk-satsing anses derfor som sjelden og verdifull.

Lerøy var tidlig ute med å investere i hvitfiskindustrien og har derfor et midlertidig konkurransefortrinn sammenlignet med sine konkurrenter. Selv om ressursen kan imiteres av konkurrenter er det flere faktorer som gjør dette utfordrende. Lerøy har allerede opparbeidet seg kompetanse, investert i teknologi og etablert gode relasjoner til kunder. Dette er alle avgjørende faktorer for å lykkes innenfor industrien. Konkurrenter som ønsker å etablere seg innenfor hvitfiskindustrien vil ligge langt bak Lerøy i utviklingen, og det vil ta tid for dem å komme på et tilsvarende nivå. Likevel må det nevnes at konkurransefortrinnet kun er midlertidig og kan forsvinne over tid. Det er derfor viktig at selskapet fortsetter å drive innovasjon og utvikling for å opprettholde sin posisjon og utvide sin konkurransefordel over tid.

### 3.3.4 Oppsummering

VRIO-analysen oppsummeres i tabellen nedenfor. Vi har valgt å fokusere på lokasjon og produksjon, full verdikjede og hvitfisk som de interne ressursene vi anser som viktige for Lerøy. Disse ressursene vil være viktig i Lerøy sin videre vekst, og for å konkurrere i bransjen. Alle ressursene er verdifulle, og hvitfisk og lokasjonen vurderes også som sjelden. Alle ressursene oppfattes også som godt organiserte.

Ressurser	Verdiful	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert
Lokasjon og produksjon	Ja	Ja	Nei	Ja
Full verdikjede	Ja	Nei	Nei	Ja
Hvitfisk	Ja	Ja	Nei	Ja

Tabell 1: Oppsummering av VRIO-analyse

### 4.4 SWOT

For å oppsummere den strategiske analysen har vi samlet de viktigste punktene i en SWOT-analyse. Gjennom analysen vil man få innblikk i de viktigste interne (styrker og svakheter) og eksterne faktorene (muligheter og trusler) som påvirker selskapet.

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"><li>• Full verdikjede</li><li>• Strategisk lokasjon</li><li>• Diversifisert produktportefølje</li><li>• Hver region har kontroll på egen verdikjede</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Rømming av laks</li><li>• Lav lønnsomhet på hvitfisk</li></ul>
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"><li>• Innovasjon og tekniske nyvinninger</li><li>• Økt etterspørsel av matproduksjon grunnet befolkningsvekst</li><li>• Merkevarerbygging i utlandet</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tilbudet er regulert</li><li>• Grunnrenteskatt</li><li>• Politiske konflikter</li></ul>

Tabell 2: SWOT-analyse

## 4. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en prosess der økonomisk informasjon undersøkes og evalueres for å forstå en bedrifts nåværende økonomiske stilling og dens fremtidige utsikter. Dette innebærer å undersøke regnskapsdata, som for eksempel inntekter, kostnader, eiendeler og gjeld, samt vurdere selskapets finansielle ytelse, lønnsomhet, likviditet og økonomiske risikoer.

Formålet med analysen vil variere avhengig av hvem som foretar den og hva den skal brukes til. Aksjeeiere vil eksempelvis bruke en regnskapsanalyse for å vurdere om de skal investere i en bedrift eller selge aksjer de allerede eier. Kreditorer vil også gjøre en regnskapsanalyse for å evaluere risikoen ved å låne penger til en bedrift. Interne brukere av regnskapsanalyse inkluderer ledere og ansatte i en bedrift som trenger å forstå selskapets økonomiske situasjon for å ta beslutninger.

Denne regnskapsanalysen av Lerøy Seafood Group vil være en ekstern analyse. Dette betyr at vi vil undersøke offentlige regnskapstall og tilgjengelig informasjon om bedriften, og vurdere Lerøys nåværende økonomiske situasjon og fremtidige utsikter fra et investeringsperspektiv (Kristoffersen, 2019, ss. 435-436).

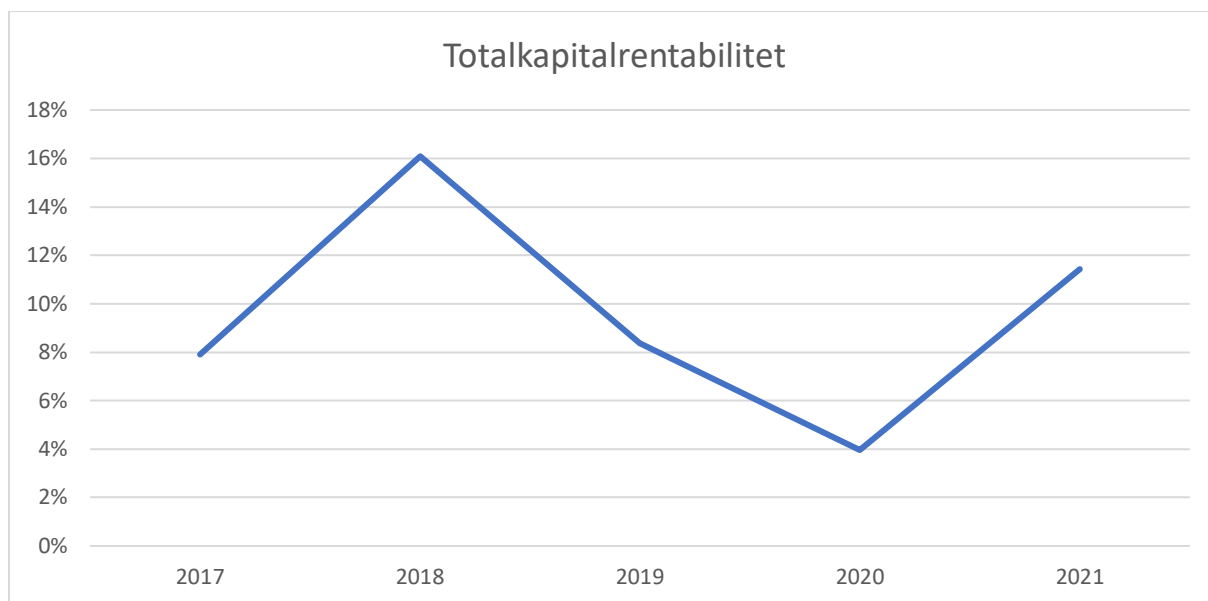
### 4.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet forteller oss noe om bedriftens evne til å skape overskudd. Overskudd innebærer at inntektene må være større enn kostnadene. Det å ha en tilstrekkelig lønnsomhet er viktig for å tiltrekke seg potensielle investorer og eiere. For å ville investere i bedriften, må investorer og eiere se at bedriften er i stand til å generere tilstrekkelig avkastning. Uten lønnsomhet vil ikke bedriften kunne overleve på lengre sikt. For å vurdere lønnsomheten skal vi beregne tre nøkkeltall; Totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin. Disse utregningene vil gi et godt bilde av Lerøy sin lønnsomhet (Kristoffersen, 2017, s. 450).

#### 4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten viser avkastningen på den samlede kapitalen som er bundet i selskapet. Den vil gi et uttrykk for hvor godt bedriften har vært drevet, og for nivået på inntjening. Altså, vil den vise hvor effektiv bedriften har vært i å forvalte ressursene sine uavhengig av finansiering.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$



Figur 8: Totalkapitalrentabilitet 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	7,91%	16,09%	8,38%	3,96%	11,43%

Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet 2017-2021

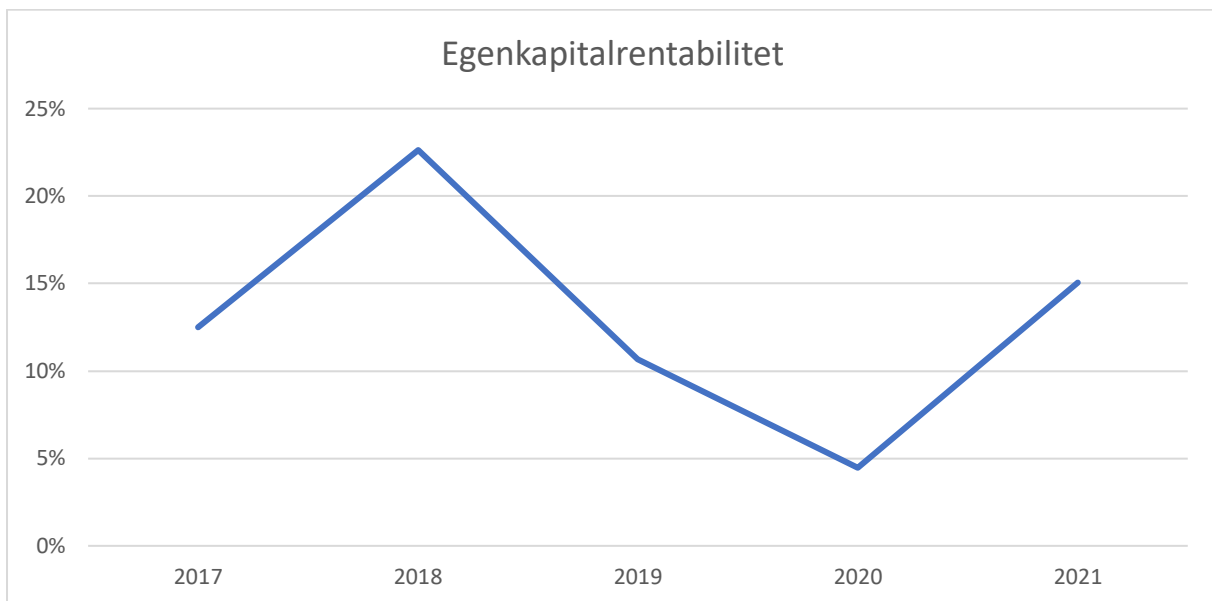
For å ha en god total kapitalrentabilitet bør ikke avkastningen være mindre enn den risikofrie renten. Avkastning på 10% regnes som god, og en avkastning på 15% som meget god ifølge Kristoffersen (Kristoffersen, Årsregnskapet, 2017, s. 454). Figuren viser at Lerøy har en positiv total kapitalrentabilitet, med en del svingninger. Total kapitalrentabiliteten er tilfredsstillende med tanke på den risikofrie renten som vi vurderer i del 6 til 2,4%. Vi ser en sterk nedgang i total kapitalrentabiliteten fra 2018 til 2019, og deretter fra 2019 til 2020. Sistnevnte vil være påvirket av korona pandemien, som førte til et dårlig resultat for mange bedrifter. Videre ser vi en positiv trend fra 2020.

#### 4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er mest interessant for eierne og investorene i selskapet ettersom den måler avkastningen på eiernes investeringer i bedriften. Nøkkeltallet kan blant annet brukes av investorer dersom de ønsker å rangere flere bedrifter ved kjøp av nye aksjer eller eierandel.

Man kan beregne egenkapitalrentabiliteten både etter og før skatt, men vi har valgt å bruke etter skatt siden det viser den faktiske andelen av resultatet som tilfaller egenkapitalen. Endringene i egenkapitalrentabiliteten angir hvordan tidligere investeringer har utviklet seg (Kristoffersen, 2017, ss. 456-457).

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



Figur 9: Egenkapitalrentabilitet 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	12,52%	22,63%	10,66%	4,46%	15,05%

Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet 2017-2021

Egenkapitalrentabiliteten vil avhenge av totalkapitalrentabiliteten, lånerenten og den relative størrelsen på gjelden. Vi kan se at egenkapitalrentabiliteten har nokså lik utvikling slik som totalkapitalrentabiliteten, med høyest avkastning i 2018 og 2021. Egenkapitalrentabiliteten er høyere enn totalkapitalrentabiliteten de gjeldende årene, noe som er forventet når totalkapitalrentabiliteten er høyere enn lånerenten. En høyere egenkapitalrentabilitet er normalt ettersom eierne tar en større risiko enn hva långiverne gjør (Kristoffersen, Årsregnskapet, 2017, ss. 458-459). Om egenkapitalrentabiliteten vurderes som god er blant

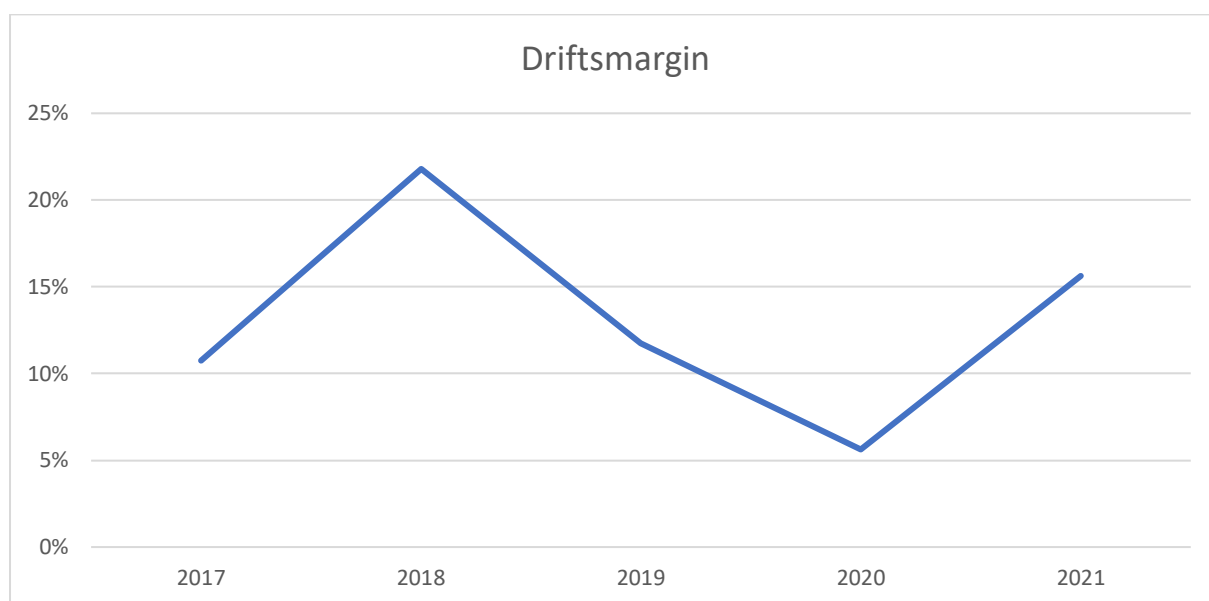


annet avhengig av hvor stor risiko man tar b og renten. Ettersom renten har vært ganske lav de siste årene vurderer vi en egenkapitalrentabilitet på 15,05% som ganske bra.

#### 4.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen sier oss noe om hvor mye en bedrift har tjent på driften før det tas hensyn til finansielle inntekter og kostnader. Driftsmarginen vil variere fra bransje til bransje.

