



Handelshøyskolen BI - campus Oslo

# BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Verdsettelse - Lerøy Seafood Group ASA

Navn:	Jon Fredrik Rasmussen Heen, Nicolas Jonathan Bernhard Selander, Christoffer Bachke
Utlevering:	11.01.2021 09.00
Innlevering:	02.06.2021 13.00

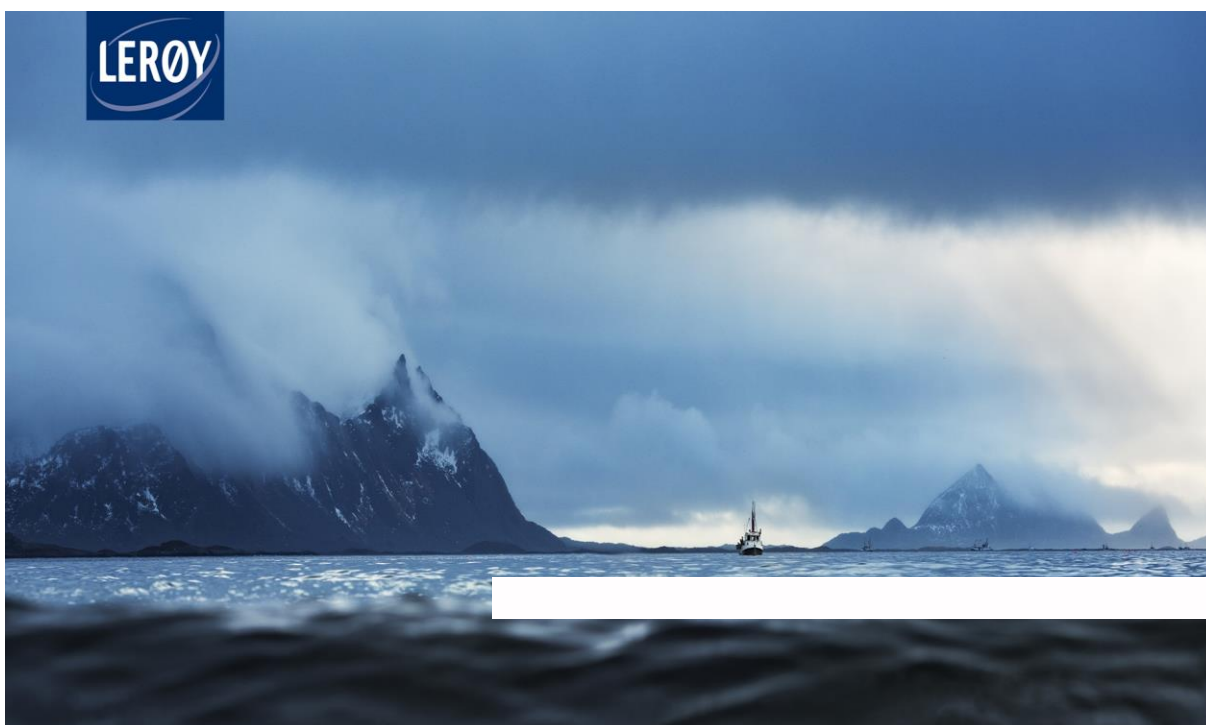
# Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

---

Verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA

---

*"Denne bacheloroppgaven ble skrevet våren 2021 og er den avsluttende oppgaven på vår bachelorgrad i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI"*



## **BTH3620 - Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon**

Utleveringsdato:

11.01.2021

Innleveringsdato:

02.06.2021

**Handelshøyskolen BI, Campus Oslo**

*"Handelshøyskolen BI går ikke god for de metoder som er anvendt, de resultater som er forekommet, eller de konklusjoner som er trukket."*

## Veileder:

Tor Tangenes

## Kandidater:

1023827

1021215

1022556

## LERØY SEAFOOD GROUP ASA

02.06.2021

## Sammendrag analyse

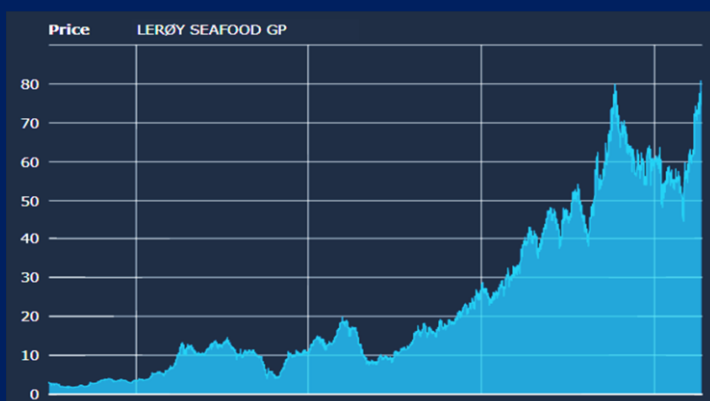


## Nøkkeltall

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsetning	21 539 274	22 625 299	23 442 494	24 544 257	25 357 123	25 864 055
NOPAT	2 256 527	2 410 150	2 560 658	2 678 502	2 713 338	2 928 872
Net profit	2 217 690	2 417 093	2 580 278	2 718 911	2 843 442	3 134 080
NIBD	2 226 623	2 151 482	1 981 522	1 537 020	980 959	586 740
FCFF	2 361 373	1 655 842	1 855 582	2 189 155	2 312 639	2 239 077

Estimert kursmål	81,74
Dekningskurs	60,54
Oppside	34,98%
Utestående aksjer	595 475 920
Investert kapital	20 852 662
Netto rentebærende gjeld	
Høstet slaktevolum (GWT)	158 178
<u>Kapitalkostnad</u>	
WACC	5,96%

<u>Lønnsomhet</u>	<u>2019</u>	<u>2020 - 2025</u>
ROE	11%	13%
ROIC	10%	12%
EBIT-margin	12%	18%



Lerøy Seafood Group er et verdensledende sjømat-selskap med røtter tilbake til 1899. Lerøy ble notert på Oslo Børs den 2. juni 2002. Kjernevirksomheten til konsernet er produksjon av laks og ørret, fangst av hvitfisk, videreforedling, produktutvikling, markedsføring, salg og distribusjon av sjømat.

Lerøy har hovedkontor i Bergen, men driver med fangst og havbruk langs hele kysten av Norge.

For året 2019 rapporterte Lerøy Seafood Group en omsetning på 20 427 millioner kroner, en økning fra 19 838 millioner kroner i 2018. I 2019 hadde selskapet et høstet slaktevolum (GWT) på 158 178, en økning på 9,25% fra 2013.

Forventet slaktevolum for 2020,

per i dag 183 000 – 188 000 tonn laks og ørret. Konsernets ambisjon er at tilsvarende tall for 2021 vil være mellom 200 000 – 210 000 tonn.

Sjømatkonsernet Lerøy Seafood er ved inngangen til 2020 i en unik posisjon, og godt posisjonert for videre vekst og utvikling. Lerøy har en robust balanse, hvilket stiller selskapet i en særposisjon til å bedrive M&A-aktivitet i tiden fremover.

Makroøkonomiske analyser peker på økt etterspørselen etter laks- og sjømat i det globale markedet, med en forventning om sterk laksepris. Inntjeningsestimaterne er ventet å justeres opp, hvilket peker på gode utsikter for sjømatbransjen.

Vi inntar dekning av aksjen på kurs 60,54 kr, og opererer med en kjøpsanbefaling på Lerøy Seafood. Kursmål er satt til 81,74 NOK.

## Innhold

<b>Sammendrag analyse</b> .....	1
<b>Forord</b> .....	6
<b>1.0 Innledning</b> .....	6
1.1 Formål.....	6
1.2 Problemstilling.....	6
1.3 Avgrensninger og begrensninger .....	7
1.4 Oppgavens oppbygning.....	7
<b>2.0 Om selskapet og bransjen</b> .....	8
2.1 Om Lerøy Seafood Group ASA.....	8
2.3 Om bransjen .....	11
2.4 Historie .....	11
2.5 Nåsituasjon .....	12
2.6 Prosess.....	13
2.6.1 Verdikjede .....	14
2.6.2 Stamfisk/Settefisk.....	
2.6.3 Matfiskproduksjon .....	14
2.6.4 Slakting .....	15
2.6.5 Videreforedling.....	15
2.6.6 Salg og eksport .....	15
2.6.7 Fôrproduksjon og kostnad.....	15
2.7 Lovverk og reguleringer.....	16
2.8 Innvirkninger på miljø og helse .....	16
<b>3.0 Teoretisk forankring</b> .....	17
3.1 Årsaker til konkurransekraft.....	17
3.2 Verdibegrepet.....	17
3.3 Kapitalverdimodellens begrensninger.....	18
3.4 Realopsjonsteori.....	20

<b>4.0 Utredningsmetode</b> .....	21
4.1 Forberedelse.....	21
4.1.1 Formål.....	22
4.1.2 Tilnærming.....	22
4.2 Datainnsamling.....	22
4.2.1 Forskningsstrategi .....	22
4.2.2 Datagrunnlaget.....	23
4.3 Dataanalyse .....	23
4.3.1 Analyseverktøy .....	23
4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger .....	24
<b>5.0 Finansiell metode</b> .....	25
5.1 Verdsettelsesmetoder .....	25
5.1.1 Nåverdimetoder .....	26
5.1.2 Relativ og multipl- verdsettelse .....	28
5.2 Totalkapitalens avkastningskrav.....	30
5.3 Egenkapitalens avkastningskrav .....	
5.3.1 Risikofri rente .....	30
5.3.2 Markedets risikopremie .....	31
5.3.4 Likviditetspremie .....	31
5.3.5 Gjeldskostnad .....	32
5.3.6 Regresjonsbeta .....	32
5.3.7 Blumes justeringsmodell .....	33
5.4 Estimering av egenkapitalens avkastningskrav .....	34
5.5 Estimering av gjeldskostnad .....	34
5.6 Estimering av totalkapitalens avkastningskrav .....	35
5.7 Konsistensbetingelser.....	35
<b>6.0 Regnskapsanalyse</b> .....	36
6.1 Regnskapskvalitet.....	36

6.2 Reformulering.....	37
6.2.1 Reformulering av resultatregnskapet.....	37
6.2.2 Reformulering av balansen.....	38
6.3 Trendanalyse .....	42
6.4 Lønnsomhet- og rentabilitetsanalyse.....	43
6.5 Vekstanalyse.....	47
6.6 Likviditetsanalyse .....	49
6.7 Resultateffekt av Covid-19 .....	53
<b>7.0 Strategisk analyse .....</b>	<b>54</b>
7.1 Makroanalyser.....	54
7.1.1 Inflasjon .....	54
7.1.2 Rente .....	55
7.1.3 Valuta.....	55
7.1.4 Pris.....	56
7.1.5 Kjøpekraft .....	57
7.1.6 Utvikling i internasjonal økono	
7.1.7 Utvikling i nasjonal økonomi .....	60
7.1.8 Utsikter for bransjen .....	62
7.2 Ekstern analyse.....	63
7.2.1 PESTEL.....	63
7.2.2 Porters fem krefter .....	68
7.3 Intern analyse .....	73
7.3.1 Lerøy Seafood Group utsikter .....	73
7.3.2 Strategiske egenskaper .....	75
7.4 SWOT-analyse.....	79
7.5 Konkurrentene .....	79
<b>8.0 Fremtidsprognose.....</b>	<b>87</b>
8.1 Fremtidsprognosens lengde .....	88

8.2 Prognose av resultatregnskapet.....	88
8.2.1 Inntekter .....	89
8.2.2 Kostnader .....	89
8.2.3 Avskrivninger .....	90
8.2.4 Prisstigning .....	90
8.3 Prognose av kontantstrøm .....	91
8.4 Prognose av balanseregnskapet.....	92
8.5 Nøkkeltall.....	93
<b>9.0 Verdivurdering .....</b>	<b>94</b>
9.1 Discounted cash flow (DCF).....	94
9.2 Economic value added (EVA).....	95
9.3 Discounted dividend model (DDM).....	95
9.4 Residual Income (RI).....	96
9.5 Relativ og multipl verdsettelse .....	97
<b>10. Usikkerhetsbetraktninger.....</b>	<b>98</b>
10.1 Sensitivitetsanalyse .....	
10.2 Scenarioanalyse.....	99
10.2.1 M&A-scenario.....	101
10.3 Monte Carlo-simulering.....	103
10.5 Mulige realopsjoner .....	105
10.5.1 Mulige realopsjoner for bransjen.....	105
10.5.2 Mulige realopsjoner for Lerøy Seafood Group.....	106
<b>11. Drøfting av analyseresultatene .....</b>	<b>107</b>
<b>12. Kritikk av analysen.....</b>	<b>108</b>
<b>13. Konklusjon .....</b>	<b>110</b>
<b>Litteraturreferanser .....</b>	<b>111</b>
<b>Appendiks .....</b>	<b>116</b>

## Forord

Denne bacheloroppgaven ble skrevet våren 2021, og er den avsluttende oppgaven på vår bachelor i økonomi og administrasjon på Handelshøyskolen BI. Oppgaven skal reflektere kunnskapsnivået vi har opparbeidet oss i løpet av disse tre årene, og skal gjenspeile vår interesse for økonomi og finans. Vi har valgt å gjøre en fundamental verdsettelse av Lerøy Seafood Group, fra et kvantitativt og kvalitativt perspektiv. Analysen er i sin helhet bygget på offentlig informasjon, og verdsettelsen bygger på flere antakelser og forutsetninger. Med denne bacheloroppgaven ønsker vi å gi et så realistisk og objektivt bilde av den underliggende verdien som mulig, med bakgrunn i den tilgjengelige informasjonen i markedet.

Vi vil takke vår veileder Tor Tangenes for hans støtte, innspill og kunnskap som har hjulpet oss gjennom hele prosessen. Vi vil også benytte anledningen til å takke alle som har supplert med råd, tilbakemeldinger og korrekturlesing. Vi retter en stor takk til CFO i Lerøy Seafood Group, Sjur Malm, som ga oss et utfyllende og godt svar vedrørende verdijustering for leasing, og hvordan vi kunne håndtere dette.

## 1.0 Innledning

### 1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å gjennomføre en verddivurdering av sildematselskapet Lerøy Seafood Group notert på Oslo Børs. Det endelige målet med denne oppgaven er å redegjøre for om selskapet er overpriset, underpriset eller rettferdig priset per 31.12.2020. Vi vil redegjøre for dette gjennom et stort antall analyser og verddivurderinger, hvor vi avslutningsvis vil komme med en anbefaling om å kjøpe, holde eller selge aksjene i Lerøy Seafood Group.

### 1.2 Problemstilling

Vi har kommet frem til følgende problemstilling for vår bacheloroppgave:

*"Hva er den fundamentale verdien av aksjene i Lerøy Seafood Group handlet på Oslo Børs per 31.12.2020."*

Med følgende underproblemstilling:

*"Burde en investor med mål om å oppnå avkastning kjøpe, holde eller selge aksjene i Lerøy Seafood Group."*



### 1.3 Avgrensninger og begrensninger

I denne bacheloroppgaven har vi benyttet flere avgrensninger og begrensninger. Ettersom Covid-19 pandemien har påvirket lakseselskapene betydelig i løpet av 2020, har vi tatt utgangspunkt i regnskapsdata fra perioden 2013 til 2019. I utgangspunktet kan regnskapsåret 2020 betraktes som et justert regnskapsår, og vi har i samråd med veileder besluttet å begrense oss til regnskapsdata fra 2019, for å minimere antall feilkilder og forutsetninger. Vi mener at historisk regnskapsdata er en god predikasjon for videre utvikling, og sånn sett ville regnskapstallene for 2020 skapt et usikkert slutt-estimat som krevde store justeringer i prognoseperioden. I kapitlet om verdijustering for leasing har vi ikke hensyntatt verdijusteringene i det historiske regnskapet, dette fordi leasing er hensyntatt i fremtidsprognosen, og er av liten verdi for verdivurderingen. Derimot har vi funnet verdien av leasingen, og illustrert hvordan dette påvirker det historiske regnskapet. For oss er det viktig å presisere at introduksjonen av selskapet vil ta for seg situasjonen i 2019. Videre er den makroøkonomiske situasjonen i 2020 svært usikker, og for å minimere antall feilkilder og justeringer har vi benyttet oss av årsgjennomsnittet av den risikofrie renten i 2019, målt til 1,49% ifølge Norges Bank. Markedets risikopremie er fastsatt etter en rapport fra PwC, og er satt til 5%.

Av verdsettelsesmetoder har vi begrenset oss til fire modeller, hvor tre av modellene vil inngå i det endelige estimatet. Modellene vi har benyttet i oppgaven er: DCF, EVA, DDM og RI-modellen. I konkurrentanalysen har vi begrenset oss til følgende kriterier: Selskapene må være notert på Oslo Børs, ha relativ lik produktportefølje som Grieg Seafood ASA, Mowi ASA, Norway Royal Salmon ASA og SalMar ASA, og relativt like vekstforutsetninger. Blant konkurrentene har vi begrenset oss til Grieg Seafood ASA, Mowi ASA, Norway Royal Salmon ASA og SalMar ASA. Dataene som er benyttet i oppgaven er begrenset til offentlig tilgjengelig informasjon, og regnskapsdata fra Refinitiv.

### 1.4 Oppgavens oppbygning

Innledningsvis i denne oppgaven vil vi i kapittel 2 presentere selskapet Lerøy Seafood Group, og bransjen de opererer i. I kapittel 3-5 vil vi ta for oss henholdsvis teoretisk forankring, utredningsmetode og finansiell metode. Her presenteres relevant teori, modeller og data som anvendes i oppgaven. I tillegg vil verdsettelsesmetodene og fremgangsmåtene bli presentert. I kapittel 6 presenterer vi regnskapsanalysen, som videre deles inn i følgende underpunkter: trendanalysen, lønnsomhet- og rentabilitetsanalysen, vekstanalysen og likviditetsanalysen.

I det påfølgende kapitlet, kapittel 7, er det gjennomført en strategisk analyse som omfatter ekstern- og internanalysen. I kapittel 8 presenterer vi fremtidsprognosen av resultat- og balanseregnskapet, kontantstrømsopptillingen og nøkkeltallene. Kapittel 9 omhandler selve verdsettelsen av selskapet, hvor det tas i bruk modeller som er presentert i kapittel 5 om finansiell

metode. Etter selve verdsettelsen foretas det i kapittel 10 usikkerhetsberegninger i form av sensitivitets- og scenarioanalyse, med en påfølgende vurdering av selskapets realopsjoner. Avslutningsvis vil vi i kapittel 11 til 13 drøfte analyseresultatene, fremme kritikk mot analysen, som til slutt leder frem til en besvarelse på vår problemstilling.

## 2.0 Om selskapet og bransjen

I dette kapitlet vil vi presentere selskapet og bransjen i sin helhet. Vi vil gjennomgå Lerøy Seafood Group sin verdikjede, og presentere deres historie. Videre vil vi gjennomgå prosesser, nåsituasjon og lovverk som regulerer bransjen. Avslutningsvis vil vi kommentere hvilke effekter oppdrettsnæringen og havnæringen har på miljøet, hvilke endringer som pågår i bransjen, og hva som vil være med på å forme fremtiden til oppdrettsselskapene.

### 2.1 Om Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group er et verdensledende sjømatelskap med røtter tilbake til 1899.

Kjernevirksomheten til konsernet er produksjon av laks og ørret, fangst av hvitfisk, videreforedling, produktutvikling, markedsføring, salg og distribusjon av sjømat. Selskapet har et bredt utvalg av bærekraftige, sunne produkter som serveres til over 80 ulike land. Hovedkontoret ligger i Bergen, men Lerøy driver med fangst og havbruk langs hele kysten av Norge. Lerøy har fabrikker som produserer og pakker i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Frankrike, Nederland, Portugal, Spania og Tyrkia. I tillegg har de salgskontorer i USA

Lerøy er aktiv i alle deler av produksjonen av laks og ørret, fangst og prosessering av hvitfisk og skalldyr. Det innebærer at Lerøy i tillegg til å drive fiskeri og havbruk pakker og foredler fisk ved fabrikkene, samt distribuerer tusenvis av ulike sjømatprodukter til butikker, restauranter, kantiner og hoteller – i over 80 ulike land verden over.

En viktig del av Lerøy Seafood Groups strategi er å være en helintegrert leverandør av selskapets hovedprodukter, og virksomheten utøves som nevnt gjennom en rekke datterselskaper i Norge og internasjonalt. Se vedlegg for fullstendig eierstruktur i Lerøy Seafood Group.

#### **Lokalt selskap – globalt perspektiv**

Konsernet rapporterer i tre segmenter:

- Havbruk
- Villfangst
- Bearbeiding, Salg og Distribusjon

Konsernet ser på seg selv som et lokalt selskap med et globalt perspektiv, og skal være en virksomhet med lokal forankring på de stedene de driver virksomhet. På den måten bidrar de i alle lokalsamfunn uavhengig av region og nasjonalitet.

### Havbruk

I segmentet Havbruk ligger konsernets produksjon av laks, ørret og rensefisk samt slakting og en økende andel produksjon av bearbejdede produkter. Konsernets selskaper i dette segmentet, Lerøy Aurora, Lerøy Midt og Lerøy Sjøtroll, er betydelige arbeidsgivere langs norskekysten og skal være synlige og deltakende aktører i alle regioner de opererer i.

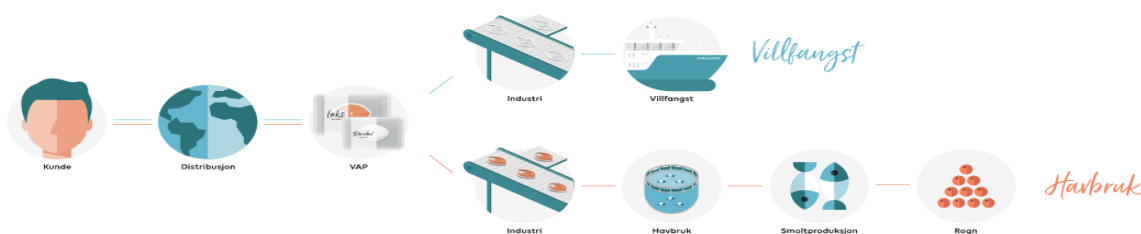
### Villfangst

Segmentet Villfangst består av virksomheter som ble kjøpt opp i 2016. Da ble Lerøy Seafood Group eiere i Havfisk AS og Norway Seafood Group AS. Dette er virksomheter med betydelig aktivitet knyttet til fangst og bearbeiding av hvitfisk i Norge. Havfisk har i dag ni trålere, mens Lerøy Norway Seafoods driver fabrikker i Berlevåg, Båtsfjord, Forsøl, Kjøllefjord, Melbu, Stamsund, Sørvær og Tromvik. I tillegg har Lerøy også anlegg på Sommarøy.

### Bearbeiding, Salg og Distribusjon

Innen Bearbeiding, Salg og Distribusjon har Lerøy et globalt nedslagsfelt. Selskapet driver salg, markeds- og produktutvikling, distribusjon og enkel foredling av konsernets eget råstoff, men også i stor grad av råstoff fra samarbeidspartnere. Selskapet har i dag 11 fabrikk- og grossister, fabrikk og «fish-cuts» i en rekke ulike markeder rundt om i verden. Segmentet Bearbeiding driver høyforedling av hovedsakelig laks og ørret, men også av andre arter. Fabrikkene deres ligger på Osterøy utenfor Bergen, i Smögen i Sverige, i Nederland og i Tyrkia. Produktene blir i stadig økende grad solgt til et globalt marked (Årsrapport, 2019).

## INTEGRERT VERDIKJEDE

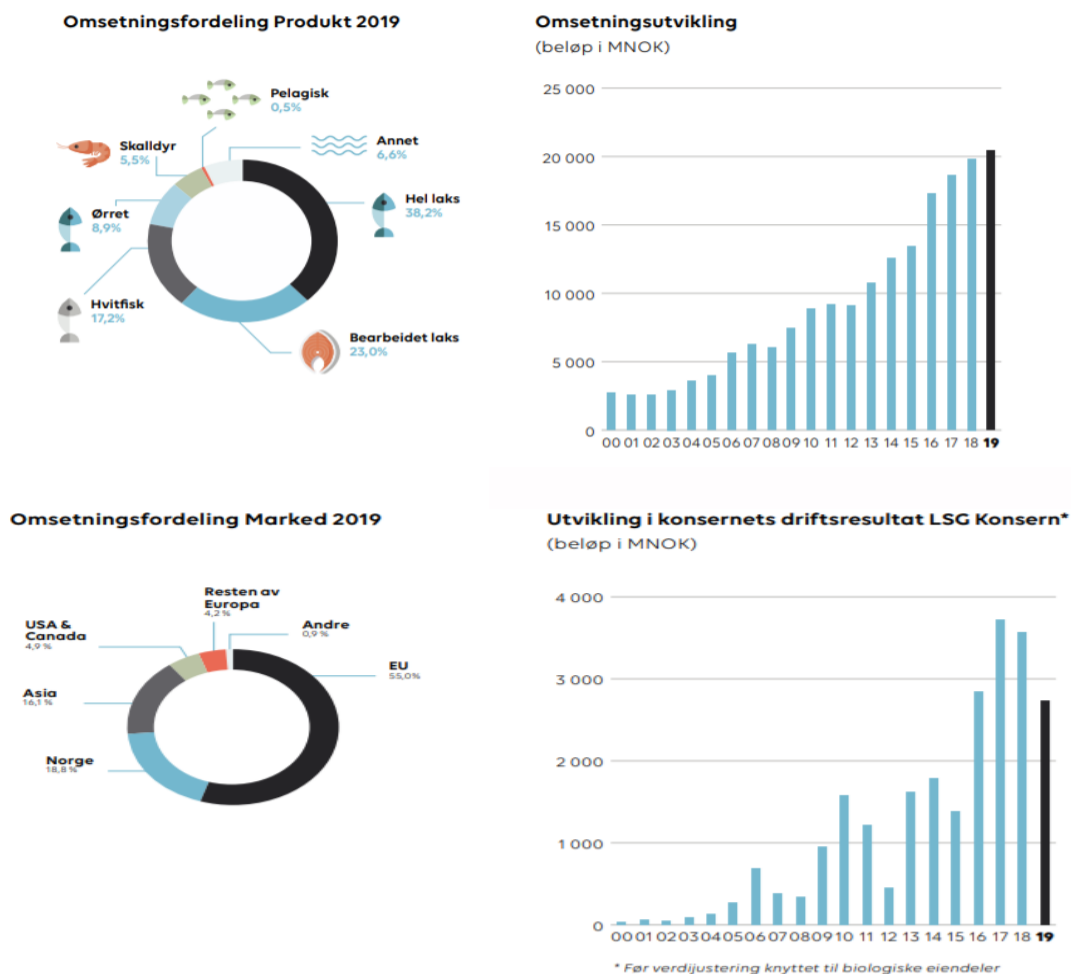


Figur 1: Integrert verdikjede (Lerøy årsrapport, 2019).

Lerøy Seafood Group har i dag en fullt vertikalt integrert verdikjede innen både rødfisk og hvitfisk, og er et av verdens ledende sjømat-selskaper. Selskapet har dermed kontroll på hele verdikjeden innen alt av sjømatprodukter fra hav til konsument. Sjømatkonsernet Lerøy Seafood Group er ved

inngangen til 2020 i en unik posisjon og godt posisjonert for videre vekst og utvikling. Det er konsernets klare ambisjon å videreutvikle denne posisjonen i årene som kommer.

Konsernets inntjening i 2019 var noe svakere sammenlignet med 2018. Dette skyldes i hovedsak svakere inntjening i segment Havbruk og til dels i segmentet Villfangst, mens utviklingen i segment Bearbeiding, salg og distribusjon har vært positiv. For året 2019 rapporterer Lerøy Seafood Group en omsetning på 20 427 millioner kroner, noe som er en økning fra 19 838 millioner kroner i 2018. Det er første gang i konsernets historie at omsetningen er over 20 milliarder. Driftsresultatet før verdijusteringer knyttet til biologiske eiendeler for året 2019 var MNOK 2 734, sammenlignet med MNOK 3 569 i 2018 (Årsrapport, 2019).

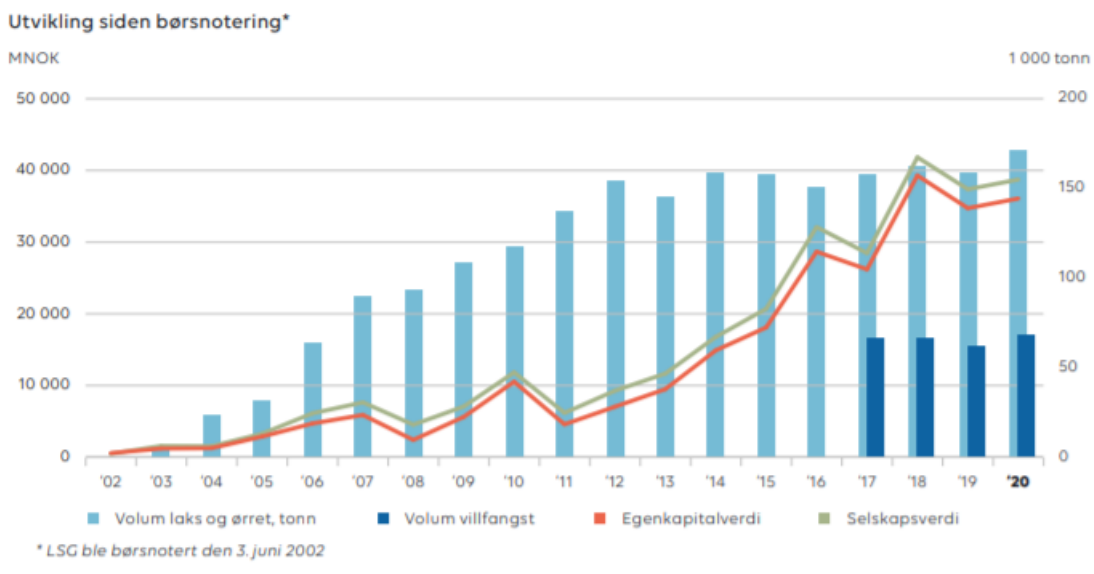


Figur 2-5: Omsetningsfordeling Produkt og Marked. Omsetningsutvikling. Utvikling i konsernets driftsresultat (Lerøy årsrapport, 2019).

Konsernets resultater er sterkt knyttet til utviklingen i markedene for sjømat. Særlig prisen på atlantisk laks og ørret er av stor betydning, men etter investeringen innenfor hvitfisk i år 2016 også i større grad prisen på hvitfisk og da særlig torsk. Prisutviklingen for hvitfisk, laks og ørret har de siste årene vært svært positiv. Gjennom sine betydelige markedsaktiviteter er konsernet tett på

sluttmarkedet og mener at den sterke utviklingen i etterspørselen etter sjømat generelt, og særlig etter fersk sjømat i forbrukervennlig format, gir grunn til optimisme for aktiviteten i årene som kommer. De sterke prisene for laks og ørret må sees i sammenheng med manglende vekst i tilbudet av produkter fra Norge og andre produsentnasjoner.

Gjennom organisk vekst og en serie oppkjøp siden børsnotering sommeren 2002 er konsernet i dag en av verdens største produsenter av atlantisk laks og ørret. Oppkjøpene av Havfisk ASA og Norway Seafood Group AS gjør konsernet til Norges største aktør og en betydelig global aktør innen hvitfisk.



Figur 6: Utvikling siden børsnotering (Lerøy årsrapport, 2020).

## 2.3 Om bransjen

Fiskeoppdrett tilhører det større segmentet akvakultur. Akvakultur berører all form for oppdrett av maritime organismer slik som laks, hvitfisk, skalldyr, sjøgress og tare. I Norge domineres oppdrettsnæringen av laks og regnbueørret. Tall fra Statistisk Sentralbyrå (2020) viser at laks stod for 93,9% av markedet i 2019, regnbueørret for 5,7% og øvrig matfisk for 0,4%.

Tall fra Store Norske Leksikon viser at Norge kun står for 2% av den totale produksjonen av matfisk, mens Asia som helhet dominerer med omtrent 90% av markedet. Det er viktig å poengtere at det i Asia fremfor alt produseres hvitfisk som Talapia og Karpe (Misund, 2021). Videre i denne oppgaven vil vi begrense oss til bransjen som omhandler norsk matfiskproduksjon.