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



Figur 10: Driftsmargin 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Driftsmargin</b>	10,74%	21,79%	11,75%	5,63%	15,62%

Tabell 5: Driftsmargin 2017-2021

Driftsmarginen har variert en del mellom 2017 og 2021. Fra 2017 til 2018 var det spesielt høy økning. Den lave driftsmarginen i 2020 skyldes også her lave driftsinntekter grunnet pandemien. Utenom 2020 øker driftsinntektene jevnt, og nedgangen i driftsmarginen fra for eksempel 2018 til 2019 skyldes dermed driftskostnadene og verdijusteringer knyttet til biologiske eiendeler. Det er blant annet en økning i lønn og andre personalkostnader. I tillegg påvirker verdijusteringer knyttet til biologiske eiendeler driftsresultatet sterkt. I 2017 var blant annet denne posten på –1 716 309 000, mens i 2018 var det et positivt tall på 754 938. Igjen var denne negativ i 2019 og 2020, de årene vi ser en lav lønnsomhet. Mens fra 2020 til 2021

gikk denne posten fra –856 751 000 til 1 085 304 000. Disse store forandringene vil dermed sterkt påvirke lønnsomheten.

Sammenligner vi driftsmarginen med for eksempel bransjen for produksjon av laks og regnbueørret i 2021 som er på 18%, har Lerøy en lavere driftsmargin på 15.62% (Fiskeridirektoratet, 2022). Dette kan skyldes at hvitfisk har hatt en svak inntjening de siste ti årene ifølge nærings- og fiskeridepartementet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022).

## 4.2 Finansiering og soliditet

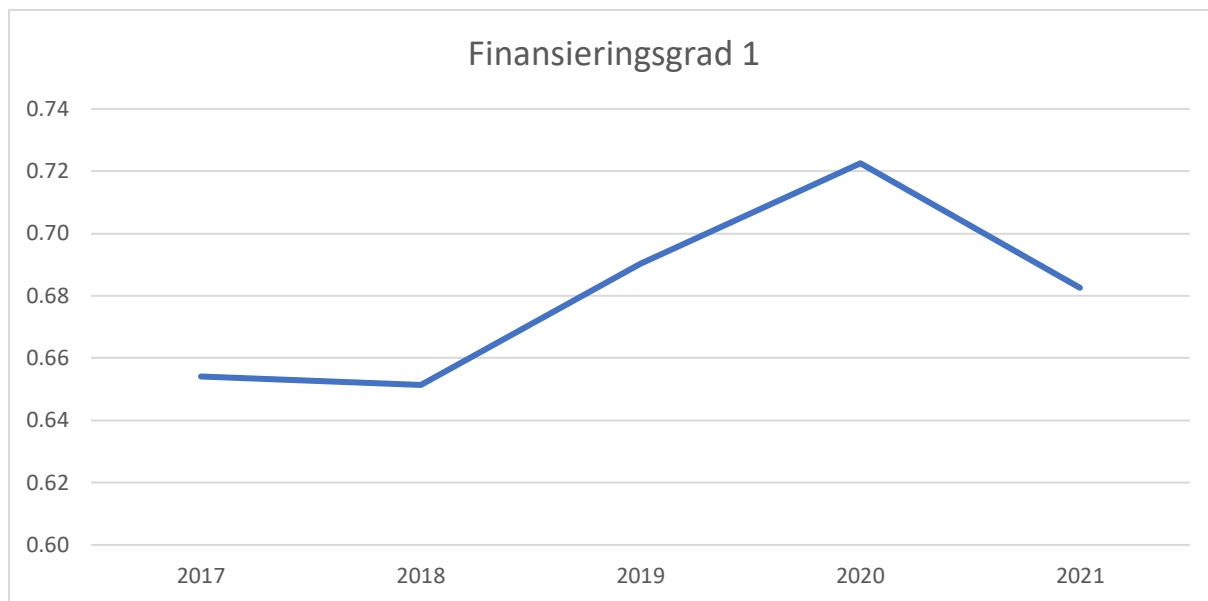
Med begrepet finansiering refereres det til prosessen med å skaffe og bruke kapital til å finansiere aktivitetene til en bedrift. Dette kan være betaling for driftskostnader, investering i utstyr eller en utvidelse av virksomheten. Ulike finansieringsmetoder kan for eksempel være banklån, emisjon av aksjer eller obligasjoner, eller at eiere går inn med mer egenkapital (Kristoffersen, 2019, s. 459).

Soliditet er en indikator på en bedrifts økonomiske styrke og evne til å tåle tap. Soliditet måler forholdet mellom en bedrifts egenkapital og dens totale eiendeler. Desto høyere soliditet, desto større andel av bedriftens eiendeler er finansiert med egenkapital. Bedrifter med høy soliditet anses som mindre risikable ettersom de er bedre rustet til å møte økonomiske utfordringer og betjene gjeld (Kristoffersen, 2019, s. 463).

### 4.2.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser hvor stor andel av anleggsmidlene som er finansiert av langsiktige lån. En sunn finansiering tilsvarende at mest mulig av anleggsmidlene finansieres av langsiktig gjeld. Årsaken til dette er at anleggsmidler er ment for å vare og burde derfor også finansieres av langsiktig gjeld på tilsvarende tid som egen levetid. I tillegg burde også deler av omløpsmidlene finansieres av langsiktige lån. Finansieringsgrad 1 burde være under 1 og Lerøy ligger godt innenfor dette (Kristoffersen, 2017, s. 462).

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



Figur 11: Finansieringsgrad 1 2017-2021

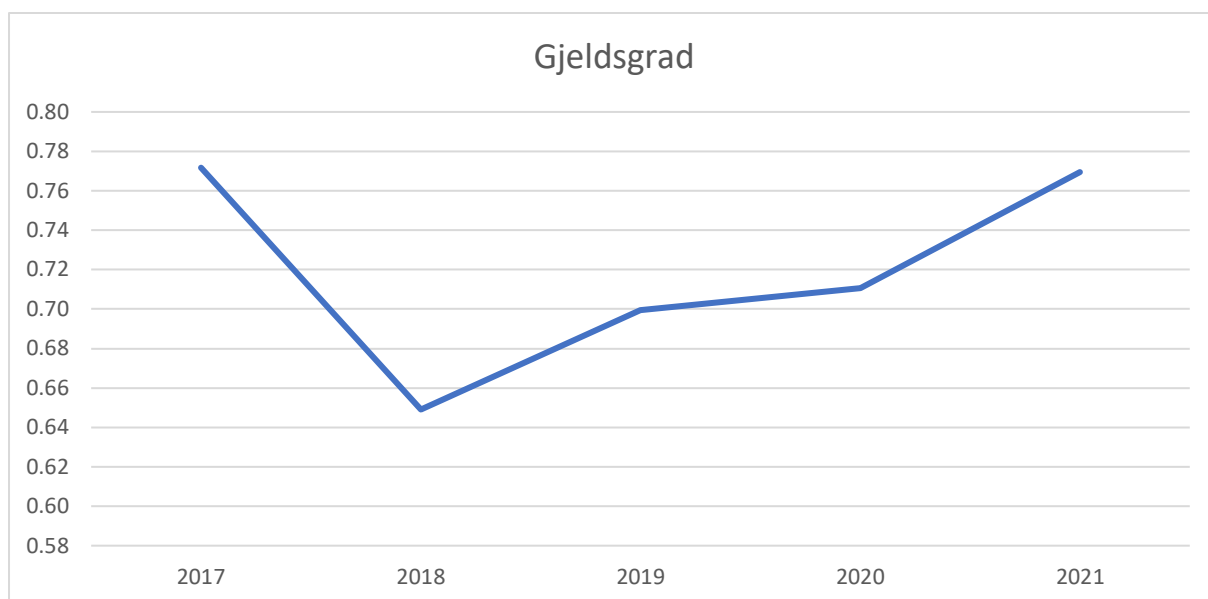
År	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Finansieringsgrad 1</b>	0,65	0,65	0,69	0,72	0,68

Tabell 6: Finansieringsgrad 1 2017-2021

#### 4.2.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom lån finansiert av utenforstående og eierne selv. Desto lavere gjeldsgraden er, desto mer solid er bedriften. I tillegg vil en gjeldsgrad på 1 tilsvare at gjelden og egenkapitalen til selskapet er like store.

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



Figur 12: Gjeldsgrad 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Gjeldsgrad</b>	0,77	0,65	0,70	0,71	0,77

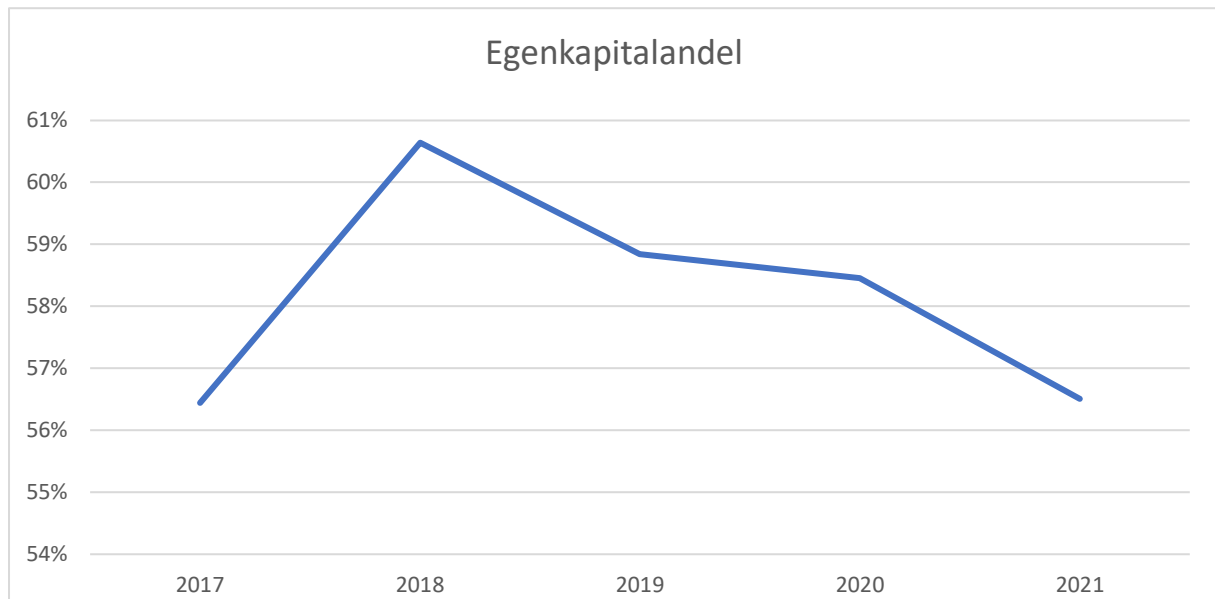
Tabell 7: Gjeldsgrad 2017-2021

Gjeldsgraden har steget siden 2018, men det er ikke snakk om noe stor økning. Lerøys gjeldsgrad ligger dermed innenfor det som anses å være akseptabelt.

#### 4.2.3 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor prosent av eiendelene som er finansiert med egne midler. Den forteller også hvor mye bedriften kan tape før fremmedkapitalen også blir påført et tap. Desto større tallet er, desto bedre er soliditeten i bedriften. Lerøys egenkapitalandel ligger mellom 56 og 61 prosent de siste årene og har derfor variert lite.

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



Figur 13: Egenkapitalandel 2017-2021

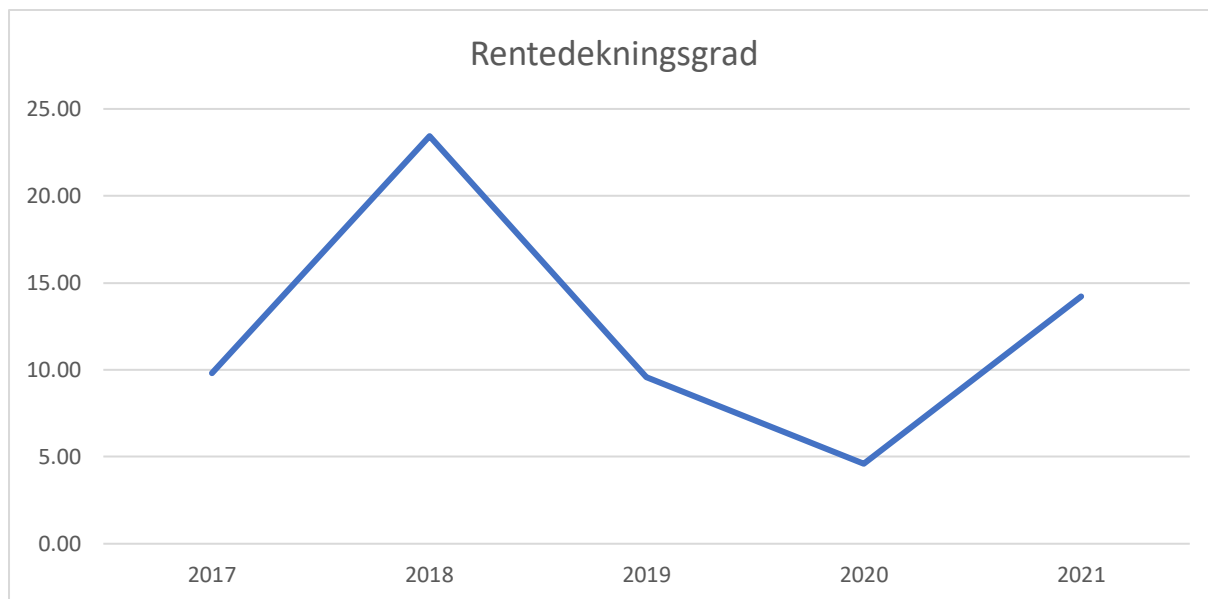
År	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Egenkapitalandel</b>	56,44%	60,64%	58,84%	58,46%	56,51%

Tabell 8: Egenkapitalandel 2017-2021

#### 4.2.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden sier noe om selskapets håndtering av rentekostnadene. Denne størrelsen vil avgjøres av selskapets lønnsomhet og deres rentekostnader knyttet til gjeld. En lønnsom bedrift med lave rentekostnader vil derfor oppnå en høy rentedekningsgrad. Generelt finnes det ingen krav til rentedekningsgraden, men flere mener at den burde være over 3. Skulle rentedekningsgraden til bedriften være under 1 betyr dette at selskapet taper penger på driften ettersom rentekostnadene er for store. Det er stor variasjon i Lerøys rentedekningsgrad, men tallene tyder på en sunn rentedekning.

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



Figur 14: Rentedeckningsgrad 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Rentedeckningsgrad</b>	9,80	23,44	9,56	4,60	14,23

Tabell 9: Rentedeckningsgrad 2017-2021

### 4.3 Likviditet

God likviditet innebærer at en bedrift har tilstrekkelig med midler til å håndtere kortsiktig gjeld og andre forpliktelser når de forfaller. En virksomhet med god likviditet er i stand til å betale regningene sine og takle uforutsette utgifter uten å måtte låne penger eller tvinges til å selge eiendeler.