## 2.4 Historie

De første historiske funnene av tidlig akvakultur er omtrent 3000 år gamle og fant sted i Kina (Alimentarium, 2020). For Norge sin del begynte historien etter 1800-tallet når klekking av yngel ble brukt for å sikre den naturlige bestanden av ørret. På slutten av 1800-tallet ble også den første

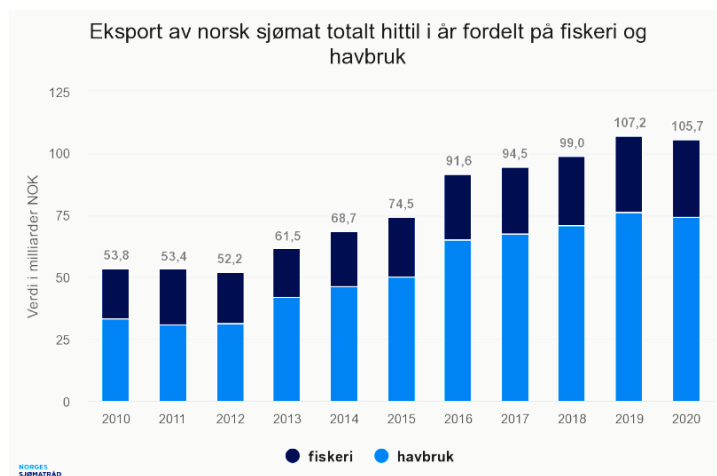
bestanden med regnbueørret importert, og det var denne arten brødrene Ove og Sivert Grøntvedt la til grunn for den moderne oppdrettsnæringen i Norge på slutten av 1960-tallet. Brødrene regnes i dag som pionerer, og hylles blant annet for oppfinnelsen av den åttekantete flytemerden, som brukes den dag i dag.

Den første høstingen av oppdrettslaks i Norge ble gjort i 1971, og la dermed grunnmuren i det som skulle bli en norsk suksesshistorie. Industrien opplevde sterk vekst i etterspørsel allerede fra start, og en bølge av nye oppdrettsselskaper fikk myndighetene til å innføre et konsesjonssystem i 1973. Veksten avtok frem mot 1990-tallet, i tillegg til at tilgangen på kapital ble kraftig redusert, blant annet i forbindelse med den norske bankkrisen. Dette endret industrien drastisk, og førte til et fragmentert marked.

Alt salg av oppdrettsfisk var frem til 1991 regulert av Fiskeoppdretternes Salgslag (FOS), men dette endret seg etter at FOS havnet i skifteretten og ble slått konkurs. I det FOS ble oppløst, endret man samtidig oppdrettsloven slik at et selskap nå kunne anskaffe flere konsesjoner. Fra tidligere hadde lovgivningen kun tillat en konsesjon per selskap. Når bankkrisen omsider tok slutt, ble det optimistiske synet på oppdrettsnæringen gjenvunnet, og med nye konsesjonsregler rettet man seg direkte mot finansielle investorer. Kapitalkravene økte, og flere selskaper strukturerte seg nå som rene aksjeselskaper. Frem til 2007 hadde de tre største aktørene, Marine Harvest, Austevoll Seafood og Cermaq sikret seg omtrent halvparten av det totale markedet i Norge (Kolle, 2014).

## 2.5 Nåsituasjon

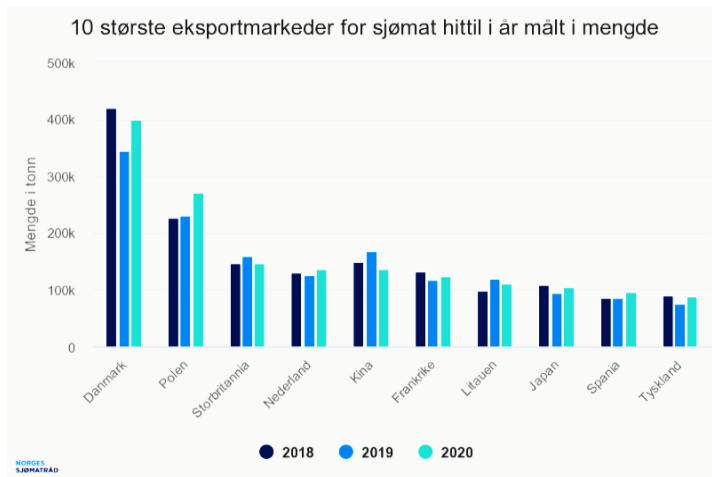
Tall fra Norges Sjømatråd (2020) viser at den totale eksportverdien for norsk sjømat var synkende for første gang siden 2012. Verdien falt fra 107,2 milliarder NOK i 2019 til 105,7 milliarder NOK i 2020, dette til tross for at eksportvolumet faktisk økte fra 2,66 millioner tonn til 2,71 millioner tonn. Dette kom som et resultat av lavere pris på laks og ørret, samt reise og eksportrestriksjoner som følge av covid-19 pandemien.



Figur 7: Eksport av norsk sjømat fordelt på fiskeri og havbruk (Norsk Sjømatråd, 2020).

Av den samlede verdien på sjømat utgjorde laks og ørret omtrent 73,99 milliarder NOK, en nedgang på 2,7%. Hvitfisk utgjorde 14,13 milliarder NOK, en nedgang på 4,8%. Pelagisk fisk hadde et sterkt år og genererte 9,11 milliarder NOK, en økning på 13,7% og oversteget rekordåret 2011 som var på 8,69 milliarder NOK. Skaldyr på sin side utgjorde en verdi på 2,24 milliarder NOK, en nedgang på 5,9%.

Av det samlede volumet på 2,71 millioner tonn utgjorde Danmark, Polen og Storbritannia de tre største på henholdsvis 399 tusen tonn, 271 tusen tonn og 147 tusen tonn. Som grafen viser, falt importen i viktige markeder som Kina og Storbritannia i perioden.



Figur 8: 10 største eksportmarkeder for sjømat målt i mengde (Norges Sjømatråd, 2020).

## 2.6 Prosess

Oppdrettsnæringen deler inn produksjonsmetodene i tre kategorier, avhengig av nivået på menneskelig involvering i prosessen. De tre kategoriene er ekstensiv produksjon, semi-intensiv produksjon og intensiv produksjon.

Ekstensiv produksjon er den mest liberale formen der ynglene på en selvstendig måte må sørge for å finne næring. Fisken er her inngjerdet via naturlige innhengninger eller i en not.

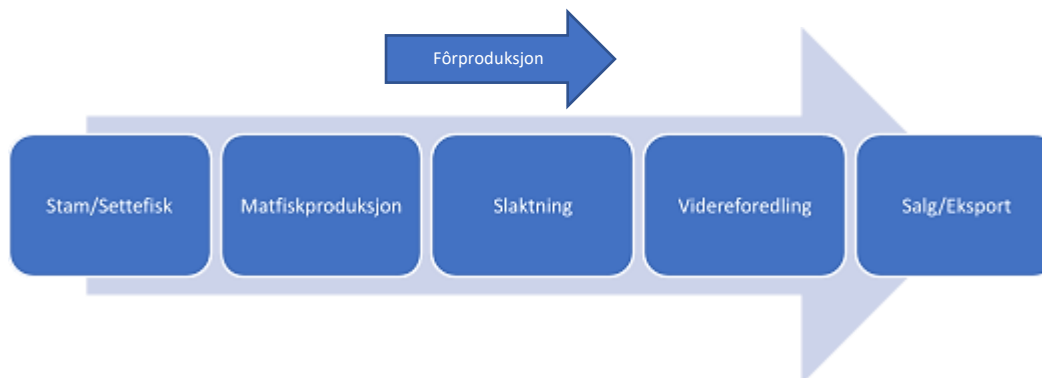
Semi-intensiv er den andre kategorien, og kan ligne på ekstensiv produksjon. Forskjellen er at fisken her står tettere sammen, og kan føres med tilleggsfôr for å nå ønsket vekt.

Den siste metoden, som nesten utelukkende brukes ved norsk produksjon, er den intensive metoden. Her tilbringer fisken hele sin livssyklus under menneskelig kontroll. Denne metoden kan i sin tur deles inn i tre delmetoder. Første delmetode er ved lukkede merder der en skillevegg separerer det indre og det ytre miljøet, og hvor vann må pumpes inn fra en ekstern kilde. Den andre delmetoden er med åpne merder, der fisken er skjermet fra det ytre miljøet med en not, men der vann kan strømme fritt gjennom merden. Den tredje metoden er en relativt ny form for intensiv

produksjon, og dette kalles landbasert oppdrett. I dag er landbasert oppdrett i startfasen, men produksjonsmetoden har vist vesentlige fordeler i et bærekraftperspektiv.

### 2.6.1 Verdikjede

Fiskeoppdrett deles inn i flere faser som vi vil presentere i følgende verdikjede hentet fra Regjeringens dokument (Finansdepartementet, 2019). Fasene som presenteres er stamfisk/settefisk, matfiskproduksjon, slakt, foredling og salg/eksport som primæraktiviteter. Vi vil videre analysere produksjon av fiskefôr som en sekundæraktivitet, da dette er en kostnadspost av betydning.



Figur 9: Verdikjede (Egen produksjon).

### 2.6.2 Stamfisk/Settefisk

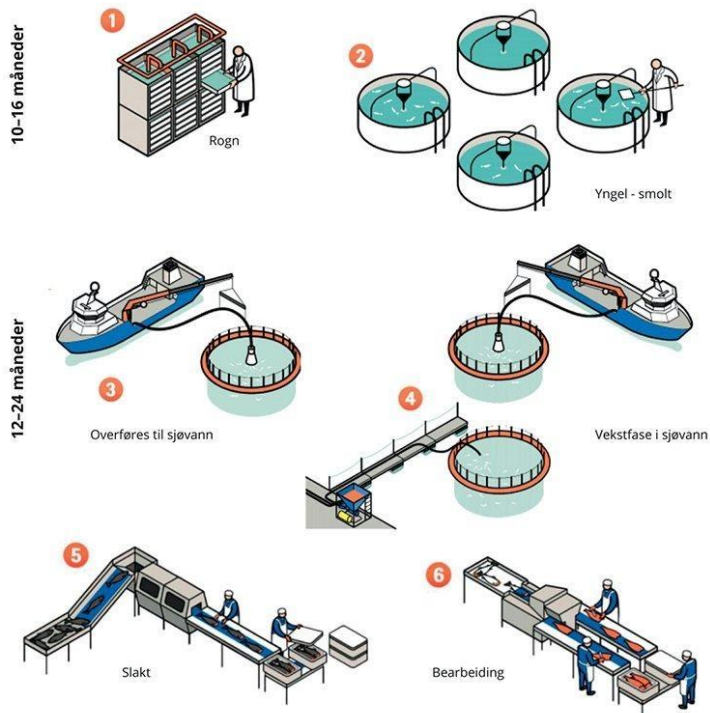
Denne fasen starter med stamfiskproduksjon i ferskvannsanlegg der de beste stamfiskene selekteres ut, befruktes og forvares i ferskvann for å avle rogn. Når rognen har klekket tar det ca. 10-16 måneder for å få yngelen til ønsket vekt på omtrent 100 gram. Her har vi etterutsett at oppdrettsselskapene satser på større vekt, opp mot 500 gram, da dette resulterer i en jevnere produksjon. I tillegg argumenteres det for at større yngel er mer motstandsdyktig mot diverse sykdommer, og bidrar derfor til en økt grad av fiskevelferd.

Når ynglene har nådd ønsket vekt har de oppnådd riktig biologisk verdi, hvilket betyr at utviklingen har gjort laksefisken i stand til å tåle saltvann. Denne fasen er også kalt smoltifisering ettersom settefisk av laks kalles for smolt.

### 2.6.3 Matfiskproduksjon

Smolten flyttes til merder i saltvann og fores til en ønsket vekt på omtrent 3-6 kg, og denne prosessen tar 12-24 måneder avhengig av faktorer som temperatur og fôr. Størrelsen må overensstemme med etterspørselen fra grossister, fiskehandlere og øvrige salgskanaler. En vesentlig forskjell mellom oppdrett av rødfisk og hvitfisk er at den førstnevnte lever de to første fasene i sjøvann, mens hvitfisk og skalldyr lever hele prosessen i havvann.





Figur 10: Produksjonsprosess (Finansdepartementet, 2019).

#### 2.6.4 Slakting

Når ønsket vekt er nådd plukkes fisken ut fra merden for og transporteres til et slakteanlegg. Her har vi sett innovasjon i bransjen i form av flytende slakteanlegg. Etter ankomst får fisken bedøvelse og blir bløgget før fisken blir sløyet og vasket.

#### 2.6.5 Videreforedling

Ved videreforedling blir det slaktede volumet bearbeidet i form av at bein fjernes og råmaterialet blir prosessert til forskjellige produkter, og gjøres ferdig for salg. Denne prosessen blir ofte flagget ut til foredlingsanlegg i utlandet på grunn av lavere lønnsnivå og derav lavere kostnader.

#### 2.6.6 Salg og eksport

Den avsluttende delen i verdikjeden er salg og eksport. De store bedriftene er ofte fullintegrerte med egne salgsapparater. Kundene til oppdrettsnæringen er gjerne grossister, samt store og små butikkjeder. Etablerte bedrifter i denne bransjen har salgskanaler både nasjonalt og internasjonalt, for å sikre en trygg eksport av produktene.

#### 2.6.7 Fôrproduksjon og kostnad

Etter at rognen har klekket og ynglene har selvnært i ca. seks uker må de få tilført fôr for å opprettholde optimal vekst. Fôret må være fullverdig og bestå av alle de næringsstoffene som fisken trenger. Bærekraftige reguleringer har ført til en økt grad av naturlige ingredienser for å sørge for

bedret helse. Ifølge data fra regjeringen utgjør fôr omtrent 50% av produksjonskostnaden i oppdrettsprosessen, og har vært økende siden 2005.

Majoriteten av kostnadsbildet består av råvarer til fôret, der de viktigste ingrediensene er fiskemel, soyamel, samt fiskeolje og rapsolje. Prisene svinger i tråd med andre råvarer, og totalpris avhenger av råvaresammensetningen i fôret. Den siste tiden har vi sett at prisene på de marine råvarene har gått kraftig opp, samtidig som de vegetabilske ingrediensene har vært synkende. Dette fører til innovasjon i produktmiksen, men samtidig har vi sett motaksjoner fra miljøorganisasjoner som følge av økt import av soya fra Sør-Amerika (Claudi, 2021).

## 2.7 Lovverk og reguleringer

Akvakultur er under jurisdiksjonen til Nærings- og Fiskeridepartementet og reguleres i hovedsak av akvakulturloven. Formålet er å fremme akvakulturnæringens lønnsomhet innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, samt å bidra til verdiskaping langs kysten (Akvakulturloven, 2005). Loven regulerer i tillegg temaer slik som krav om konsesjon, geografisk plassering, slaktekvote og mengden fisk som er tillatt i anleggene. Loven begrenser også miljøeffekter slik som utslipp, fisketrivsel, rømming og nivå av lakselus som er tillatt.

## 2.8 Innvirkninger på miljø og helse

Oppdrettsnæringen har gjennom årene blitt pålagt et dårlig rykte fra miljøorganisasjoner, og negative ringvirkninger fra industrien har medført et lite positivt bilde av oppdrettsnæringen. Dette skyldes blant annet fiskedødelighet, mistrivsel, parasitter, høyt nivå av antibiotika, samt oppdrettslaksens effekt på villaksbestanden (Kurlandsky, 2020). Vedrørende det norske aspektet har havforskere særlig belyst problematikken rundt rømming, samt både håndtering av og arbeidet for å forhindre lakselus (Hindar et al., 2006). I forhold til rømming er det overordnede problemet knyttet til at oppdrettslaks vandrer opp i de samme elvene der villaks reproducerer seg, og forskere peker på usikkerheten til den negative effekten av arvemasse på villaks (Glover et al., 2017).

For lakselus er problematikken flerdimensjonal, på den ene siden angriper lusens smolten og forårsaker skade på fiskens hud, noe som resulterer i et enormt stress for fisken. På den andre siden er prosessen med å bli kvitt og forhindre lakselus også forbundet med å forårsake stort stress for fisken, noe som hever nivået av fiskedødelighet (Overton et al., 2019). Omtrent 15% av oppdrettslaksen dør eller rømmer i matfisk-fasen, og tall fra 2018 viser at kun 0,04% kommer av rømming, mens resterende er direkte knyttet til lakselus, eller behandling mot lakselus (Taranger et al., 2015).

Ifølge data fra Store Norske Leksikon er det estimert at kostnaden for å motarbeide lakselus er om lag 5-12 milliarder NOK per år (Misund, 2021). Videre kan et problem knyttes til restprodukter under avling, for eksempel fiskefôr, antibiotika og avføring. Disse materialene kan akkumuleres på bunnen i områder der vannutveksling er underutviklet, og studier har vist at dette kan resultere i biologiske og kjemiske endringer i det marine miljøet (Grefsrud et al., 2020). Ved funn av utilstrekkelig forvaltning, kan Fiskeridirektoratet trekke tilbake bedriftens konsesjoner.

## 3.0 Teoretisk forankring

I dette kapitlet vil vi ta for oss den teoretiske bakgrunnen for oppgaven. Gjennom kapitlet vil sentrale temaer og teorier som bygger opp under finansiell analyse bli gjennomgått, og teorier som bygger opp under den faglige begrunnelsen for vår oppgave.

### 3.1 Årsaker til konkurransekraft

For at en bedrift skal kunne utvikle seg og skape konkurransefortrinn i dagens marked, er de strategiske valgene bedriften foretar seg helt essensielle. Bedrifter er avhengige av en solid strategi, som kan legge grunnlaget for videre vekst. Det å definere bedriftens styrker og svakheter, samt bransjens styrker og svakheter, kan være grunnlaget for vekst. Som Michael Porter (1996) beskrev det: "The essence of strategy is choosing to perform activities differently than rivals do.". Med dette kan man da lokalisere de ulike svakhetene hos konkurrentene og skape seg konkurransefortrinn. Den eksterne analysen som vi gjennomfører i denne oppgaven er et viktig verktøy for å identifisere og fremheve konkurransefortrinn. For vår del, ser vi på det som viktig i en verdsettelsesoppgave å evaluere konkurrentene, og vi har derfor reformulert regnskapene og balansene til konkurrentene for å få et enda tydeligere bilde på potensielle konkurransefortrinn.

### 3.2 Verdibegrepet

Verdibegrepet er en viktig del av en verdsettelse, ettersom den sier en del om den «korrekte» verdien av et selskap. For å kunne avgjøre den «korrekte» verdien, er det viktig å skille mellom forskjellene på pris og verdi. Dyrnes beskriver pris som «Den som kjøper et formuesobjekt, betaler en viss pris. Prisen er en observerbar størrelse som for eksempel kan forekomme som resultat av et fast prisforlangende, eller faktisk betalt pris i en transaksjon.» (Dyrnes, 2011, s. 80).

Essensen i en verdsettelse er å regne på fremtidige kontantstrømmer, og finne nåverdien av de fremtidige neddiskonterte verdiene. Dette forutsetter at markedet fortsetter på omtrentlig likt nivå som da beregningen utføres. Man kan anta at verddivurderingen av et selskap er et relativt subjektivt mål, ettersom det i de fleste tilfeller varierer stort. Dette til tross for at alle investorer skal ha tilgang til samme informasjon om selskapet. Dyrnes argumenterer videre for at det ikke finnes noen «sann»

verdi, nettopp fordi en verdivurdering i stor grad baserer seg på skjønn og antagelser. Verdien av selskapet vil avvike fra markedsprisen basert på kjøpers preferanser.

Det skrives at verdsettelse stort sett dreier seg om den sannsynlige prisen som ville blitt betalt for et bestemt formuesobjekt i et bestemt marked, på et bestemt tidspunkt, og under bestemte forhold. Derfor dreier det seg om en hypotetisk pris.

IVSC (International valuation standard council) benytter seg av et rammeverk for å beskrive 3 ulike former for verdi, og ifølge Dyrnes kategoriserer vi dem slik:

1. **Åpen markedsverdi:** «Et estimat på den sannsynlige prisen som ville ha blitt betalt i en hypotetisk transaksjon i et fritt og åpent marked.»

Dette vil variere fra ulike markeder, og ulike transaksjoner. Derfor er det viktig å benytte seg av verdinivåer og verdipremisser. Et viktig moment er å se på prisdannelsen i de ulike markedene verdsettelsesobjektet normalt opererer.

2. **Lukket transaksjonsverdi:** «Et estimat på den prisen som synes å være rimelig i en transaksjon mellom to bestemte parter eller i en transaksjon hvor en begrenset gruppe av aktører er involvert».

Dette tilfellet blir særlig aktuelt i transaksjoner hvor ulike behov for enten kjøper eller selger er aktuelle, og hvor åpen markedsverdi ikke er rimelig. Eksempler kan være i private overtagelser/kjøp av familiebedrifter, hvor man tar hensyn til kjøperens finansielle evner. Dette er ikke mulig i det åpne markedet.

3. **Eierverdi:** «Et estimat på den verdi det har å ha eiendomsretten til et formuesobjekt for en bestemt aktør.»

I dette segmentet baseres verdien på hvorvidt verdsettelsesobjektet er i bruk, fremfor den potensielle verdien selger kunne fått solgt objektet for i en transaksjon.

(Punkt 1,2,3 – Dyrnes, 2011 s. 93-94.)

### 3.3 Kapitalverdimodellens begrensninger

Først og fremst er det viktig å betegne hva kapitalverdimodellen faktisk er. I vår oppgave vil vi også benytte oss av navnet CAPM for kapitalverdimodellen.

Modellen ble utformet på 60-tallet av tre økonomer, Sharpe, Lintner og Mossin. Modellen brukes til å «estimere den forventede avkastningen sett i relasjon til risikoen for en enkelt aksje.» (ProStock, 2019).

Kapitalverdimodellen er en modell som måler forventet avkastning opp mot den systematiske risikoen som man ikke kan diversifisere bort. Formelen for CAPM deles opp i tre deler:

Formel 1: Kapitalverdimodellen:

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

Risikofri rente ( $r_f$ ) er den renten du vil få uten å påta deg risiko, og det vanligste målet er å bruke statsobligasjoner, gjerne 10-årige statsobligasjoner. Beta-koeffisienten er et risikomål, hvor man måler prosentvis avkastning i aksjen, opp mot markedsavkastning, gjerne børsindekser. Dette vil da være den systematiske risikoen ved å kjøpe en aksje. Markedets risikopremie, er et mål på forventet markedsavkastning fratrukket risikofri rente. En annen måte å si det på er "den meravkastningen du krever, for å påta deg risiko". (Finanssans.no, 2020)

Svakheterne i kapitalverdimodellen er at modellen baseres på enkelte antagelser som må være oppfylt. Pratt og Grabowski skriver om disse antagelsene i boken *Cost of capital (2014)*:

1. Investoren er risikovillig.
2. Rasjonelle investorer ønsker å ha effektive porteføljer, og et resultat av dette er at porteføljene er fullt diversifisert.
3. Alle investorer har lik tidshorisont på investeringene sine.
4. Alle investorer har like forventninger til ulike variabler som forventet avkastning og diskonteringsrenter.
5. Det er ingen investeringskostnad
6. Det er ingen investeringsrelevante skatter.
7. Det koster like mye å låne ut penger som det koster å låne penger selv.
8. Markedet har perfekt delbarhet og likviditet.

Som man da ser ved disse antagelsene, vil det være urealistisk å tro at noen kan nå oppnå alle disse antagelsene. Videre skriver Pratt og Grabowski om hvordan et av de mest sentrale antagelsene av CAPM er at alle investorer har identiske markedsporteføljer. Sammen med homogene forventninger og ingen handelskostnader ser man at de fleste investorer rett og slett ikke har diversifisert porteføljene sine godt nok. I dagens marked blir det vanskeligere og vanskeligere å ha en «perfekt» diversifisert portefølje. Antallet aksjer i porteføljen øker grunnet residual volatilitet i porteføljen, som gjør at man er nødt til å øke antall aksjer i porteføljen. Dette må gjøres for å holde porteføljen diversifisert nok til å eliminere volatiliteten som ikke forklares av beta.

Man kan argumentere for at et av problemene med CAPM er beta. En av beta sine svakheter er at den baseres på historisk data, altså investoren vil basere risikoen i porteføljen ut ifra hva som har

skjedd i markedet. Dette kan skape problemer ettersom man da ikke vil fange opp fremtidig volatilitet i markedet. For en enkeltaksje vil svakhetene til den systematiske risikoen være at aksjen kanskje ikke er likvid nok, men at beta fremdeles blir beregnet på bakgrunn av et likvid marked. Forskning utført av Bennet og Sias viser at selv porteføljer med ekstrem diversifisering, ikke klarer å eliminere den usystematiske risikoen som fremdeles oppstår. De fant at porteføljer som inneholder 200, 300 og til og med 500 aksjer fremdeles inneholder betydelig usystematisk risiko (usystematisk risiko er risiko som kan diversifiseres bort) (Portfolio diversification, Bennet and Sias, 2010).

Man kan argumentere for at CAPM er det mest effektive og mest brukte verktøyet for å verdsette aksjer. Det er en bra referanse for å beregne korrekt egenkapitalkostnad, og det er viktig for en analytiker eller en investor å se på ulike måter å beregne egenkapitalkostnad på. Dette fordi man bør ha kjennskap til problematikken ved å kun benytte seg av én beregning. Dette vil også gjelde for de ulike momentene i CAPM, som å beregne ulike risikomål (Pratt and Grabowski, 2014).

### 3.4 Realopsjonsteori

Når man verdsetter et selskap benytter man seg som regel av en nåverdimetode gjennom å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer eller fremtidige utbytter. Dette kan dermed skape problemer i volatile markeder, da en normal nåverdmodell ikke verdsetter graden av fleksibilitet som bedriften utøver. Mesteparten av fremtidige neddiskonteringer handler om et forventet scenario, som beskrevet i kapittelet om verdibegrepet. Den tar for eksempel ikke for seg uforventede scenarioer, og det er da graden av fleksibilitet som er viktig. Et eksempel på dette kan da være en plutselig endring i produksjonsvolum. Derfor vil det være hensiktsmessig å benytte seg av realopsjonsteori når man gjennomfører en verdsettelse. Realopsjonsteori forteller oss at bedrifter med høy grad av fleksibilitet er nødt til å være mer verdt enn like selskap uten fleksibilitet. Formålet med realopsjonsteori er å verdsette denne fleksibiliteten i en slik grad nåverdimetoden ikke har mulighet til.

Den proaktive atferden til bedriftene er det som gir resultatene. Dette vil si å benytte seg av fleksibiliteten best mulig når en uforutsett situasjon oppstår. En bedrift som har stor grad av proaktiv fleksibilitet, vil møte utfordrende perioder på en verdiskapende måte. Man kan i disse tilfellene dra nytte av de problemene som oppstår. Mye av ideene fra realopsjonsteori kommer fra investeringsmuligheter som er irreversible og gjensidig utelukkende. Dette gjør at graden av fleksibilitet og tilpasningsevne er helt essensielt for å bli markedsdominerende, i markeder med stor grad av endring og uforutsette hendelser. Derfor vil det være viktig for bedrifter å investere i en slik grad at bedriften øker sin fleksibilitet. Dette kan være gjennom maskininvesteringer, kompetanse eller finansiell stabilitet (Tvedt, 2000).

I 1973 utviklet Black og Scholes en modell for prising av opsjoner (Black & Scholes, 1973), og dannet med det et nytt rammeverk for opsjoner. Deres prisingsmodell tar for seg noen ulike variabler; dagens aksjekurs, aksjens innløsningskurs, usikkerhet og volatilitet, tid til forfall, og risikofri rente. Deres modell er mulig å knytte opp mot realopsjoner, og for å kunne beregne realopsjonens verdi. Med dette kan man beregne prosjektets faktiske verdi mer nøyaktig enn en vanlig nåverdimodell. Luehrman (1998) forklarer hvordan en kombinasjon av Black-Scholes modellen, verdien av realopsjoner og nåverdien av diskonterte kontantstrømmer gir en intrikat og verdifull innsikt ved prising av prosjekter. For å benytte seg av dette ser man på investeringens kontantstrøm, prosjektets risiko, risikofri rente, kapitalutgiftene ved anskaffelse og tidsrom der man kan utsette betaling av kapitalkostnad.

## 4.0 Utredningsmetode

Utredningskapittelet er et viktig kapittel for å se på hvordan vi gjør rede for den metodiske tilnærmingen. Dette inkluderer hvordan vi har samlet inn data og informasjon om selskapet vi har valgt, konkurrenter, markedet og generelle makroøkonomiske forhold. Vi bruker ulike metoder for å analysere Lerøy, for senere å kunne fatte en konklusjon som er støttet og underbygget av analysene vi gjør gjennomgående i oppgaven. Prosessen blir delt opp i 4 deler: forberedelse, datainnsamling, dataanalyse og rapportering.

### 4.1 Forberedelse

Forberedelsesdelen handler om hvordan vi har forberedt oss, og gjort oss kjent med temaet vi jobber med. Lerøy går inn under kategorien sjømat, og vi har derfor lagt stor vekt på å undersøke og analysere markedet Lerøy opererer innenfor. I vår oppgave har vi brukt utelukkende offentlig informasjon, uten noen møter med selskapet vi analyserer. Innledningsvis undersøkte vi de ulike sjømat-selskapene på Oslo Børs, og satt opp noen kriterier for valg av selskap. Vi ønsket oss et selskap med muligheter for organisk og uorganisk vekst, et selskap med robust og god historikk, samt en diversifisert produktportefølje. Etter grundige analyser falt valget på Lerøy Seafood Group.

Vi hadde en periode i begynnelsen av semesteret hvor vi i stor grad satt oss inn i verdsettelsesprosesser gjennom forskningsartikler, litteratur og pensumbøker. Vi mente det var nødvendig og relevant og først få innsikt i arbeidet som lå foran oss, før vi gikk ordentlig i dybden på selskapet vi skulle analysere. Vi har i denne oppgaven vært avhengig av store mengder data og tallmateriale, for å kunne gjøre en fullstendig og god analyse. Ved hjelp av ulike pensumbøker og relevante datakilder, mener vi at vi i stor grad har klart å konkretisere analysen slik at den treffer bredest mulig.

#### 4.1.1 Formål

Formålet med casestudien er å gjennomføre en fundamental analyse av Lerøy Seafood Group. Dette gjør vi for å kunne konkludere om hvorvidt aksjene til Lerøy er overpriset, underpriset eller korrekt priset i markedet per 31.12.2020. Konklusjonen vi kommer frem til er vår subjektive mening basert på vårt tallmateriale, matematiske vurderinger, og generell tro på både aksjen og markedet.

#### 4.1.2 Tilnærming

Tilnærming til oppgavens oppbygging kan forklares gjennom induktiv og deduktiv forskning. Ved induktiv forskning menes en situasjon hvor man tar utgangspunkt i empiriske fenomener som observeres i virkeligheten for å få et korrekt bilde av verden. Dette er en situasjon hvor man ikke tar utgangspunkt i en forhåndsbestemt hypotese. Man kan si at poenget med induktiv forskning er empiri → teori. Man undersøker fenomener for å kunne danne seg en teori av virkeligheten. Ved deduktiv forskning menes det motsatte. Man har konkrete teorier man ønsker å teste empirisk. Ved deduktiv forskning er det en forutsetning at man allerede har etablert teori som grunnlag før man danner seg et datamateriale. Dette blir ofte kalt hypotetisk-deduktiv metode, som kan forklares som en empirisk forskning med kvantifiserte variabler ved bruk av statistiske analyseteknikker for hypotesetesting (Nyeng 2012. s. 59-60). Deduktiv forskning kan forklares som teori → empiri.

I denne oppgaven har vi kombinert induktiv og deduktiv forskning. Dette varierer fra de ulike kapitlene vi har skrevet. I finansielle analysen med tilhørende antagelser om fremtidige verdier i vår fremtidsprognose, har vi anvendt en induktiv tilnærming. I vår induktive tilnærming tar vi utgangspunkt i våre antagelser om situasjonen i dag for å danne oss et bilde av hvordan verden vil se ut frem i tid. På denne måten kan vi lage vår hypotese om hvordan vi antar Lerøy vil se ut de neste 5 årene. Vår deduktive tilnærming er en del av de matematiske teoriene, og ulike teorier om finansiell analyse som har blitt designet og benyttet over flere tiår. Gjennom å benytte ulike modeller og teori, har vi dannet oss en mening om hvordan ulike data skal kalkuleres.

## 4.2 Datainnsamling

Dette kapitlet beskrives metodene for datainnsamling gjennom oppgaven. Den tar for seg strategien vår, samt grunnlaget vi baserer funnene på.

### 4.2.1 Forskningsstrategi

Denne oppgaven er en casestudie av selskapet Lerøy Seafood Group og deres aksjeverdi. En definisjon på en casestudie er ifølge Robert K. Yin; *“A study of a particular case or set of cases, describing or explaining the events of the case(s). A case study may rely on quantitative or qualitative data (or both) but usually involves some field-based data.”* (Yin, 2010. s. 307).

Dette vil si at en casestudie er en kombinasjon av kvantitativ og kvalitativ data for å kunne observere



empiriske funn basert på ulike finansteorier. Som ved all forskning vil en kombinasjon av kvalitativ og kvantitativ forskning gi oss grunnlaget vi ønsker. Derfor er oppgaven og vår strategi bygget opp på en måte som kombinerer både kvalitativ og kvantitativ forskning innad i hvert kapittel.

#### 4.2.2 Datagrunnlaget

Hvis man ser på en verdsettelse av Lerøy som en forskningsartikkel av en enhet, vil man derfor kunne benytte seg av ulike teorier innenfor kvalitativ og kvantitativ metode. Vi benytter oss av flere analyseenheter fordi en god del av sekundærdataen som vi benytter oss av kommer fra flere ulike kilder som årsrapporter, avisoppslag, nyheter og bransjeinformasjon om markedet som helhet. For at vi skal kunne stole på våre empiriske funn, er det viktig for oss å benytte oss av flere modeller og veletablerte teorier. Derfor vil vi gjennom oppgaven benytte oss av gjennomsnittet av funnene i ulike modeller for å kunne oppnå så stor validitet som mulig. Vi har i denne oppgaven kun basert oss på offentlig sekundærdata. En del data har vi beregnet oss frem til på egen hånd gjennom ulike inputs fra for eksempel Yahoo Finance, Refinitiv, Norges bank osv. Alle beregninger og datakilder vi har benyttet oss av vil ligge i litteraturlisten. Års- og kvartalsrapporter er benyttet for å kunne gjøre den største delen av de store finansielle analysene og er i vårt tilfelle rådata. Rådata er data som samles inn direkte relatert til casestudien som kommer direkte fra kilden som observeres (statista.com).

#### 4.3 Dataanalyse

I dette kapitlet vil vi ta for oss ulike verktøy, metoder og prosedyrer som vi har gjort, samt ulike verktøy benyttet gjennom oppgaven.

##### 4.3.1 Analyseverktøy

Gjennom hele oppgaven benytter vi oss av ulike programvarer og analyseverktøy for å få gode og valide resultater. Etersom rådataen vi benytter oss av er både kvalitativ og kvantitativ data, var det viktig for oss å fordele dataen slik at vi benyttet oss av rett verktøy. Hovedsakelig ble Excel benyttet til å gjøre kalkulasjoner. I kapittel 6 benytter vi oss av Excel sine formler for å beregne DCF, EVA og DDM modellene, som gjør det mye lettere å kalkulere seg frem til estimert kursmål. Excel er et versatilt redskap som også gjør det enkelt å lage regresjonsanalyser av for eksempel betaverdier, p-verdier og av fremtidige laksepriser. Dette har blitt benyttet for å finne forklaringskraften til de månedlige observasjonene.

Vi har også i noen grad benyttet oss av Python for å vurdere for eksempel Monte Carlo-simulering. For enkelthetens skyld og for å få en kontinuitet i analyseverktøyene ble Monte Carlo-simuleringen ferdigstilt i Excel. I kapitlet om sensitivitet og usikkerhetsanalyser benyttet vi oss også av Excel. Dette har vært et effektivt og fantastisk redskap for å analysere den numeriske informasjonen vi har

benyttet oss av gjennom hele oppgaven. Den ikke-numeriske rådataen vi har benyttet oss av har blitt brukt i ulike modeller og teorier som *Porters fem konkurransekrefter*, VRIO-analysen, PESTEL og andre kvalitative modeller. Dette er forklaringsmodeller som er velkjent teori innenfor feltet.

#### 4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger

For å vurdere kvalitet og begrensninger, er det viktig å vurdere casestudien sin reliabilitet og validitet. Først og fremst vil vi se på reliabiliteten i oppgaven. Reliabilitet beskriver hvor robust en undersøkelse eller konkret måling er. Andre måter å beskrive det på er hvor nøyaktig eller hvor stor grad av målsikkerhet undersøkelsen har (Nyeng, 2012. s. 105).

For å undersøke hvor stor grad av reliabilitet casestudien har, vil det være viktig å se på hvor troverdige kildene vi benytter oss av er. Hvis vi først tar utgangspunkt i den generelle rådataen vi henter fra Lerøy sine nettsider som årsrapporter, kvartalsrapporter o.l. er det viktig å huske på at et børsnotert selskap har strenge krav til rapportering. Derfor vil slike rapporter være ganske troverdige. Vi vil derfor kunne konkludere med at det er sterk grad av holdbarhet i dataen. I regnskapskapittelet har vi også gjort en vurdering av regnskapskvaliteten til Lerøy som fikk 4,6 av 5. Dette er fordi Lerøy er underlagt IFRS protokoller som gjør regnskapet troverdig og korrekt i henhold til reguleringer som er satt.

Vurderingen av sekundærdata kan innenfor dette feltet være noe vagere. Innenfor finans og aksjeanalyse vil aktører gjerne handle sterkt under egeninteressen, og analyser av selskaper bør derfor håndteres med stor aktsomhet. Avisoppslag om hvor gode aksjer er vil vi ikke anse som særlig troverdige eller med stor reliabilitet, ettersom man rett og slett ikke kan avgjøre eller bedømme hva slags intensjoner forfatteren har. Vi har derfor vært ganske forsiktige med å benytte oss av sekundærdata, og har i all hovedsak benyttet oss av kilder som vi mener med høy sannsynlighet ikke har noen egeninteresse i det de har skrevet.

Ved å anvende kjente og veletablerte teorier som vi mener er relevante i de ulike kapitlene, øker reliabiliteten og troverdigheten til modellene vi har benyttet oss av. Vi har derfor vært forsiktige med hva slags teori vi har tatt i bruk. Dette for å være sikker på at det er veletablerte teorier.

Innenfor oppgavens validitet kan vi skille mellom intern validitet og ekstern validitet. Intern validitet handler om kausalitet, og hvor sikker man kan være på å ha avdekket forhold mellom årsak/virkning. Ekstern validitet omhandler generaliserbarhet og bekreftbarhet, og om det er overførbart til lignende situasjoner (Nyeng, 2012. s. 109).

Hvis vi først ser på den interne validiteten må vi bedømme hvorvidt det er en årsak virkning sammenheng i våre analyser. Dette er et punkt man må være forsiktig med, ettersom ingen kan

forutse fremtiden. Våre analyser er en vurdering av fremtidige neddiskonterte kontantstrømmer, og fremtidige utbytter. En forutsetning for dette er at det ikke forekommer uforutsette hendelser. Fremtidige uforutsette hendelser er vanskelig å matematisk beregne seg frem til, så våre vurderinger om fremtidige kontantstrømmer baserer seg på at alt går på skinner i årene som kommer. Derfor vil man kunne argumentere for at en slik casestudie ikke har sterk intern validitet. Man kan matematisk anslå hvor stor sannsynlighet det er for at man skal nå anslagene, men det forutsetter en perfekt utvikling.

Når man ser på hvor stor grad det er av ekstern validitet, må man vurdere overførbarheten i resultatene. Problemet med dette er at resultatene og funnene er individuelle for hvert enkelt selskap på Oslo Børs. Derfor vil man ikke kunne fremstille like resultater i de ulike selskapene. Det som er overførbart, er teoriene og beregningene. Denne oppgaven er en individuell verddivurdering av Lerøy. Derfor vil vi ikke anse det som noen sterk grad av overførbarhet.

Derimot mener vi oppgaven holder en høy standard i forhold til bekreftbarhet og generaliserbarhet. Oppgaven er en samling av våre vurderinger, men det er basert på veletablert teori. Dette betyr at vi i liten grad gjør egne vurderinger i det matematiske materiale. Dette øker validiteten ettersom det benyttes liten grad av egne meninger og personlige vurderinger. Noen egne forutsetninger må tas, som for eksempel forutsetninger om fremtidsprognoser, men hvis man klarer å holde egne vurderinger og meninger ute av oppgaven så mye som mulig, øker validiteten. Et eget kapittel om kritikk av oppgaven, analysen og vurderir rette kritiske blikk mot utredningen som er gjort.

## 5.0 Finansiell metode

I dette kapittelet vil vi presentere verdsettelsesmetodene som er benyttet i oppgaven. Vi vil gå nærmere inn på hvordan modellene er konstruert, og hvilke styrker og svakheter som foreligger ved bruk av disse modellene. Videre i dette kapittelet vil vi presentere egenkapitalen- og totalkapitalens avkastningskrav, hvor vi vil gå nærmere inn på risikofri rente, markedets risikopremie, likviditetspremie, gjeldskostnaden, regresjonsbeta og Blumes justeringsmodell, som er parametere som direkte påvirker det endelige avkastningskravet. Avslutningsvis vil vi presentere estimeringen av gjeldskostnaden, samt egenkapitalen- og totalkapitalens avkastningskrav.

### 5.1 Verdsettelsesmetoder

I verdsettelsen av Lerøy Seafood Group har vi benyttet fire forskjellige modeller for å fastslå den underliggende verdien av selskapet per 31.12.2020. De ulike modellene som er benyttet ligger innenfor et intervall rent prismessig, og gir et nærliggende resultat basert på de ulike metodene. Den

første modellen vi har brukt er DCF-modellen (discounted cash-flow model), den andre modellen vi har benyttet er EVA-modellen (Economic value-added model), den tredje modellen er DDM-modellen (discounted dividend model) og den fjerde modellen er RI-modellen (Residual Income model). Hensikten med å benytte 4 forskjellige modeller er at vi vil komme ut med en markedsverdi som er mer treffsikker, da de ulike metodene fører frem til ulike markedsverdier. Ved å ta snittet av disse markedsverdiene, vil vi minimere antall feilkilder og øke sannsynligheten i estimatene.

### 5.1.1 Nåverdimetoder

#### Discounted cash flow model (DCF)

Den diskonterte kontantstrøms-modellen er utvilsomt den mest populære av nåverdimetodene. Modellen kan spesifiseres på to måter, en estimerer selskapsverdien, og en annen estimerer egenkapitalverdien. Førstnevnte er benyttet i denne oppgaven. Ifølge modellen er det bare de frie kontantstrømmene og WACC som påvirker markedsverdien til selskapet. Den diskonterte kontantstrøms-modellen estimerer imidlertid foretaksverdien i motsetning til markedsverdien av egenkapitalen. Det er derfor nødvendig å trekke ut netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien, for å oppnå en estimert markedsverdi på egenkapitalen (Petersen et al., 2017, s. 304-305). Denne modellen er svært sensitiv for renteendringer, og kan dermed gi et skjevt estimat.

*Formel 2: Enterprise value (DCF).*

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFR_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFR_{n+1}}{(WACC-g)} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

#### Economic value-added model (EVA):

Ifølge EVA-modellen bestemmes verdien av et selskap av den opprinnelige investerte kapitalen (bokført verdi av egenkapital pluss netto rentebærende gjeld), pluss nåverdien av alle fremtidige EVA'er. EVA-modellen bruker den investerte kapitalen fra siste regnskapsår som utgangspunkt for verdsettelsen. Deretter tilfører den nåverdien av alle fremtidige EVA'er, som gir oss selskapsverdien. Basert på EVA-modellen påvirkes selskapsverdien derfor positivt av høyere fremtidige EVA'er og lavere WACC. Vi har i denne oppgaven benyttet to-trinns modellen. To-trinns modellen er basert på tre vilkår: Den investerte kapitalen fra forrige regnskapsår, nåverdien av EVA i fremtidsprognosen, og nåverdien av EVA i den historiske perioden. Når du bruker EVA-modellen, er det nødvendig å trekke ut netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien for å oppnå en estimert markedsverdi på egenkapitalen (Petersen et al., 2017, s. 309-310).

Formel 3: Enterprise value (EVA).

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{n+1}}{(WACC-g)} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

### Discounted dividend model (DDM)

Ifølge utbyttediskonteringsmodellen er verdien av et selskap nåverdien av alle fremtidige utbytter. Ved en uendelig utbyttestrøm og en konstant diskonteringsfaktor ( $r_e$ ), er utbyttediskonteringsmodellen spesifisert som:

Formel 4: Market value of equity (DDM).

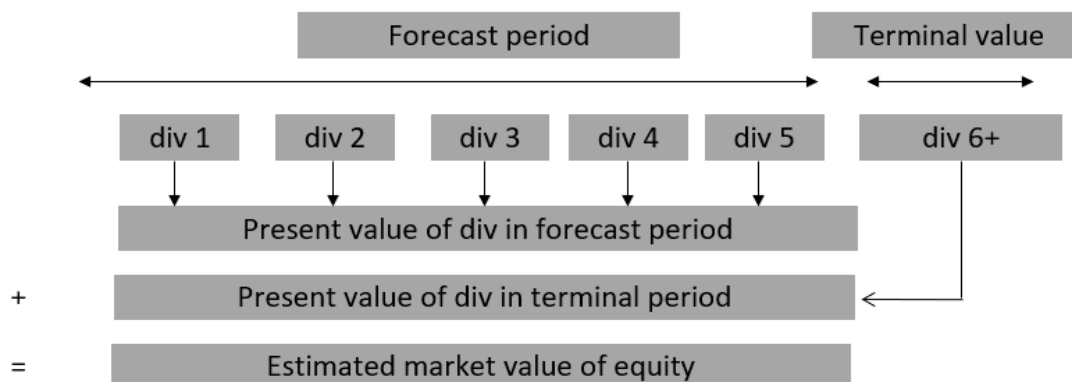
$$MVE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1+r_e)^t}$$

Ifølge utbyttediskonteringsmodellen påvirker bare fremtidig utbytte og nødvendig avkastning på egenkapitalen markedsverdien til et selskap. Dette innebærer at selskapsverdien er positivt påvirket av høyere fremtidig utbytte og lavere avkastningskrav på egenkapitalen. Siden projeksjon av utbytte til uendelig tid nærmest er umulig og tidkrevende, foretrekkes ofte en to-trinns modell:

Formel 5: Market value of equity, to-trinns modell (DDM).

$$MVE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1+r_e)^t} + \frac{1}{(1+r_e)^n} \times \frac{Div_{n+1}}{(r_e-g)}$$

I denne oppgaven har vi benyttet oss av to-trinns modellen, og denne modellen deler opp prognosen av utbytte i to perioder: en eksplisitt prognoseperiode (fremtidsprognosen) der vekst i utbytte avviker fra den langsiktige vekstraten, og en terminalperiode hvor vekst i utbytte antas å være konstant. Vær oppmerksom på at terminalperioden starter i perioden ( $n+1$ ), mens verdien diskonteres i " $n$ " perioder. Dette er funksjonen i formelen som beregner nåverdien til evighet i begynnelsen av perioden. Den grunnleggende ideen med to-trinns modellen er at veksthastigheten til et selskap til slutt vil nærme seg den langsiktige vekstraten i økonomien der selskapet opererer (Petersen et al., 2017, s. 301-302).



Figur 11: To-trinns modellen (Petersen et al., 2017, s. 301-302).

### Residual Income (RI)

Transaksjonen med gjeldshavere utgjør forskjellen mellom EVA-modellen og RI-modellen. Mens EVA-modellen måler verdi både fra et aksje- og gjeldsperspektiv (selskapsverdien), måler RI-modellen bare verdien fra et aksjeperspektiv. RI-modellen spesifisert som en to-trinns modell:

Formel 6: Market value of equity (RI).

$$MVE_0 = BVE_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1+r_e)^t} + \frac{RI_{n-1}}{r_e - g} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Den estimerte markedsverdien av egenkapitalen basert på RI-modellen består av tre vilkår: Bokført verdi av egenkapital fra forrige regnskapsår, nåverdien av RI i fremtidsprognosen og nåverdien av RI i terminalperioden. RI-modellen viser at den estimerte markedsverdien av egenkapitalen er over bokført verdi av egenkapitalen bare i et scenario der nåverdien av forventede RI'er er positive, dvs. fremtidig avkastning på egenkapitalen overstiger kapitalkostnaden (Petersen et al., 2017, s. 311-312).

#### 5.1.2 Relativ og multiplerverdsettelse

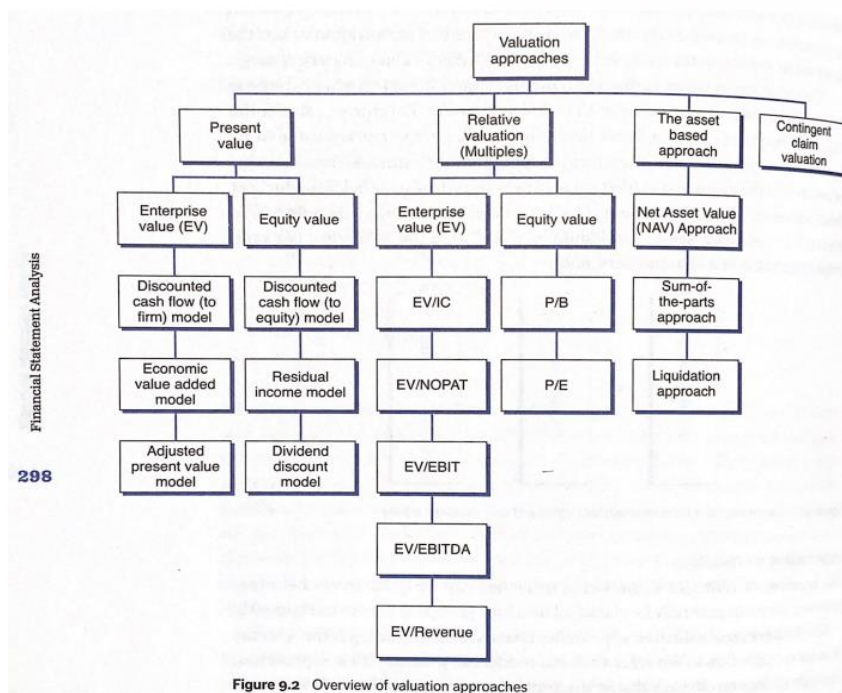
Verdsettelse basert på multipler er ofte populært blant nybegynnere. En forklaring på populariteten er det tilsynelatende lave nivået av kompleksitet, og hastigheten som en verdivurdering kan utføres med. En verdsettelse basert på multipler er avhengig av den relative prissettingen av sammenlignbare selskaper. Et sett med multipler estimerer selskapsverdien og inkluderer flere multipler som EV/EBITDA og EV/EBIT. Et annet sett med multipler estimerer verdien av egenkapitalen og inkluderer multipler som P/E og P/B. En verdsettelse basert på multipler er kritisk avhengig av antagelsen om at selskaper som sammenlignes virkelig er sammenlignbare, dvs. har samme økonomiske egenskaper og utsikter. Videre må regnskapstallene være basert på samme kvalitet, dvs.

basert på samme sett med regnskapsprinsipper, og ekskludere virkningen av engangsposter (Petersen et al., 2012, s. 317-319).

### Oversikt over verdsettelsesmetoder

Vedlagt følger en oversikt over de ulike verdsettelsesmetodene som benyttes på daglig basis. Man skiller ofte mellom nåverdiberegning, relativ verdsettelse ved bruk av multipler, aktiva basert verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Hvilken av disse metodene som egner seg best ved en verdsettelse avhenger helt og holdent av hvilket selskap man verdsetter, og hvilken bransje selskapet opererer i. Eksempelvis er nåverdiberegning hensiktsmessig for selskaper som har en stabil og forutsigbar kontantstrøm, og som opererer i en bransje som genererer inntekter på daglig basis. Relativ verdsettelse kan være hensiktsmessig for selskaper som har mange sammenlignbare konkurrenter, og som opererer i en fragmentert bransje.

Den aktiva baserte verdsettelsesmetodene egner seg for selskaper som er det man på fagspråket kaller "Asset heavy" som betegner et selskap med store materielle verdier. Eksempler på bransjer som egner seg for NAV-verdsettelse er shipping, eiendom og lignende. Den siste verdsettelsesmetoden, den opsjonsbaserte verdsettelsen, relaterer seg til selskaper som sitter på verdifulle patenter, forretningsmodeller, medisiner eller lignende, hvor inntektene kan ligge flere år frem i tid. Teorien baserer seg på å verdsette opsjoner, eller eiendeler med opsjonslignende funksjoner. Dette er forklart ytterligere i kapittelet om realopsjonsteori.



Figur 12: Verdsettelsesmetoder (Petersen et al., 2017, s. 298)

## 5.2 Totalkapitalens avkastningskrav

Et viktig ledd i verdsettelsen av Lerøy er total kapitalens avkastningskrav, som brukes som diskonteringsrente for de fremtidige kontantstrømmene. WACC brukes spesifikk i DCF og EVA-modellen, to modeller vi har brukt for å verdsette selskapet. Total kapitalens avkastningskrav er et mål på den totale avkastningen som kreves for å tilfredsstillere eiere, kreditorer, debitorer og andre interessenter. Total kapitalens avkastningskrav (WACC) er estimert på følgende måte:

Formel 7: WACC.

$$\text{WACC} = r_e \times \frac{E}{(E + \text{NIBD})} + r_d \times (1 - s) \times \frac{\text{NIBD}}{(E + \text{NIBD})}$$

NIBD = netto rentebærende gjeld, E = egenkapital,  $r_e$  = egenkapitalens avkastningskrav,  $r_d$  = gjeldskostnaden og  $(1 - s) = 1 -$  prosentvis skatt.

## 5.3 Egenkapitalens avkastningskrav

I diverse pensumrelaterte bøker og generelt i finansbransjen anvendes kapitalverdimodellen for å estimere eiernes avkastningskrav, også kalt CAPM. Ifølge kapitalverdimodellen beregnes eiernes avkastningskrav på følgende måte:

Formel 8: Egenkapitalens avkastningskrav.

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

$r_e$  = Egenkapitalens avkastningskrav

$r_f$  = Risikofri rente

$\beta$  = Beta

$(r_m - r_f)$  = Markedets risikopremie

En begrensning og svakhet i kapitalverdimodellen er at modellen forutsetter et tiltenkt scenario hvor en investor kan holde en bred og diversifisert portefølje av verdipapirer, hvor investoren kun vil betale for risikoen som ikke kan diversifiseres bort. Kapitalverdimodellen priser dermed kun inn den systematiske risikoen.

### 5.3.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten inngår i estimeringen av egenkapitalkostnaden, og er et viktig ledd i beregningen av total kapitalens avkastningskrav, Weighted average cost of capital (WACC). Den risikofrie renten sier noe om hvilken avkastning en investor kan få uten å påta seg risiko, og kalles derfor risikofri. Når man skal estimere den risikofrie renten er det svært vanlig å bruke 10-årige statsobligasjoner som utgangspunkt, fordi 30-årige statsobligasjoner ofte inneholder en betydelig likviditetspremie som påvirker renten. For at den 10-årige statsobligasjonen skal være anvendelig



som risikofri rente, er det svært viktig at statsobligasjonen er denominert i samme valuta som kontantstrømmene til Lerøy, og derfor er den 10-årige norske statsobligasjonen anvendt i denne oppgaven. Ifølge data fra Norges Bank var den gjennomsnittlige 10-årige statsobligasjonsrenten for 2019 på 1,49% målt i årsgjennomsnitt, og denne renten anvendes i kapitalverdimodellen.

### 5.3.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie defineres som:

*"Forskjellen mellom markedsavkastningen og den risikofrie renten".*

Markedets risikopremie forteller oss om differansen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og risikofri rente. Størrelsen på markedets risikopremie indikerer hvor stor kompensasjon en investor krever for å investere i markedsporteføljen. Differansen finner man ved å legge til grunn historiske avkastningstall. En mulig tilnærming til beregning av markedets risikopremie er å analysere noterte selskaper på Oslo Børs. Ved å ta utgangspunkt i selskapsverdier, og kontantstrømestimater estimert av analytikere, kan det beregnes impliserte avkastningskrav og risikopremier slik at nåverdien av fremtidig inntjening samsvarer med selskapsverdien. I denne oppgaven har vi tatt utgangspunkt i en studie gjennomført av PwC i samarbeid med (NFF) Norske Finansanalytikeres Forening (Risikopremien i det norske markedet). Størrelsen på markedsrisikopremien i det norske markedet har vært stabil i perioden undersøkelsen ble gjennomført. Nivået på markedsrisikopremien i det norske markedet for 2019 og 2020 ligger på 5%, og dette vil bli brukt som risikopremie videre i oppgaven.

**Formel:**  $(r_m - r_f)$ , hvor  $r_m$  er avkastningen på markedsporteføljen.

### 5.3.4 Likviditetspremie

For børsnoterte selskaper som Lerøy er likviditet helt essensielt, da likviditeten i en aksje sier noe om verdipapirets omsettelighet. Både kostnader og tid defineres av den underliggende likviditeten, og for et selskap som Lerøy er det svært viktig at eierne skal kunne kjøp og selge posisjoner på kortest mulig tid, uten at kursen skal være drevet av eierskiftene som skjer kontinuerlig i markedet. Likviditet gir store muligheter for kapitalinnhenting, og anses som attraktivt blant aksjonærene. Fri flyt er derfor ekstremt viktig for Lerøy. Historisk viser det seg at aksjer med lav likviditet handles til en større rabatt enn aksjer med høy likviditet, nettopp fordi eierne påtar seg en høyere risiko ved å potensielt kunne få problemer med å kvitte seg med beholdningen til ønsket pris. I en rapport publisert av PwC i 2014 som omhandler markedets risikopremie kommer det frem at 65% av utvalget mente at man ikke skulle gi en likviditetspremie til selskaper som omsettes for over 5 milliarder NOK i

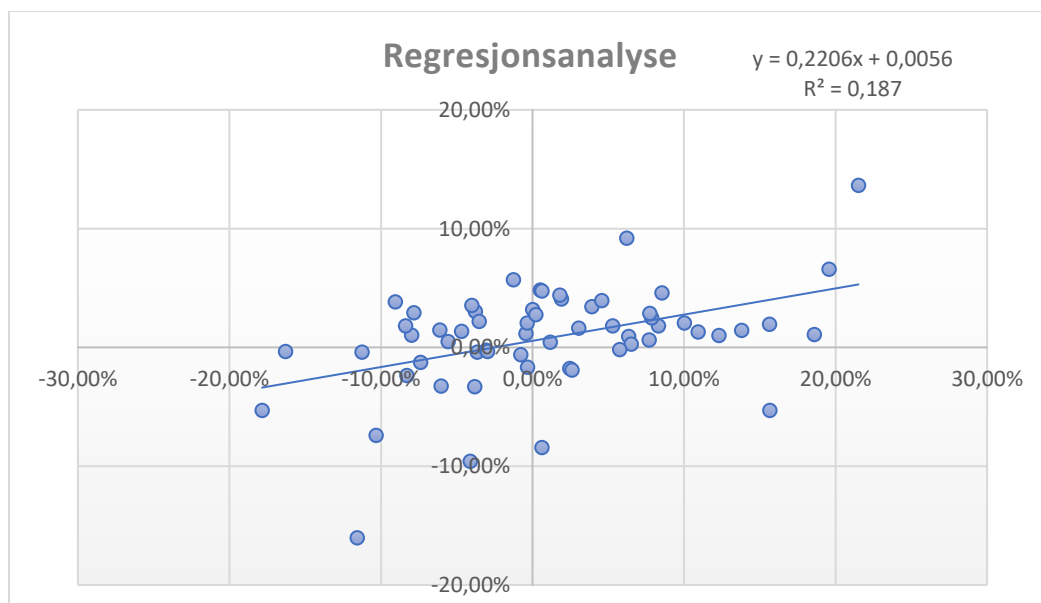
markedsverdi. Lerøy ble omsatt til 36,062 milliarder norske kroner per 31.12.2020 og vi opererer dermed ikke med en likviditetspremie for Lerøy i denne oppgaven.

### 5.3.5 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden er et mål på hva selskapet betaler for sin gjeld, gjerne relatert til finansiering av selskapsspesifikke mål og prosjekter. Gjeldskostnaden styres av flere elementer, deriblant rentenivået, operasjonell risiko og renteskattegevinster. Det er flere måter man kan estimere gjeldskostnaden på ut ifra hvilket selskap man analyserer. Man kan eksempelvis bruke obligasjoner som utgangspunkt ved å se på markedsverdi, kupongrente og løpetid. Man kan eventuelt se på historisk rentekostnad, eller ta utgangspunkt i bransjegjennomsnitt og sammenlignbare konkurrenter. I denne oppgaven har vi valgt å se på historisk rentekostnad målt opp mot netto rentebærende gjeld, og estimert et gjennomsnitt av de siste syv årene.

### 5.3.6 Regresjonsbeta

Beta estimeres ved å gjennomføre en regresjonsanalyse med utgangspunkt i historisk avkastning. Dataene som benyttes er observerbare og er hentet fra historisk avkastning i Lerøy-aksjen, og historisk avkastning for markedsindeksen OSEBX. Betaverdien estimerer kovariansen mellom Lerøy-aksjen og markedsporteføljeavkastningen. Variablene i dette estimatet er avkastningen i Lerøy og avkastning i OSEBX fra desember 2015, frem til desember 2020 med månedlige observasjoner. En betaverdi som avviker fra 1 viser et volatilitetsmål som er høyere eller lavere enn markedsindeksen. Ved bruk av regresjonsbeta er det flere svakheter er dårlig likviditet i aksjen, eventuelle strukturelle endringer som beta ikke fanger opp, og mangel på ex-ante prisobservasjoner. Med det sagt, er det viktig å belyse at regresjonsbeta ikke nødvendigvis fanger opp den underliggende risikoen. Vedlagt følger regresjonsanalysen:



Som vi kan se er  $R^2 = 0,187$ , hvilket forteller oss at regresjonens forklaringskraft er på 18,7%, noe som er forholdsvis lavt. Ut ifra regresjonsstatistikken får vi en standardfeil på 7,79%.

Tabell 1: Regresjonsbeta Lerøy (egen produksjon).

Covariance ( $r_a, r_m$ )	0,00162274
Variance ( $r_m$ )	0,00191393
<b>Regresjonsbeta Lerøy</b>	<b>0,85</b>

Det er flere måter å estimere betaverdier på, og en nok så kjent metode er å bruke bransjegjennomsnittet i vurderingen av beta. Blant kjernekonkurrentene i bransjen kan man også finne en beta som kan benyttes i kapitalverdimodellen. Ifølge Koller (2015) viser en betaverdi basert på et bransjesnitt færre feilkilder enn en regresjonsbasert beta. Likevel er det viktig å presisere at en industribeta og beta hos sammenlignbare konkurrenter har klare svakheter, ved at man sammenligner selskaper som ikke nødvendigvis er sammenlignbare rent operasjonelt og finansielt. For å justere for slike ulikheter kan man estimere unlevered og levered beta, hvor man hensyntar gjeldsgraden til de ulike selskapene:

Tabell 2: Levered beta (egen produksjon).

Debt/(Equity+Debt)	0,41
Beta sammenlignbare	0,64
Industribeta	0,85
Unlevered beta	0,55
<b>Levered beta</b>	<b>0,72</b>

### 5.3.7 Blumes justeringsmodell

For å redusere antall feilkilder benytter vi oss av Blumes justeringsmodell. Modellen baserer seg på at betaverdier over tid vil bevege seg mot markedsbetaen på 1. Denne effekten hensyntas i modellen:

Formel 9: Blumes justeringsmodell.

$$\hat{\beta} = \beta \times (1 - P) + P$$

$\beta$  = Regresjonsbeta

$P$  = Justeringsfaktor

Estimeringsfeil =  $(1-P)$

Vi har i dette tilfellet valgt å bruke regresjonsbetaen som utgangspunkt, da vi mener industribeta og beta for kjernekonkurrenter vil skape flere variabler som må hensyntas, og som nødvendigvis ikke

hever kvaliteten på estimatet. Endelig estimat og betaverdi som benyttes videre i kapitalverdimodellen følger:

$$\beta = (0,847858 \times 0,67) + 0,33 = 0,898$$

Tabell 3: Blumes justeringsmodell (egen produksjon).

Covariance (ra, rm)	0,00162274
Variance (rm)	0,00191393
<b>Beta Lerøy</b>	<b>0,85</b>
<b>Blumes <math>\hat{\beta}</math></b>	<b>0,898</b>

#### 5.4 Estimering av egenkapitalens avkastningskrav

Vedlagt følger estimeringen av egenkapitalens avkastningskrav. I oppgaven har vi kommet frem til tre ulike alternativer for egenkapitalens avkastningskrav, ut ifra hvilken markedsrisikopremie og risikofri rente vi benytter. I denne oppgaven har vi tatt utgangspunkt i en egenkapitalkostnad på 5,98% da vi mener at gjennomsnittlig 10-årig statsobligasjon for 2019 gir et virkelighetsnært langsiktig estimat av den risikofrie renten. Markedsrisikopremien er satt til 5% etter funn gjort i PwCs rapport som slår fast at 5% gir et godt estimat på differansen mellom markedsavkastning og den risikofrie renten.