For å måle likviditet, er det vanlig å se på virksomhetens tilgang på kontanter og andre likvide eiendeler som raskt kan omsettes til kontanter. Jo mer likvide eiendeler en virksomhet har, jo bedre likviditet har den (Kristoffersen, Årsregnskapet, 2017, ss. 468-469). For å vurdere Lerøys likviditet skal vi se på likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og arbeidskapital.

#### 4.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 forklarer forholdet mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden til bedriften. Historisk sett har denne blitt anbefalt å ligge over 2. Som tabellen viser, har likviditetsgrad 1 for Lerøy hold seg godt over kravet de siste årene. Selv om tabellen viser en negativ trend fra 2018 til 2020 ser vi at denne er på vei opp igjen fra 2020.

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



Figur 15: Likviditetsgrad 1 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Likviditetsgrad 1</b>	2,98	2,99	2,81	2,68	2,91

Tabell 10: Likviditetsgrad 1 2017-2021

#### 4.3.2 Likviditetsgrad 2

I likhet med likviditetsgrad 1, måler likviditetsgrad 2 forholdet mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden, men kun for de mest likvide omløpsmidlene. For Lerøy vil de mest likvide omløpsmidlene utgjøre omløpsmidlene fratrukket deres biologiske eiendeler og andre varer. Historisk sett har det vært en anbefaling at denne ligger over 1. Som tabellen under viser ligger Lerøy innenfor dette.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$



Figur 16: Likviditetsgrad 2 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Likviditetsgrad 2</b>	1,55	1,34	1,31	1,27	1,43

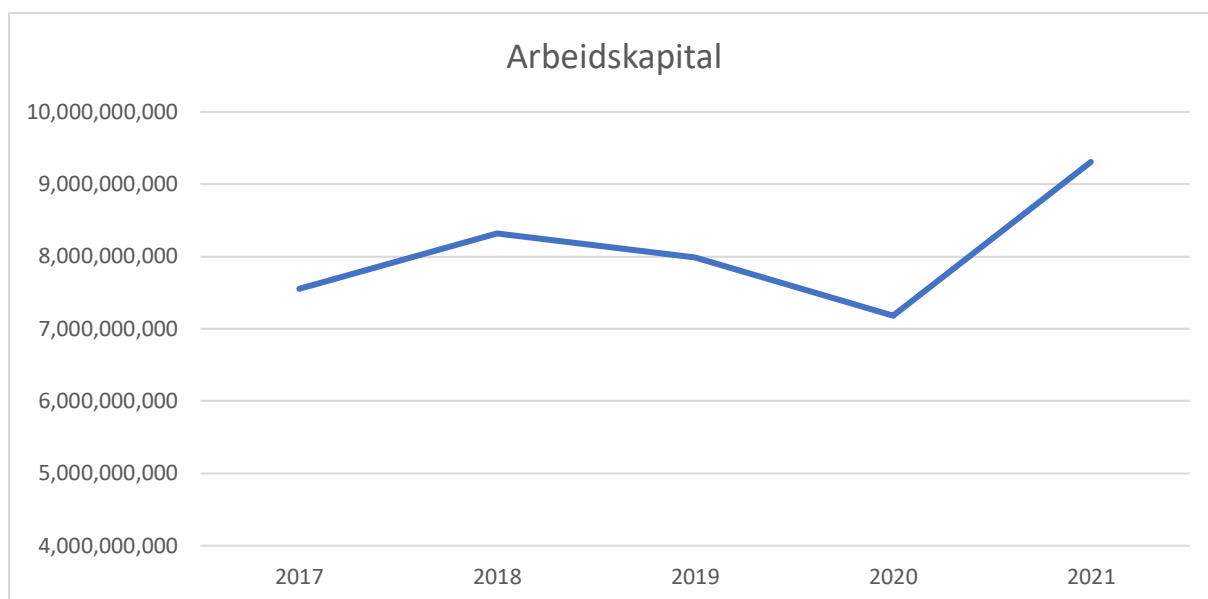
Tabell 11: Likviditetsgrad 2 2017-2021

#### 4.3.3 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er et viktig mål på selskapets likviditet og evne til å møte kortsiktige økonomiske forpliktelser. Differansen mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktige gjeld utgjør arbeidskapitalen, og er viktig for å kunne planlegge for vekst og investeringer på en bærekraftig måte. Generelt sett burde arbeidskapitalen være positiv. Grafen nedenfor viser en positiv utvikling av arbeidskapitalen for Lerøy, som også er naturlig for et selskap i vekst.

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$





Figur 17: Arbeidskapital 2017-2021

År	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Arbeidskapital</b>	7 555 934 000	8 317 441 000	7 983 642 000	7 181 466 000	9 307 721 000

Tabell 12: Arbeidskapital 2017-2021

#### 4.4 Oppsummering av regnskapsanalyse

Gjennom nøkkeltallsanalysen har vi vurdert lønnsomheten ved bruk av total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin. Vi ser at lønnsomheten har variert en del, og ser en lik trend på grafene til alle de tre nøkkeltallene. De viser en høy avkastning i 2018, deretter en nedgang fra 2018 til 2020. Fra 2020 er det en positiv trend. Analysen viser at posten verdijusteringer knyttet til biologiske eiendeler vil påvirke graden av lønnsomhet, da den varierer veldig mye og er av stor verdi. I tillegg, påvirket pandemien driftsresultatet gjennom blant annet driftsinntektene i 2020. Lønnsomheten er generelt regnet som bra i 2021, men kan bli bedre. Vi ser for eksempel en høyere lønnsomhet i andre bedrifter i samme bransje gjennom driftsmarginen. Lavere lønnsomhet enn bransjen kan skyldes at Lerøy høster hvitfisk, som har en lavere inntjening enn laks.

På bakgrunn av tallene for finansiering vurderer vi Lerøy som et solid selskap. De har en høy egenkapitalandel, som har variert lite i tidsperioden. Selv om rentedekningsgraden har variert er den likevel innenfor anbefalt nivå, og vurderes som sunn. De viser også til akseptabel finansierungsgrad 1 og gjeldsgrad. Selv om gjeldsgraden har økt noe fra 2020 til 2021 viser de til en bedre rentedekningsgrad, som skyldes en bedre lønnsomhet.

Likviditeten til Lerøy er også regnet som god. Både likviditetsgrad 1 og 2 holder seg innenfor anbefalte tall. Alle nøkkeltallene for likviditet har også økt fra 2020 til 2021, som viser en forbedring i likviditeten.

## 5. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

I dette kapitlet skal vi estimere fremtidige kontantstrømmer for Lerøy i prognoseperiode ved hjelp av tre ulike scenarioer. Vi har satt en prognoseperiode på fem år, fra 2022 til 2026. Etter den satte prognoseperioden vil vi beregne terminalverdi, noe som gjøres i kapittel 7.

Hensikten med å foreta en estimering av fremtidige kontantstrømmer vil være å forsøke å finne et mål på de fundamentale verdiene til selskapet, både under og etter den gitte prognoseperioden.

### 5.1. Oppsummering av base case

Base caset vårt tar som forutsetning at lakseprisen først vil øke noe, for så å nå et nivå ganske nære dagens priser. Tilbudsveksten vil være liten hele prognoseperioden. Etterspørselen, derimot, vil ha en jevn økning hele perioden. Vi forutsetter at både lønns- og varekostnader vil øke, inflasjon og råvarepriser tatt i betraktning. Vi har i base caset også valgt å bruke en skattemodell som ligger et sted mellom den normale selskapsskatten og den foreslåtte absolutte grunnrentesatsen på 40%.

#### 5.1.1 Prognostisering av driftsinntekter

Når det kommer til den fremtidige driftsinntekten, vil slaktevolum og laksepris være de viktigste faktorene. På verdensbasis økte tilbudet av laks med rundt 8% årlig i perioden 1995 til 2005. Siden 2005 har veksten avtatt og gått ned til omtrent 4%. Det er mye som tyder på at denne trenden skyldes at lakseindustrien har nådd et tak på produksjonsnivået grunnet biologiske forhold (Mowi, 2022). Den fremtidige lakseindustrien er dermed helt avhengig av å videreutvikle god teknologi og gunstige reguleringer av industrien for å sikre fremtidig bærekraftig vekst. I tillegg til dette står bransjen overfor en rekke utfordringer knyttet til laksedødelighet og lakselus, som diskutert i markedsanalysen. Norsk lov legger også begrensninger på oppdrettsbransjen som gjør det vanskelig å øke produksjonen i stor grad på kort og mellomlang sikt. På kort sikt er det dermed, grunnet faktorene nevnt ovenfor, naturlig

å anta at tilbudet de kommende årene vil holde seg ganske stabilt.

I PESTEL analysen fremkommer det at etterspørselen etter laks og annen fisk vil ha en stabil økning fremover grunnet blant annet befolkningsvekst, inntektsvekst og økte priser på andre varer. Økt etterspørsel vil være en viktig driver bak økte priser de neste årene. Med utgangspunkt i lite økning i tilbudet fremover samt økt etterspørsel, vil vi legge til grunn at lakseprisen vil holde seg på et relativt høyt nivå i samme periode. I 2021 var gjennomsnittsprisen på eksport av fersk laks 59,23 kr per kg ifølge SSB. I løpet av året var prisene svært fluktuerende og varierte fra 46,55 til 71,77. Ved utgangen av året lå prisene ganske stabilt over 60 kr per kg, noe som tyder på en økning inn i 2022. Forward prisene på laks fra Fish Pool støtter oppunder denne antakelsen. Disse viser også sterk prisvekst, særlig i 2023. Vi velger dermed å anta at lakseprisen vil stige i 2022 og 2023, for så å stabilisere seg mer fra 2024.

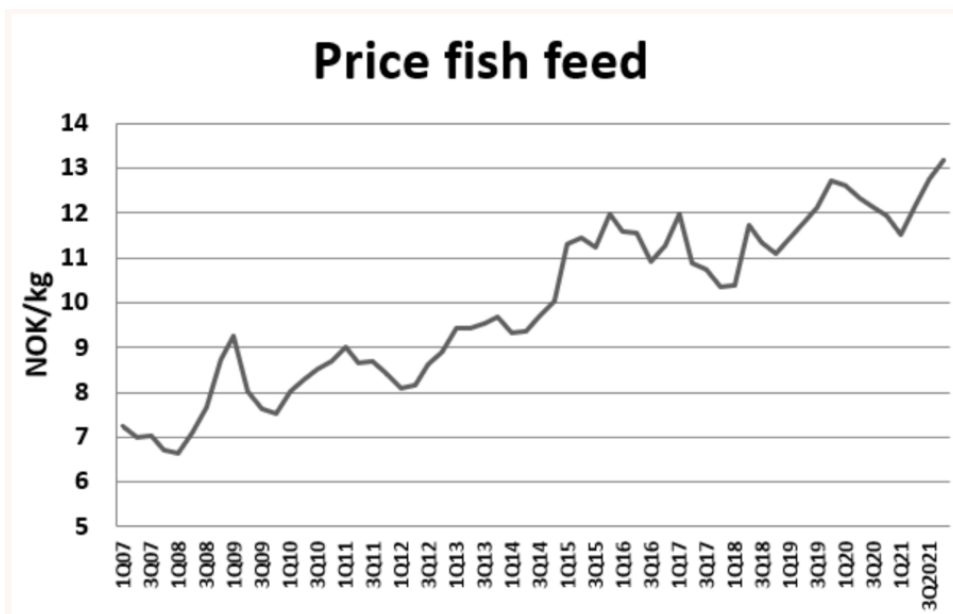
Med følgende grunnlag har vi utarbeidet vekst for driftsinntekt i perioden 2022 til 2026. Her legger vi til grunn at høye priser i 2022 og 2023 vil bidra til en økning i omsetningen på hhv. fem og fire prosent. I 2024 og 2025 antar vi at prisene vil stabilisere seg, men at tilbudet ikke vil øke nok til å øke omsetningen i noe grad. Steady state, 2026, vil være terminalåret for denne prognosen. Vekstraten dette året vil dermed settes til langsiktig vekstrate. Ved fastsetting av langsiktig vekstrate legger vi til grunn inflasjonsmålet til Norges Bank på 2%.

	2017	2018	2019	2020	2021
Økning driftsinntekt:	8 %	7 %	3 %	-2 %	16 %
	2022	2023	2024	2025	2026
Økning driftsinntekt:	5 %	4 %	3 %	3 %	2 %

Tabell 13: Lerøys driftsinntekter i perioden 2017 – 2021 og estimerte inntekter i base case

### 5.1.2 Prognostisering av varekostnader

De viktigste varekostnadene i Lerøy er i all hovedsak fôr-kostnader og kostnader tilknyttet lakselus. Fôr-kostnader kan forventes å stige mer enn driftsinntektene, med tanke på de prisøkningene som har drevet råvaremarkedene til nye høyder. Fiskefôr er intet unntak, og nådde et toppnivå i Q3 21. Med en tosifret prosentvis vekst årlig, kan fiskefôr gi svært store økninger i varekostnadene til Lerøy, og vil gi lavere marginer enn vi har sett hos Lerøy og havbruks-næringen de siste årene.



Figur 18: Historiske priser på laksefôr pr kilo (Berge, ilaks, 2021)

	2017	2018	2019	2020	2021
% av driftsinntekt:	53%	55%	55%	57%	56%
	2022	2023	2024	2025	2026
% av driftsinntekt:	56%	58%	58%	59%	60%

Tabell 14: Lerøys varekostnad i % av driftsinntekter, historiske og estimerte kostnader i base case

### 5.1.3 Prognostisering av lønnskostnader og andre driftskostnader

#### Lønnskostnader:

Vi regner med en relativt høy vekst i lønnskostnader de nærmeste årene, grunnet høy inflasjon og prisstigning. SSB oppgir høy prisvekst i Norge, og over gjennomsnittlig høy i fiskeri-næringen. Av Lerøys regnskapstall fremkommer det at denne kostnaden i den foregående 5-årsperioden har vokst fra 13 til 15 prosent av driftsinntektene, og vi regner med at den vokser de neste par årene, før Lerøy eventuelt må gjøre grep for å få den ned. Historisk sett har lønnskostnadene ligget noe lavere enn det de har gjort de siste årene, så vi tror det vil komme en merkbar, dog ikke veldig kraftig økning i disse, da den allerede har tatt seg opp en del fra tidligere normal-nivå.

	2017	2018	2019	2020	2021
% av driftsinntekt:	13 %	13 %	14 %	15 %	15 %

	2022	2023	2024	2025	2026
% av driftsinntekt:	16 %	17 %	18 %	18 %	17 %

Tabell 15: Lerøys lønnskostnader i % av driftsinntekter, historiske og estimerte kostnader i base case

### Andre driftskostnader:

For at Lerøy skal kunne gå med positive marginer fremover er de avhengige av å holde andre kostnader på et stabilt nivå. Kostnadene inkluderer ytelser til konsern samt honorarer til revisorer og lignende. Vi tror det kommer til å ligge på et stabilt nivå, og at det vil vokse forsvarlig, i takt med driftsinntekter. Vi har allikevel justert andel noe opp de første årene, for å prise inn inflasjon og lønnsvekst hos eksterne konsulenter, revisorer og lignende.