Ettersom 2020 har vært et spesielt år preget av Covid-19 pandemien, mener vi denne risikopremien i størst grad reflekterer en normalsituasjon. Utrekning følger:

$$re = 0,0250 + 0,89806486 \times 0,05 = 0,0598$$

Tabell 4: Egenkapitalkostnad (egen produksjon).

<b>Egenkapitalkostnad (re)</b>	
Median rf 2020	2,50 %
<b>10-åring gj.snitt 2019 rf</b>	<b>1,49 %</b>
Regresjonsbeta	0,84785798
<b>Blumes <math>\hat{\beta}</math> adj.</b>	<b>0,89806486</b>
<b>Markedsrisikopremie</b>	<b>5 %</b>
Vektet gj.snitt 2020	4,80 %
<b>Egenkapitalkostnad</b>	<b>5,98 %</b>
Alt. 2 (re)	6,81 %
Alt. 3 (re)	6,99 %

#### 5.5 Estimering av gjeldskostnad

I denne oppgaven har vi valgt å se på historisk rentekostnad målt opp mot rentebærende gjeld, og estimert et gjennomsnitt av de siste 7 årene for å beregne gjeldskostnaden.

Tabell 5: Gjeldskostnad (egen produksjon).

Cost of debt (rd)							
NIBD	1 507 017	1 719 822	1 792 572	3 156 109	1 815 309	1 903 653	3 089 357
Net financial expense	101 840	119 789	128 728	131 491	209 623	161 087	214 799
Net financial expense %	6,76 %	6,97 %	7,18 %	4,17 %	11,55 %	8,46 %	6,95 %
						<b>Average</b>	<b>7,43 %</b>

Etter videre undersøkelser har vi gjort funn i selskapets kvartalsrapporter som stemmer overens med våre estimater for netto rentebærende gjeld. Dette betyr at vi har klassifisert postene i balansen slik selskapet selv har gjort, og på denne måten styrket vårt estimat av gjeldskostnaden, da vi opererer med samme rentebærende gjeld og rentekostnad.

## 5.6 Estimering av total kapitalens avkastningskrav

Total kapitalens avkastningskrav (WACC) er estimert på følgende måte:

$$WACC = 0,0598 \times \frac{17.763.305}{(20.852.662)} + 0,0734 \times (1 - 0,2096) \times \frac{3.089.357}{(20.852.662)} = 5,96\%$$

Tabell 6: WACC (egen produksjon).

WACC	
NIBD/total E + NIBD	0,14815168
E/total E+NIBD	0,85184832
re	5,98 %
rd	7,43 %
(1-t)	79,04 %
<b>WACC</b>	<b>5,96 %</b>

WACC brukes videre i oppgaven for å diskontere de fremtidige kontantstrømmene, og vil på denne måten kunne sette en verdi på selskapet basert på de fremtidige kontantstrømmene.

## 5.7 Konsistensbetingelser

Når man verdsetter et børsnotert selskap som Lerøy Seafood Group baseres analysen på en hel del antakelser og forutsetninger som er gjennomgående i oppgaven. Det er viktig å påpeke at en slik analyse er ekstremt sensitiv mot små endringer, og objektivitet er viktig fra et analytisk ståsted. Det er svært enkelt å manipulere et kursmål ved en marginal endring i vekst, marginer, kostnadsnivåer eller risikofri rente. For å få et virkelighetsnært estimat er det viktig at man benytter realistiske og faktabaserte tall og forutsetninger. Eksempelvis vil diskonteringsfaktoren være sentral i en slik verdsettelse, og dermed må diskonteringsfaktoren (WACC og re) ligge så nært realistisk mål som mulig. Her vil altså markedsavkastningen, beta og risikofri rente være avgjørende.

## 6.0 Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse skal fremheve den finansielle situasjonen i et selskap. Et regnskap sier noe om den nåværende finansielle og operasjonelle situasjonen i et selskap, i tillegg til å gi et innblikk i den historiske driften. Et regnskap sier svært mye om et selskap, alt fra vekst, marginer, kostnadsnivåer, trender og lignende. Et regnskap avslører hvilke styrker og svakheter som ligger i et selskap. Det er viktig å fremheve at det er stor fleksibilitet i regnskapsføringen, og ved enkelte tilfeller kan regnskapet være offer for manipulasjon, eksempelvis ved «Big Bath» tilnærminger hvor selskapet ønsker å fremlegge et dårligere resultat enn hva realiteten tilsier. Dette kan gjøres når et selskap bytter ut ledelsen slik at den nye ledelsen kan vise til vekst og utvikling som er bedre enn hva realiteten tilsier. Andre regnskapstekniske justeringer selskaper kan gjøre er å justere regnskapstallene sine til det bedre, noe som eksempelvis ikke er unormalt ved en IPO eller når selskapet har noe å tjene på å legge frem et bedre resultat enn hva realiteten tilsier. Enkelte rapporter påvirkes av ledelsens egeninteresse eller misbruk av regnskapsfleksibilitet (Petersen et al., 2017, s. 455).

I regnskapsanalysen av Lerøy Seafood Group skiller vi mellom de operasjonelle og de finansielle aktivitetene gjennom en reformulering av resultatregnskapet og balansen. Årsaken til at vi gjør dette er fordi en reformulert versjon av regnskapet er bedre egnet til analytiske formål, og vil gi et godt bilde av regnskapshistorikken. I denne oppgaven har vi hentet regnskapsdata i Lerøy Seafoods årsrapporter i perioden 2013 til 2019, og lønnsomhet- og rentabilitetsanalyse, en vekstanalyse og en likviditetsanalyse.

### 6.1 Regnskapskvalitet

For å få en forståelse av hva regnskapskvalitet er, og hvorfor regnskapskvalitet er viktig, er det nødvendig å vite hva som er regnskapets formål. På grunnlag av dette kan en definere regnskapskvalitet ut fra hvorvidt regnskapet evner å oppnå sitt formål. I regnskapsretten og i regnskapslitteraturen er regnskapets formål forstått på minst tre ulike, men i noen grad overlappende måter. Regnskapet skal redusere asymmetrisk informasjon mellom foretaket og regnskapsbrukerne, regnskapet skal gi beslutningsnyttig informasjon til regnskapsbrukerne, og regnskapet skal gjenspeile foretakets økonomisk realiteter, gjerne avgrenset til økonomisk resultat og økonomiske verdier (Stenheim. T, Magma). En annen definisjon av regnskapskvalitet er ifølge (Gaynor et al., 2016): "En mer fullstendig, nøytral og feilfri og gir mer nyttig prediktiv eller bekreftende informasjon om firmaets underliggende økonomiske stilling og ytelse".

Regnskapet til Lerøy Seafood Group er utarbeidet i samsvar med International Financial Reportings Standard (IFRS) og på denne måten er regnskapet i samsvar med gjeldende regler og standarder for

denne typen selskap. IFRS er en standard som i stor grad er balanseorientert og uttaler at selskapene kun kan regnskapsføre poster som oppfyller kriteriene for eiendeler og gjeld i balansen, mens resterende skal regnskapsføres i resultatregnskapet. IFRS bidrar til å regulere regnskapsopplysningene fra internasjonale selskaper, og sikrer at de økonomiske forholdene blir mer gjennomskuelige. Innenfor IFRS er det likevel noe fleksibilitet, for eksempel ved at levetiden til en bestemt eiendel varierer etter brukstype, vedlikehold og policy for hvor oppdatert et selskaps eiendeler skal være (Petersen et al., 2017, s. 455).

Tabell 7: Regnskapskvalitet (egen produksjon).

Analyse av regnskapskvalitet	Usant				Sant
Vurderingsskala	1	2	3	4	5
Få motiver for å manipulere regnskapet				X	
Høy grad av kvalitet i regnskapsprinsipper				X	
Lav grad av "engangsposter"					X
Høy grad av informasjon i årsrapportene					X
Få "Red flags" i årsrapportene					X
<b>Totalvurdering</b>	<b>4,6</b>				

## 6.2 Reformulering

En reformulering av resultatregnskapet og balansen gjør regnskapet bedre egnet til analytiske formål. Reformuleringen utgjør kjernen a finner i reformuleringen. Et svært viktig moment ved finansiell analyse og verdsettelse er å klassifisere de operasjonelle og de finansielle aktivitetene slik vi gjør i reformuleringen av regnskapet. De operasjonelle aktivitetene er spesielt viktig ettersom disse aktivitetene er verdiskapende, og vil være avgjørende for fremtidige prognoser (Petersen et al., 2017, s. 252).

### 6.2.1 Reformulering av resultatregnskapet

Reformuleringen av resultatregnskapet er nokså lik det opprinnelige resultatregnskapet man finner i årsrapporten til Lerøy. Som nevnt tidligere krever en reformulering klassifisering av finansielle og operasjonelle aktiviteter. En vesentlig forskjell er at man i den reformulerte versjonen regner seg frem til NOPAT (Net Operating Profit After Tax), som er et veldig viktig mål på Lerøys verdiskapning i kjerneaktivitetene. Blant annet brukes NOPAT i kontantstrøms-beregningen, samt utregning av andre nøkkeltall. Videre har vi beregnet den effektive skattesatsen og renteskattegevinsten som ligger i resultatregnskapet, kalt "tax-shield" i regnearket. En annen vesentlig forskjell ligger i den operasjonelle skattekostnaden, som er viktig i den videre analysen. NOPAT kan også kalkuleres ved følgende formel:  $NOPAT = EBIT \times (1 - s)$ , hvor NOPAT er et estimat av EBIT fratrukket skatt.

EBIT er et viktig ytelsesmål, da det viser et selskaps fortjeneste fra kjernevirksomheten uavhengig av hvordan det er finansiert (Petersen et al., 2017, s. 112).

Tabell 8: Reformulert resultatregnskap (egen produksjon).

**Reformulert resultatregnskap Lerøy Seafood Group**

Tall i kNOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Inntekter</b>	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902
<b>Brutto inntekter</b>	3 724 901	4 129 073	4 172 351	6 707 871	8 706 639	8 828 884	9 142 575
<b>EBITDA</b>	1 938 474	2 160 137	1 813 868	3 355 090	4 300 013	4 228 205	3 746 275
<b>EBIT</b>	2 390 028	1 461 262	1 568 461	4 314 030	2 000 439	4 232 474	2 400 532
<b>NOPAT</b>	1 817 683	1 125 932	1 288 200	3 414 709	1 671 741	3 496 475	1 897 443
<b>Årsresultat</b>	<b>1 733 352</b>	<b>1 055 916</b>	<b>1 179 718</b>	<b>3 224 143</b>	<b>1 749 494</b>	<b>3 437 042</b>	<b>1 857 172</b>

EBIT = Driftsresultat før skatt

EBITDA = Resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger

### 6.2.2 Reformulering av balansen

Et selskap består av drifts-, investerings- og finansieringsaktiviteter. Når du beregner økonomiske forhold for å måle et selskaps lønnsomhet, er det fordelaktig å skille "drift" og "investeringer i drift" fra finansieringsaktivitetene. Årsaken til at driftsartikler skal skilles fra finansieringsposter er at selskapets drift er den viktigste drivkraften bak verdiskaping, og det er derfor viktig å isolere (Petersen et al., 2017, s. 107). Formålet med å reformulere balansen er å komme frem til NOA-formatet, ettersom dette egner seg best til verdsettelse. Den samlede investeringen i en virksomhets driftsaktiviteter betegnes som "investert kapital" eller "netto driftsmidler" og tilsvarer summen av driftsmidlene minus driftsforpliktelsene.

NOA (Net Operating Assets) representerer nettobeløpet et selskap har investert i sine driftsaktiviteter og som krever avkastning (Petersen et al., 2017, s. 114). Fradraget for driftsforpliktelse fra driftsmidler forutsetter at finansieringsbehovet reduseres; jo høyere mengde driftsforpliktelse, jo mindre trenger et selskap å låne for å finansiere sine aktiviteter. Oppsummert kan investert kapital enten betraktes som netto driftsmidler eller midler som brukes til å finansiere driften, som er summen av egenkapital og (NIBD) netto rentebærende gjeld. Mens vi i resultatregnskapet er ute etter å finne NOPAT som også er et mål på verdiskapningen i Lerøy Seafood Group, er vi i balansen ute etter NOA, som sammen gir oss et godt grunnlag for å analysere verdiskapningen (Petersen et al., 2017, s. 115). Formelen for NOA er:

$$NOA = NONCA + NOWC$$



Tabell 9: NOA-format (egen produksjon).

Balance sheet NOA-format Period	Historical period						
	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019
<b>Assets</b>							
Deferred tax assets (O)	11 807	42 263	41 536	31 059	28 852	14 311	2 932
Intangible assets (O)	3 987 141	4 234 391	4 349 916	8 018 448	8 019 627	8 166 075	8 150 610
Long-term receivables (O)	26 171	32 263	17 246	76 679	122 836	67 777	71 233
Right of use Assets (O)	0	0	0	0	0	0	2 378 102
Tangible fixed assets (O)	2 377 012	2 676 716	2 899 633	4 209 108	5 148 271	6 606 948	6 230 105
Deferred Tax (O)	-1 486 972	-1 531 262	-1 567 973	-2 802 271	-2 313 950	-2 443 957	-2 474 530
<b>NONCA</b>	<b>4 915 159</b>	<b>5 454 371</b>	<b>5 740 358</b>	<b>9 533 023</b>	<b>11 005 636</b>	<b>12 411 154</b>	<b>14 358 452</b>
Biological assets (O)	3 727 361	3 681 993	4 320 830	6 418 313	4 458 095	5 564 448	5 574 921
Other inventories (O)	358 482	524 947	552 065	721 803	991 186	1 315 292	1 031 155
Receivables (O)	1 486 428	1 427 796	1 568 820	2 209 281	1 972 438	2 152 414	2 244 348
Other receivables (O)	316 192	302 692	307 798	421 302	436 590	426 511	511 131
Overdrafts and other short term loans (O)	-264 224	-133 722	-693 658	-563 720	-202 550	-441 168	-585 128
Trade payables (O)	-1 059 434	-1 053 524	-915 981	-1 366 634	-1 310 098	-1 486 119	-1 554 071
Public duites payable (O)	-103 656	-70 073	-123 457	-263 991	-233 982	-226 513	-279 333
Tax payable (O)	-320 344	-335 062	-200 151	-477 842	-819 884	-678 075	-448 813
<b>NOWC</b>	<b>4 140 805</b>	<b>4 345 047</b>	<b>4 816 266</b>	<b>7 098 512</b>	<b>5 291 795</b>	<b>6 626 790</b>	<b>6 494 210</b>
<b>NOA</b>	<b>9 055 964</b>	<b>9 799 418</b>	<b>10 556 624</b>	<b>16 631 535</b>	<b>16 297 431</b>	<b>19 037 944</b>	<b>20 852 662</b>

For å matche postene i det analytiske resultatregnskapet med de relaterte postene i den analytiske balansen, må poster som er klassifisert som operasjonelle (O) og finansielle (F) i resultatregnskapet, klassifiseres på samme måte i balansen (Petersen et al., 2017, s. 114).

Tabell 10: Egenkapital og NIBD (egen produksjon).

<b>Total equity</b>	<b>7 548 947</b>	<b>8 079 596</b>	<b>8 764 052</b>	<b>13 475 426</b>	<b>14 482 122</b>	<b>17 134 291</b>	<b>17 763 305</b>
Pension liabilities (F)	3 227	6 878	3 765	5 219	3 113	3 566	2 689
Leasing debt to credit institutions (F)	-	461 180	532 243	609 678	804 021	754 969	838 270
Other lease liabilities (F)	-	0	0	0	0	0	1 041 322
Loans from credit institutions (F)	2 356 803	2 305 938	1 844 880	3 931 598	4 142 233	3 793 985	3 628 044
Other LT debt (F)	-	-	-	-	-	1 744	1 452
Other long-term liabilities (F)	36 700	131 980	126 674	121 958	96 202	62 843	30 854
Short-term part of loan from cred inst. (F)	418 350	335 554	771 486	530 370	627 459	590 700	816 679
Other short-term liabilities (F)	305 074						
Shares in associates (F)	- 735 071	-	-	-	-	-	-
Shares held for sale (F)	- 5 553	- 8 066	- 7 293	- 8 019	- 5 534	- 7 247	- 13 825
Cash and cash equivalents (F)	- 872 513	- 1 360 272	- 1 247 614	- 2 233 700	- 3 514 096	- 3 036 154	- 3 031 052
<b>NIBD</b>	<b>1 507 017</b>	<b>1 719 822</b>	<b>1 792 572</b>	<b>3 156 109</b>	<b>1 815 309</b>	<b>1 903 653</b>	<b>3 089 357</b>
<b>TOTAL E + NIBD</b>	<b>9 055 964</b>	<b>9 799 418</b>	<b>10 556 624</b>	<b>16 631 535</b>	<b>16 297 431</b>	<b>19 037 944</b>	<b>20 852 662</b>

Fra den reformulerte balansen kan man se at regnskapsposten "kontanter og kontantekvivalenter" behandles som finansiell (F), og selv om det er rimelig å anta av noe av kontantbeholdningen relaterer seg til arbeidskapital vises ikke dette tydelig i notene til Lerøy, og dermed vurderer vi at kontantbeholdningen benyttes til å nedbetale gjeld og dele ut utbytter til aksjonærene. Netto rentebærende gjeld (NIBD) er også svært viktig måltall fra et analytisk ståsted, da rentenivået på den netto rentebærende gjelden forteller oss hvor mye Lerøy må betale for gjelden sin.

Innføring av IFRS 16 stilte nye krav til blant annet leasing og regnskapsføring av slike kostnader. International Accounting Standards Board (IASB) utga ny standard for regnskapsføring av leieavtaler som måtte tas i bruk senest fra 2019. Den nye standarden innebærer at leietakere må balanseføre eiendeler og gjeld for de fleste leieavtaler. Leiekostnader knyttet til operasjonelle leieavtaler, som før ble presentert som ordinære driftskostnader, blir nå presentert som avskrivninger og renter,

tilsvarende som for finansielle leieavtaler før. Dette påvirker flere sentrale nøkkeltall som for eksempel gjeldsgrad, avkastning på sysselsatt kapital (ROCE), fortjeneste før rentekostnader, skatt og avskrivninger (EBITDA) samt ulike nøkkeltall knyttet til kontantstrøm fra drift. Som følge av at det kommer nye eiendeler og gjeldsposter inn i balansen, vil gjeldsgrad og sysselsatt kapital øke. Normalt vil da ROCE gå ned (avhengig av hvilken resultatstørrelse som inngår i nøkkeltallet, og lengden på leieavtalene). Konsekvensen av at leiekostnader skal presenteres som avskrivninger og renter, er at det mye brukte nøkkeltallet EBITDA vil øke betydelig. Tilsvarende vil man få en positiv effekt på kontantstrøm fra drift, mens kontantstrøm brukt til finansieringsaktiviteter øker med periodens nedbetaling av leasing-gjeld (Lars R. Vigdel, Magma, 2017, s. 38-45).

I regnskapet til Lerøy har varige driftsmidler frem til 01.01.2019 bestått av både egne driftsmidler og finansielt leasede driftsmidler. I den nye regnskapsstandarden om leieavtaler, IFRS 16, som ble implementert 01.01.2019, er skillet mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler opphørt for leietaker. Alle leieavtaler skal etter den nye standarden balanseføres. Leide driftsmidler er i den nye standarden benevnt som bruksretteiendeler. Konsernet har valgt å vise varige driftsmidler og bruksretteiendeler på separate regnskapslinjer. I den forbindelse ble alle tidligere balanseførte leieavtaler (finansiell lease) overført fra gruppen varige driftsmidler til den nye gruppen bruksretteiendeler (Årsrapport 2019, s. 43). I regnskapet til Lerøy må vi dermed justere for leasing tilbake til 2013. Vi starter med å finne rentekostnaden knyttet til leasing:

Av årsrapporten fremkommer en rentekostnad

finne levetiden for aktiva, presentert gjennom følgende formel (McKinsey & Company, 2015, s. 194):

*Formel 10: Levetid aktiva.*

$$\text{Levetid aktiva} = \frac{1}{\left(\frac{\text{Leasingkostnad}_t}{VOL_{t-1}}\right) - \text{Rentekostnad}}$$

Av formelen fant vi at levetid for aktiva tilsvarer 5,93 år. Vi forutsetter at levetiden for aktiva har vært stabil i hele perioden. Videre har vi gjennom årsrapporten funnet leasingkostnaden i note 11, og brukt denne for å estimere verdien av leasing (VOL). Følgende formel er benyttet (McKinsey & Company, 2015, s. 194):

*Formel 11: Verdien av leasing.*

$$VOL_{t-1} = \frac{\text{Leasingkostnad}_t}{\left(\text{Rentekostnad} + \frac{1}{\text{Levetid aktiva}}\right)}$$

Med formlene vedlagt har vi nå justert for leasing i henhold til IFRS 16:

Tabell 11: Verdien av leasing (egen produksjon).

<b>Periode</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<i>Verdi av leasing</i>	440 513	617 913	704 692	891 382	1 121 421	2 433 154	2 378 102
<i>Rentekost lease</i>	12 409	6 374	15 226	25 804	34 008	85 304	80 925
<i>Rente leasing</i>	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
<i>Avskrivninger</i>	68 376	85 532	113 692	121 218	151 965	148 663	426 654
<i>Leiekostnad</i>	80 785	91 906	128 918	147 023	185 973	233 967	507 579
<i>Levetid aktiva</i>	5,93	5,93	5,93	5,93	5,93	5,93	5,93

Resultatet påvirkes gjennom redusert driftskostnad tilsvarende leasingkostnad i perioden. Kostnaden er nå fordelt på avskrivninger og rentekostnader, og påvirker på følgende måte i 2019:

Tabell 12: Verdijustering for leasing (egen produksjon).

<b>Endring kostnader</b>	<b>IFRS 16</b>	<b>Forskjell</b>	<b>IAS 17</b>
<i>Kostnadsført leie</i>	0	255 478	255 478
<i>Avskrivninger leasing</i>	426 654	-201 643	225 011
<i>Renter leasing</i>	80 925	-49 385	31 540
<b>Endring nøkkeltall</b>	<b>IFRS 16</b>	<b>Forskjell</b>	<b>IAS 17</b>
<i>EBITDA before fair value adj. related to biological assets</i>	3 746 276	255 478	3 490 798
<i>Operating profit before fair value adj.</i>	2 734 235	53 835	2 680 400
<i>Operating profit (EBIT)</i>	2 400 532	53 835	2 346 697
<i>Annual profit</i>	1 869 739	3 517	1 866 222
<i>Net profit</i>	1 857 172	3 517	1 853 655

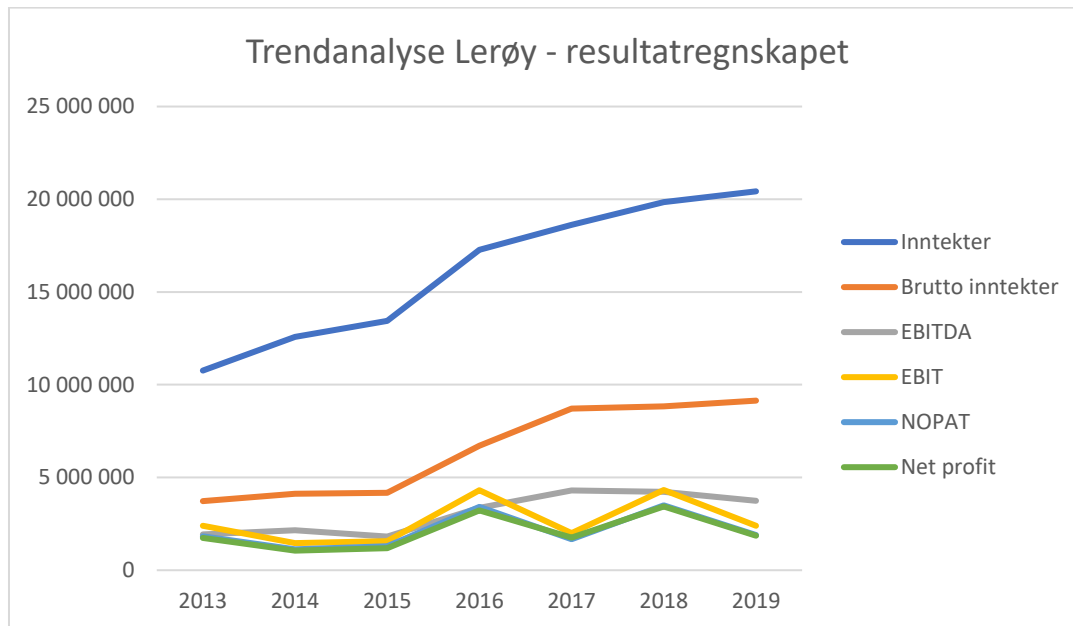
Vi tok kontakt med CFO i Lerøy Seafood Group. Siur Malm. med spørsmål vedrørende problematikken rundt verdijustering for leasing, og manglende informasjon for årene tilbake til 2015. Fremgangsmåten ved verdijustering for leasing er gjort på bakgrunn av følgende mail fra CFO:

"Det beste du vil finne fra oss på dette området er det som ligger i historiske leasing noter. Ser man på Leasing-noten fra 2018 rapporten, så fremkommer det at neste års minimumsleie er forventet å være 206 millioner på finansiell lease, og 280 millioner på operasjonell lease, til sammen 486 millioner. Begge tall inkluderer avdrag og rente (ref. minimumsleie). Sporadisk kortsiktig leie, som ikke skal balanseføres iht. IFRS 16, vil ikke fremkomme i noten. Det er uansett leie på aktiverte leieavtaler som antas mest interessant. Ser man på tallene i 2019, så finner man at fasiten ble 265 millioner kroner på finansielle avtaler og 256 millioner kroner på operasjonelle leieavtaler (avtaler som balanseføres), til sammen 521 millioner. Dette er samlet sett et noe større beløp enn angitt i 2018. Det meste av forskjellen skyldes nye avtaler".

"Oppgitt beløp i 2018 er basert på eksisterende avtaler. Legger man til et sjablongmessig tillegg på eksempelvis 10 % for å fange opp nye avtaler, så tror jeg at man får brukbart sammenligningsgrunnlag basert på note-informasjon i perioden 2012 til 2018".

## 6.3 Trendanalyse

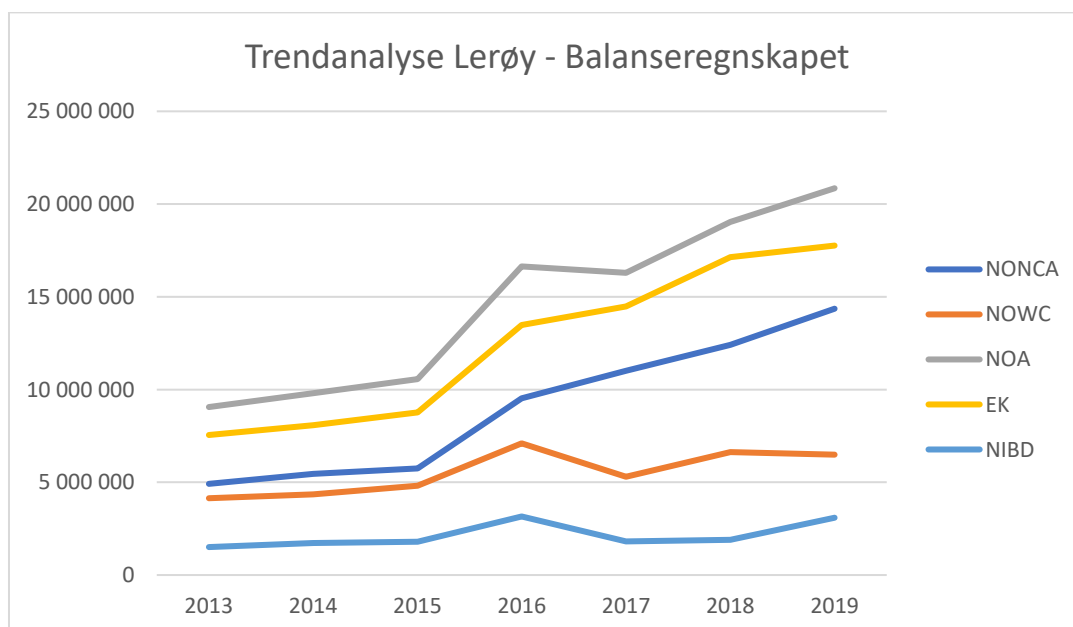
### Resultatregnskapet



Figur 13: Trendanalyse resultatregnskap (egen produksjon).

Som vi kan se fra trendanalysen av viktige parametere i resultatregnskapet er det stabil og god vekst i topplinjen, med en fluktuerende bunnlinje. Det er viktig å fremheve at dette ikke er unaturlig da Lerøy er svært påvirket av lakseprisene, og lakseprisene er svært sesongavhengig. Vekst i topplinjen kan naturlig forklares med det økende pr

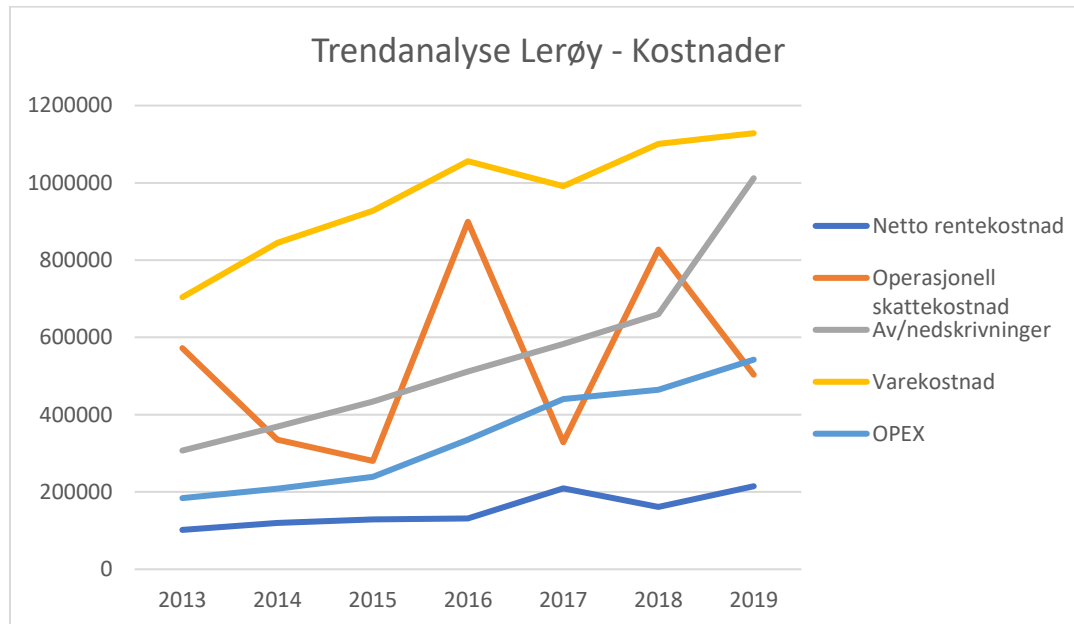
### Balanseregnskapet



Figur 14: Trendanalyse balanseregnskap (egen produksjon).

Som vi kan lese ut av trendanalysen fra balanseregnskapet til Lerøy ser vi en stabil og god vekst i NOA, egenkapital og netto langsiktige driftsmidler. Netto arbeidskapital er noe fluktuerende men stabil, og netto rentebærende gjeld har fluktuert noe i perioden, men holder seg relativt stabil.

### Kostnadsutvikling



\*Varekostnad og operasjonelle kostnader i millioner, mot resterende i tusen

Figur 15: Trendanalyse kostnader (egen produksjon).

Som vi kan lese ut av trendanalysen for k kostnadene er stabilt stigende, noe som kan ses i sammenheng med veksten i topplinjen fra resultatregnskapet. Den operasjonelle kostnaden (OPEX) er fluktuerende, noe som kan ses i tråd med det varierende årsresultatet fra resultatregnskapet. Avskrivninger og nedskrivninger er i perioden stabilt stigende, noe som kan ses i tråd med utviklingen i NONCA fra balanseregnskapet. Vi ser en kraftig økning fra 2018 til 2019, noe som skyldes IFRS 16 og bruksrettighetseiendeler.

## 6.4 Lønnsomhet- og rentabilitetsanalyse

### Avkastning på investert kapital (ROIC)

Avkastning på investert kapital, heretter referert til som ROIC (Return On Invested Capital) måler lønnsomheten i virksomheten. Forholdet uttrykker avkastningen på investert kapital i selskapets netto driftsmidler i prosent. Avkastning på investert kapital er et viktig forholdstall siden det i motsetning til nominelt driftsresultat (EBIT og NOPAT) tar hensyn til investert kapital. Det er derfor mer egnet for å måle lønnsomheten i et selskaps virksomhet, og om den faktiske avkastningen er tilfredsstillende kontra investorens avkastningskrav (Petersen et al., 2017, s. 142). Fra et analytisk

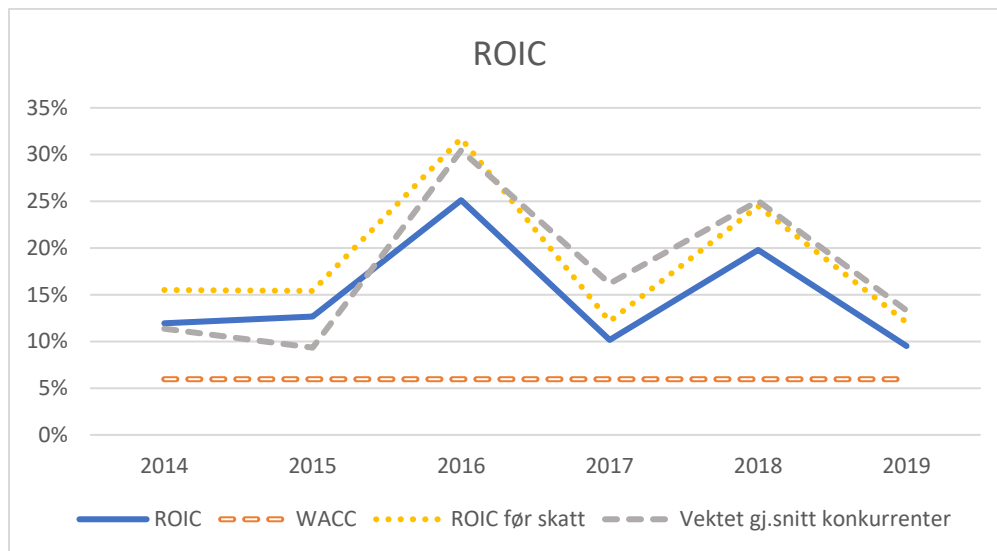
ståsted er ROIC beskrivende for hvilken verdi selskapet klarer å generere for sine aksjonærer. ROIC fremstilles på følgende måte:

Formel 12: Avkastning på investert kapital.

$$ROIC = \frac{NOPAT}{NOA} \times 100$$

NOPAT = Netto driftsresultat etter skatt

$\overline{NOA}$  = Gjennomsnittlig netto driftsmidler



Figur 16: Avkastning på investert kapital (egen prc)

Ved å sammenligne Lerøys egenkapitalavkastning med totalkapitalkostnaden kan man vurdere om investert kapital er plassert på en effektivt og god måte. Som vi kan se av diagrammet ligger avkastning på investert kapital godt over totalkapitalkostnaden i hele perioden vi har målt. Dette betyr implisitt at Lerøy har generert meravkastning på sine investeringer overfor sine eiere.

### Avkastning på egenkapitalen (ROE)

Avkastning på egenkapitalen, heretter referert til som ROE (Return On Equity) måler lønnsomheten og tar i betraktning effekten av finansiell giring. Avkastning på egenkapital måler eiernes regnskapsavkastning på investert kapital i et gitt selskap (Petersen et al., 2017, s. 168).

ROE fremstilles på følgende måte:

Formel 13: ROE.

$$ROE = \frac{Net\ profit}{BVE} \times 100$$

Net profit = Netto resultat

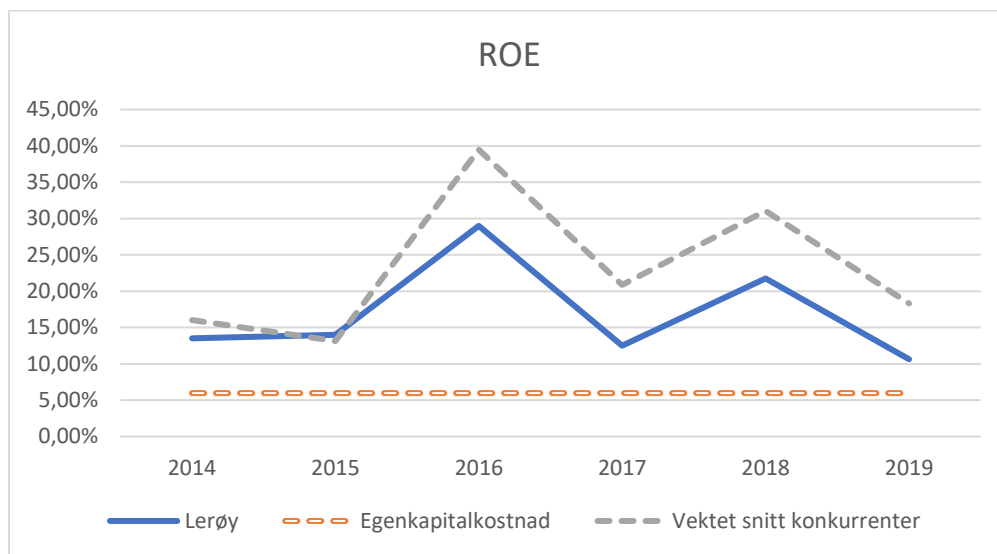
$\overline{BVE}$  = Gjennomsnittlig verdi av bokført egenkapital

ROE kan også fremstilles på andre måter ved å dekomponere formelen presentert tidligere. Det kan være hensiktsmessig å dekomponere ROE for å belyse hvordan finansieringen påvirker selskapets lønnsomhet. Den dekomponerte versjonen er som følger:

Formel 14: ROE (dekomponert).

$$ROE = ROIC + (ROIC - NBC) \times \frac{NIBD}{BVE}$$

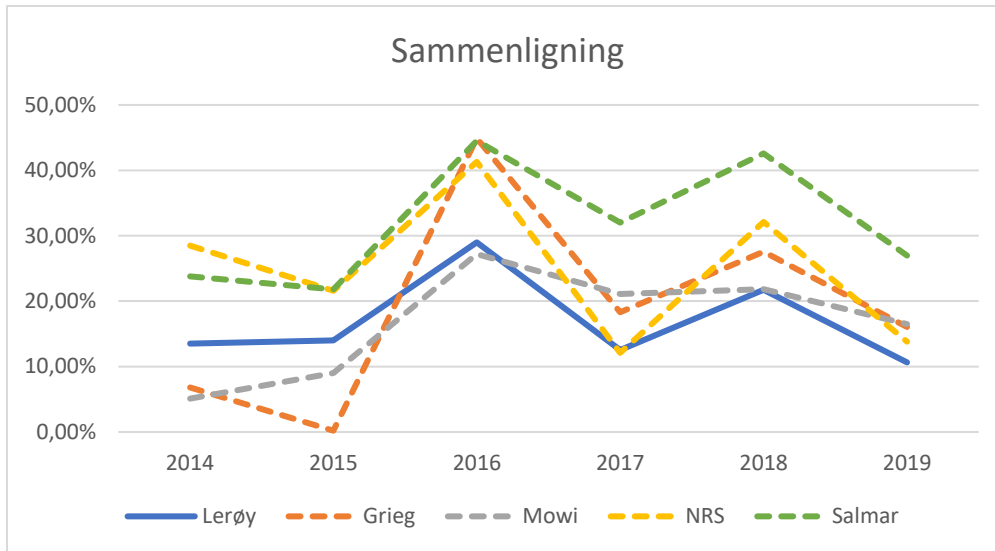
NBC (net-borrowing cost) = Netto rentekostnader, løst ved formel:  $\frac{\text{Netto rentekostnad}}{\text{Netto rentebærende gjeld}}$



Figur 17: ROE (egen produksjon).

Av diagrammet kan vi se at Lerøy i perioden har levert betydelig meravkastning på egenkapitalen målt opp mot egenkapitalkostnaden. Fra et analytisk ståsted er dette viktig informasjon, da selskapet klarer å generere meravkastning utover de avkastningskravene eiere og kreditorer måtte ha. Vi ser også at det vektete gjennomsnittet blant konkurrenter ligger høyere enn Lerøy, hvilket har med de ulike kapitalstrukturene og lønnsomhet å gjøre. Blant konkurrentene finnes det aktører med høyere netto rentebærende gjeld, altså høyere giring, hvilket gir høyere avkastning på egenkapitalen enn hva realiteten tilsier, om man skal måle de på likt grunnlag.

Likevel vil sammenligningen med konkurrenter danne et bilde av hvordan Lerøy skaper verdier for sine aksjonærer, relativt. Av konkurrentene finner vi spesielt Mowi og SalMar som direkte sammenliknbar som følge av henholdsvis lik kapitalstruktur som Lerøy. Målt mot disse to aktørene mener vi Lerøy leverer solid avkastning på egenkapitalen.



Figur 18: ROE sammenligning (egen produksjon).

Det er viktig for oss å belyse at gjeldsnivået, eller den operasjonelle giringen har innvirkning på selskapenes egenkapitalavkastning. Som presentert i den dekomponerte versjonen av ROE ser man at dersom telleren øker, altså NIBD, vil følgelig ROE øke. På denne måten vil sammenligningsgrunnlaget være skjevt ettersom konkurrentene er finansiert på ulikt vis. Likevel kan vi trekke noen paralleller ut ifra sammenligningen.

### Strukturert lønnsomhetsanalyse – DuPont

En oversikt over lønnsomhetsforholdene og deres innvirkningsforhold er gitt i illustrasjonen vedlagt. Oversikten kalles DuPont-modellen (Petersen et al., 2017, s. 141).

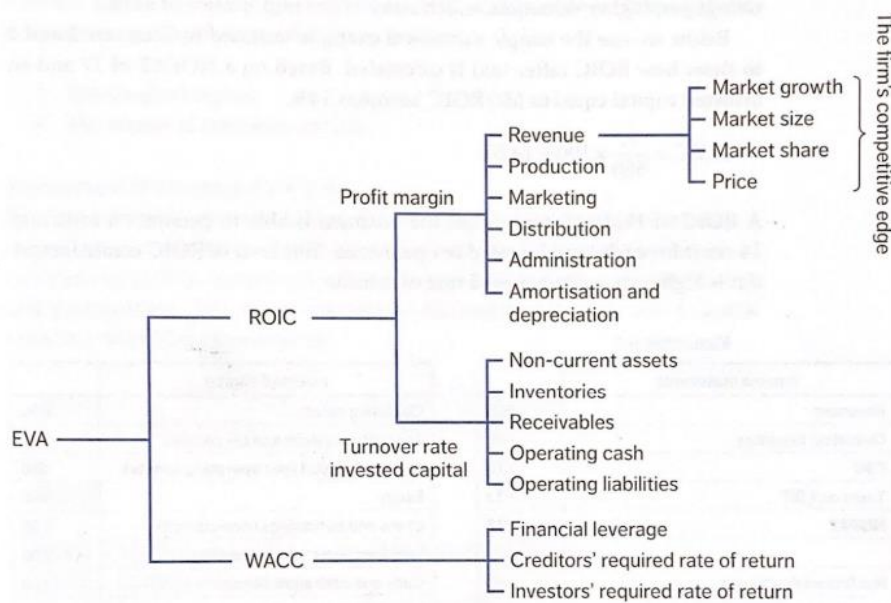


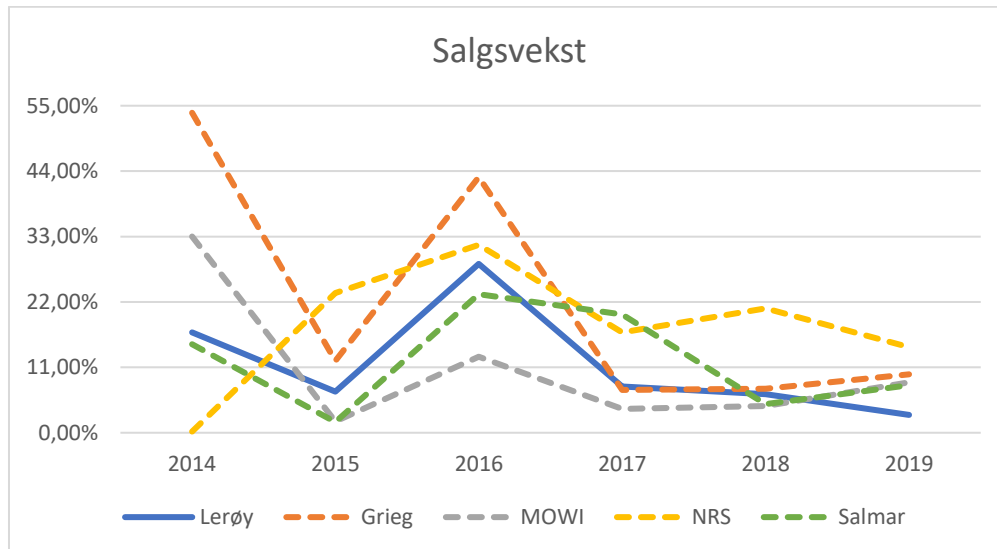
Figure 5.1 Structure of profitability analysis – Du Pont model

Figur 19: DuPont-modellen (Petersen et al., 2017, s. 141)



## 6.5 Vekstanalyse

Salgsvekst blir av mange sett på som drivkraften for fremtidig utvikling og verdiskapning. Selskapene er derfor opptatt av vekst, og de sammenligner seg selv ofte med konkurrentene for å vurdere den relative ytelsen, identifisere store konkurrenter, og å utforske fremtidige vekstmuligheter (Petersen et al., 2017, s. 183).



Figur 20: Salgsvekst (egen produksjon).

Som vi kan se av diagrammet er ikke alle konkurrentene direkte sammenlignbare ettersom de ulike selskapene befinner seg i ulike sykliske faser. Dette betyr at de ulike selskapene er i ulike vekstsykluser enn de større, etablerte og mer robuste selskapene som eksempelvis Mowi, Salmar og Lerøy. Salgsveksten er også sterkt påvirket av oppkjøp og fusjoner blant de utvalgte selskapene. Likevel er det hensiktsmessig å fremstille en slik sammenligning for å danne seg et bilde av hvordan den historiske veksten har vært i Lerøy, relativt.

Tabell 13: Vekstanalyse (egen produksjon).

Vekstanalyse Lerøy	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Salgsvekst	16,86%	6,93%	28,39%	7,84%	6,52%	2,97%	11,58%
Netto profitt-margin	8,39%	8,77%	18,67%	9,39%	17,33%	9,09%	11,94%
%-utvikling NOPAT	-38,06%	14,41%	165,08%	-51,04%	109,15%	-45,73%	25,63%
%-utvikling NOA	8,21%	7,73%	57,55%	-2,01%	16,82%	9,53%	16,30%
%-utvikling MVE	7,03%	8,47%	53,76%	7,47%	18,31%	3,67%	16,45%
%-utvikling NIBD	14,12%	4,23%	76,07%	-42,48%	4,87%	62,29%	19,85%
Bærekraftig vekst	6%	7%	37%	6%	15%	3%	12,40%
%-utvikling EVA	n/a	21%	351%	-79%	286%	-72%	101,33%
%-utvikling RI	n/a	15,60%	340,81%	-69,48%	185,36%	-69,33%	80,59%

I tabellen vedlagt har vi valgt noen viktige nøkkeltall for å belyse den historiske veksten Lerøy Seafood Group har hatt i analyseperioden. Gjennomsnittlig salgsvekst i perioden har vært på 11,58%,

hvilket fremstår solid målt opp mot kjernekonkurrentene. I tabellen skiller vi mellom prosentvis utvikling i valgte nøkkeltall, og faktisk prosentvis utvikling år for år. Salgsvekst, netto profitt-margin og bærekraftig vekst er oppgitt som faktiske størrelser år for år, mens øvrige nøkkeltall er oppgitt som prosentvis utvikling.

Som vi kan se fra tabellen er gjennomsnittlig vekst år for år svært solid i perioden. Utvikling i EVA, også kalt superprofitt er en interessant observasjon. Superprofitt kan forklares som et positivt avvik fra historisk gjennomsnitt, hvilket tyder på at Lerøy per dags dato ligger betydelig over historisk margin. Utviklingen i EVA og RI var spesielt stor i 2016 og 2018, noe som kan ses i tråd med utvikling i ROE og ROIC i samme periode.

### Bærekraftig vekstrate

Den bærekraftige vekstraten indikerer i hvilket tempo et selskap kan øke inntektene samtidig som den opprettholder sin økonomiske risiko, dvs. opprettholde sin finansielle giring (gjeldsgrad) på samme nivå til tross for vekst (Petersen, et al., 2017, s. 186). Bærekraftig vekstrate fremstilles med følgende formel:

*Formel 15: Bærekraftig vekstrate.*

$$g = ROE \times (1 - PO)$$

\* $g$  = Bærekraftig vekstrate

\* $PO$  = Utbytteforhold (Utbytte i prosent av netto overskudd)

Som vi kan se av tabellen vedlagt ligger gjennomsnittlig salgsvekst under den bærekraftige vekstraten med ca. 0,8%, hvilket tyder på at Lerøy vokser i et fundamentalt robust og bærekraftig tempo. For Lerøy og dets aksjonærer betyr det at Lerøy vokser i et tempo som tilsier at de kan opprettholde sin gjeldende gjeldsgrad og finansielle risiko.

Funn gjort i balanseregnskapet til Lerøy tyder på at selskapet har hatt noe fluktuerende utbytteforhold, som kommer av tidvis økt fokus på investeringer og vekst. Likevel har utbytteforhold i perioden holdt seg på ca. 30%, hvilket vi antar vil øke til litt over det dobbelte i perioden vi har prognostisert. For oss er det viktig å presisere at utbytteforholdet blir kraftig påvirket av regnskapsåret 2016 som var et rekordår for Lerøy, hvor selskapet valgte å bygge egenkapital fremfor å øke utbyttet. Følgelig ser vi også at den bærekraftige vekstraten stiger kraftig i denne perioden ettersom utbytteforholdet er lavere, ref. formel 15.

## 6.6 Likviditetsanalyse

Formålet med en likviditetsanalyse er å studere selskapets evne til å håndtere fremtidige utgifter, både på kort og lang sikt. Likviditet er et viktig tema for enhver bedrift. Uten likviditet kan ikke et gitt selskap overholde sine forpliktelser, eller gjennomføre lønnsomme investeringer. I visse tilfeller fører mangel på likviditet til konkurs. Det er derfor av interesse å analysere likviditetsrisiko i et langsiktig og kortsiktig perspektiv. Den langsiktige likviditetsrisikoen refererer til selskapets langsiktige økonomiske helse og evne til å betale alle fremtidige forpliktelser. Analysen av kortsiktig likviditetsrisiko avdekker et selskaps risiko for mislighold på kortere sikt, dvs. å ikke være i stand til å kunne betale alle kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller. Kortsiktig i dette perspektivet betyr normalt et år (Petersen et al., 2017, s. 211).

### Likviditetsgrad 1 og 2

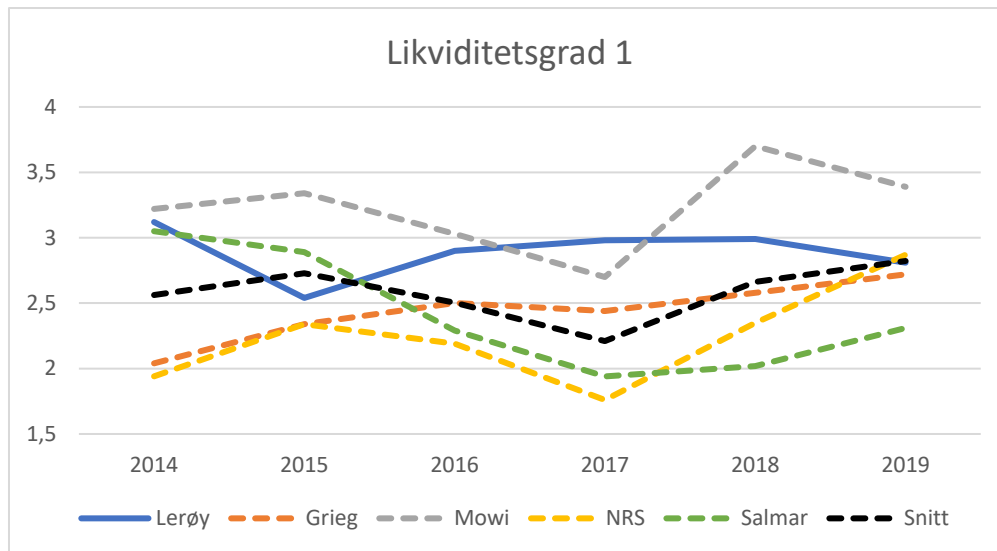
Likviditetsgrad 1 sammenligner omløpsmidler med kortsiktig gjeld og er definert på følgende måte:

*Formel 16: Likviditetsgrad 1.*

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

Den grunnleggende ideen er at jo større forholdstallet er, jo større er sannsynligheten for at inntektene fra avvikling av omløpsmidler vil dekke kortsiktig gjeld. Forskjellige tommelfingerregler er benyttet for å vurdere nivået på likviditet er en indikasjon på lav (kortsiktig) likviditetsrisiko.

Vi er imidlertid svært skeptiske til nytten av forholdstallet som en indikator på kortsiktige likviditetsproblemer, og om tommelfingerregler kan brukes. For det første tar ikke nåværende forhold hensyn til at nåværende driftsforpliktelser, som leverandørgjeld, for de fleste selskaper kontinuerlig refinansieres som en konsekvens av deres pågående virksomhet. For det andre, hvis det er en risiko for mislighold, kan det være av begrenset bruk å anvende bokført verdi av omløpsmidler som fullmektig for avviklingsverdien, siden IFRS-målemetodene er basert på forutsetningen om fortsatt drift. Ved avvikling er det tvilsomt om eiendeler kan realiseres til bokført verdi (Petersen et al., 2017, s. 231-232).



Figur 21: Likviditetsgrad 1 (egen produksjon).

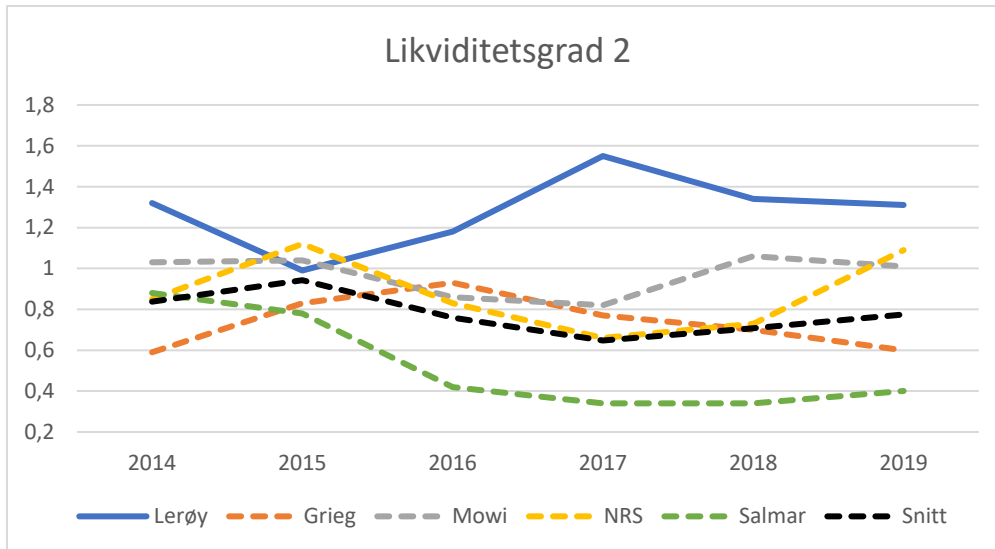
Av diagrammet kan vi se at Lerøy scorer godt på likviditetsgrad 1, relativt. Lerøy ligger samlet sett godt over snittet blant konkurrenter i perioden, hvor Mowi leverer best.

Likviditetsgrad 2 er en variant av likviditetsgrad 1. Forskjellen på disse er at førstnevnte skiller omløpsmidler som kan konverteres raskt til kontanter fra de som ikke kan (varelager, kundefordringer osv.). Ekskludering av kundefordringer og beholdning er ikke en fastsatt regel. Hvis det er bevis for at en av dem raskt kan konverteres til kontanter, kan den faktisk inngå som en del av likviditetsgrad 2 (Damodaran, 2012, 3rd ed.).

Forholdstallet skal være over 1, hvilket indikerer at selskapet har flere likvide midler enn kortsiktig gjeld. Dersom forholdstallet er under 1 kan selskapet komme i likviditetsproblemer på kort sikt, men i likhet med likviditetsgrad 1 er vi skeptiske til nytten av forholdstallet. Slik vi argumenterte for ved bruk av likviditetsgrad 1 kan det være av begrenset bruk å anvende bokført verdi av omløpsmidler som fullmektig for avviklingsverdien, men for å måle kortsiktig likviditetsrisiko kan det også være uriktig å trekke ut varelageret slik vi her gjør ved LG2. Dette forholdstallet er ikke definerende for bransjer hvor varelageret relativt raskt kan realiseres, og gir dermed et skjevt bilde på den kortsiktige likviditetsrisikoen. Likviditetsgrad 2 er definert på følgende måte:

Formel 17: Likviditetsgrad 2.

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



Figur 22: Likviditetsgrad 2 (egen produksjon).

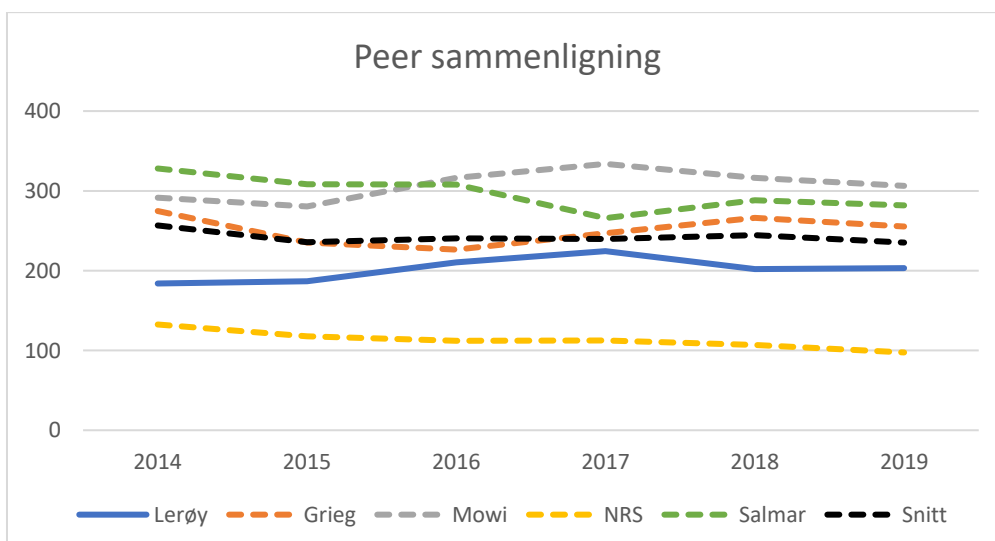
Av diagrammet kan vi se at Lerøy scorer langt bedre enn sine konkurrenter på likviditetsgrad 2, hvor selskapet ligger godt over snitt blant konkurrenter i hele perioden. Likviditetsmessig mener vi Lerøy samlet sett scorer best i sektoren, hvilket er viktig informasjon for en investor.

### Likviditetssyklus

En alternativ måte å måle netto arbeidskapitaleffektivitet, er å måle antall dager det tar å konvertere netto arbeidskapital til kontanter, også definert som likviditetssyklusen. Den grunnleggende ideen er at beholdning og kundefordringer konsumerer kontanter, mens leverandørgjeld genererer kontanter. Jo færre dager det tar å konvertere netto arbeidskapital til kontanter, jo bedre er kontantstrømmen (Petersen, et al., 2017, s. 229). Likviditetssyklusen beregnes på følgende måte:

Formel 18: Likviditetssyklus (CCC).

$$\text{Likviditetssyklus} = \frac{365}{\frac{\text{Varekostnad}}{\text{Varelager}}} + \frac{365}{\frac{\text{Inntekter}}{\text{Kundefordringer}}} - \frac{365}{\frac{\text{Innkjøp, materialer}}{\text{Leverandørgjeld}}}$$



Figur 23: Likviditetssyklus (egen produksjon).

Som vi kan se av diagrammet ligger Lerøy godt under snittet av konkurrenter i likviditetssyklusen. Dette tyder på at likviditetssituasjonen i Lerøy er svært solid relativt, som fra et analytisk ståsted er positivt. Det vi kan lese ut av diagrammet er at det tar færre dager for Lerøy å konvertere netto arbeidskapital til kontanter, enn det gjør for stort sett alle konkurrenter foruten om NRS.

Tabell 14: Kortsiktig likviditetsrisiko (egen produksjon).

#### Kortsiktig likviditetsrisiko:

<b>Likviditetsanalyse</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<i>Likviditetsgrad 1</i>	3,12	2,54	2,90	2,98	2,99	2,81
<i>Likviditetsgrad 2</i>	2,89	2,37	2,73	2,72	2,68	2,58
<i>Kontantstrøm til KG</i>	16%	17%	-64%	53%	18%	2%

Kontantstrømmen fra drift til kortsiktig gjeld er etter vår mening et bedre finansielt måltall for å måle den kortsiktige likviditetsrisikoen. Kontantstrømmen fra drift til kortsiktig gjeld avviker fra likviditetsgrad 1 ved å bruke de faktiske kontantstrømmene generert fra driften i stedet for nåværende og potensielle kontantstrømrressurser (omløpsmidler). Ved å erstatte omløpsmidler med kontantstrøm fra drift, unngås konvertibilitet-til-kontant-problemet av omløpsmidler. Videre ser det ut til at kontantstrøm fra drift er en bedre indikator på kontanter som er tilgjengelig for løpende netto rentebærende gjeld, enn omløpsmidler (Peterson et al. 2017, s. 222)

Tabell 15: Langsiktig likviditetsrisiko (egen produksjon).

#### Langsiktig likviditetsrisiko:

<b>Likviditetsanalyse</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<i>Soliditetsgrad</i>	54%	55%	54%	56%	60%	59%
<i>Finansiell giring</i>	17%	17%	18%	15%	11%	13%
<i>Kontantstrøm til LG</i>	6%	7%	-23%	18%	7%	1%

Solvensgrader er vanligvis beregnet på å vurdere om selskapene har en solid finansieringsstruktur og en rimelig kapitalbuffer for uforutsette hendelser. Finansiell giring er definert som netto rentebærende gjeld kontra egenkapital. Egenkapitalandelen er bevist som en av de beste forholdene for å forutsi konkurs på et tidlig tidspunkt. Egenkapitalandelen og finansiell giring gir identisk informasjon om den langsiktige likviditetsrisikoen.

Generelt indikerer en høy finansiell giring og en lav egenkapitalandel en liten kapitalbuffer for uforutsette hendelser og en høy langsiktig likviditetsrisiko. Et selskap bør i det minste ha et nivå på

egenkapital som kan absorbere tap som kan forventes over tid i henhold til selskapets risikoprofil. Et minimum for egenkapitalandel kan defineres som: nivået på egenkapitalen der risikoen for en negativ egenkapital på grunn av negative kostnader mot bokført egenkapital (på grunn av netto rapportert tap og andre kostnader mot egenkapitalen) er på et akseptabelt nivå; toleransenivået (Petersen et al., 2017, s. 219-220).

I Lerøy sitt tilfelle er den finansielle giringen lav, og soliditetsgraden robust. Soliditetsgraden forteller oss at Lerøy har god evne til å tåle potensielle tap. Vi ser overhodet ingen fare for konkurs i selskapet på lang eller kort sikt.

## 6.7 Resultateffekt av Covid-19

I dette kapittelet ønsker vi å presentere resultateffekten av Covid-19 selv om vi ikke bruker dataene i selve verdivurderingen. Som vi kan se av resultatoppstillingen kom resultatet for 2020 inn langt dårligere enn hva realiteten ville vært i en normalsituasjon, og oppstillingen illustrer årsaken til at vi ikke har benyttet regnskapsdata fra 2020. I stedetfor å justere prognoseperioden på bakgrunn av 2020-tallene har vi kun benyttet 2019 tallene, som viser selskapets reelle verdiskapning i en normalsituasjon. På lang sikt vil engangseffekten gattes ut, og det endelige estimatet vil gi likt resultat. Etersom verdivurderingen er basert på kontantstrømmene 6 år frem i tid, mener vi tallene for 2019 gir et korrekt bilde av den underliggende verdiskapningen i perioden.