	2017	2018	2019	2020	2021
% av driftsinntekt:	12 %	13 %	13 %	13 %	14 %

	2022	2023	2024	2025	2026
% av driftsinntekt:	14 %	15 %	15 %	13 %	13 %

Tabell 16: Lerøys andre driftskostnader i % av driftsinntekter, historiske og estimerte kostnader i base case

### Beholdningsendringer:

Beholdningsendringene i regnskapet gjenspeiler hvor mye endringen i «biologiske eiendeler» samt ferdigvarer, fôr og mer har vært det siste året. I perioden 2017 til 2021 ser vi at det har vært varierende økninger i varebeholdningen, som regnskapsførers som en kostnadsreduksjon. På grunn av usikre markeds- og politiske forhold har vi valgt å sette fremtidig endring lik den normale endringen de siste 5 årene på 1% av driftsinntekt.

	2017	2018	2019	2020	2021
% av driftsinntekt:	-1%	-3%	-1%	-1%	0%

	2022	2023	2024	2025	2026
% av driftsinntekt:	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%

Tabell 17: Lerøys beholdningsendringer i % av driftsinntekter, historiske og estimerte kostnader i base case

## EBITDA-marginer

I 1000 NOK					
År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt	NOK 18 623 515,00	NOK 19 837 637,00	NOK 20 426 902,00	NOK 19 959 652,00	NOK 23 073 280,00
Varekostnader	NOK 9 916 876,00	NOK 11 008 753,00	NOK 11 289 347,00	NOK 11 344 160,00	NOK 12 836 975,00
Beholdningsendring	-NOK 262 665,00	-NOK 630 477,00	-NOK 106 155,00	-NOK 237 156,00	-NOK 94 868,00
Lønn/personal	NOK 2 438 259,00	NOK 2 668 829,00	NOK 2 933 409,00	NOK 3 072 129,00	NOK 3 473 829,00
Andre driftskost.	NOK 2 227 105,00	NOK 2 604 668,00	NOK 2 591 271,00	NOK 2 678 293,00	NOK 3 142 642,00
Sum driftskost.	NOK 14 319 575,00	NOK 15 651 773,00	NOK 16 707 872,00	NOK 16 857 426,00	NOK 19 358 578,00
EBITDA	NOK 4 303 940,00	NOK 4 185 864,00	NOK 3 719 030,00	NOK 3 102 226,00	NOK 3 714 702,00

I 1000 NOK					
År	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Driftsinntekt	NOK 24 226 944,00	NOK 25 196 021,76	NOK 25 951 902,41	NOK 26 730 459,49	NOK 27 265 068,67
Varekostnader	NOK 13 567 088,64	NOK 14 613 692,62	NOK 15 052 103,40	NOK 15 770 971,10	NOK 16 359 041,20
Beholdningsendring	-NOK 242 269,44	-NOK 251 960,22	-NOK 259 519,02	-NOK 267 304,59	-NOK 272 650,69
Lønn/personal	NOK 3 876 311,04	NOK 4 283 323,70	NOK 4 671 342,43	NOK 4 811 482,71	NOK 4 635 061,67
Andre driftskost.	NOK 3 391 772,16	NOK 3 779 403,26	NOK 3 892 785,36	NOK 3 474 959,73	NOK 3 544 458,93
Sum driftskost.	NOK 20 592 902,40	NOK 22 424 459,37	NOK 23 356 712,17	NOK 23 790 108,94	NOK 24 265 911,12
EBITDA	NOK 3 634 041,60	NOK 2 771 562,39	NOK 2 595 190,24	NOK 2 940 350,54	NOK 2 999 157,55

Tabell 18: EBITDA marginer siste 5 år og prognoseperiode

Vi ser at det er en negativ trend i EBITDA-marginene i base-caset vårt, grunnet høyere vekst i kostnader enn i inntekter. Den varierer noe, men prognosen stemmer bra med den trenden som fant sted i fem-års perioden før første prognose-år. Strammere marginer virker sannsynlig med den prisveksten havbruksbransjen vil merke i fôr, humankapital og realkapital. Selv om noe av denne prisveksten også vil reflekteres i inntektene, er havbruksselskapene begrenset av kvoter og konsesjoner, og i vår prognose resulterer det i fallende EBITDA marginer.

## 5.2 Normalisert Operasjonell kontantstrøm

Den operasjonelle kontantstrømmen etter skatt kommer vi frem til ved å justere EBITDA for investeringer, endringer i arbeidskapital og skatt.

### 5.2.1 Normalinvesteringer

For våre estimater for fremtidige investeringer ønsker vi å ta utgangspunkt i det gjennomsnittlige investeringsnivået til Lerøy de siste årene. Dette gjør at det vil være lettere å holde engangsforhold utenfor beregningene. Investeringsnivået finner vi ved å se regne ut brutto investeringer i varige driftsmidler og immaterielle eiendeler, og så trekke fra salg av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler. Vi ønsker også å knytte netto investeringsnivå opp mot omsetningen, og vil derfor fremstille nettoinvestering som en prosentandel av omsetningen, slik vi har gjort i tabellen nedenfor.

I 1000 NOK	2017	2018	2019	2020	2021
Kjøp av varige driftsmidler	1562888	1 793 193	1 430 998	1 194 622	1 015 054
+ Kjøp av immaterielle eiendeler	20323	91 632	15 799	182 787	3 460
= Brutto investeringer	1 583 211	1 884 825	1 446 797	1 377 409	1 018 514
- Salg av varige driftsmidler & immaterielle eiendeler	98 971	136 126	263 800	10 892	43 604
= Netto investeringsnivå	1 484 240	1 748 699	1 182 997	1 366 517	974 910
Nettoinvestering i % av omsetning	7,97 %	8,82 %	5,79 %	6,85 %	4,23 %

Tabell 19: Historisk investeringsnivå for Lerøy i perioden 2017 - 2021

Gjennomsnittlig historisk investeringsnivå hos Lerøy har vært på 6,73 prosent i perioden 2017-2021. Vi ser også at de årene med noe lavere omsetning, så vil det prosentvise investeringsnivået være høyere enn i perioder hvor omsetningen er høyere. Vi har lagt til grunn at omsetningen til Lerøy i prognoseperioden vil øke mer i begynnelsen, for så at veksten reduseres. På bakgrunn av dette, i tillegg til det gjennomsnittlige historiske investeringsnivået, ønsker vi å legge til grunn at netto investeringsnivå vil utgjøre 6 prosent av omsetningen i prognoseperioden.

## 5.2.2 Arbeidskapital

Arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det er i stor grad knyttet opp mot et selskaps likviditet, og vil også påvirke et selskaps frie kontantstrøm. Dette vil igjen være med på å påvirke selskapsverdien. Vi ønsker her, som med normalinvesteringer, å bruke historisk nivå på arbeidskapital som grunnlag for prognostiseringen. I tillegg vil vi se på arbeidskapitalen som prosentandel av omsetning for å danne et tydeligere bilde på nivået det har holdt seg på de siste årene.

I 1000 NOK	2017	2018	2019	2020	2021
Biologiske eiendeler	4 458 095	5 564 447	5 574 921	4 913 512	5 955 092
+ Andre varer	991 186	1 315 292	1 031 155	1 094 571	1 256 689
+ Kundefordringer	1 972 438	2 152 414	2 244 348	1 867 505	2 174 193
+ Andre fordringer	436 590	426 511	511 131	618 928	595 023
+ Kontanter	3 514 096	3 036 154	3 031 052	2 966 409	4 203 146
- Leverandørgjeld	1 310 098	1 486 119	1 554 071	1 194 471	1 690 434
- Annen kortsiktig gjeld	622 498	754 803	922 028	830 540	884 100
- Kortsiktige kreditter	830 009	1 031 868	1 204 720	815 120	582 390
- Skyldige offentlige avgifter	233 982	226 513	279 333	252 629	364 468
- Betalbar skatt	819 884	678 075	448 813	349 562	519 662
= Netto arbeidskapital	7 880 040	8 317 440	6 952 487	6 924 032	8 886 400
Endring netto arbeidskapital	- 316 029	437 400	- 1 364 953	- 28 455	1 962 368
% av omsetning	42 %	42 %	34 %	35 %	39 %

Tabell 20: Historisk arbeidskapital for Lerøy i perioden 2017 - 2021

Tabellen over viser at netto arbeidskapital var ganske lik i 2019 og 2020, men økte betraktelig i 2021. Økt omsetning i 2021 bidro likevel til at prosentandelen av omsetning ikke økte så mye fra 2020 til 2021. Når lakseprisen øker, så vil også verdien på Lerøys biologiske eiendeler øke, noe som kan ha ført til høyere arbeidskapital de siste årene. Vi antar at denne

trenden kommer til å fortsette, noe som vil være en av de viktigste faktorene til økning i arbeidskapitalen fremover. På bakgrunn av dette velger vi å legge til grunn at arbeidskapital vil utgjøre 42% av omsetningen for våre beregninger i prognoseperioden.

### 5.2.3 Skatt

Skatt kan bli den viktigste utslagsgiveren på fremtidige kontantstrømmer i oppdretts-bransjen, også for Lerøy. Dersom det opprinnelige forslaget på 40% grunnrenteskatt på driftsresultatet går gjennom, i tillegg til den normale selskapsskatten på 22%, vil altså totalt 62% av driftsresultatet forsvinne. Driftsresultatet regnes ut før man trekker fra finanskostnader som rentekostnad m.m, som vil bety en svært høy effektiv skatt dersom selskapet har noe gjeld å betjene. Under er et eksempel med bruk av tallene fra 2021.

<b>Driftsinntekt</b>	<b>NOK 23 073 280,00</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>NOK 3 604 087,00</b>
<b>Resultat før skatt</b>	<b>NOK 3 531 665,00</b>
<b>Skatt</b>	<b>NOK 792 899,14</b>
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>NOK 2 738 765,86</b>
<b>Med grunnrente:</b>	
<b>Skatt</b>	<b>NOK 2 234 533,94</b>
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>NOK 1 297 131,06</b>

Tabell 21 Resultat før/etter grunnrenteskatt på 40%, uten bunnfradrag (Tall hentet fra Lerøy, 2021)

Vi har i base caset vårt satset på at regjeringen vil legge frem en annen modell for grunnrenteskatten, og har basert oss på den modellen som brukes på Færøyene i dag. Modellen tar både produksjonskostnader og laksepris inn i beregningen når den ekstra skattesatsen skal regnes ut. Med utsikt til relativt høye laksepriser fremover, har vi satt grunnrenteskatten til 17,5% for 2023, og så 12,5% for resten av estimeringsperioden. I skrivende stund er et offisielt forslag verken lagt frem eller vedtatt i stortinget, men det er bestemt at det skal gjelde fra 1.1.2023.



Ledende aktører i finans og havbruk virker å tro at det er en overveiende sannsynlighet for at det opprinnelige forslaget på 40% grunnrenteskatt blir revidert, da det originale forslaget blir beskrevet som uferdig, og kan ha vært noe forhastet. Konsekvensene av forslaget slik det står vil straffe belånte selskaper grovt, og vil antakeligvis gi mye høyere skatteinntekter enn det regjeringen sier de ønsker å hente inn. Regjeringen har selv uttrykket at å øke skattesatsen med 40% vil gi en ekstraintekt på rundt 3,5 milliarder kroner. Det har imidlertid blitt sådd tvil om disse anslagene, både fra finans-institusjoner og bransjen. Mowi viser i sin utregning basert på volum fisk i Norge ganger resultat pr kg., at med en skattesats på 40% vil den merskatten gi et ekstra skatteproveny på rundt 10 milliarder, ikke 3,5, slik det ble foreslått i forslaget (Mowi, 2022). Mowi viser til at en merskatt på 15% vil dekke regjeringens mål om ekstra skatteinntekt. Som nevnt vil også belånte selskaper straffes uhensiktsmessig, dersom skatten skal ta utgangspunkt i EBIT-resultatene til selskapene. Illustrasjonen under er hentet fra Lerøy sitt egne høringssvar i forbindelse med grunnrente-høringen. (Lerøy, 2023)

<b>Selskap</b>	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>C</b>
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
Rentekostnad	-	25.0	50.0
<b>Resultat før skatt</b>	<b>100.0</b>	<b>75.0</b>	<b>50.0</b>
Selskapsskatt (22%)	22.0	16.5	11.0
Grunnrenteskatt (40%)	40.0	40.0	40.0
<b>Sum skatt</b>	<b>62.0</b>	<b>56.5</b>	<b>51.0</b>
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>38.0</b>	<b>18.5</b>	<b>(1.0)</b>
<b>Effektiv skattesats*</b>	<b>62.0 %</b>	<b>75.3 %</b>	<b>102.0 %</b>

\*Resultat etter skatt relativt til resultat før skatt

Tabell 22: Effektiv skattesats hos belånte selskaper (tabell hentet fra Lerøys høringssvar, 2023)

## 5.2.4 Oppsummering hovedscenario

Grunntrenteskatt:	0	17,5	12,5	12,5	12,5
Skatt:	22 %	39,50 %	34,50 %	34,50 %	34,50 %
<b>I 1000 NOK</b>					
År	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Driftsinntekt	NOK 24 226 944,00	NOK 25 196 021,76	NOK 25 951 902,41	NOK 26 730 459,49	NOK 27 265 068,67
Varekostnader	NOK 13 567 088,64	NOK 14 613 692,62	NOK 15 052 103,40	NOK 15 770 971,10	NOK 16 359 041,20
Beholdningsendring	-NOK 242 269,44	-NOK 251 960,22	-NOK 259 519,02	-NOK 267 304,59	-NOK 272 650,69
Lønn/personal	NOK 3 876 311,04	NOK 4 283 323,70	NOK 4 671 342,43	NOK 4 811 482,71	NOK 4 635 061,67
Andre driftskost.	NOK 3 391 772,16	NOK 3 779 403,26	NOK 3 892 785,36	NOK 3 474 959,73	NOK 3 544 458,93
Sum driftskost.	NOK 20 592 902,40	NOK 22 424 459,37	NOK 23 356 712,17	NOK 23 790 108,94	NOK 24 265 911,12
EBITDA	NOK 3 634 041,60	NOK 2 771 562,39	NOK 2 595 190,24	NOK 2 940 350,54	NOK 2 999 157,55
Avskrivninger	NOK 1 211 347,20	NOK 1 259 801,09	NOK 1 297 595,12	NOK 1 336 522,97	NOK 1 363 253,43
EBIT	NOK 2 422 694,40	NOK 1 511 761,31	NOK 1 297 595,12	NOK 1 603 827,57	NOK 1 635 904,12
Skatt	NOK 532 992,77	NOK 597 145,72	NOK 447 670,32	NOK 553 320,51	NOK 564 386,92
Driftsresultat etter skatt	NOK 1 889 701,63	NOK 914 615,59	NOK 849 924,80	NOK 1 050 507,06	NOK 1 071 517,20
Avskrivninger	NOK 1 211 347,20	NOK 1 259 801,09	NOK 1 297 595,12	NOK 1 336 522,97	NOK 1 363 253,43
Endring arbeidskapital	NOK 1 288 916,48	NOK 407 012,66	NOK 317 469,87	NOK 326 993,97	NOK 224 535,86
Netto investeringsnivå	-NOK 1 453 616,64	-NOK 1 511 761,31	-NOK 1 557 114,14	-NOK 1 603 827,57	-NOK 1 688 084,71
FCF	NOK 2 936 348,67	NOK 1 069 668,03	NOK 907 875,65	NOK 1 110 196,43	NOK 971 221,78
				Terminalverdi	NOK 25 518 245,84

Tabell 23: Prognostisert fri kontantstrøm i hovedscenarioet

## 5.3 Alternative scenarioer

Våre estimater bygger på antakelser vi selv har tatt, noe som medbringer mye usikkerhet. Det er vanskelig å spå hvordan fiskeindustrien vil se ut i fremtiden, og på grunn av dette har vi valgt å utarbeide to alternative scenarioer; best case og worst case, som skal presenteres i de kommende avsnittene.