Tabell 16: Resultatregnskap Lerøy (2019-2020).

Period	31.12.2020	31.12.2019
Operating revenue	19 959 652	20 426 902
Other gains and losses	6 569	27 245
Cost of materials	11 344 160	11 289 347
Change in stock of biological assets at cost	- 237 156	-106 155
Salaries and other personnel costs	3 072 129	2 933 409
Other operating expenses	2 678 293	2 591 271
<b>EBITDA before fair value adj. related to biological assets</b>	<b>3 108 795</b>	<b>3 746 276</b>
Depreciations on intangibles	31 921	31 802
Depreciation on right of use assets	458 202	426 654
Depreciation on fixed assets	667 466	553 585
Impairment loss	1 551	0
<b>Operating profit before fair value adj. Related to biological assets</b>	<b>1 949 655</b>	<b>2 734 235</b>
Fair value adjustments related to biological assets	- 826 751	-333 703
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>1 122 903</b>	<b>2 400 532</b>
Income from associated companies	105 359	179 749
Net financial items	- 241 378	-214 799
<b>Profit before tax</b>	<b>986 884</b>	<b>2 365 482</b>
Taxation	- 196 674	-495 743
<b>Annual profit</b>	<b>790 209</b>	<b>1 869 739</b>
Non-controlling interests	- 4 126	12 567
<b>Net profit</b>	<b>794 335</b>	<b>1 857 172</b>

## 7.0 Strategisk analyse

I dette kapitlet vil ta for oss den eksterne analysen av bransjen, støttet av makroøkonomiske forhold for å forutsi hvor næringen er, hvor den er på vei, og hvilke avgjørende faktorer som ligger til grunn for videre utvikling. Videre følger den interne analysen, hvor vi vil undersøke Lerøys nåværende posisjon i markedet, hvilke styrker og svakheter som ligger til grunn for nåværende ytelse, og deres evne til å utvikle seg fremover.

### 7.1 Makroanalyser

Kapitlet vil ta for seg målbare effekter av eksterne makroøkonomiske faktorer, for å vise på et overordnet nivå forholdene som både bransjen, og aktørene i bransjen må forholde seg til.

#### 7.1.1 Inflasjon

Inflasjon er en målbar enhet innenfor pengepolitikken, og kan defineres som vedvarende vekst i det generelle prisnivået som leder til en svekkelse i pengeenhetens kjøpekraft (SNL, 2021). Inflasjonen måles med konsumprisindeksen, KPI, som beskriver endringen i pris på varer og tjenester til private husholdninger, og er av Norges Banks satt til et ønsket nivå på 2% årlig. Dette gjøres for å sikre en stabil produksjon og sysselsetting, og for å minimere finansielle ubalanser.



Figur 24: KPI-anslag 4.kvartal (Norges Bank, 2020).

Figuren viser prosentvis vekst i inflasjon målt på tolv måneders basis. Den blå heltrukne linjen måler faktisk KPI, mens den røde definerer inflasjonsmål. Den blå stiplede linjen er anslag PPR 4/20, mens den gule stiplede linjen er anslag PPR 3/20.

Som vi ser av illustrasjonen tiltok veksten i KPI under 2020, og økningen forklares fremst med hjelp av høyere prisvekst på importerte varer. Dette må derimot ses i sammenheng med en svakere kronkurs. Samtidig ble veksten i KPI betydelig redusert, som følge av lavere energipriser.



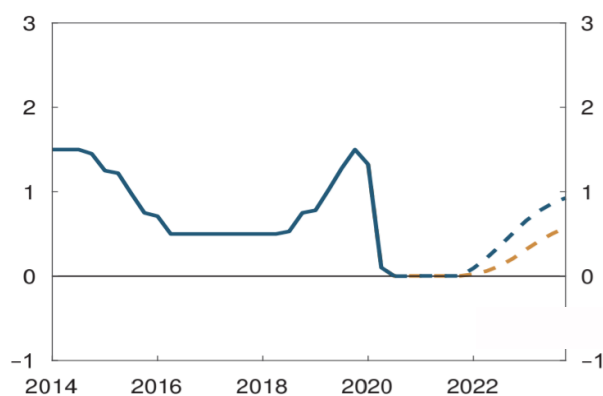
Prisprognosen viser en mindre oppgang enn ventet for neste år, noe som kan resultere i en lavere vekst enn det som ble anslått i den forrige rapporten.

### 7.1.2 Rente

Prognosen for styringsrenten ble dramatisk endret i forbindelse med Covid-19, da anslaget om videre økning ble reversert, og renten ble satt ned for å stimulere produksjon og sysselsetning tilbake til tidligere nivåer. Ifølge Norges Bank (2020) reduserer dette risikoen for at den høye arbeidsledigheten blir vedvarende.

Det tidligere anslaget var å heve renten med 0,5 prosentpoeng opp mot 2% innen 2022 (Norges Bank, 2019), dette ble naturligvis justert ned i første halvår 2020 med 1,5 prosentpoeng til 0%. Det nye anslaget er at styringsrenten vil holdes uforandret på 0% frem til det fremvises klare tegn på at situasjonen stabiliseres. Det fremgår derimot at negative renter er usannsynlig.

Styringsrente. Prosent



Figur 25: Anslag for styringsrente 4-kvartal (Norges Bank, 2020).

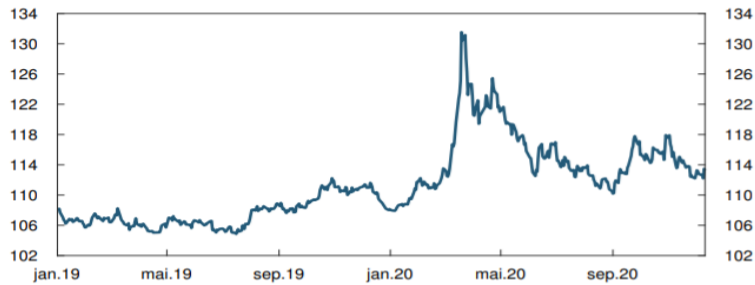
Prognosen indikerer en uforandret styringsrente frem til 2022, deretter en gradvis økning basert på bedre makroøkonomiske forhold. Prognosen tilsier derimot en mer aggressiv heving opp mot 1%. Et lavere rentenivå kan overordnet ses som en positiv effekt for oppdrettsnæringen da dette er en typisk kapitalintensiv bransje. Et synonym på rente er «prisen på penger», slik at når rentenivået er lavt er prisen på kapital lav og tilgangen høy. Dette får videre en effekt på oppdrettsselskapenes avkastningskrav, som ved lavere renter vil bli redusert. I tillegg gir lavere renter en generell økning i konsumentenes kjøpekraft, noe som er positiv for en konsumentdrevet bransje.

### 7.1.3 Valuta

Ettersom norsk akvakultur er svært avhengig av eksport, er det naturlig å se på utvikling i valuta. Norske oppdrettsselskaper har mesteparten av sine kostnader i norske kroner, men en stor del av inntektene i utenlandsk valuta. Kronekursen har derav en direkte påvirkning på selskapenes

bunnlinje. En svak kronekurs vil gi en positiv effekt for oppdrettselskapene ettersom eksporten vil øke, og det vil bli billigere for andre land å handle i Norge.

**Figur B Kronen har styrket seg**  
Importveid valutakursindeks (I-44)

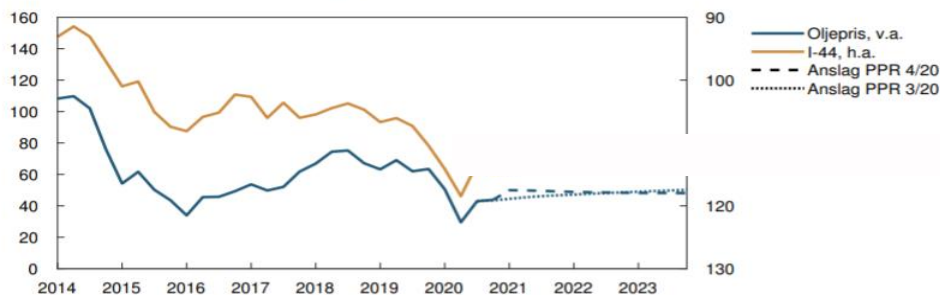


Kilde: Norges Bank

Figur 26: Valutakursindeks (Norges Bank, 2020).

Kronekursen målt ved I-44 er et vektet gjennomsnitt av valutakursene til Norges 44 viktigste handelspartnere. Grafen viser at I-44 styrket seg kraftig i mars 2020, for deretter å gradvis svekke seg. Det er derimot viktig å bemerke seg at I-44 nå ligger på et høyere nivå enn før Covid-19.

**Figur 2.4 Sterkere kronekurs fremover**  
Importveid valutakursindeks (I-44) og oljepris



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

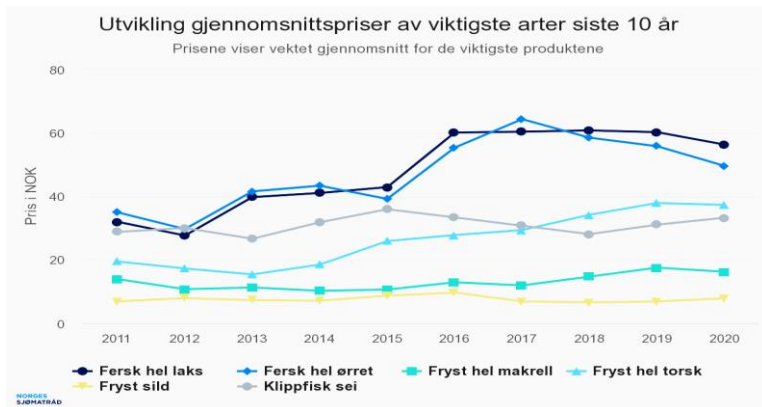
Figur 27: Importveid valutakursindeks (Norges Bank, 2020).

Styrkelsen i kronekursen er trolig en effekt av stabilisering i globale finansmarkeder, samt en oppgang i oljeprisen. Kronekursen har styrket seg mer enn hva som lå til grunn ved forrige rapport, og Norges Bank ser for seg at kronekursen vil styrkes gradvis som en årsak av rentedifferansen til Norges handelspartnere i årene fremover.

#### 7.1.4 Pris

En ytterligere faktor som har en direkte effekt på oppdrettsbransjen og selskapenes bunnlinje, er prisen på ferdigvarer, eksempelvis lakseprisen. Lakseprisen er definerende for lakseselskapenes inntjening, og er noe selskapene overvåker nøye. I perioder med høy laksepris er det en tydelig korrelasjon mellom gode selskapsresultater, og høy laksepris. Lakseprisen er i stor grad styrt av etterspørsel, men er også påvirket av politiske reguleringer, valuta, makroøkonomisk utvikling med

mer. I tabellen vedlagt følger en oversikt over gjennomsnittlig prisutvikling, fordelt på de viktigste artene de siste 10 årene:



Figur 28: Utvikling av gjennomsnittspriser (Norges Sjømatråd, 2020).

Prisene styres som en funksjon av tilbud og etterspørsel, der vi ser at perioder med høy etterspørsel og lavt tilbud bidrar til en høyere laksepris. Slik som illustrasjonen viser, er prisene volatile, da særlig for laks og ørret.

Oppdrettsnæringen er en syklisk bransje der høy pris i en periode normalt reverseres ned mot et normalt snitt. I perioder med høy laksepris tenderer konsumenter å rette fokus mot substitutter, og med det senke etterspørselen. En annen faktor med stor påvirkning er handelspolitiske hendelser. I 2011 mistet Norge retten til å eksportere laks til Kina, som følge av at man i 2010 ga Nobels fredspris til den kinesiske menneskerettsaktivisten

Norge har vært utsatt for flere handelsbarrierer, blant annet har Russland ved flere anledninger stoppet importen, blant annet i 2014 da Russland stanset all import av norsk fisk som et svar på Norges sanksjoner mot Russland, på bakgrunn av Ukraina-konflikten. Som følge av dette tapte Norge en årlig eksportverdi på 6,5 milliarder NOK (Kvistad, 2014). Kina varslet i desember 2020 nye krav for eksport av sjømat inn i landet, som følge av COVID-19. Dette kom på bakgrunn av en foreløpig studie fra forskere ved South China Agricultural University og Guangdong Academy of Agricultural Sciences in Guangzhou, som kunne vise til eksistens av SARS-CoV-2 viruset på fryst norsk laks. Dette førte til en midlertidig stans av salg og import av norsk laks.

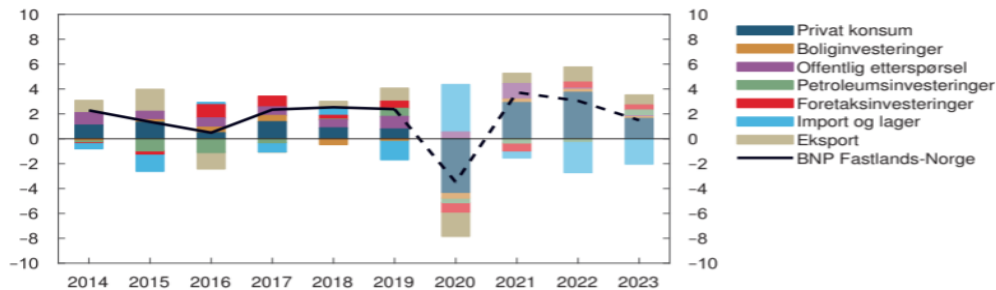
### 7.1.5 Kjøpekraft

Kjøpekraft kan defineres som «det beløp som en forbruker eller flere forbrukere kan disponere til kjøp av varer og tjenester» (Stoltz, 2014).

Husholdningenes konsum falt kraftig i 2020 som følge av nedstengning og smittevernstiltak. Endringene i konsumentenes atferd resulterte i tillegg til et skifte fra tjenestekonsum til varekonsum. Ifølge data fra Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå så man en gjenoppretning under

sommermånedene, som senere svekket seg kraftig ved den andre smittebølgen med tilhørende nedstenging. Det er usikkert hvordan tjenestekonsumet vil påvirkes videre, da smittesituasjonen er uoversiktlig.

**Figur 3.2 Husholdningenes konsum løfter veksten fremover**  
BNP for Fastlands-Norge. Bidrag til årsvekst. Prosent



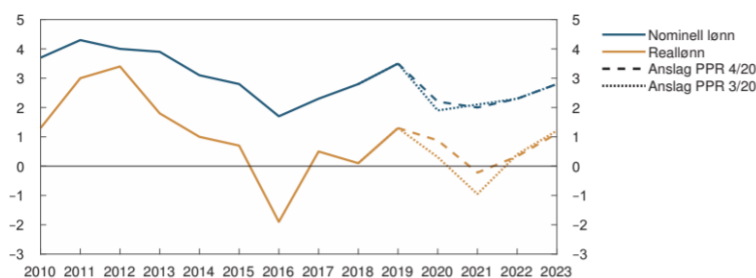
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

*Figur 29: Husholdningenes konsum (Statistisk sentralbyrå. Norges Bank, 2020).*

Som følge av pandemien har Norsk næringsliv sett stor nedgang i lønnsomheten, samtidig som arbeidsledigheten har økt. Disse to faktorene resulterer i at lønnsveksten svekkes for 2020, og under lønnsoppgjøret fastslo frontfaget en lønnsvekst på 1,7% for 2020.

Pandemien har særlig svekket sysselsettingen i lavtlønnede industrier, slik som varehandel, overnatting, servering og personlig tjenesteyting (SSB, 2020). Dette har bidratt til at det gjennomsnittlige lønnsnivået har økt mer enn normalt, fordi lønnsveksten til disse næringene normalt sett er lavere. Når sysselsettingen øker, og lønnsveksten øker, øker gjennomsnittlige lønnsnivået øker.

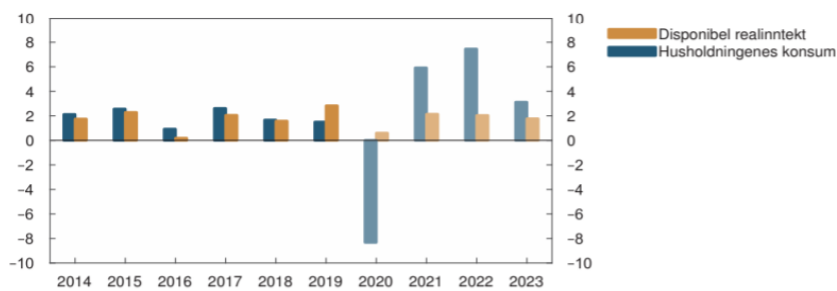
**Figur 3.14 Lav lønnsvekst fremover**  
Lønn. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

*Figur 30: Lønnsvekst (Statistisk sentralbyrå. Norges Bank, 2020).*

**Figur 3.4 Utsikter til sterk konsumvekst de neste årene**  
Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 31: Konsumvekst (Statistisk sentralbyrå, Norges Bank, 2020).

Norge har hatt et forholdsvis lavt og stabilt nivå av arbeidsledighet det siste tiåret. I perioden 2010 – 2019 har gjennomsnittet vært omtrent 72.230 arbeidsledige. Disse dataene ble kraftig påvirket i 2020, da Norge under nedstengning hadde over 270.000 permitterte arbeidstakere på det meste. Dette tallet ble redusert ned til omtrent 70.000 i november.

Det forventes at gjenåpningen av samfunnet vil resultere i økt aktivitet og redusert arbeidsledighet. Norges Bank antyder at nivået vil ligge betydelig høyere enn i perioden før pandemien, med ettervirkninger frem mot 2024. Ifølge data fra SSB har husholdningenes sparerate vært historisk høy i perioden, som følge av redusert privat forbruk, men også av støtteordninger og lavere rente. Det forventes at høy sparing resulterer i et konsumpsjonsbehov, som antas å bidra til en sterk konsumpsjonsvekst i perioden etter pandemien.

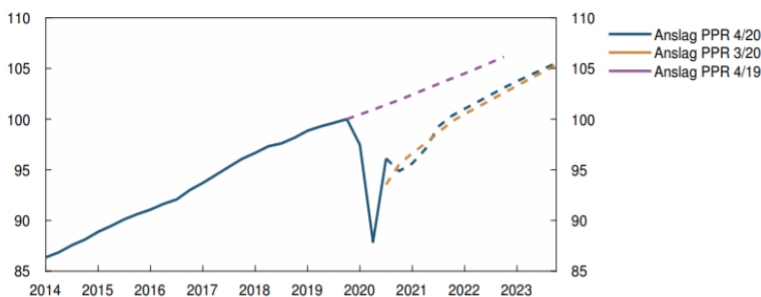
#### 7.1.6 Utvikling i internasjonal økonomi

Aktivitetsnivået til Norges handelspartnere ble kraftig redusert som følge av nedstengning i mars 2020, og mobilitetsdata fra Norges Bank viser til fallende aktivitet særlig for varehandel, kultur og serveringsindustri. Lavere BNP kommer som følge av lavere aktivitet der det i eurosone anslås et betydelig fall i BNP som følge av økende smittetall og restriksjoner. USA har klart seg bedre da man i fjerde kvartal 2020 klarte å hente inn noe av fallet i løpet av året. BNP falt allikevel med 3,5% for året sett i forhold til en økning på 2,2% i 2019 (BEA, 2021). Det forventes en tilvekst i 2021 med større usikkerhet for aktivitetsprognosen. Asia og Kina har kun sett en marginal økning av smitten og forventer en forbedring i aktivitetsnivået i 2021. Her var BNP prognosen for 2020 en økning på 6,1%, mens faktisk utvikling ble 2,3%.

Økt tilgang på vaksiner og en gradvis gjenåpning av økonomien vil resultere i økt aktivitet fra 2021. Ved vaksinerings i kombinasjon med en ekspansiv penge- og finanspolitikk anslår Norges Bank at BNP hos norske handelspartnere vil være tilbake på nivåene vi så før pandemien allerede i 2022. Det er uansett stor usikkerhet knyttet til den økonomiske utviklingen internasjonalt.

Med Joe Biden som ny president i USA vil det være av betydning å følge med på kommunikasjonen mellom USA og Kina for utviklingen av handelstariffer og eventuelle handelsavtaler. Her vil lettelsers kunne bidra til mindre usikkerhet i de globale markedene og kan øke handelsvolumet mellom de to stormaktene. Dette vil kunne bidra til økt global vekst. På den andre siden har Norge pågående samtaler med Storbritannia etter BREXIT, der man arbeider for å på plass en frihandelsavtale (Regjeringen, 2021). En slik avtale vil kunne endre seg i løpet av overgangsperioden, noe som vil kunne bidra med usikkerhet og lavere risikovilje frem til en endelig avtale.

**Figur 1.4 BNP tilbake på nivået fra før virusutbruddet i slutten av 2021**  
BNP handelspartnere. Indeks. 4. kvartal 2019 = 100



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

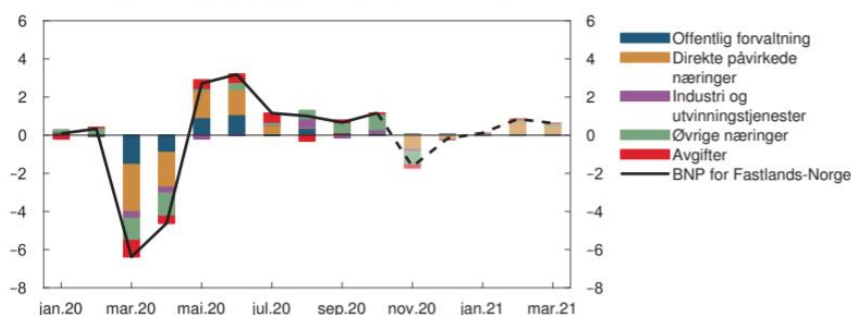
Figur 32: BNP-nivå handelspartnere (Norges Bank, 2020).

### 7.1.7 Utvikling i nasjonal økonomi

Norsk økonomi ble hardt rammet av COVID-19 pandemien som reduserte de allerede dempede utsiktene anslått i 2018 og 2019. Norges Bank ventet en økning i BNP på 2,3% i 2019 og deretter en gradvis nedjustering som følge av økte reinternasjonalt (Norges Bank, 2019).

Norge opplevde det største fallet i BNP siden finanskrisen i første halvår av 2020, hvor fastlands BNP falt med 7,3% for mars, deretter ytterligere 4,1% i april. Frem mot sommermånedene bidro lettelsers og en begrenset gjenåpning av samfunnet til at aktiviteten i økonomien hentet seg opp, der den største bidragsfaktoren var helse og omsorgstjenester. Dette grunnet en normalisering av aktivitet på sykehusene (Kjos. Helliesen, 2020).

BNP for Fastlands-Norge. Bidrag til månedsvekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

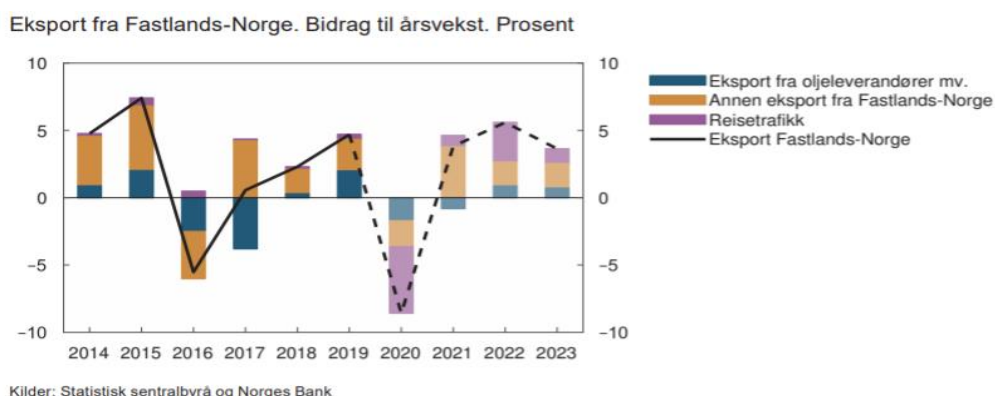
Figur 33: BNP-nivå fastlands-Norge (Statistisk sentralbyrå. Norges Bank, 2020).

En andre smittebølge resulterte igjen til mer innstramning og hardere smittevernstiltak, der den økonomiske veksten ble redusert. Norges Bank sine prognoser viser til at samtidig som vaksinerings av COVID-19 viruset trappes opp kan gjenåpning av samfunnet utløse en større konsumentdrevet etterspørsel som vil øke aktivitetsnivå raskere en tidligere prognostisert. I tillegg viser prognosen til at lavere renter vil bidra til en oppgang gjennom hele prognoseperioden. Pål Sletten i Finansdepartementet understreker derimot at det er økt usikkerhet knyttet til fremtidige prognoser, da de har benyttet seg av nye datakilder som parametere (SSB, 2020).

Situasjonen har også hatt negativ påvirkning på investeringsviljen til næringslivet. Blant fastlandsforetakene falt bruttoinvesteringene med over 3% i andre kvartal, noe som var mindre enn ventet, takket være at bolig og offentlige investeringer dempet fallet (Norges Bank, 2020).

Usikkerhet og smittevernstiltak har også hatt negativt inntrykk på petroleumsinvesteringene, som etter en sterk vekst i 2019 nå prognostiseres til å reduseres årlig frem til 2023. Dette skal ses i sammenheng med den skattelettelsen som foreligger nybyggnasjoner som registreres frem til 2022. Leting og utbygging i forbindelse med den svake olje og gassprisen er den sterkeste bidragende faktoren til reduksjonen, men også pågående utbygginger vil minske når ulike prosjekter blir ferdigstilte.

Trenden for norsk eksport har vært stigende siden 2016 da oljepris og en svært lav utenlandshandel med industrimaskiner resulterte i det laveste handelsoverskuddet på 17 år (SSB, 2017). En raskere gjenhenting hos norske handelspartnere resulterte i økt eksport av naturgass og metaller. Ankever viser anslaget ett fall på 9% fra 2019. Majoriteten skyldes reduksjonen i reisetrafikk som naturlig eliminerer utlendingers konsum i Norge. En annen faktor er hvordan eksporten fra oljeleverandører faller på grunn av kutt i oljenæringens investeringsplaner globalt (Norges Bank, 2020).



Figur 34: Eksport fastlands-Norge (Statistisk sentralbyrå. Norges Bank, 2020).

### 7.1.8 Utsikter for bransjen

Ifølge Kontali, som er en uavhengig verdensledende leverandør av data og analyser for globalt havbruk og akvakultur, vil den stabile veksten som tidligere har vært synonymt med norsk oppdrett, gradvis avta. Dette skyldes at industrien er ved et kapasitetsnivå der biologiske begrensninger forhindrer vekstmuligheter. Paradoksalt blir veksten motarbeidet av arbeidet mot en mer bærekraftig industri. En av grunnene til dette er at tiltak for å redusere negative avtrykk ikke lenger gjør det mulig for aktører å vokse organisk på samme måte som før. Det legges vekt på at fremtidig tilvekst vil bli drevet av utvikling i teknologi og kompetanse, forbedring av farmasøytiske produkter, og implementering av substitutt til farmasøytiske produkter. Dette i kombinasjon med økt aktørsamarbeid, vil være de sterkeste drivende faktorene de kommende årene (Kontali, 2019).

Fra Ernst & Youngs årlige analyse av norsk akvakultur fremgår det at de venter en årlig produksjon på tre millioner tonn atlantisk laks i 2022, som indikerer en vekst på 6% årlig. Dette betyr samtidig at produksjon av laks for første gang vil overskride villfangst. Veksten vil til tross for begrensningene som tidligere nevnt, komme fra globale megatrender slik som befolkningsvekst, økt fokus på sunn kost og bærekraft, sammen med en økende middelklasse (Ernst and Young, 2019). Det skal noteres at denne rapporten ikke tar hensyn til implikasjoner og skjevhet i data som følge av COVID-19 pandemien.

Global produksjon av atlantisk laks (RW 1.000).



Figur 35: Global produksjon av atlantisk laks (Ernst and Young, *The Norwegian Aquaculture Analysis*, 2019, p. 29)

Landsforeningen Norsk Industri har publisert et veikart for havbruksnæringen frem til 2030. Med ambisiøse mål prognostiserer de at Norge skal eksportere laks for mer enn 200 milliarder NOK i 2030, samt femdoble eksporten av varer og tjenester innen 2050 (Norsk Industri, 2019).





Figur 36: Veikart for havbruksnæringen (Norsk Industri, 2019, p. 7)

Slik som tidligere nevnt er bransjens lønnsomhet hovedsakelig styrt av lakseprisen, derfor er det viktig å følge med på prisutviklingen, men også den forventede prisutviklingen i årene som kommer. Dette lar seg gjøre med hjelp av såkalte «Forward Priser». Disse prisene reflekterer den alminnelige konsensus på forventet utvikling i markedet. Disse forventingene er ett resultat av fremtidige kontrakter som aktørene benytter for handel frem i tid.

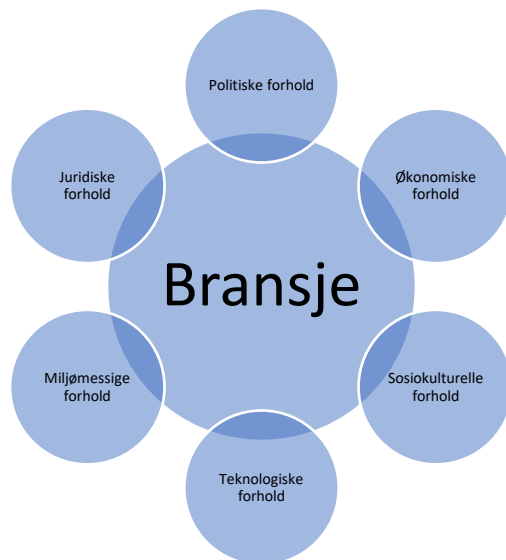
Et godt verktøy for å følge med på forward prisene er via Fish Pool som er en internasjonal og regulert markeds plass for kjøp og salg av finansielle laksekontrakter. Informasjon fra Fish Pool prognostiserer en laksepris på ca. 45 NOK/kg i 1. kvartal 2021. For 2. 3. og 4. kvartal i samme år forventes det at lakseprisen vil være henholdsvis 59 NOK/kg, 53,07 NOK/kg og 56,43 NOK/kg, deretter ventes en marginal økning frem mot 2023 (Fish Pool, 2020). Oppsummert vil prisene forbli relativt høye, og etterspørselen etter sjømat vil fortsatt være god som følge av globale megatrender. Den organiske veksten vil være begrense veksten å komme fra innovasjon, teknologiutvikling, oppkjøp og fusjoner.

## 7.2 Ekstern analyse

For den eksterne bransjeanalysen velger vi å benytte PESTEL og Porters fem krefter for å analysere de eksterne forholdene. Disse modellene brukes som et verktøy for å determinere hva som er viktig for bransjen, og hva som kan gi opphav til bransjefordeler.

### 7.2.1 PESTEL

PESTEL er en forkortelse for de seks eksterne hovedgruppene som knyttes til en bransje. De seks underpunktene er: *Political, Economical, Sociocultural, Technological, Environmental og Legal* (Yüksel, 2012). Videre i oppgaven vil vi bruke de norske referansene og presentere de seks underpunktene hver for seg, dette for å danne en bedre forståelse av de ulike faktorenes betydning og påvirkning.



Figur 37: PESTEL (egen produksjon).

### 7.2.1.1 Politiske forhold

Politiske forhold har vært en viktig del av utviklingen i norsk akvakultur. Reguleringer og politiske forhold har formet bransjen til det den er i dag, og vil påvirke bransjen fremover. Som tidligere nevnt har særlig lovgivning rundt etablering og handelspolitiske konflikter vært av stor betydning.

I Norge stilles det krav til konsesjoner for å få tillatelse til å drive oppdrett. Dette betyr at nyoppstartede bedrifter er avhengig av å få konsesjoner for å bli en operasjonell bedrift.

Konsesjonssystemet består av en to-trinns

regulering av akvakulturloven § 5 (Osland, 2017). Prosessen anses som kompleks og tidskrevende, hvilket gjør inngangsbarrierene for nyetablerte bedrifter høye. Dette vil igjen bidra til å redusere trusselen fra nye konkurrenter.

Tildeling av nye konsesjoner tar ofte lang tid, og det er derfor vanlig at de eksisterende selskapene driver med Mergers and Acquisitions «M&A». M&A-aktivitet omfatter oppkjøp av konkurrenter i den hensikt av å vokse uorganisk.

Den strenge reguleringen i Norge kan virke to-delt, på den ene siden vil reguleringene lede til høyere standard og kvalitet i norsk produksjon, samt forhindre overetablering i bransjen. På den andre siden vil reguleringene kunne lede til en situasjon der konkurransen fra utlandet blir større, som følge av mildere reguleringer, skatter og et bedre oppstarts-miljø. Et tiltenkt scenario er også at norske bedrifter kan flytte produksjonen til utlandet, noe som vil være problematisk for norsk økonomi og sysselsetning.

Norsk oppdrettsnæring er på grunn av den store eksportandelen, veldig avhengig av gode handelspolitiske avtaler. Eventuelle handelskonflikter med partnere som USA, Russland eller Kina vil

skape negative konsekvenser for hele den norske næringen. De politiske avtalene kan endres med høy frekvens, og er som regel helt utenfor selskaperens kontroll. Enkelte muligheter for lobbyisme kan ha en effekt, men denne er begrenset og bør ikke tas hensyn til. På bakgrunn av dette kan det være fordelaktig for oppdrettsselskapene å diversifisere salget til flere forskjellige markeder, dette for å redusere geografisk risiko, og for å skape konkurransefortrinn.

Det er en konstant politisk uro i verden, den er tidvis dynamisk og påvirker ulike deler av verden til ulik tid. Vi har nylig vært vitne til et presidentskifte i USA, der Joe Biden er blitt sverget inn som USAs 46 president. Biden har kommunisert et høyere fokus på bærekraft enn hans forgjenger Donald Trump, noe som kan tyde på økte muligheter i sjømatsektoren. Vi argumenterer for at det vil være svært positivt om lakseselskapene kommer innunder EUs taksonomi og blir definert som «grønne».

Videre har Storbritannia til slutt forlatt EU, og Norges forhold til landet er ikke lenger regulert av EØS-avtalen. I dag forhandles det om en frihandelsavtale mellom Norge og Storbritannia (Regjeringen, 2021), noe som kommer til å være særs viktig å følge med på.

Handelssituasjonen med Russland har som tidligere nevnt, vært svært ustabil. Sanksjoner har resultert i eksportforbud til Russland, hvor Russland har vært et viktig marked for Norge i lang tid. Dersom situasjonen skulle bedres, finnes det gode muligheter for vekst i eksporten. I september 2020 fikk to norske selskaper, deriblant Lerøy, tillatelse til å eksportere laks og ørret med forbehold om at fisken foredles i Hviterussland (Intrafish, 2020). Dette tyder på at det kan forekomme individualistiske fordeler mellom selskaperens eksportmuligheter, og dette skal ses på som en mulig konkurransefordel.

#### *7.2.1.2 Økonomiske forhold*

De økonomiske faktorene ble diskutert i kapittel 7.1, og vil for ordens skyld ikke bli repetert i dette avsnittet.

#### *7.2.1.3 Sosiokulturelle forhold*

Med sosiokulturelle forhold ser vi på den generelle befolkning både fra et lokalt og et globalt perspektiv. Vi tar hensyn til preferanser i livsstil, trender og demografisk utvikling.

Verdensbefolkningen øker i antall, med en avtakende veksttakt. Data fra De Forente Nasjoners «World Population Prospects 2019» viser en forventning om ca. 9,7 milliarder mennesker i 2030, fra omtrent 7,8 milliarder i 2020. Det er særlig veksten i den globale middelklassen som vil være en avgjørende faktor for økt konsumpsjon av sjømat. Populasjonen er avhengig av en pålitelig kilde til sunn og effektivt produsert mat. Det er nettopp fokuset på sunn, proteinrik næring som er en av de største argumentene for videre vekst i global konsumpsjon av sjømat.

Kloden består av ca. 70% vann, allikevel står havet for omtrent bare 2% av den globale matproduksjonen, noe som tyder på at det er et godt vekstpotensial. Oppdrett av sjømat har vist seg langt mer ressursbesparende enn konvensjonelt landbruk. I tillegg blir næringsinnholdet og helsefordelene, slik som de gode fettsyrene Omega-3, DHA og EPA, ved sjømat fremhevet av helsemyndigheter og NGO's slik som World Health Organisation (Cuparencu, Pratico, Hemeryck, 2019). Regjeringen la frem et ønske fra norske helsemyndigheter i 2020 om å øke konsumpsjonen av sjømat med 20% frem til 2023.

I tillegg vil sosiale trender være en bidragsyter til sterk utvikling av konsumpsjonsvaner, slik som sushi-trenden i USA/Europa gjorde på 1960-tallet. Vi ser tegn til nye sosiale trender der sunn mat er i fokus. Den globale pandemien styrker denne trenden ytterligere ettersom sunn mat styrker immunforsvaret vårt.

#### *7.2.1.4 Teknologiske forhold*

En av de store teknologiske satsningene for oppdrettsnæringen i nyere tid er skiftet til såkalt landbaserte anlegg. Den nye teknologien vil kunne eliminere noen av de største biologiske og miljømessige utfordringene bransjen sliter med. Landbasert oppdrett kan i tillegg svekke Norges naturlige konkurransefortrinn dersom landbasert blir en ny standard. Nye aktører vil kunne etablere seg nærmere sluttkunden, og sånn sett kutte transportkostnader forbundet med sjømat. Dette vil gjøre de nye aktørene mer konkurransedyktig på pris og miljøhensyn.

Vi ser at flere av de største aktørene begynner å nevne landbaserte oppdrettsanlegg i sine rapporter, samtidig som flere spesifikke landbaserte selskaper dannes (iLaks, 2020).

Det er ikke bare på land det skjer innovasjon i oppdrettsbransjen, det skjer også lenger ut til havs, med havbasert oppdrett. Disse anleggene er mye større enn konvensjonelle oppdrettsmerder og vil plasseres langt ut til havs. Dette vil bidra med en bedre levestandard for fisken, samt redusere risikoen for sykdommer og risiko for rømmning. Det er særlig SalMar som satser på denne nye teknologien, med sin «Ocean Farm 1» vil de bli først i verden med oppdrettsanlegg til havs (SalMar, 2019).

Slik som med det meste av ny teknologi, er det svært kapitalkrevende og risikofylt i startfasen. Selv om de teknologiske innovasjonene skal bidra til nye vekstmuligheter og bedre lønnsomhet i det lange løp, kommer ikke disse innovasjonene uten problemer. For havbasert oppdrett er en av utfordringene den geografiske plasseringen, og meteorologiske belastninger.

### 7.2.1.5 Miljømessige forhold

De miljømessige forholdene flettes sammen med de teknologiske forholdene i den forstand at den nye teknologien utvikles for å redusere de miljømessige problemene knyttet til oppdrettsnæringen.

Vi har i kapitel to drøftet mer inngående rundt problematikken for akvakultur, der rømning, forurensning og restavfall fra fôr har en negativ effekt på det naturlige nærmiljøet. Samtidig bidrar dagens kapasitetsmaksimerende bruk av åpne merder til lav trivsel for oppdrettsfisken, der sykdommer spres og lakselusen trives.

Prosessene for å motvirke både sykdom og lakselus bidrar i sin tur til negativ påvirkning både på miljø og levestandard for fisken. Bruk av antibiotika kan spre seg til viltbestanden, og videre til konsumenter. Termisk behandling for lakselus, en prosess der laks blir spylt med 30 grader varmt vann i 30 sekunder, har vist tegn til økt dødelighet og smerte for fisken. Som følge av dette er nå denne metoden under granskning, og et forbud er nærliggende (Stranden, 2020).

Høy dødelighet- og rømningsrate vil naturlig ha en direkte effekt på den enkelte bedrifts lønnsomhet. I tillegg vil disse faktorene kunne svekke produsentenes omdømme, næringens status og redusere etterspørselen i markedet.

Oppdrettsnæringen er underlagt strenge krav for å begrense de miljømessige effektene. Ny teknologi må tilrettelegges innenfor de satte rammene til fordel for miljøet, noe vi så ved innføringen av trafikklyssystemet som ble satt i kraft i 2017. Dette systemet er utviklet for å øke lønnsomhet og konkurransekraft, innenfor rammene av en miljømessig og bærekraftig utvikling (Produksjonsområdeforskriften, Lovdata).



Figur 38: Trafikklyssystemet (Fiskeridirektoratet, 2020).

Trafikklyssystemet regulerer antall MTB (Maksimal tillatt biomasse), altså maksimalt hvor mange tonn fisk det er lov å ha i merdene samtidig. Tiltak som dette vil gi incentiver for innovasjon innenfor bærekraftige alternativer, og mer effektiv drift av virksomhetene.

#### 7.2.1.6 Legale forhold

Norsk oppdrettsnæring styres i hovedsak av Akvakulturloven, og er definert på følgende måte:

«Loven skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten» (Lovdata, 2005, § 1).

Flere andre lover er også delaktige i å sette rammene for akvakultur, inkludert matloven, dyrevelferdsloven og forurensningsloven. Det er i hovedsak Nærings- og fiskeridepartementet som regulerer norsk oppdrett, men i tillegg reguleres næringen av myndighetsroller som Fiskeridirektoratet, Mattilsynet, Miljødirektoratet, Kystverket, Norges Vassdrags- og energidirektorat og de individuelle kommunene.

Det er viktig å merke seg at brudd på en eller flere av disse forskriftene kan ha kraftig påvirkning på det enkelte selskap, både økonomisk og driftsmessig. Konesjoner kan bli inndratt, bøter kan bli delt ut, og andre driftsrelaterte forhindringer kan ilegges.

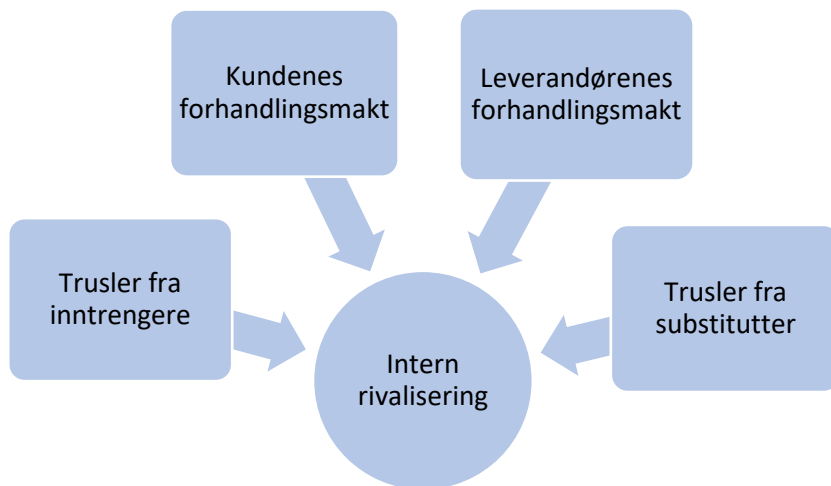
#### 7.2.2 Porters fem krefter

Porters fem-faktormodell identifiserer og analyserer frem strategiske konkurransfordeler som former enhver bransje og forklarer bransjens sty

identifisere en bransjestruktur, herunder konkurransen i bransjen og langsiktige utsikter.

Modellen ble først lansert i 1979 og er oppkalt etter professor ved Harvard Business School, Michael E. Porters fem krefter deles inn i fem segmenter: trusler fra inntrengere, kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, trusler fra substitutter og intern rivalisering. Porter argumenterer for at dersom en finner grunnlag for «høy grad» på samtlige av de fem kreftene, vil bedriften operere i en bransje med tilsvarende fri konkurranse, noe som vil være lite attraktivt i henhold til lønnsomhet.

Vi skal nå benytte oss av fem-faktormodellen for å kartlegge konkurransesituasjonen, slik at vi senere kan bruke informasjonen til å avgjøre hvilken posisjon Lerøy har i markedet.



Figur 39: Porters fem-faktormodell (egen produksjon).

### 7.2.2.1 Trusler fra inntrengere

Inntrengere kan defineres som aktører som foreløpig ikke befinner seg i det eksisterende markedet, men som potensielt kan etablere seg i markedet på sikt. Dersom inngangsbarrierene er lave, vil man typisk si at trusselen er høy. Dette vil være alvorlig for de eksisterende bedriftene da økt konkurransintensitet teoretisk sett leder til priskonkurransen.

Når man diskuterer eventuelle trusler fra inntrengere, legges det ofte vekt på bransjens inngangsbarrierer. Inngangsbarrierer er en økonomi- og forretningsbetegnelse som beskriver de faktorer som kan forhindre eller vanskeliggjøre oppstartskostnader, regulatoriske hindringer eller andre hindringer som hever inngangsbarrierene. Vanlige inngangsbarrierer inkluderer patentbeskyttelse, merkevareidentitet, kundelojalitet, høye bytteomkostninger, stordriftsfordeler samt behovet for nye lisenser og godkjenninger fra myndighetene. Vi har valgt å rette søkelyset mot oppdrettsnæringens høye oppstartskostnader, og de regulatoriske hindringene i form av konsesjoner.

Oppdrettsnæringen er en kompleks bransje som kjennetegnes av tid- og kapitalintensivitet der etablerte selskaper har et kunnskap- og kostnadsfortrinn mot potensielle nye bedrifter. Det er derimot ikke en bransje der bedriftshemmeligheter må holdes gradert, og patenter har ikke vært avgjørende i bransjen, da oppdrettsprosessen stort sett er den samme uavhengig av selskap.

Etableringskostnaden anses som høy da nye bedrifter må investere i oppdrettsanlegg og konsesjoner, i tillegg til at selskapene må være robuste nok til å kunne dekke 2-3 år med tap. Tiden vi illustrerer er generelt den tid det tar fra planlagt produksjon, til ferdigprodusert og salgsklar fisk. Majoriteten av de etablerte bedriftene er i tillegg vertikalt integrert og styrer derav hele verdikjeden selv, noe som bidrar til enda mer kompleksitet for nye bedrifter. Vi mener at myndighetenes reguleringer er en av

de største inngangsbarrierene, særlig ettersom konsesjonssystemet styrer næringen. Dette system hindrer fri etablering for nye konkurrenter, da samtlige aktører må søke om godkjenning.

Vi har tidligere skrevet om to-trinns tildelingsprosessen fra Fiskeridirektoratet der et begrenset tilbud av konsesjoner deles ut til de søkende, og hvor stor konkurranse blant de søkende bidrar til priskonkurranse på konsesjoner. I tillegg finnes det muligheter for å erverve konsesjoner i et andrehåndsmarked til en kraftig pris-premium. Normal størrelse på MTB for en konsesjon er 780-945 tonn, og minstepris på kvoter per produksjonsområde varierer mellom 156-189.000 NOK per tonn MTB i 2020 (Fiskeridirektoratet, 2020). Høy pris og lavt tilbud på konsesjoner vil gjøre det kostbart for nye aktører å etablere seg. Man kan argumentere for at det geografiske kravet for optimal produksjon er en ekstra inngangsbarriere, da det er sannsynlig å anta at de store etablerte selskapene allerede har sikret seg områdene med de beste geografiske forholdene.

Trusler fra landoppdrett vil kunne endre konkurransen dersom teknologien blir mer moden, og bredt anvendt. Teknologien kan fjerne de geografiske inngangsbarrierene, samt at særtillatelser for konsesjon til landoppdrett muligens vil kunne gjøre det enklere for nye bedrifter å etablere seg. Vi vil poengtere at det fremdeles vil være kostbart, kreve et høyt kunnskapsnivå, og at etablerte bedrifter med god historikk og robust finansiell posisjon fremdeles vil ha en fordel. I henhold til de uttalte argumentene konkluderer vi med at trusselen fra potensielle inntrengere er forholdsvis lav.

#### *7.2.2.2 Kundernes forhandlingsmakt*

Bransjer hvor kundene har høy forhandlingsmakt kjennetegnes en bransje hvor kundene kan påvirke prisene i markedet. Kundene har større makt over aktørene, og kan bidra til å senke marginene i en bransje. Høy forhandlingsmakt oppstår i bransjer der det er et stort antall tilbydere, med få eller lite diversifiserte produkter. Disse faktorene kan appliseres i oppdrettsnæringen, da særlig innenfor lakseoppdrett, der produktet er nærmest homogent samtidig som det eksisterer et stort antall tilbydere. Selv om produktet er likt, vil det finnes rom for merkevarebygging som kan generere en viss prisforskjell. Likevel vil kundene nyte lave byttekostnader da barrieren for å velge en produsent over en annen ikke er høy.

Oppdrettsnæringens kunder er ofte ikke sluttkonsumenten, men det er som regel store grossister og dagligvarekjeder som opererer med lange avtaler. Disse aktørene har forhandlingsmakt i den forstand at de kan lage avtaler med andre tilbydere og allikevel få et tilsvarende produkt. Samtidig er det en mulighet å inngå lange kontrakter med fastsatt pris, noe som kan redusere forhandlingsmakten. Basert på disse argumentene er det rimelig å anta at kundenes forhandlingsmakt er høy, men det skal tas hensyn til at etterspørselen på Norsk oppdrettsfisk er høy



kombinert med begrenset tilbud. Vi konkluderer derav med at kundenes forhandlingsmakt er moderat.

#### *7.2.2.3 Leverandørenes forhandlingsmakt*

Leverandørenes forhandlingsstyrke refererer til makten leverandører har ved å eksempelvis heve prisene, redusere kvaliteten, eller begrense tilgjengeligheten av produktene. Ettersom flere av de store bedriftene i oppdrettsnæringen styrer majoriteten av verdikjeden selv, preges industriene av relativt få ulike leverandører, da særlig produsenter av utstyr og anleggssystemer, samt innsatsfaktorer som fiskefôr og farmasøyter.






Hva som styrer nivået av forhandlingsmakt er typisk antall tilbydere av det samme produktet, produktenes kompleksitet, tilgjengelighet, samt hvorvidt det er kostbart å bytte leverandør. Ifølge XPRT en ledende markeds plass for jordbruksindustrien, er det elleve hovedsakelige fôrprodusenter i Norge (XPRT, 2020), men flere globale produsenter. Vi mener det er et relativt høyt antall tilbydere, noe som vil indikere på at leverandørenes forhandlingsmakt er lav. Allikevel har vi sett selskaper som integrerer produksjonen i sin verdikjede, noe som kan tyde på at oppdrettsselskapene anser fôrprisene som høye, og at det er liten sjanse for å forhandle de ned.

Dersom flere oppdrettsselskaper velger å opprette egen fiskefôrproduksjon vil dette være alvorlig for de etablerte produsentene. Dette viser til en gjensidig avhengighet mellom kjøper og selger, noe som tyder på at samarbeid er viktig for leverandører, og derav begrenses forhandlingsmakten. På bakgrunn av dette anser vi at leverandørenes forhandlingsmakt er moderat.

#### *7.2.2.4 Trusler fra substitutter*

Som nevnt i kapittel 7.2.1.3 om de sosiokulturelle forholdene, kommer omtrent kun 2% av konsumentenes proteininntak fra havet, mens øvrige kilder produseres på land. Med denne informasjonen er det enkelt å anta at proteinsubstituttene er mange. Ett substitutt defineres i forbrukerteori som et produkt eller tjeneste som ikke er identisk, men der forbrukere ser på nytten som vesentlig lik ved et tilsvarende produkt.

Det er to generelle forskjeller i substitutter vi må ta hensyn til, den ene er substitutter i form av næringsinnhold, da særlig i form av proteiner, den andre er substitutter i form av pris på sluttproduktet. Er man opptatt av næringsinnhold kan man stille oppdrettslaks i relasjon til andre typer av animalske kilder slik som A. Champenier har gjort i tabellen herunder (Champenier, 2019).

	 Farmed Salmon	 Chicken	 Pork	 Beef	 Lamb
Global Production (tonnes, million)	3.2	107.1	118.2	66	9.3
Carbon Footprint <sup>2</sup>	0.6	0.88	1.3	5.92	–
Land Use <sup>1</sup>	3.7	7.1	11	102	185
Feed Conversion Ratio (kg) <sup>3</sup>	1.2-1.5	1.7-2.0	2.7-5.0	6.0-10.0	–
Protein Retention (%) <sup>4</sup>	28	37	21	14	–
Edible Yield (%) <sup>5</sup>	68	46	52	–	38

Tabell 17: Bærekrafts-sammenligning (Champerier 2019).

Av disse faktorene, vil vi særlig trekke frem «Feed Conversion Ratio» (FCR) som er et nøkkeltal på hvor mye fôr som kreves for å vokse 1 kg. En FCR på 1,2 betyr at det kreves 1,2 kg fôr for å vokse 1 kilo. I tillegg kan det være interessant å se på «Edible Yield» som er en måleenhet på hvor stor del av en enhet man kan spise.

Av tabellen er det rimelig å anta at oppdrettslaks er vesentlig mer attraktivt både som proteinkilde og med hensyn til miljø. I tillegg har vi tidligere vist til andre næringsfordeler i fisk, som nyttige fettsyrer.

For sluttkonsument er det ikke bare innholdet som er av betydning, her spiller nemlig pris på proteinkilden en avgjørende rolle. De forskjellige proteinkildene har lave byttekostnader og konsumentene opplever høy priselastisitet. Personlig preferanser kan ha viss betydning på etterspørselen.

Det finns grunn til å argumentere at trusselen fra substitutter allikevel er lav, sett til den økende etterspørselen på internasjonal basis. Vi mener at pris er den avgjørende faktoren, dersom lakseprisen blir for høy, vil sluttkonsument bytte til et substitutt.

#### 7.2.2.5 Intern rivalisering

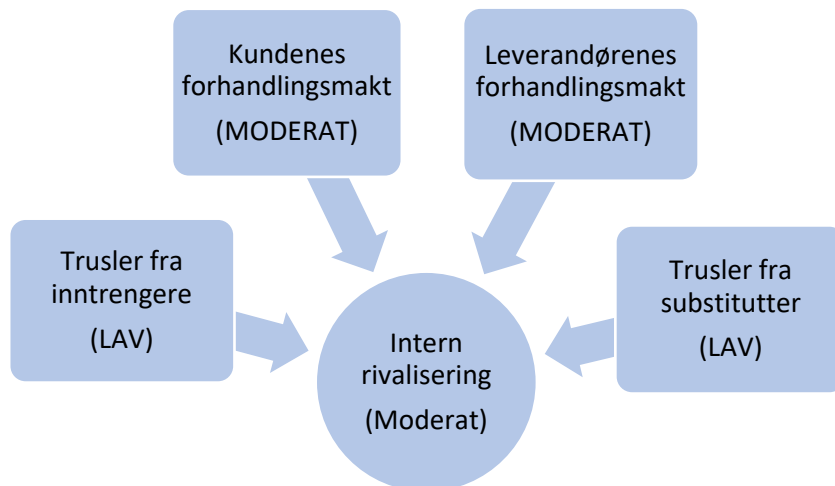
Intern rivalisering er et mål på omfanget av konkurranse blant eksisterende bedrifter. En intensiv rivalisering kan begrense fortjenesten og føre til endringer i konkurransebildet slik som prisreduksjoner, økte markedsføringskostnader og økte utgifter til forskning og utvikling. Konkurransenintensiteten i en næring er avhengig av faktorer slik som antall konkurrenter, produktilbud og byttekostnader. Det er en kamp om å kapre markedsandeler fortløpende.

Det forholdsvis få store bedrifter innenfor oppdrettsnæringen i Norge, noe som tilsier at det er et konsentrert marked med lav rivalisering, men produktene er som tidligere nevnt lite diversifisert og bidrar derav til økt konkurranse ettersom byttekostnadene blir lave. Bedriftene konkurrerer i hovedsak om tilgang på konsesjoner og kontrakter, med et begrenset tilbud reduseres den organiske produksjonsveksten og vi ser derfor en økende grad av oppkjøp i næringen. Dette resulterer i

prisøkning, og økte investeringer for å opprettholde konkurransedyktigheten blir vesentlig. Dette tyder på høy rivalisering i bransjen.

Den økende etterspørselen tyder derimot på det motsatte, ettersom høy etterspørsel i kombinasjon med lavt tilbud teoretisk sett innebærer lav intern rivalitet. Konklusjonen blir her at det er en moderat trussel ettersom vi ser to argument som trekker i motsatt retning.

#### 7.2.2.6 Oppsummering av Porters fem krefter



Figur 40: Porters fem-faktormodell oppdatert (egen produksjon).

Figuren viser at oppdrettsæringen har en moderat til lav konkurransesituasjon og er dermed en fordelaktig bransje å operere i dersom man

### 7.3 Intern analyse

Etter en ekstern analyse av makroøkonomiske forhold er det viktig å undersøke de interne forholdene i Lerøy Seafood Group. Dette er viktig for å kunne få et ordnet overblikk over utsiktene, finansielle forhold, samt mulighetene selskapet har de kommende årene.

#### 7.3.1 Lerøy Seafood Group utsikter

Lerøy har de siste årene hatt stort fokus på miljøvennlig og bærekraftig vekst. Dette har de gjort ved å fullintegre verdikjeden. En fullintegrert verdikjede gir Lerøy større kontroll på produksjonen, og gir mer oversikt over de ulike leddene. Oppdrettsbransjen er en volatil bransje som er avhengig av sterk laksepris. Dette så man spesielt i 2016 da lakseprisen steg betraktelig, og flere av oppdrettsselskapene opplevde et rekordår.

Gjennom større investeringer i rensefisk kan Lerøy jobbe aktivt for bekjempelse av lakselus, som har vært et vedvarende problem for oppdrettsbransjen. Lerøy har de siste årene hatt stort fokus på investeringer som skal forebygge slike problemer. Dette inkluderer større investeringer i

postsmoltkapasiteten. I årsrapporten beretter Lerøy at de ønsker å utvikle deres kapasitetsutnyttelse i havbrukssegmentet. Investeringer i nye smoltanlegg som benytter seg av RAS-teknologi medfører at smolten holdes lenger i anlegget før den settes i sjø. Dette gjør at smolten er sunnere og mer robust, som igjen gir høyere sannsynlighet for at fisken er frisk og levedyktig (Årsrapport 2019, s. 54-55).

Investeringene gjør at selskapet de kommende årene kan bevege seg ut av en fase med store investeringer, og mot en fase med økt kapasitetsutnyttelse og lønnsomhet. Dette er en del av de siste års fokus på bærekraftig vekst. Gjennom tunge investeringer i Nord-Norge oppfyller Lerøy et samfunnsansvar ved å være en aktør som tilbyr mange arbeidsplasser. Oppdrettsbransjen er en viktig næring i utkantstrøkene i Norge, og ansetter flere tusen personer hvert år.

Rent økonomisk er utsiktene til Lerøy gode. De er et sterkt økonomisk selskap med en sterk balanse. Dette gir stor fleksibilitet som må verdsettes høyt med fokus på realopsjonsteori fra kapittel 4. Fra kapittel 6 ser vi at selskapet de siste årene har senket den rentebærende gjelden, og gjeldsgraden ligger i 2019 på 0,69. Dette er informasjon en investor bør verdsette, da selskapet systematisk jobber for å redusere den operasjonelle risikoen. Realopsjonsteorien skal også fange opp disse sidene ved et selskap, ettersom risikoprofil ikke fanges opp ved nåverdiberegning. Ved nedgangsperioder vil Lerøy kunne belage seg på lavere svingninger enn selskaper med betydeligere høyere risiko på gjelden. Brutto fortjenestemarginen har som beskrevet i kapittel 6 vokst i stor grad de siste årene, som gjør at lønnsomhetsanalysen for de kommende årene viser sunne fremtidsutsikter. Vi har prognostisert en gjennomsnittlig bruttofortjenestemargin større investeringer hvis det er nødvendig.

For å få et mer overordnet syn på deres fokus på bærekraftig vekst kan man dele inn deres fokusområder i tre segmenter. I årsrapporten deler Lerøy den bærekraftige veksten opp i: økonomisk bærekraft, klima og miljømessig bærekraft og sosial bærekraft (Årsrapport 2019, s. 50-51).

**Økonomisk bærekraft:** Lerøy har de siste årene hatt stort fokus på stabil økonomisk vekst, og de har satt et mål om å generere en årlig avkastning på sysselsatt kapital på 18%. Selskapet har et fokus på å følge syklene i markedet, samt være innforstått med risikoaspektene i markedet. De ønsker å ha en kapitalstruktur som hensyntar risiko og uforutsette hendelser, slik at den økonomiske driften opptrer sunn og bærekraftig. Lerøy uttaler selv at de også har som strategi å vokse uorganisk gjennom oppkjøp, fusjoner og partnerskap. Dette mener vi gir større fleksibilitet, gjør at de opptrer mer attraktivt hos kundene og bidrar til samfunnsøkonomisk nytte.

**Klima og miljømessig bærekraft:** Lerøy har gjennom et større fokus på miljøhensyn investert i sunnere foredling av havet. Et eksempel på dette er «Ocean Forest» som er et prosjekt for å gjenvinne utnyttede ressurser i miljøet for å dyrke en sunnere havbunn, og å legge til rette for at

havet og sjøen blir behandlet på en sunn og levedyktig måte. Gjennom å øke dyrkingen av marine alger, fisk og skalldyr ønsker Lerøy å dekke matbehovet som vil oppstå i årene som kommer (Ocean Forest). Gjennom økte investeringer i forskning hos Ocean Forest, delta på strandryddeaksjonen, og å utgi en bærekraftsrapport hvert år, setter Lerøy et søkelys på noe som vil være ekstremt viktig i årene som kommer - nemlig sunn og effektiv foredling av havene.

**Sosial bærekraft:** Det menneskelige aspektet ved bærekraft er noe Lerøy setter høyt. Dette innebærer å tilby en trygg arbeidsplass som har kontinuerlig fokus på HMS. De streber etter å ha ordnede arbeidsforhold, med stort fokus på at samarbeidspartnere skal jobbe mot det samme. Dette gjøres for å skape et transparent arbeidsmiljø hvor alle jobber mot et felles mål. Likestilling er sentralt i den sosiale bærekraften, og Lerøy arbeider for lik lønn for likt arbeid. Sammen med fokus på god opplæring, sikrer de kompetansebygging med fokus på likestilling og en diversifisert arbeidsgruppe. En viktig faktor for Lerøy er å utvide konsernets drift til alle ledd og i alle aktivitetsområder. Dette inkluderer at alle har de samme grunnprinsippene, uavhengig av lokasjon og etnisitet. Dette skaper trygghet i alle ledd, og sikrer at alle opptre innenfor Lerøy sin «line of conduct», som er grunnlaget for et trygt og rettferdig konkurransemarked.

### 7.3.2 Strategiske egenskaper

Barney skrev i 1991 artikkelen “Firm resources and sustained competitive advantage” som er grunnlaget for VRIO-analysen som vi skal benytte i dette kapitlet. VRIO-analysen gir oss bedre innsikt i ressursene til Lerøy, og er et verktøy for å vurdere om ressursene er verdifulle, imiterbare og utnyttet disse ressursene er for Lerøy (Barney 1991). Videre ser vi hvorvidt det har gitt konkurransefordel eller ei. Analysen ser om konkurransefordelen er vedvarende, og om egenskapene er oppfylt. Et viktig argument Barney bruker er at ressursene er heterogene, altså virksomhetsspesifikke. De verdifulle ressursene må muliggjøre utvikling, og de bør ikke besittes av flere i bransjen. De siste årene har modellen blitt kritisert av flere for å være for statisk, og for å være en tautologi som vanskelig lar seg teste empirisk (Økonomisk styring 2.0, Gjønnnes & Tangenes, s. 310-311). Fremdeles bruker selskaper modellen til å undersøke mulighetene som foreligger, og verdien av ressursene innad i bedriften. VRIO-analysen er et viktig rammeverk for å gi en ressurs-basert forklaring på konkurransefortrinn.

Ressurser/evne	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Utnyttet av virksomheten	Konkurransefortrinn?
Fysiske	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
Finansielle	Ja	Moderat	Nei	Ja	Trivielt fortrinn
Teknologiske	Ja	Ja	Ja	Ja	Vedvarende
Kompetanse	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig fortrinn

Figur 41: VRIO (egen produksjon).

### 7.3.2.1 Fysiske Ressurser

Lerøy Seafood Group er verdens nest største lakseoppdretter med 158 tusen tonn slaktet laks i 2019. Dette tilsier at Lerøy er et verdensledende selskap med store fysiske ressurser. De opererer hovedsakelig innenfor laks og ørret, men har også konsesjoner på villfangst. I 2016 kjøpte Lerøy opp Havfisk ASA (i dag Lerøy Havfisk), og de overtok i januar 2020 en helt ny hekktråler fra Vard Søviknes (Lerøy Årsrapport 2019, s. 12-13).