### 5.3.1 Best case

Best case er det mest optimistiske scenariet, og her ønsker vi å legge til grunn at Lerøy på sikt kan videreutvikle teknologien sin. Både bransjen som helhet og Lerøy står overfor en rekke utfordring de neste årene. Som nevnt i PESTEL analysen i kapittel 3, så er både lakselus og rømming problemer som påvirker effektiviteten til selskapet. Optimalt sett, vil mange av disse utfordringene kunne bli bedret ved hjelp av videreutvikling av eksisterende teknologi. I kapittel 3 nevnes det også at fiskedirektoratet fikk tildelt 10 millioner kroner fra Forskningsrådet i 2021 for å sette i gang utvikling av nye teknologiske løsninger i fiskenæringen. Slik forskning vil kunne komme hele næringen til gode, og best case scenario legger til grunn at særlig problemene knyttet til lakselus vil bli bedret.

Dersom teknologien blir bedre er det sannsynlig at driften blir mer effektiv i tillegg til at tilbudet kan økes innenfor det som er lovlig. Her vil vi altså anta noe høyere driftsinntekter og

lavere driftskostnader. Vi forutsetter også at skattesatsen forblir på dagens 22 prosent, som resulterer i en WACC på 6,23%.

Grunnrenteskatt:	0	0	0	0	0
Skatt:	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
<b>I 1000 NOK</b>					
År	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Driftsinntekt	NOK 24 953 752,32	NOK 25 951 902,41	NOK 26 730 459,49	NOK 27 532 373,27	NOK 28 220 682,60
Varekostnader	NOK 13 974 101,30	NOK 14 533 065,35	NOK 14 969 057,31	NOK 15 142 805,30	NOK 15 803 582,26
Beholdningsendring	-NOK 242 269,44	-NOK 251 960,22	-NOK 251 960,22	-NOK 251 960,22	-NOK 256 999,42
Lønn/personal	NOK 3 992 600,37	NOK 4 152 304,39	NOK 4 276 873,52	NOK 4 405 179,72	NOK 4 515 309,22
Andre driftskost.	NOK 3 243 987,80	NOK 3 373 747,31	NOK 3 474 959,73	NOK 3 579 208,53	NOK 3 668 688,74
Sum driftskost.	NOK 20 968 420,03	NOK 21 807 156,83	NOK 22 468 930,34	NOK 22 875 233,33	NOK 23 730 580,79
EBITDA	NOK 3 985 332,29	NOK 4 144 745,58	NOK 4 261 529,14	NOK 4 657 139,94	NOK 4 490 101,81
Avskrivninger	NOK 1 247 687,62	NOK 1 297 595,12	NOK 1 336 522,97	NOK 1 376 618,66	NOK 1 411 034,13
EBIT	NOK 2 737 644,67	NOK 2 847 150,46	NOK 2 925 006,17	NOK 3 280 521,28	NOK 3 079 067,68
Skatt	NOK 602 281,83	NOK 626 373,10	NOK 643 501,36	NOK 721 714,68	NOK 677 394,89
Driftsresultat etter skatt	NOK 2 135 362,84	NOK 2 220 777,36	NOK 2 281 504,81	NOK 2 558 806,60	NOK 2 401 672,79
Avskrivninger	NOK 1 247 687,62	NOK 1 297 595,12	NOK 1 336 522,97	NOK 1 376 618,66	NOK 1 411 034,13
Endring arbeidskapital	NOK 1 594 175,97	NOK 419 223,04	NOK 326 993,97	NOK 336 803,79	NOK 289 089,92
Netto investeringsnivå	-NOK 1 497 225,14	-NOK 1 557 114,14	-NOK 1 603 827,57	-NOK 1 651 942,40	-NOK 1 693 240,96
FCF	NOK 3 480 001,30	NOK 2 380 481,37	NOK 2 341 194,19	NOK 2 620 286,65	NOK 2 408 555,89
				Terminalverdi	NOK 58 066 982,80

Tabell 24: Prognostisert fri kontantstrøm i best case

### 5.3.2 Worst case

Worst case er det mest pessimistiske scenariet, og bygger på at industrien vil utvikle seg i liten grad de neste årene. De biologiske utfordringer knyttet til fiskeoppdrett vil gjøre det være vanskelig for både selskapet og industrien å utvikle seg uten bedre teknologi. I worst case scenario legger vi til grunn at særlig problemene knyttet til lakselus vil forbli uendret eller forverres. Dette vil føre til både et stort effektivitetstap for Lerøy og en risiko for at de ikke får nådd sitt fulle potensiale. I tillegg til dette, antar vi at varekostnadene til Lerøy vil øke en del i worst case grunnet toppnivået observert i Q3 21. Alt i alt, vil dette medføre lavere driftsinntekter og høyere driftskostnader enn best case og base case. Skattenivået i worst-case scenarioet vårt er den skattesatsen som først ble lovet av enkelte politikere på 40%, i tillegg til selskapskatt. En samlet skatt på 62% gir igjen WACC på 5,22%. De store forskjellene på terminalverdi skyldes i stor grad skattesatsen som er brukt i terminalåret.

Grunntrenteskatt:	0	40	40	40	40
Skatt:	22 %	62,00 %	62,00 %	62,00 %	62,00 %
<b>I 1000 NOK</b>					
År	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Driftsinntekt	NOK 23 257 866,24	NOK 24 188 180,89	NOK 24 913 826,32	NOK 25 661 241,11	NOK 26 302 772,13
Varekostnader	NOK 13 954 719,74	NOK 14 754 790,34	NOK 15 197 434,05	NOK 15 909 969,49	NOK 16 307 718,72
Beholdningsendring	-NOK 242 269,44	-NOK 251 960,22	-NOK 251 960,22	-NOK 251 960,22	-NOK 256 999,42
Lønn/personal	NOK 3 721 258,60	NOK 3 870 108,94	NOK 3 986 212,21	NOK 4 105 798,58	NOK 4 208 443,54
Andre driftskost.	NOK 3 256 101,27	NOK 3 386 345,32	NOK 3 487 935,68	NOK 3 592 573,75	NOK 3 682 388,10
Sum driftskost.	NOK 20 689 810,18	NOK 21 759 284,39	NOK 22 419 621,73	NOK 23 356 381,60	NOK 23 941 550,94
EBITDA	NOK 2 568 056,06	NOK 2 428 896,50	NOK 2 494 204,59	NOK 2 304 859,51	NOK 2 361 221,19
Avskrivninger	NOK 1 162 893,31	NOK 1 209 409,04	NOK 1 245 691,32	NOK 1 283 062,06	NOK 1 315 138,61
EBIT	NOK 1 405 162,75	NOK 1 219 487,45	NOK 1 248 513,27	NOK 1 021 797,45	NOK 1 046 082,59
Skatt	NOK 309 135,81	NOK 756 082,22	NOK 774 078,23	NOK 633 514,42	NOK 648 571,20
Driftsresultat etter skatt	NOK 1 096 026,95	NOK 463 405,23	NOK 474 435,04	NOK 388 283,03	NOK 397 511,38
Avskrivninger	NOK 1 162 893,31	NOK 1 209 409,04	NOK 1 245 691,32	NOK 1 283 062,06	NOK 1 315 138,61
Endring arbeidskapital	NOK 881 903,82	NOK 390 732,15	NOK 304 771,08	NOK 313 914,21	NOK 269 443,03
Netto investeringsnivå	-NOK 1 395 471,97	-NOK 1 451 290,85	-NOK 1 494 829,58	-NOK 1 539 674,47	-NOK 1 578 166,33
FCF	NOK 1 745 352,10	NOK 612 255,58	NOK 530 067,86	NOK 445 584,83	NOK 403 926,69
			Terminalverdi	NOK 12 809 786,73	

Tabell 25: Prognostisert fri kontantstrøm i worst case

## 6. Avkastningskrav

Avkastningskravet til et selskap skal gjenspeile hvilken avkastning aksjonærene og banken kan forvente å oppnå ved å plassere kapitalen de har plassert i virksomheten en annen plass til samme risiko. En benytter avkastningskravet både til beslutnings- og kontrollformål.

Avkastningskravet fungerer som en alternativkostnad og det er investorer og långivere som setter dette avkastningskravet når de skal vurdere lønnsomheten til en investering. For å kunne regne ut Lerøys avkastningskrav til totalkapitalen trenger vi en estimer på CAPM, risikofri rente, markedets risikopremie og beta, i tillegg til tall på selskapets gjeldskostnad. Våre utregninger av disse verdiene vil bli presentert i dette kapitlet.

### 6.1 CAPM

CAPM, som står for Capital Asset Pricing Model eller kapitalverdimodellen, er en modell som forklarer forholdet mellom systematisk risiko og forventet avkastning. Formålet med denne modellen er å sørge for at investoren skal få betalt for å ta systematisk risiko (Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2018, ss. 218-219).

Ifølge CAPM kan den forventede avkastningen på en investering bestemmes av risikoen for investeringen og markedets risikopremie. Denne modellen tar også hensyn til investeringens beta, som er en måling av investeringens følsomhet for markedets svingninger. CAPM gir en teoretisk ramme for å bestemme en investerings avkastning gitt investeringens risiko og markedets risikopremie. Modellen har imidlertid også noen begrensninger og forenklinger, og det er viktig å være klar over disse når man bruker modellen i praksis.

Kapitalverdimodellen kan formuleres som følger:

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

Hvor,

$r_e$  = forventet avkastning på egenkapital

$r_f$  = risikofri rente

$\beta$  = beta

$r_m$  = markedets forventede avkastning

## 6.2 Risikofri rente

Risikofri rente er hvilken avkastning en investor oppnår, uten noen form for risiko på midlene sine. Risikofri rente er en viktig parameter i flere økonomiske modeller og analyser, fordi det gir en referanserente for å sammenligne avkastningen på en investering med den forventede avkastningen på en risikofri investering. Risikofri rente kan variere over tid og fra land til land, avhengig av økonomiske og politiske forhold. I perioder med økonomisk usikkerhet eller høy inflasjon kan risikofri rente være høyere, mens den kan være lavere i perioder med lav inflasjon og økonomisk stabilitet. (Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2018, ss. 219-221).

I Norge regnes statsobligasjoner som tilnærmet risikofrie da mislighold fra den norske stat her særdeles lav risiko og en bruker gjerne renten på en 10-årig statsobligasjon til å bestemme den risikofrie renten. Renten på en 10-årig statsobligasjon per 31.12.2021 var på 1.707% (Norges Bank, 2022). Årsaken til at denne er så lav er grunnet historisk lave styringsrenter satt av Norges Bank som per 31.01.2021 var 0,5%. Da denne risikofrie renten er lavere enn normalt, kan dette gi en lavere egenkapitalkostnad enn det som er tilfelle videre ettersom det er varslet hevinger av styringsrenten ved utgangen av 2021. Vi velger derfor å sette den risikofrie renten i denne oppgaven til 2,4%.

## 6.3 Markedets risikopremie

Meravkastningen en investor krever på en diversifisert portefølje i forhold til risikofri rente er det vi kaller markedets risikopremie. Markedets risikopremie er en økonomisk term som refererer til den ekstra avkastningen som investorer forventer å motta for å ta en risiko som er

større enn risikoen forbundet med en risikofri investering, for eksempel en investering i statsobligasjoner eller andre obligasjoner med høy kredittverdighet. Med andre ord er markedets risikopremie differansen mellom forventet avkastning på en risikabel investering og avkastningen på en risikofri investering. Risikopremien kan variere over tid og avhenger av flere faktorer, inkludert markedets oppfatning av risiko, økonomiske forhold, politiske hendelser og andre faktorer som påvirker investorenes forventninger om avkastning og risiko.

I en undersøkelse «Risikopremien i det norske markedet» gjort av PwC i samarbeid med Foreningen for finansfag Norge svarer 75% at de oppfatter at grunnrenteskatten påvirker markedets risikopremie. Fra 2014 -2022 har markedets risikopremie ligget helt uendret på 5% (PWC, 2022).

	2013	2013	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Gjennomsnitt</b>	5,1%	5,2%	5,2%	4,9%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%
<b>Median</b>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Figur 19, (PWC, 2022)

En markedsrisikopremie på 5% betyr at investorer forventer å motta en ekstra avkastning på 5% over avkastningen på en risikofri investering for å ta en risiko knyttet til å investere i markedet. Her benytter vi oss av medianen på 5% videre i utregningen vår.

#### 6.4 Beta

Beta er et mål på usikkerhet i kursen for aksjer og andre finansielle instrumenter, og blir et mål for volatiliteten til et enkelt instrument, sammenlignet med resten av markedet. Om beta er nær 1 betyr dette at aksjen beveger seg likt som markedet. Selskaper med en beta på over 1 vil verdien svinge mer enn hva markedet gjør, mens om betaen er under 1 vil den svinge mindre enn markedet. Er betaen derimot negativ vil aksjen utvikle seg motsatt av hvordan markedet svinger (Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2018, ss. 222-224).

Selskapets markedsbeta, er et mål på selskapets risiko i forhold til det totale markedet. Et selskap med markedsbeta på 1,0 forventes å ha samme risikonivå som det totale markedet,

mens et selskap med markedsbeta større enn 1,0 forventes å være mer risikabelt, og et selskap med markedsbeta mindre enn 1,0 er forventes å være mindre risikabelt (Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2018, ss. 222-224).

Betaen til et selskap kan bestemmes ved å måle kovariansen mellom markedet og aksjen, for så å dele det på variansen i markedet.

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

Betaverdien vi har valgt å benytte av oss videre i oppgaven baserer seg på estimer gjort av Yahoo Finance. Estimater for Lerøys månedlig 5-årige beta er 0,85, og Yahoo oppgir at den måles opp mot «Benchmark indexes», noe vi regner med er OSEAX/OSEBX (Oslo Børs/Største selskaper på Oslo Børs) eller lignende. En aksjebeta på 0,85 indikerer at aksjens avkastning er moderat korrelert med markedet, og at den er mindre risikabel enn markedet som helhet. (Yahoo Finance, 2023)

Nå skal vi sammenligne betaen til Lerøy med andre lignende selskaper. Som vist i tabellen under ligger Lerøy ASA på tilnærmet lik beta som tilsvarende selskaper i sin sektor (Yahoo Finance, 2023).

Selskaper	Beta
<b>Lerøy</b>	0,85
<b>MOWI</b>	0,87
<b>SalMar</b>	0,62
<b>Austevoll Seafood ASA</b>	0,88

Tabell 26: Aksjebeta for andre selskaper i bransjen

Nå har vi alt vi trenger for å beregne avkastningskravet på egenkapitalen eller CAPM:

$$r_e = 2,4\% + 0,85 \times 5\% = 6,65\%$$

Vi bruker 6,65% som avkastningskravet på egenkapitalen videre i oppgaven.

## 6.5 Gjeldskostnad

Gjeldskostnad er den totale kostnaden forbundet med å ha gjeld. En kan se på gjeldskostnaden som et avkastningskrav på gjelden. Gjeldskostnaden kan variere avhengig av typen gjeld og

rentenivået på lånet. Generelt sett vil høyere renter og lengre løpetid på lånet resultere i høyere gjeldskostnad. Å ha for høy gjeldskostnad i forhold til inntekten kan føre til økonomiske problemer og gjøre det vanskeligere å betale tilbake gjelden. I forhold til denne oppgaven skal vi her se på gjeldsrenten forbundet med gjeldskostnaden til Lerøy.

Det er utlåner som setter renten Lerøy skal betale for å låne penger av dem. Denne kredittrisikopremien utlåner velger skal ha en sammenheng med risikoen det er å låne penger til Lerøy. Faktorer som spiller inn for hva kredittrisikopremien er kredittvurderingen selskapet gjør. Egne kredittbyråer utfører en kredittvurdering basert på historiske statistiske data for å danne en oppfatning av selskapets evne til å håndtere sin økonomi i fremtiden. Deretter vurderer utlånerne risikoen og bestemmer risikopremien.

Det er utfordrende å skaffe tilstrekkelig informasjon om Lerøy sin kredittvurdering. Derfor har vi valgt å estimere Lerøy sin gjeldskostnad i denne oppgaven ved å beregne gjennomsnittet i prosent av rentekostnadene fra de fem siste årene (Lerøy, 2021).

	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt
Netto rentebærende gjeld	2 262 166	2 546 412	2 641 431	3 520 768	3 297 487	2 853 652
Rentekostnad	209 623	161 087	214 799	241 378	193 924	204 162
Gjeldsrente	9,27%	6,33%	8,13%	6,86%	5,88%	7,29%

Tabell 27: Snitt gjeldskostnad

Her velger vi å bruke snittet fra de fem siste årene som utgangspunkt i videre beregning. 7,29% blir derfor videre gjeldskostnad.

## 6.6 WACC

WACC som står for Weighted Average Cost of Capital er et finansielt mål som representerer gjennomsnittlig kapitalkostnad for et selskap. Den beregnes ved å veie kostnaden for hver komponent av selskapets kapital, for eksempel egenkapital, gjeld og preferanseaksjer, med dens respektive vekt i kapitalstrukturen (Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2018, ss. 224-226).

WACC brukes ofte som en diskonteringsrente i netto nåverdi-analyser og andre kapitalbudsjettanalyser for å vurdere lønnsomheten av nye prosjekter eller investeringer. Jo høyere WACC, jo høyere er bedriftens totale kostnad for kapital, og jo høyere vil den



nødvendige avkastningen på nye prosjekter eller investeringer være for å opprettholde aksjonærverdiene.

Formelen for WACC er følgende:

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

Hvor,

E = egenkapital

D = gjeld

R<sub>e</sub> = egenkapitalkostnad

R<sub>d</sub> = gjeldskostnad

t = selskapskatt

(Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2018, ss. 224-226)

Med informasjonen vi nå har kan vi derfor regne ut avkastningskravet på totalkapitalen (WACC) på følgende måte. I denne beregningen bruker vi også tall fra egenkapital og gjeld som er hentet fra Lerøy sitt årsregnskap. Her finner vi at egenkapitalen er 19 323 103 000 og gjeld er 14 870 605 000. Verdien for egenkapital og gjeld er rapportert i millioner av kroner. I denne beregningen legger vi til grunn selskapskatten på 33% i gjennomsnitt på grunn av mulig innføring av grunnrenteskatten.

$$WACC = 6,65\% \frac{19\,323\,103\,000}{34\,193\,708\,000} + 7,29\%(1 - 33\%) \frac{14\,870\,605\,000}{34\,193\,708\,000} = 5,88\%$$

En WACC på 5,88% betyr at selskapet har en gjennomsnittlig kostnad på 5,88% for all sin finansiering, både gjennom egenkapital og gjeld. Dette kan være en nyttig indikator for å måle selskapets kostnader for å skaffe kapital, og det kan også brukes som en referanse for å

evaluere avkastningen på investeringer eller prosjekter. En lavere WACC betyr vanligvis at selskapet kan få tilgang til billigere finansiering, noe som kan være gunstig for selskapets økonomi og investeringsbeslutninger.

## 7. Sammensetting fundamental analyse

I prognosedelen regnet vi ut estimerte frie kontantstrømmer ved tre ulike scenarier. I dette kapitlet vil vi finne nåverdien av kontantstrømmene i prognoseperioden, terminalverdi, enterprise value, for så å regne ut estimert vektet aksjepris.

### 7.1 Terminalverdi

Verdiene til selskapet som faller utenfor denne perioden kalles terminalverdi, og er basert på den estimerte kontantstrømmen i terminalåret, 2026. Ved å anta at selskapet vil vare evig, så vil terminalverdien utgjøre en stor del av verdiestimatet til selskapet. Terminalverdien er basert på Gordons vekstformel med en vekstrate på 2 prosent, som vi multipliserer estimert fri kontantstrøm i 2026 med. Verdien man får da må så neddiskonteres slik at den reflekterer nåverdien av beløpet.

Formelen vi har benyttet oss av for å finne terminalverdi:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{E(\text{FCFF } 2026) \cdot (1+g)}{WACC - g}$$

### 7.2 Enterprise Value

I prognosen vår utarbeidet vi tre scenarier; best case, base case og worst case. Vi anser base case for å være mest sannsynlig, og velger å vekte dette scenariet med 60 prosent. Lerøy har muligheter for å bedre effektiviteten og problemene knyttet til lakselus og rømming, men vi tror det er mest sannsynlig at det er begrenset hvor mye denne situasjonen vil bli bedret med det første. Muligheten for økt grunnrenteskatt og stigende varekostnader gjør at vi velger å vekte worst case litt mer enn best case, med hhv 25 og 15 prosent slik som presentert nedenfor.

I 1000 NOK	Base Case	Best Case	Worst Case
FCF til 2026	NOK 6 995 310,57	NOK 13 230 519,39	NOK 3 737 187,06
NV av FCF	NOK 6 058 961,83	NOK 11 176 104,36	NOK 3 276 139,20
+ Terminalverdi	NOK 25 518 245,84	NOK 58 066 982,80	NOK 12 809 786,73
= Enterprise value	NOK 31 577 207,67	NOK 69 243 087,16	NOK 16 085 925,93
Vekting	60 %	15 %	25 %

**Vektet Enterprise Value NOK 33 354 269,16**

Tabell 28: Lerøys vektet enterprise value

### 7.3 Egenkapitalverdi

Vi finner Lerøys egenkapitalverdi ved å trekke fra markedsverdien av selskapets gjeld fra enterprise value. Netto finansiell gjeld benyttes som et estimat på markedsverdien av selskapets gjeld. Under vil vi presentere vårt estimat på Lerøys egenkapitalverdi, samt estimert vektet aksjepris basert på beregningene vi gjorde i kapittel fem.

I 1000 NOK	
Enterprise Value:	NOK 33 354 269,16
- Netto finansiell gjeld	NOK 3 297 487,00
= Verdi egenkapital	NOK 30 056 782,16
Antall utestående aksjer	595 773 680
<b>Estimert vektet aksjepris</b>	<b>NOK 50,45</b>

Tabell 29: Lerøys estimerte egenkapitalverdi

Våre estimater tilsier en egenkapitalverdi på rett over 30 000 MNOK. Dette gir en aksjepris på 50,45 NOK. På verdsettelsestidspunktet ble Lerøy omsatt for 68,96 kr per aksje, noe som kan forklares ved blant annet at vi har priset inn den spådde grunnrenteskatten i våre beregninger. Det er også noen mulige feilkilder i våre estimater, og disse vil vi ta for oss i kapittel 11.

## 8. Multiplere analyse

I denne seksjonen skal vi utføre en komparativ analyse, der vi skal estimere Lerøy sin verdi ved å sammenligne Lerøy med andre lignende selskaper. Dette skal vi gjøre ved hjelp av en multiplere analyse, der vi finner et bransjesnitt på utvalgte multiplere og dermed estimerer Lerøy sin verdi basert på dette snittet. Den komparative analysen er et supplement til den fundamentale verdsettelsen der vi verdsetter Lerøy med hensyn til andre faktorer.

I kapittel 2.2 ble bransjen kort introdusert, og Mowi, SalMar, Grieg Seafood og Norwegian Royal Salmon ble introdusert som de største konkurrentene innenfor norsk sjømatindustri. Vi vil derfor bruke disse selskapene i en sammenligning ettersom de ligner mest på Lerøy blant norske konkurrenter. Likevel må en være klar over at det er forskjeller mellom disse selskapene som ikke blir tatt hensyn til i den multiple analysen.

Multiplene vil velger å bruke i analysen er P/E, P/B, EV/EIT og EV/SALES. Aksjekursene som blir brukt er hentet fra årsrapportene til de ulike selskapene og sjekket opp mot kurser på Nordnet og Yahoo Finance. Aksjekursen er sluttkursen ved utgangen av 2021.

Alle bransjesnitt som blir brukt i analysen er et beregnet gjennomsnitt av Lerøys konkurrerende selskaper Mowi, SalMar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon. Lerøy er ikke inkludert ettersom vi ønsker å sammenligne selskapet opp imot konkurrentene. En eventuell inkludering av Lerøy ville ført til at selskapet påvirker den sammenlignbare gjennomsnittsverdien, noe vi ikke ønsker.

### 8.1 P/E

P/E eller pris til fortjeneste gir et bilde på hvor mye du må betale for en enhet med inntjening i selskapet (Furuseth, 2022). En høy P/E forteller oss at man kan forvente en høy inntjening i fremtiden, og at veksten vil være høy. Aksjeprisen har altså økt fortere enn inntjeningen i bedriften, og den kan muligens være overpriset dersom selskapet ikke klarer å leve opp til forventningene. En lav P/E kan forekomme når aksjeprisen faller, mens inntjeningen forblir på samme nivå. Det kan bety at det er en fremtidig forventning om at selskapet skal ha lavere inntjening fremover. Investorer er ofte ute etter forskjellige P/E verdier, og det er ingen regel for hva en god P/E er. P/E tar heller ikke hensyn til gjeld, makroendringer, ledelsen i selskapet og mange andre viktige faktorer som kan påvirke aksjeprisen (Zakamulin, 2019) (Furuseth, 2022).

Formelen for P/E:

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

P/E	Lerøy	Mowi	SalMar	Grieg	NRS
Aksjekurs	68,96	208,70	608,00	83,10	163,40

<b>EPS</b>	4,42	9,39	22,61	10,70	14,30
<b>P/E</b>	15,60	22,23	26,89	7,77	11,43
<b>Bransjesnitt</b>	17,08				

Tabell 30: Price to earnings

P/E raten til selskapene er noe varierende, og det er spesielt en høyere rate for SalMar enn de resterende selskapene. Lerøy har en P/E multiplum på 15,60 som er litt under gjennomsnittet, som kan tyde på at det er en lavere markedspris enn det inntjeningene tilsier. Bransjesnittet er på 17,08, der vi har ekskludert Lerøy sin P/E fra beregningen. Bransjesnittet bruker vi til å estimere aksjekursen til Lerøy.

$$\text{Estimert aksjekurs} = 17,08 * 4,42 = 75,48 \text{ NOK}$$

## 8.2 P/B

P/B eller pris bok, viser aksjekursen i forhold til bokførte verdier av eiendeler til et selskap. Dersom P/B verdien er på 2, betyr det at man betale 2 ganger egenkapital i selskapet. Jo høyere P/B-rate, desto høyere verdi setter markedet på egenkapitalen. I likhet med P/E-raten vil normalverdiene variere fra bransje til bransje. Man må være forsiktig ved bruk av P/B, ettersom to sammenlignbare selskaper kan ha forskjellige avskrivningssatser og dermed få en misvisende verdi. I tillegg, kan immaterielle verdier føre til feil pris ettersom de er vanskelige å bokføre (Furuseth, 2022).

Formel for P/B:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokført verdi per aksje}}$$

P/B	Lerøy	Mowi	SalMar	Grieg	NRS
<b>Aksjekurs</b>	68,96	208,70	608,00	83,10	163,40
<b>Bokført EK</b>	19 323 103 000	31 278 000 000	15 483 000 000	5 563 000 000	4 443 350 000
<b>Utestående aksjer</b>	595 773 680	517 100 000	117 799 999	113 447 042	43 572 191
<b>Bokført EK per aksje</b>	32,43	60,49	131,43	49,04	101,98
<b>P/B</b>	2,13	3,45	4,63	1,69	1,60
<b>Bransjesnitt</b>	2,84				

Tabell 31: Price to book value

Bransjesnittet på P/B er på 2,84, noe som betyr at Lerøy ligger under gjennomsnittet. Noe som kan tyde på at aksjeprisen er undervurdert eller at investorer mener at Lerøy sine fremtidige kontantstrømmer er lave. Likevel, har Lerøy en høyere P/B enn både Grieg og NRS. Vi bruker bransjesnittet for P/B til å estimere en aksjekurs for Lerøy.

$$\text{Estimert aksjekurs} = 2,84 * 32,43 = 92,10 \text{ NOK}$$

### 8.3 EV/EBIT

Verdien til selskapet delt på driftsresultatet gir en indikasjon på selskapsverdien i forhold til driftsresultatet. Forholdstallet kan brukes til å vurdere hvorvidt aksjeprisen er priset for høyt eller lavt sammenlignet med konkurrerende selskaper og markedet generelt. Måleenheten ligner på P/E, men P/E raten har imidlertid enkelte svakheter som denne gjør opp for.

EV/EBIT tar hensyn til selskapets verdi og gjeld sammenlignet med P/E som kun tar hensyn til markedsverdien. EV/EBIT tar også hensyn til driftsresultatet (før renter og skatt) som kan gi en bedre vurdering av selskapets lønnsomhet. Denne måleenheten vil derfor kunne gi et mer helhetlig bilde av selskapets verdi enn det P/E raten greier å måle alene (Corporate Finance Institute, 2022).

Formel for EV/EBIT:

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

EV/EBIT	Lerøy	Mowi	SalMar	Grieg	NRS
Markedsverdi	41 084 552 973	107 918 770 000	71 622 399 392	9 427 449 190	7 119 696 009
Netto rentebærende gjeld	3 297 487 000	12 558 918 240	4 576 190 000	2 291 000 000	2 581 439 000
Enterprise Value	44 382 039 973	120 477 688 240	76 198 589 392	11 718 449 190	9 701 135 009
EBIT	3 604 087 000	6 015 255 360	3 450 968 000	442 000 000	472 178 000
EV/EBIT	12,31	20,03	22,08	26,51	20,55
Bransjesnitt	22,29				

Tabell 32: Enterprise value to earnings before interest and taxes

Gjennomsnittet i bransjen ligger på 22,29 og Lerøy ligger derfor en god del under EV/EBIT multiplisen med 12,31.

	Kursmål
P/E	75,48
P/B	92,22
EV/EBIT	129,32
<b>Vektlagt snitt</b>	<b>93,12</b>

$$\text{Estimert aksjekurs} = \frac{(22,29 \cdot 3\,604\,087\,000) - 3\,297\,487\,000}{595\,773\,680} = 129,30 \text{ NOK}$$

## 8.4 Oppsummering multippel analyse

Vi har sammenlignet Lerøy med sine konkurrenter i bransjen med en rekke verdier og fått ulike kursmål for selskapet. Vi velger å vektlegge P/E med 50 prosent ettersom denne er mye brukt av investorer (Furuseth, 2022). P/B og EV/EBIT har vi valgt å vektlegge med 25 prosent. P/B blir vektlagt med 25 prosent ettersom man må være forsiktig ved bruk av denne multippelen. Med den valgte vektleggingen får vi et kursmål på 93,12 kroner per aksje.

Tabell 33: Vektlagt kursmål – Multippel analyse

## 8.5 Vektet estimat av fundamental og multippel analyse

Den komparative delen av verdsettelsen vår gir et kursmål på kr. 93,12 per aksje, mens den fundamentale gir et kursmål på kr 50,45. Den komparative analysen gir dermed et veldig mye høyere mål enn den fundamentale. Virkelig verdi på aksjen per 31.12.2021 var kr 68,96. Den fundamentale analysen vi har gjennomført er i større grad basert på en grundig vurdering av selskapets fremtidige inntjening enn den komparative. Vi ønsker å legge mest vekt på den fundamentale analysen, men synes likevel det er viktig å få med den komparative analysen ettersom den får frem forventninger i markedet og relativ prising hos andre liknende selskaper. På bakgrunn av dette velger vi å vekte den fundamentale analysen med 2/3 og den komparative analysen med 1/3. Dermed kommer vi frem til et verdiestimat på 64,67.

## 9. Sensitivitetsanalyse

I denne delen av oppgaven skal vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å undersøke og illustrere hvor sårbar vår estimerte aksjekurs er for endringer i avkastningskravet. Vi vil her se på hvordan ulike faktorer kan påvirke verdsettelsen. Dette inkluderer å se på risikofri rente, beta, markedets risikopremie, gjeldskostnad, WACC og skatt.

## 9.1 Risikofri rente

Risikofri rente er en viktig parameter for å regne ut avkastningskravet. Vi velger dermed å se på hvordan endringer i den risikofrie renten gir utslag på aksjekursen.

Risikofri rente	0,90%	1,20%	1,50%	1,80%	2,10%	2,40%	2,70%	3,00%	3,30%	3,60%	3,90%
WACC	6,10%	6,13%	6,15%	6,18%	6,21%	6,23%	6,26%	6,28%	6,31%	6,33%	6,36%
Aksjekurs	52,02	51,7	51,38	51,07	50,76	50,45	50,15	49,85	49,56	49,27	48,98

Tabell 34: Endringer i WACC og aksjekurs som et resultat av endring i risikofri rente

En potensiell endring i den risikofrie renten gir liten virkning på vår estimerte aksjekurs. Variasjonen i den risikofrie renten fra 0,90% til 3,90% gir en forskjell på 3,04 kr. En nedjustert risikofri rente gir en lavere WACC, noe som fører til en høyere aksjepris. Det er fordi de predikerte kontantstrømmene og terminalverdien neddiskonteres med en lavere WACC. Modellen anses som lite sårbar for endringer i den risikofrie renten.

## 9.2 Beta

En annen viktig parameter i utregningen av avkastningskravet er beta. Beta forteller oss om hvordan aksjekursen beveger seg i forhold til markedet. Ved en beta over 1 vil man forvente mer svingninger i aksjekursen til Lerøy enn for markedet.

Beta	0,6	0,65	0,7	0,75	0,8	0,85	0,9	0,95	1	1,05	1,1
WACC	5,52%	5,67%	5,81%	5,95%	6,09%	6,23%	6,37%	6,51%	6,65%	6,80%	6,94%
Aksjekurs	60,72	58,32	56,11	54,08	52,2	50,45	48,83	47,31	45,89	44,56	43,31

Tabell 35: Endringer i WACC og aksjekurs som et resultat av endring i beta

Vi ser ut fra tabellen at beta har en betydelig påvirkning på aksjekursen. Jo høyere beta, jo mer betaling krever man for å investere, og dermed høyere avkastningskrav på egenkapitalen. Fra en beta på 0,6 til 1,1 er det en endring på 17,41 kr i aksjekursen. Modellen er dermed sensitiv for endringer i beta.

## 9.3 Markedets risikopremie

Som nevnt i kapittel seks, så har markedets risikopremie lenge ligget uendret på fem prosent. Dette vil i stor grad være med på å redusere usikkerheten knyttet til denne variabelen.



Markedets risikopremie	4,00 %	4,20 %	4,40 %	4,60 %	4,80 %	5,00 %	5,20 %	5,40 %	5,60 %	5,80 %	6,00 %
WACC	5,75 %	5,85 %	5,94 %	6,04 %	6,13 %	6,23 %	6,33 %	6,42 %	6,52 %	6,62 %	6,71 %
Aksjekurs	56,98	55,53	54,16	52,86	51,63	50,45	49,33	48,27	47,25	46,28	45,35

Tabell 36: Endringer i WACC og aksjekurs som et resultat av endring i markedets risikopremie

Dersom man holder alt annet likt, så vil en økning i markedets risikopremie på ett prosent medføre en reduksjon i aksjeprisen på kr 5.1,-. Likevel, så ser vi at aksjeprisen er mer sensitiv for endringer i beta enn den er for markedets risikopremie. Modellen vår vurderes for å være middels sensitiv for endringer i markedets risikopremie, sammenlignet med de andre variablene vi analyserer i dette kapittelet.

## 9.4 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden til Lerøy kan variere og vil dermed ha en betydelig innvirkning på selskapets totale kapitalkostnad og den estimerte aksjekursen til selskapet. Årsaken til dette er at en høyere gjeldskostnad vil øke totalkapitalens avkastningskrav og dermed redusere verdsettelsen av selskapet, noe som kan føre til en lavere aksjekurs. På den andre siden kan en lavere gjeldskostnad føre til et lavere avkastningskrav på totalkapitalen og dermed øke verdsettelsen av selskapet, noe som kan bidra til en høyere aksjekurs.

Gjeldskostnad	5,79%	6,09%	6,39%	6,69%	6,99%	7,29%	7,59%	7,89%	8,19%	8,49%	8,79%
WACC	5,72%	5,82%	5,93%	6,03%	6,13%	6,23%	6,33%	6,43%	6,54%	6,64%	6,65%
Aksjepris	56,35	55,06	53,82	52,65	51,53	50,45	49,43	48,44	47,5	46,6	45,73

Tabell 37: Endringer i WACC og aksjekurs som et resultat av endring i gjeldskostnad

Tabellen gir oss en oversikt over gjeldskostnadens innvirkning på den estimerte aksjeprisen. Som vi ser i tabellen, vil endringer i gjeldskostnaden ha en relativt liten betydning for totalkapitalens avkastningskrav og den estimerte aksjekursen. Lerøys gjeld har en relativt lav markedsverdi sammenlignet med egenkapitalen. Dette er årsaken til den lave innvirkningen på den estimerte aksjeprisen. Med hensyn til dette vil vi vurdere endringer i Lerøys gjeldskostnad som en lav trussel for vårt aksjekursestimat.

## 9.5 WACC

Avkastningskravet på totalkapitalen til Lerøy kan variere og vil dermed ha en innvirkning på aksjeprisen. Aksjeprisen kan endres som følge av endringer i WACC fordi WACC representerer avkastningskravet til investorene, og aksjeprisen er i stor grad avhengig av forventet fremtidig inntjening i selskapet. WACC inkluderer både kostnaden ved gjeld og

egenkapital, og endringer i WACC kan påvirke forventningene til investorene om fremtidige kontantstrømmer og risiko knyttet til selskapets drift.

WACC	3,50 %	4,00 %	4,50 %	5,00 %	5,50 %	6,00 %	6,50 %	7,00 %	7,50 %	8,00 %
Aksjepris	90,84	74,38	64,51	57,93	53,23	49,7	46,96	44,77	42,97	41,48

Tabell 38: Endringer i aksjepris som et resultat av endring i WACC

Vi legger merke til i tabellen hvor sårbart aksjeprisen er for endringer i avkastningskravet på totalkapitalen. Estimateret vårt er sensitivt for både økninger og reduksjoner i WACC. Vi betrakter endringer i WACC som en betydelig sårbarhet på aksjeprisen, spesielt siden det er mange faktorer som kan påvirke dette kravet.

## 9.6 Skatt

I prognosedelen av oppgaven diskuterte vi hva vi trodde ville bli en realistisk skattesats, med tanke på det nye grunnrenteskatten som vil gjelde fra 2023. I sensitivitetsanalysen vil vi ta hensyn til hvordan den nye skattesatsen påvirker WACC-verdien vi har brukt som diskonteringsrate. Vi ser at endringen i aksjekurs balanseres ut av lavere WACC, med lavere skattesats. Dette skyldes at selskapet er finansiert med rundt 44% gjeld, og skattefordelen av denne gjelden vil kompensere noe for ulempen ved økte skattesatser. Derimot er det ikke utenkelig at markedet vil «overreagere» noe på høyere skatt, blant annet fordi alternativkostnaden ved å investere i lignende selskaper i andre land kan fremstå lavere. Dette har vi ikke lagt inn i vår utregning under.

Skattesats	62%	57%	52%	47%	42%	37%	32%	27%	22%
Wacc	5,22%	5,34	5,47	5,6	5,72	5,85	5,98	6,1	6,23
Aksjekurs	41,55	43,37	45,08	46,68	48,2	49,63	50,98	52,27	53,5

Tabell 39: Endringer i WACC og aksjepris som et resultat av endring i skatt

## 10. Oppsummering

Vi har hatt som formål i denne oppgaven å verdsette Lerøy Seafood Group ASA. Dette har vi gjort gjennom to metoder; fundamental- og komparativ analyse. Gjennom den fundamentale analysen har vi benyttet oss av tallene fra prognosen av fremtidige kontantstrømmer. De tre ulike scenarioene vi laget dannet utgangspunktet for terminalverdien og enterprise value. Videre, var disse med på å bestemme egenkapitalverdien og den estimerte aksjeprisen. Den komparative analysen har vært et supplement, for å vurdere verdsettelsen av Lerøy opp imot konkurrentene. I tillegg til disse verdsettelsesmetodene har vi gjennomført en strategisk analyse, som har lagt et grunnlag til vurderingene i den fundamentale analysen. Vi har også gjennomført en regnskapsanalyse for å få innsikt i bedriften, og også her for å kunne ta vurderinger i den fundamentale analysen.

I den fundamentale analysen kom vi frem til en aksjepris på 50,45 kr. Her valgte vi å vekte base case med 60 prosent, best case med 15 prosent og worst case med 25 prosent. I den komparative analysen kom vi frem til en aksjepris på 93,12 kroner per aksje, som er et snitt basert på ulike multipler. Multiplen P/E ble vektlagt med 50 prosent, mens P/B og EV/EBIT ble vektlagt med 25 prosent.

I den endelige aksjeprisen har vi valgt å vektlegge den fundamentale analysen med 2/3 og den komparative analysen med 1/3. Dette er på bakgrunn av en grundigere vurdering i den fundamentale analysen. Dermed kommer vi frem til et verdiestimat på 64,67 kr. Vår anbefaling vil dermed være **hold** eller **svak selg**, da det er en del usikkerheter både knyttet til skatt, inflasjon/renter og kostnadsvekst.

Virkelig verdi på aksjen per 31.12.2021 var kr 68,96

## 11. Kritikk av oppgaven

Det er viktig å notere seg at mange av konklusjonene som er kommet frem til i denne oppgaven er basert på antakelser. 2/3 av verdiestimatet vårt er basert på tall fra prognosen hvor vi selv har gjort mange antakelser. Forward priser basert på kontrakter dekker en liten del av omsetningsvolumet i markedet, grunnrenteskatten er fortsatt ikke ferdigstilt, og det er mye i markedet som renter og prisvekst på råvarer og lønn som er veldig usikkert. Vi har etter beste evne prøvd å bruke den informasjonen vi har tilgjengelig når vi har gjort prognoser, samt å veie tre forskjellige utfall, men dette er en potensiell feilkilde.

Vi har ikke vært i direkte kontakt med Lerøy, så vi har basert oss mye på sekundærdata. Vi tar derfor forbehold om mulige feilkilder i årsrapporter og informasjon vi har samlet.

Oppgaven vår har i hovedsak diskutert utfordringer, styrker, kostnader og inntjening knyttet til laks, og lakseoppdrett. Det betyr at vi i liten grad har diskutert den resterende 35% av driften til Lerøy. Alle tall og prognoser er basert på hele driften til Lerøy, men hvorvidt endringer i politiske og økonomiske forhold vil endre driften og fokuset til Lerøy har vi ikke tatt hensyn til.

## Bibliografi

- Berge, A. (2020, 27. Juli). *Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere*. Hentet fra <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/>
- Berge, A. (2021). *ilaks*. Hentet fra Korreksjon i råvaremarkedet kan dempe inflasjonspresset i fiskefôr: <https://ilaks.no/korreksjon-i-ravaremarkedet-kan-dempe-inflasjonspresset-i-fiskefor/>
- Boye, K., Koekebakker, S., Krakstad, S. O., & Oust, A. (2018). *Finansielle emner (utg.15)*. Cappelen Damm.
- Bugge, W. (2021, 10. Juni). *Mowi venter høyere etterspørsel enn tilbudsveksten de neste fem årene*. Hentet fra <https://finansavisen.no/nyheter/sjomat/2021/06/10/7687252/mowi-venter-hoyere-etterspørsel-enn-tilbudsveksten-de-neste-fem-arene>
- Corporate Finance Institute. (2022, 12. Desember). *EV/EBIT Ratio*. Hentet fra <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/ev-ebit-ratio/>
- Ellingsen, R. K. (2022, 16. Desember). *Sjømatgigant starter klippfiskproduksjon fra nyttår*. Hentet fra <https://www.kystmagasinet.no/afrika-angola-klippfisk/sjomatgigant-starter-klippfiskproduksjon-fra-nyttar/1466036>
- Erichsen, M., Solberg, F., & Stiklestad, T. (2019). *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Fiskeridirektoratet. (2021, 14. Desember). *Millioner til anskaffelse av innovasjon*. Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Yrkesfiske/Nyheter/2021/millioner-til-anskaffelse-av-innovasjon>
- Fiskeridirektoratet. (2022, 17. November). *Fortsatt høye kostnader for produsentene av laks og regnbueørret i 2021*. Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Yrkesfiske/Nyheter/2022/litt-bedre-lonnsomhet-men-fortsatt-hoye-kostnader-for-produsentene-av-laks-og-regnbueorret-i-2021>
- Fiskeridirektoratet. (u.d.). *Tildelingsprosessen*. Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- Fjeldstad, Ø. (2020). *Strategi*. Bergen: Fagbokforlaget.
- FN-Sambandet. (2019). *Underernært befolkning*. Hentet fra <https://www.fn.no/Statistikk/underernaering>
- FN-Sambandet. (2023, 11. Januar). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. Hentet fra <https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>
- Frøslund, T.-A. (2022, 28. Mars). *Krigen i Ukraina skaper problemer for sjømateksporten*. Hentet fra <https://www.nrk.no/norge/ukraina-krigen-skaper-problemer-for-sjomateksporten-1.15904205>
- Furuseth, T. (2022, 18. Mars). *Hva er egentlig P/E -multippel?* Hentet fra <https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/bors-og-marked/hva-er-egentlig-pe-multippel>
- GlobeNewswire. (2022, 17. Februar). *Lerøy Seafood Group ASA: Rekordomsetning i 2021*. Hentet fra <https://www.globenewswire.com/news-release/2022/02/17/2386758/0/no/Lerøy-Seafood-Group-ASA-Rekordomsetning-i-2021.html>
- Grieg Seafood. (2023). *About Us*. Hentet fra <https://griegseafood.com/about-us>

- Hanssen, T. M. (2013, 26. Desember). *Norsk lusetest i bruk på chilensk laks*. Hentet fra <https://forskning.no/partner-norges-forskningsrad-fisk/norsk-lusetest-i-bruk-pa-chilensk-laks/592701>.
- Helsedirektoratet. (2016, 24. Oktober). *Fisk til middag to til tre ganger i uken*. Hentet fra <https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer/kostrad-for-befolkningen/fisk-til-middag-to-til-tre-ganger-i-uken>
- Hoddevik, B. (2021, 16. August). *Varmere klima gir mer lakselus*. Hentet fra Havforskningsinstituttet: <https://www.hi.no/hi/nyheter/2021/august/varmere-klima-gir-mer-lakselus>
- Hosteland, L. S. (2018, 18. Februar). Hentet fra <https://www.kyst.no/kjaerelva-leroy-settefisk/leroy-sin-storinvestering-i-fitjar-gir-25-nye-arbeidsplasser/232093>
- Kristoffersen, T. (2017). *Årsregnskapet*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Kristoffersen, T. (2019). *Årsregnskapet*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Laksefakta. (2021, 4. Oktober). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Hentet fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>
- Lea, A., & Bøe, E. (2022, 3. Oktober). *Rapport: Norge vil bli eneste land med grunnrenteskatt på havbruk*. Hentet fra <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/eJEKLLK/rapport-norge-vil-bli-eneste-land-med-grunnrenteskatt-paa-havbruk>
- Lerøy. (2020). *Årsrapport 2020*. Lerøy Seafood Group ASA, Bergen.
- Lerøy. (2021). *Årsrapport 2021*. Lerøy Seafood Group ASA.
- Lerøy. (2023, January). *Høringssvar - Grunnrenteskatt på havbruk*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/leroy-seafood/about-leroy/news/norge-taper/220401-leroy-horingssvar.pdf>
- Lerøy. (u.d.). *Bærekraftig matproduksjon for fremtiden*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/nyheter/baerekraftig-matproduksjon-for-fremtiden/>
- Lerøy. (u.d.). *Historikk*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/historikk/>
- Lerøy. (u.d.). *Verdikjeden*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/verdikjeden/>
- Mattilsynet. (2022, 24. Mars). *Tilsyn med fôrvirksomheter i 2023*. Hentet fra [https://www.mattilsynet.no/om\\_mattilsynet/tilsyn\\_med\\_forvirksomheter\\_i\\_2023.49013](https://www.mattilsynet.no/om_mattilsynet/tilsyn_med_forvirksomheter_i_2023.49013)
- Mikkelsen, G. (2017, 13. November). *Forskeren forteller: Ny teknologi vil gjøre norsk fiskeoppdrett mer bærekraftig*. Hentet fra <https://forskning.no/fisk-forskeren-forteller-fiskehelse/forskeren-forteller-ny-teknologi-vil-gjore-norsk-fiskeoppdrett-mer-baerekraftig/310271>
- Misund, B. (2023, 21. Januar). *Fiskeoppdrett*. Hentet fra <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Mowi. (2022, Desember). *Høringssvar grunnrenteskatt på havbruk*. Hentet fra [file:///Users/aslakdjuve/Downloads/Mowi\\_H%C3%B8ringssvar\\_Grunnrenteskatt.pdf](file:///Users/aslakdjuve/Downloads/Mowi_H%C3%B8ringssvar_Grunnrenteskatt.pdf)
- MOWI. (2022, Juli). *Salmon Farming Industry Handbook 2022*. Hentet fra <https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/07/2022-Salmon-Industry-Handbook-1.pdf>

Mowi. (2023). *About*. Hentet fra Mowi.oem: <https://mowi.com/about/>

MOWI. (u.d.). *Forside*. Hentet fra <https://mowi.com/no/>

MOWI. (u.d.). *Laks er bra for deg*. Hentet fra <https://mowi.com/no/blog/2019/03/11/salmon-is-good-for-you/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2022). *Grønn verdiskaping og økt bearbeiding i sjømatindustrien*. Regjeringen.

Norges Bank. (2022, 15. Desember). *Rentebeslutning desember 2022*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2022/desember-2022/>

Norges Bank. (2022). *Statslån- Nullkupongsrente*. Hentet fra [https://app.norges-bank.no/query/index.html?fbclid=IwAR139SqL-wINzx\\_FH3ch2ImKWTAzm76ODj12xZXrQ7yQBYFE78Je1q4OTh0#/no/zerocoupon?duration=10Y&frequency=B&startdate=2021-04-21&stopdate=2022-04-21](https://app.norges-bank.no/query/index.html?fbclid=IwAR139SqL-wINzx_FH3ch2ImKWTAzm76ODj12xZXrQ7yQBYFE78Je1q4OTh0#/no/zerocoupon?duration=10Y&frequency=B&startdate=2021-04-21&stopdate=2022-04-21)

Norges Sjømatråd. (2018, 2. November). *Fiskespiseren*. Hentet fra <https://seafood.no/markedsinnsikt/fiskespiseren/fiskespiseren/>

Norges Sjømatråd. (2019, 27. Mars). *Japanske sushimestere digger norsk laks*. Hentet fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/japanske-sushimestere-digger-norsk-laks/>

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

Norges Sjømatråd. (2023). *seafood.no*. Hentet fra nøkkeltall: <https://nokkeltall.seafood.no/>

NOU 2019: 18. (2019). *Skattlegging av havbruksvirksomhet*. Hentet fra Finansdepartementet: <https://www.regjeringen.no/contentassets/207ae51e0f6a44b6b65a2cec192105ed/no/pdfs/nou201920190018000dddpdfs.pdf>

NRS. (2022). *Børsmelding*. Hentet fra Royal Norwegian Salmon ASA

NRS. (2022). *Pressemeldinger*. Hentet fra <http://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Bors-pressemeldinger>

NTB. (2022, 5. Juli). *Norsk sjømat selger som aldri før*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/7dWlMw/norsk-sjoemat-selger-som-aldri-foer>

PWC. (2022). *Risikopremien i det norske merkedet*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

SalMar. (2023). *About SalMar*. Hentet fra Salmar: <https://www.salmar.no/en/about-salmar/>

Sintef. (2019). *Sintef.no*. Hentet fra [https://www.sintef.no/globalassets/sintef-ocean/pdf/nasjonal-verdiskaping\\_2018tall\\_endelig\\_200619.pdf](https://www.sintef.no/globalassets/sintef-ocean/pdf/nasjonal-verdiskaping_2018tall_endelig_200619.pdf)

Yahoo Finance. (2023). Hentet fra Lerøy Seafood Group ASA (LSG.OL): <https://finance.yahoo.com/quote/LSG.OL/analysis?p=LSG.OL>

Øystese, O., & Hafsaas, S. L. (2021, 28. Juni). *Har aldri sett så mye lakselus på Vestlandet: – Vanskeligere å holde smitten nede*. Hentet fra [https://www.nrk.no/vestland/har-aldri-sett-sa-mye-lakselus-pa-vestlandet\\_-\\_vanskeligere-a-holde-smitten-nede-1.15554330](https://www.nrk.no/vestland/har-aldri-sett-sa-mye-lakselus-pa-vestlandet_-_vanskeligere-a-holde-smitten-nede-1.15554330)

Zakamulin, D. (2019, 11. desember). *Hvordan bruke P/E Ratio*. Hentet fra <https://www.nordnet.no/blogg/hvordan-bruke-p-e-ratio/>

## Appendiks

### Figurliste

<i>Figur 1: Verdi av norsk sjømateksport fordelt på art (Norsk Sjømatråd).....</i>	<i>9</i>
<i>Figur 2: Verdikjede – Fiskerioghavbruk.no.....</i>	<i>10</i>
<i>Figur 3 (Lerøy, 2021).....</i>	<i>13</i>
<i>Figur 4, (Lerøy, 2021).....</i>	<i>14</i>
<i>Figur 6, (Lerøy, 2021).....</i>	<i>16</i>
<i>Figur 7: Porters fem konkurransekrefter .....</i>	<i>17</i>
<i>Figur 8: Kostnadsstruktur i oppdrettsbransjen – Salmon Farming Industry Handbook 2022, s. 60 .....</i>	<i>20</i>
<i>Figur 10: Totalkapitalrentabilitet 2017-2021 .....</i>	<i>27</i>
<i>Figur 10: Egenkapitalrentabilitet 2017-2021 .....</i>	<i>28</i>
<i>Figur 11: Driftsmargin 2017-2021.....</i>	<i>29</i>
<i>Figur 12: Finansieringsgrad 1 2017-2021.....</i>	<i>31</i>
<i>Figur 13: Gjeldsgrad 2017-2021 .....</i>	<i>32</i>
<i>Figur 14: Egenkapitalandel 2017-2021 .....</i>	<i>33</i>
<i>Figur 15: Rentedekningsgrad 2017-2021.....</i>	<i>34</i>
<i>Figur 16: Likviditetsgrad 1 2017-2021 .....</i>	<i>35</i>
<i>Figur 17: Likviditetsgrad 2 2017-2021 .....</i>	<i>36</i>
<i>Figur 18: Arbeidskapital 2017-2021.....</i>	<i>37</i>
<i>Figur 19: Pris på laksef pr kilo (ilaks.no).....</i>	<i>40</i>
<i>Figur 20, (PWC, 2022).....</i>	<i>50</i>

### Tabell-liste

<i>Tabell 1: Oppsummering av VRIO-analyse.....</i>	<i>25</i>
<i>Tabell 2: SWOT-analyse.....</i>	<i>25</i>
<i>Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet 2017-2021 .....</i>	<i>27</i>
<i>Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet 2017-2021 .....</i>	<i>28</i>
<i>Tabell 5: Driftsmargin 2017-2021 .....</i>	<i>29</i>
<i>Tabell 6: Finansieringsgrad 1 2017-2021.....</i>	<i>31</i>



Tabell 7: Gjeldsgrad 2017-2021 .....	32
Tabell 8: Egenkapitalandel 2017-2021 .....	32
Tabell 9: Rentedeckningsgrad 2017-2021 .....	34
Tabell 10: Likviditetsgrad 1 2017-2021 .....	35
Tabell 11: Likviditetsgrad 2 2017-2021 .....	36
Tabell 12: Arbeidskapital 2017-2021.....	37
Tabell 13: Lerøys driftsinntekter i perioden 2017 – 2021 og estimerte inntekter i base case .....	39
Tabell 14: Lerøys varekostnad i % av driftsinntekter, historiske og estimerte kostnader i base case.....	40
Tabell 15: Lerøys lønnskostnader i % av driftsinntekter, historiske og estimerte kostnader i base case.....	41
Tabell 16: Lerøys andre driftskostnader i % av driftsinntekter, historiske og estimerte kostnader i base case....	41
Tabell 17: Lerøys beholdningsendringer i % av driftsinntekter, historiske og estimerte kostnader i base case ...	41
Tabell 18: EBITDA marginer siste 5 år og prognoseperiode .....	42
Tabell 19: Historisk investeringsnivå for Lerøy i perioden 2017 - 2021 .....	43
Tabell 20: Historisk arbeidskapital for Lerøy i perioden 2017 - 2021 .....	43
Tabell 21 Resultat før/etter grunnrenteskatt på 40%, uten bunnfradrag (Tall Hentet fra Lerøy, 2021).....	44
Tabell 22: Effektiv skattesats hos belånte selskaper (tabell hentet fra Lerøys høringssvar, 2023) .....	45
Tabell 23: Prognostisert fri kontantstrøm i hovedscenarioet.....	46
Tabell 24: Prognostisert fri kontantstrøm i best case .....	47
Tabell 25: Prognostisert fri kontantstrøm i worst case.....	48
Tabell 26: Aksjebeta for andre selskaper i bransjen.....	51
Tabell 27: Snitt gjeldskostnad .....	52
Tabell 28: Lerøys vektet enterprise value.....	53
Tabell 29: Lerøys estimerte egenkapitalverdi .....	55
Tabell 30: Price to earnings.....	57
Tabell 31: Price to book value .....	57
Tabell 32: Enterprise value to earnings before interest and taxes.....	58
Tabell 33: Vektlagt kursmål – Multipl analyse.....	59
Tabell 34: Endringer i WACC og aksjekurs som et resultat av endring i risikofri rente.....	60
Tabell 35: Endringer i WACC og aksjekurs som et resultat av endring i beta .....	60
Tabell 36: Endringer i WACC og aksjekurs som et resultat av endring i markedets risikopremie .....	61
Tabell 37: Endringer i WACC og aksjekurs som et resultat av endring i gjeldskostnad.....	61
Tabell 38: Endringer i aksjepris som et resultat av endring i WACC.....	62