Lerøy opererer i dag med sine to segmenter «Havbruk» og «Villfangst» på flere felt i Norge, og har innenfor Havbruk fokus på laks, ørret og rensefisk gjennom datterselskapene Lerøy Aurora, Lerøy Midt og Lerøy Sjøtroll. Villfangstsegmentet opererer i store deler av Nord-Norge og har konsesjon på 10% av alle norsksamlede torskekvoter n villfangstsegmentet, og de hadde fangst på omtrentlig 62 tusen tonn i 2019. (Årsrapport 2019, s. 61-61).

Deres Havbruk sto for 70% av alle inntektene, og slaktet i 2019 totalt 158 tusen tonn av laks og ørret. Konsernet har på tvers av alle ledd i Havbruk-segmentet 184 konsesjoner i 2019. Lerøy har flere datterselskaper i flere land for foredling av slaktet fisk, noe som gjør at de fordeler de fysiske ressursene rundt om i verden. Innenfor laksebransjen er ikke Lerøys fysiske ressurser sjeldne, eller ikke-imiterbare, noe som medfører at det ikke vil gi et fullstendig konkurransefortrinn.

### 7.3.2.2 Finansielle Ressurser

Ser man på ulike finansielle nøkkeltall rundt lønnsomhet og likviditet, har vi gått i dybden på dette i kapittel 6. Avkastningen på investert kapital (ROIC) har de siste årene ligget mellom 10 og 20%. Dette beskriver godt hva slags verdier bedriften genererer for sine aksjonærer. ROIC har overgått WACC i alle våre referanseår, men likevel ligger ROIC under bransjesnittet. Avkastning på egenkapitalen som måler lønnsomhet og hensyntar finansiell giring, har de siste årene ligget rundt nivåene til ROIC, og

er viktig for investorer fordi det forklarer at Lerøy klarer å levere avkastning på egenkapitalen som overgår avkastningskravet.

Det at den finansielle lønnsomheten de siste årene har vært positivt tenderer til å gi trygghet for aksjonærer, samt gi store muligheter for Lerøy. Lerøy har en sterk balanse med lav gjeldsgrad, stor kapitalbeholdning og store finansielle ressurser. Derimot mener vi det ikke kan argumenteres for at det gir et vedvarende konkurransefortrinn slik situasjonen er i dag. Det er ikke nødvendigvis sjeldne ressurser eller ikke-imiterbare ressurser. Fra et analytisk perspektiv er derimot nøkkeltallene til Lerøy viktig i verdivurderingen av selskapet. De finansielle ressursene gir grunnlag for å være optimistisk for fremtiden når man ser at de har ressursene til det.

Likviditetsgrad 1 og 2 forteller oss forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld og skal fortelle oss om bedriftens evne til å dekke den kortsiktige gjelden. Derimot finnes det flere argumenter på kritikk av disse forholdstallene, noe som blir nærmere forklart i kapittel 6.

### *7.3.2.3 Teknologiske ressurser*

Lerøy har de siste årene hatt stort fokus på teknologisk utvikling og innovasjon. De betegner det selv som en avgjørende innsatsfaktor i utviklingen av bedriften. En av de viktigste teknologiske investeringene Lerøy har gjort, er deres fokus på smolt-utvikling. Deres nye teknologi på dette feltet er deres RAS-teknologi som de siste årene har dreid seg om å investere i nye anlegg for å utvikle smoltproduksjonen. Dette har gjort at Lerøy Aurora og Lerøy Sjøtroll har økt snittstørrelsen på laksesmolt til 300 gram. Stort fokus på teknologisk innovasjon har ifølge årsrapporten for 2019 ført til at bedriften har blitt mer kostnadseffektiv. Lerøy har investert tungt i fabrikkløsninger, og i 2017 startet de byggingen av en foredlingsfabrikk i Nederland. Dette er en av Europas mest moderne fabrikker innenfor lakse drift, med noen av de mest innovative løsningene innenfor automatisering, kvalitet og matvaretrygghet (Lerøy Årsrapport 2019, s. 10-11).

Vi ser i 2019-rapporten at Lerøy de siste 5 årene har hatt stort fokus på forbedring av fabrikker. Deres RAS-teknologi oppfyller også noen av kravene til grønne konsesjoner som skal fokusere på miljøvennlige tiltak innenfor laksebransjen. Det er investert penger i fabrikker i Spania, og flere nye RAS-fabrikker i Norge. Større investeringer i anleggene har gjort at antall rømte fisk har falt drastisk i årene 2015-2016. I denne perioden rømte litt under 20 tusen fisk, og har forbedret seg til en rømningssrate som kun omhandler 86 fisk for hele 2019. Ved slike investeringer er det alltid viktig å estimere hvordan lønnsomheten vil bli påvirket på lang sikt. I laksebransjen er det ekstremt viktig med kostnadseffektivitet, da bransjen preges av store kostnader. Et viktig moment er også hvordan smolt-utviklingen vil se ut i årene som kommer. Med de siste års investeringer mener vi derfor at deres fokus på teknologi har gitt Lerøy et vedvarende konkurransefortrinn.

#### 7.3.2.4 *Kompetanse*

Et viktig slagord Lerøy benytter seg av er «One Lerøy, Unique alone, Stronger together» som er et insentiv for å skape samhold og tettere samarbeid. Dette handler om å bygge kompetanse i konsernet for å drive verdiskapningen videre, og å skape en vinnerkultur. Lerøy selv beskriver kompetansenivået i bedriften som en kritisk faktor for deres utvikling fra en grossist til et helintegrert globalt sjømatkonsern (Lerøy Årsrapport 2019, s. 8-9). Bransjen har i tidligere år vært drevet helt annerledes enn den gjør i dag. Lerøy har gjennom oppkjøp og samarbeid klart å bygge en sterk kompetanse innad i selskapet.

Tidligere var ikke bransjen kategorisert som kapitalsterk. Det var en bransje preget av manglende risikostyring og kortsiktig tenkning. Gjennom fusjoner og spesielt fusjonen av Nye Midnor AS i 2003, har dette lagt grunnlaget for dagens Lerøy. De har i dag et stort fokus på ulik kompetanse, og det er viktig med en diversifisert arbeidsgruppe med kompetanse fra ulike felt for å virkelig kunne drive bedriften fremover. Gjennom en likestilt styregruppe med fokus på å få inn forskjellige typer mennesker, har Lerøy skaffet seg dyktige arbeidere. Det legges også stor vekt på de ansattes egenskaper og etiske verdier, som Lerøy ser på som essensielt for å øke kompetansenivået i konsernet. Det er viktig for Lerøy å drive god opplæring av sine ansatte, slik at kunden skal føle seg trygg på at Lerøy har kompetansenivået som kreves.

Lerøy har selv lagt stor vekt på dette i deres mål om bærekraftig vekst. Deres kompetanse bør bli sett på som sjelden og verdifull, men ikke umfortrinn. Det er stor sannsynlighet for at mindre oppdrettsselskaper kan oppnå samme kompetansenivå som Lerøy.



## 7.4 SWOT-analyse

Etter en grundig intern- og ekstern analyse, vil SWOT-analysen oppsummere de interne og eksterne forholdene. SWOT-analysen fremhever hvilke styrker, svakheter, muligheter og trusler som foreligger. I analysen vil vi skape et helhetlig bilde av nåsituasjonen i Lerøy Seafood Group.

Interne Faktorer	
Styrker	Svakheter
Verdensledende innenfor egen bransje	Høye kostnader
Sterk balanse	Svakere lønnsomhet enn konkurrenter
En av få som får eksportere til Russland	Svak salgsvekst de siste årene
Diversifisert produktportefølje	Avhengig av svak kronekurs
God likviditet	Sensitiv mot laksesykdommer
Helintegret verdikjede	Sensitiv mot laksepris
Sterk vekst	
Økte investeringer og investeringsmuligheter	
Lav kapitalkostnad	
Lav likviditetsrisiko	
Eksterne Faktorer	
Muligheter	Trusler
EUs taksonomi for bærekraftig aktivitet	Geopolitisk uro
Utvikling i produktportefølje	Svak laksepris
Fabrikkutvikling	Handelsbarrierer
Vekstmuligheter	
Enda ikke sett full effekt av helintegrering	Sterk kronekurs vil påvirke eksportinntekter
Landbasert oppdrett	Syklisk næring
Havbasert oppdrett	USA vs. Kina
M&A-aktivitet	Klimaendringer
Grønne konsesjoner	Restriktiv oppdrettspolitik
Bærekraftig vekst	

Figur 42: SWOT (egen produksjon).

## 7.5 Konkurrentene

I vår analyse har vi valgt å avgrense oss til konkurrenter som er notert på Oslo Børs. Dette er selskaper som i stor grad opererer i samme marked, både med tanke på produktportefølje, men også med tanke på størrelse. Vi har valgt å begrense oss til visse kriterier for valg av konkurrenter:

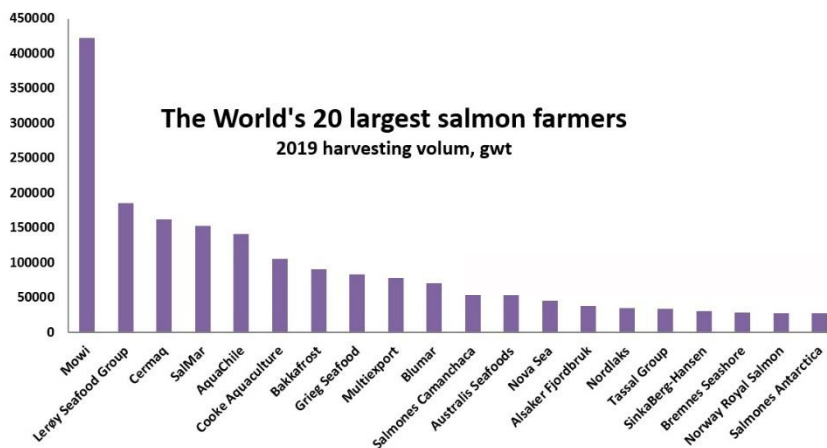
1. Notert på Oslo Børs
2. Relativt lik produktportefølje som Lerøy
3. Opererer innenfor samme marked
4. Relativt like vekstforutsetninger

Av konkurrenter har vi avgrenset oss til følgende:

- Grieg Seafood ASA
- Mowi ASA
- Norway Royal Salmon ASA
- SalMar ASA

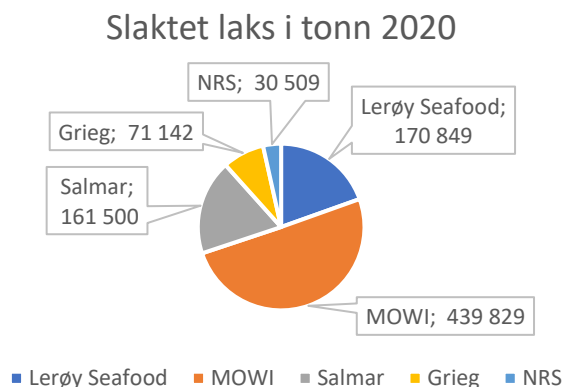
En viktig del av en finansiell analyse er å få innsikt i konkurrenter og markedet. Dette kan gi oss et inntrykk av tilstanden markedet befinner seg i, samt mulige prognoser av fremtidig utvikling i markedet. Generelt når det kommer til fiskeoppdrett er Norge bare en liten dråpe i havet, hvorav Asia står for nesten 90% av verdens fiskeoppdrett. Majoriteten av dette er relatert til Karpefisk (Fiskeoppdrett i verden).

Når det kommer til lakseoppdrett er Norge helt i toppen, hvor 4 av de 5 største lakseoppdretterne er norske basert på volum. Selv om Cermaq er Japansk-eid, har de fremdeles hovedkontor i Oslo.



Figur 43: Top 20 største lakseselskaper (iLaks, 2019).

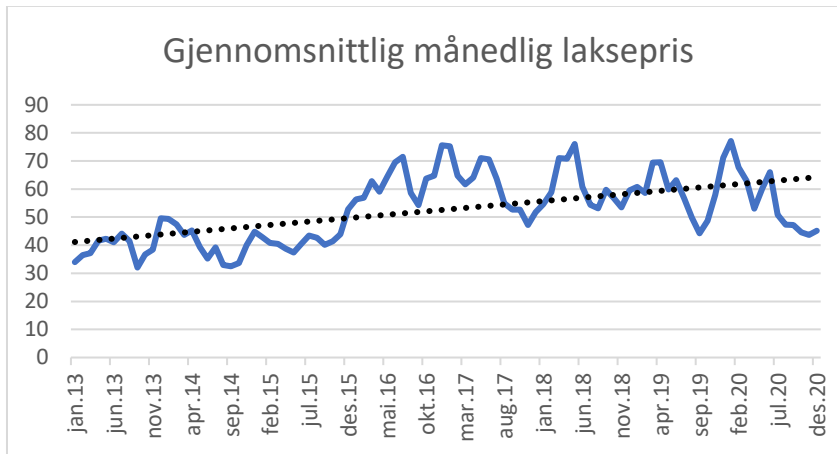
Nå som vi har vurdert de relevante konkurrentene til Lerøy, har vi også valgt å se på antall tonn slaktet laks. Her illustrert:



Figur 44: Slaktet laks 2020 (Q4 rapport fra selskapene, 2020).

## Fish Pool ASA

Den viktigste faktoren for laksebransjen er lakseprisen. Lakseprisen styrer i stor grad resultatene til de ulike selskapene. Fish Pool ASA er en regulert markedsplass hvor man kan kjøpe og selge finansielle laksekontrakter. Fish Pool er eid av Oslo Børs, og handler da kun i kontrakter. Dette er en markedsplass lakseselskapene følger nøye med på.



Figur 45: Gjennomsnittlig laksepris (Fishpool, 2021).

Som vi ser av grafen er det høy volatilitet i lakseprisen, men trendlinjen er positiv. Her ser man også den høye prisveksten i 2016, som er en forklaring på stor vekst i etterspørsel, med en tilhørende lav tilbudsside.

## Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood er en av Norges største lakseoppdretter med hovedkontor i Bergen. Som man ser av figur 42 er de på 8. plass over de største i verden når man ser på antall tonn slaktet i 2019. De er en bedrift med høyt fokus på miljøvennlig fiskeoppdrett, og har basert mye av driften sin på bærekraftig drift av selskapet. Grieg Seafood har i dag rundt 900 ansatte, og opererer fiskefarmer i Finnmark og Rogaland i Norge, British Columbia og Newfoundland i Canada, og Shetlandsøyene (about-us Grieg).

Ser man videre på Grieg sitt fokus på miljø og klimavennlig drift, ble Grieg tildelt den beste anerkjennelsen, altså karakter A for miljøvennlig drift av CDP i 2019, som gir karakterer til bedrifter rundt i verden basert på deres arbeid for miljøvennlige løsninger (Carbon Disclosure project). Dette viser at Grieg sitt arbeid mot klimavennlig drift har gitt resultater, og at det faktisk blir anerkjent.

Videre ser vi i 2019-rapporten at bedriften satser høyt når det kommer til vekst i volum. De har satt seg flere mål innenfor bærekraft, ulike suksessfaktorer, og finansielle mål. Dette er viktige drivere for å skape en solid og oppnåelig strategi. Det er tydelig at Grieg som konsern arbeider for bærekraftig vekst.

## Økonomiske nøkkeltall

Grieg Seafood er en bedrift som har opplevd stor økonomisk vekst. I 2015 var resultatet før skatt negativt, i de påfølgende årene har de levert positive resultater hvert år. I laksebransjen ser vi at alle selskapene har hatt et veldig positivt år i 2016 som her vil bli en gjenganger i de ulike selskapene. For Grieg ser vi en solid vekst fra 2015 til siste årsrapport i 2019. Driftsinntektene nær doblet seg og de økte bunnlinjen kraftig. De økte inntektene med nesten 2 milliarder fra 2015 til 2016, som styrket bunnlinjen kraftig. Dette kan ses i sammenheng med den kraftige økningen i lakseprisen i samme periode, hvor prisen omtrent doblet seg i løpet av ett år. Videre ser vi at Grieg har oppnådd god utvikling i inntektene i perioden, som vi kan se i tabell 18.

Tabell 18: Finansielle nøkkeltall Grieg Seafood

<b>Grieg Seafood</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Driftsinntekt	4 608 667	6 545 187	7 017 456	7 500 316	8 273 592
EBITDA	261 311	1 341 662	1 105 533	1 334 473	1 498 157
EBIT	80 951	1 683 487	812 938	1 354 915	866 860
Resultat før skatt	-9 208	1 560 835	798 480	1 276 925	840 626
Årsresultat	<b>4 366</b>	<b>1 222 331</b>	<b>600 899</b>	<b>997 120</b>	<b>644 908</b>
EK-andel %	38 %	47 %	47 %	48 %	46 %
ROE	0,20 %	44,90 %	18,33 %	27,58 %	16,07 %
ROIC	1,92 %	31,90 %	13,36 %	20,07 %	10,85 %
Slaktevolum	65 398	64 726	62 598	74 623	82 973

(Årsrapport, 2019).

Som vi ser av grafen, har aksjekursen hat

140 NOK. Dette underbygges av den solide veksten vi har sett i Grieg frem mot dette. I perioden har Grieg utviklet seg 245,10% uten å hensynta utbytte. Dette kan i stor grad forklares av sterk vekst i lakseprisen, sammen med god operasjonell drift og gode resultater.



Figur 46: Utvikling aksjekurs Grieg Seafood (Euronext, 2021).

## MOWI

MOWI tidligere kalt Marine Harvest, er i dag verdens desidert største lakseoppdretter, som slakter over dobbelt så mange tonn fisk som Lerøy. MOWI har hovedkontor i Bergen, og Ivan Vindheim er i dag administrerende direktør. Selskapet har rundt 14 500 ansatte og opererer i 25 land. Produktene deres selges derimot i 70 land. Selskapet startet opp i 1964, og har siden den gang vokst stort med hjelp av fusjoner og oppkjøp (om oss). MOWI eksporterer 99% av sine produkter til resten av verden, og de har også kontorer i alle verdens hjørner for å representere produksjonen (produkter). MOWI kontrollerer hele verdikjeden sin selv, noe som gjør de mer selvstendig, og gir de større kontroll. På grunn av dette, kontrollerer de alt fra avl, fôr og distribusjon.



Figur 47: MOWI verdikjede (MOWI, 2020).

## Økonomiske nøkkeltall

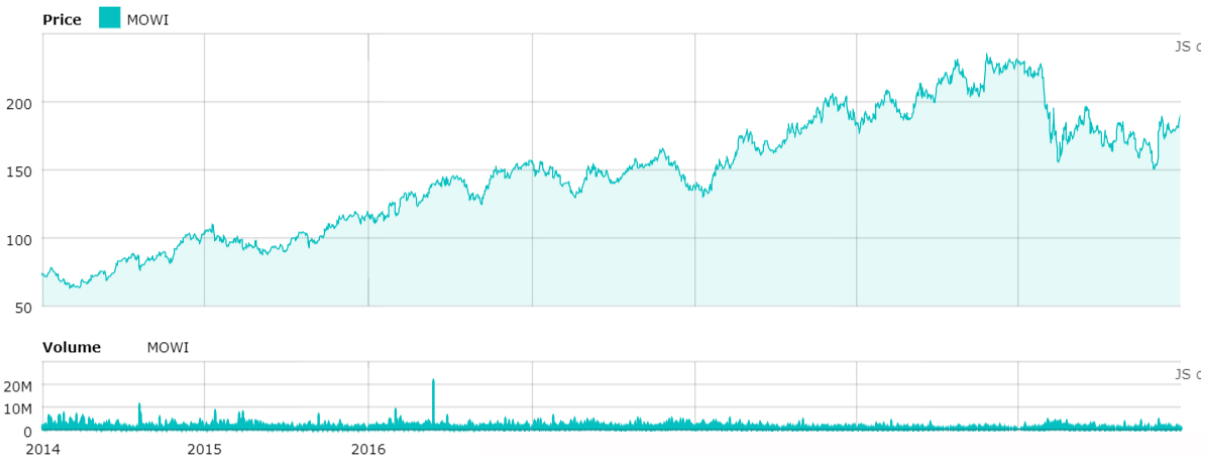
MOWI har gjennom flere år levert gode resultater og de har levert positive resultater i alle våre referanseår. De har hatt stor økonomisk vekst siden 2015 og har gått fra 3,1 milliarder euro i inntekter, til 4,1 milliarder euro i 2019. Dette kan ses i sammenheng med sterk laksepris i disse årene, men også som et resultatene av den integrerte verdikjeden. De startet opp egen fôrproduksjon i 2014, og har merket effekten av at Kina lettet på handelsblokaden etter fredsprisutdelingen i 2010. Aftenposten rapporterte at inntektene falt fra 400 millioner årlig i 2010 til 142 millioner i 2011 i Kina. Vi kan argumentere for at det er gunstig for laksebransjen at Norge har et normalisert forhold med Kina.

Tabell 19: Finansielle nøkkeltall MOWI (egen produksjon).

MOWI (Meur)	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekt	3 112	3 510	3 649	3 812	4 136
EBITDA	487	906	943	843	487
EBIT	345	991	485	926	617
Resultat før skatt	250	759	523	732	607
Årsresultat	<b>158,3</b>	<b>539,3</b>	<b>462,7</b>	<b>567,2</b>	<b>476,2</b>
EK-andel %	45,20 %	43,00 %	53,50 %	56,00 %	49,50 %
ROE	9,0 %	27,20 %	21,11 %	21,84 %	16,50 %
ROIC	5,79 %	24,34 %	11,99 %	21,46 %	11,29 %
Slaktevolum	420 148	380 621	370 346	375 237	435 904

Ser man på slaktenivåene for 2019, ser man at MOWI er tilbake på nivåene de oppnådde i 2015. MOWI guidet slaktenivåer på 430 tusen tonn i 2019, og vi kan se av tabellen at de overgikk forventningene (Årsrapport, 2019). Videre kan vi se at endelig guiding for 2020 er på 450 tusen tonn.

Fra et aksjerspektiv kan vi se at aksjen har hatt stor utvikling de siste årene, med en vekst på over 158,02% i perioden uten å hensynta utbytte. MOWI har tidligere vært notert på både Oslo Børs og NYSE, men er i dag kun tilgjengelig på Oslo Børs og US OTC Markets. Den store veksten i MOWI kan sees i sammenheng med sterk laksepris, og en større tro på laksebransjen som vi også ser i konkurrerende aksjer. De fleste lakseselskapene har de siste årene sett stor vekst på børsen. MOWI har i dag en markedsverdi på 107 milliarder kroner og var i 2019 blant de 5 mest verdifulle selskapene på Oslo Børs.



Figur 48: Utvikling aksjekurs MOWI (Euronext, 2021).

## NRS

Norway Royal Salmon ble grunnlagt i 1992 gjennom en sammenslåing av 34 lakseoppdrettere for å starte opp et salgs- og markedsføringselskap for laksebransjen. NRS har hovedkontor i Trondheim og i dag er selskapet et fullintegret lakseoppdrettsselskap som driver nærmest hele verdikjeden selv. NRS har de siste årene arbeidet hardt for å måle seg som et av de mest effektive oppdrettsselskapene. Dette vil de oppnå gjennom blant annet bærekraftig vekst, utvikling, bruk av ny teknologi og integrering av verdikjeden. De driver alt fra rogn, til salg og marked på egenhånd. De eksporterer 84% av produktene sine til 55 land (Årsrapport, 2019).

De har driften sin delt opp i to områder, det største området er Troms og Finnmark hvor de har konsesjon på 35 tusen MTB (Maksimal tillat biomasse). Region Sør som var det andre området ble solgt i desember 2019. NRS har en produksjonskapasitet på 55 tusen tonn. Dette gjør at selskapet har et stort vekstpotensial. NRS er allerede kjent som et selskap som har opplevd stor vekst de siste årene, som vil belyses mer under økonomiske nøkkeltall.

## Økonomiske nøkkeltall

Når man ser de økonomiske tallene til NRS ser man at selskapet har opplevd en voldsom vekst de siste årene. Året 2016 skiller seg ut som et spesielt år i laksebransjen hvor de fleste selskaper opplevde en høy vekst med sterke økonomiske resultater. NRS har også de siste årene betalt ned en del av gjelden sin, og på den måten også økt EK %-andelen i selskapet. Dette kan ses i sammenheng med 2019 hvor bedriften solgte hele region sør-anlegget, og dermed økte resultatet kraftig. Charles Høstlund som er dagens administrerende direktør i NRS, peker i årsrapporten på høye kostnader som er nødt til å begrenses. Dette er en sentral del av strategien i årene som kommer.

Tabell 20: Finansielle nøkkeltall NRS (egen produksjon).

NRS	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekt	3 210 548	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670
EBITDA	255 591	701 676	709 923	731 024	629 606
EBIT	249 064	876 629	485 717	755 901	423 301
Resultat før skatt	270 081	1 172 421	322 596	818 571	474 775
Årsresultat	<b>241 970</b>	<b>1 037 678</b>	<b>232 654</b>	<b>709 091</b>	<b>1 313 097</b>
EK-andel %	41,3 %	55,1 %	48,0 %	56,7 %	71,7 %
ROE	21,60 %	41,30 %	12,10 %	32,10 %	13,80 %
ROIC	14,48 %	37,55 %	14,80 %	23,60 %	11,30 %
Slaktevolum	27 903	26 819	31 918	35 970	27 297

Selskapet har de siste årene sett en stor vekst i aksjeverdien. Som grafen viser, har NRS opplevd en kursstigning på 482,16% i perioden 31.12

forklares med høy laksepris, et voksende marked og gode resultater. Laksebransjen har de siste årene vært en gunstig bransje å være investert i.

Figur 49: Utvikling aksjekurs NRS (Euronext, 2021).



## SalMar

SalMar er et norsk oppdrettsselskap av nord-atlantisk laks som ble grunnlagt i 1991. Selskapet startet opp som et lite selskap med én konsesjon for oppdrett av laks. Dette var en urolig tid for norsk lakseoppdrett, som så flere konkurser. SalMar har siden 1991 utviklet seg til et fullt vertikalt integrert oppdrettskonsern (Historie SalMar). Gustav Witzøe tok over i 2019 som konsernsjef, og er også grunnleggeren av selskapet.

SalMar driver i dag hele prosessen fra rogn til prosessering og salg. Dette gjør SalMar til verdens fjerde største lakseoppdretter, og slaktet i 2019 hele 166 tusen tonn. Selskapet har vært gjennom en stor utvikling, og har i dag 100 konsesjoner på oppdrettsfisk i hele Norge. SalMar har delt inn produksjonen sin hvorav hovedvirksomheten drives i Trøndelag og Møre og Romsdal. Her har de 68 konsesjoner mens de i det andre virksomhetsområde, nemlig Troms og Finnmark har 32 konsesjoner på oppdrett (SalMar i dag).

SalMar eksporterer 85% av varene sine, og selger produktene til hele verden. Deres desidert største marked er Europa hvor 55% av totalsalget plasseres. Asia er også et stort marked som står for 21% av salget. Også her er SalMar sterkt avhengig av ulike makroforhold som valutakurser og renter. For et eksportselskap som SalMar vil en svak kronekurs tendere et positivt scenario. Laks er en ettertraktet vare, så bred eksponering på verdensmarkedet er en viktig del av forretningsmodellen.

### Økonomiske nøkkeltall

Som vi ser på de økonomiske nøkkeltallene til SalMar, har de de siste årene opplevd stor vekst i inntektene og resultatene sine. De har levert solide og gode resultater hvert år i våre referanseår. Dette gir SalMar en god del fleksibilitet, noe som kan være gunstig i nedgangstider.

SalMar har de siste årene ansatt stadig flere for å imøtekomme den store veksten selskapet har opplevd. SalMar er som de andre lakseselskapene svært avhengig av lakseprisen. Derfor er det viktig for et slikt selskap å ha god kontroll på kostnadene. Som vist i figur 44 kan lakseprisen variere stort, og det vil derfor være viktig å kunne omstille seg raskt dersom lakseprisen faller. Noe man ser i nøkkeltallene til SalMar er deres høye slaktenivåer.



Tabell 21: Finansielle nøkkeltall SalMar (egen produksjon).

SalMar	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekt	7 326 202	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589
EBITDA	1 725 324	2 789 667	3 580 839	3 948 589	3 786 045
EBIT	1 403 875	2 431 647	3 162 227	3 460 811	3 067 596
Resultat før skatt	1 383 686	3 342 080	2 856 201	4 452 568	3 158 365
Årsresultat	<b>1 128 795</b>	<b>2 650 990</b>	<b>2 297 798</b>	<b>3 579 225</b>	<b>2 544 487</b>
EK-andel %	48,0 %	50,0 %	59,0 %	60,0 %	54,0 %
ROE	21,80 %	44,52 %	32,03 %	42,59 %	26,95 %
ROIC	15,15 %	28,01 %	24,66 %	35,06 %	19,83 %
Slaktevolum	150 000	129 600	151 000	159 000	166 200

De har i alle våre referanseår økt slaktevolumet. Et resultat av dette er økonomisk vekst, ettersom slaktenivåene øker i takt med økning i laksepris. Hvis man ser på aksjekursen til SalMar ser man at selskapet har hatt en sterk vekst i aksjekursen de siste årene, hele 585,14% (ikke justert for utbytte) i perioden. Dette er et resultat av gode marginer, høye slaktenivåer og sterk laksepris.



Figur 50: Utvikling aksjekurs SalMar (Euronext, 2021).

## 8.0 Fremtidsprognose

I kapittel 8 går vi fra å studere historisk regnskapsdata, til å bruke disse dataene for å estimere fremtidig regnskapsdata. Fremtidsprognosen bygger på analysene gjort i kapittel 6 og 7, hvor vi analyserte historiske regnskapsdata, samt historisk makroøkonomisk utvikling og utsikter. I utarbeidelsen av fremtidsprognosen er det viktig å basere fremtidig utvikling på drivere, som er vedlagt i tabell 23 og 28. Vi skiller mellom strategiske og økonomiske verdidrivere. Strategiske verdidrivere er strategiske eller viktige operasjonelle tiltak som kan utføres av et selskap for å øke verdien. Strategiske verdidrivere kan oppfattes som innsatsfaktorene som til slutt skaper verdi, og kan måles i registrerte økonomiske resultater. En økonomisk verdidriver er et økonomisk forholdstall som måler bedriftens økonomiske ytelse og er nært knyttet til verdiskapning. De økonomiske verdidriverne kan sees på som produksjonsfaktorene fra de strategiske verdidriverne. Videre er det

nødvendig å benytte seg av noen forutsetninger i fremtidsprognosen, basert på historisk utvikling og fremtidsutsikter. Utviklingen av fremtidsprognoser er selve kjernen i finansiell analyse.

Fremtidsprognosen forsøker å presentere selskapets regnskap i en fremtidig tilstand hvis dagens trender fortsetter, og visse forutsetninger stemmer (Petersen et al., 2017, s. 251-252).

## 8.1 Fremtidsprognosens lengde

I denne analysen har vi valgt å prognostisere regnskapsdata 6 år frem i tid, med det sjette året som terminalperiode. Fremtidsprognosen er basert på historiske regnskapsdata fra perioden 2013 til 2019, i tillegg til drivere og vekstfaktorer som presenteres senere i oppgaven. Fremtidsprognosen bærer preg av jordnære og balanserte estimater, hvor vi har forsøkt å holde oss objektive til fremtidig inntjening.

## 8.2 Prognose av resultatregnskapet

Det prognostiserte resultatregnskapet er beregnet ut ifra verdidrivere og historisk utvikling.

Topplinjevæksten i den prognostiserte perioden er ventet å være god og stabil, med en avtakende terminalperiode. Fra resultatregnskapet har vi en rekke nøkkeltall som er sentrale for verddivurderingen av Lerøy Seafood Group. Blant annet benytter vi NOPAT, avskrivninger og finansielle kostnader i kontantstrømmen for å beregne fri kontantstrøm. Den frie kontantstrømmen blir så diskontert i DCF-modellen. Også i EVA-modellen benyttes NOPAT. I DDM og RI modellen benyttes derimot netto resultat (Net profit) som innsatsfaktor, og ligger til grunn for verddivurderingen i disse modellene. Ifølge prognosen vil Lerøy Seafood Group ha en pris/inntjening tilsvarende 15,53 i terminalperioden, gitt at aksjen handles til estimert kursmål.

Tabell 22: Resultatregnskap, fremtidsprognose (egen produksjon).

	Forecast horizon						Terminal
Reformulated Income Statement							
Period	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	
<b>Total Revenue</b>	<b>21 539 274</b>	<b>22 625 299</b>	<b>23 442 494</b>	<b>24 544 257</b>	<b>25 357 123</b>	<b>25 864 055</b>	
Cost of goods sold	11 627 314	12 057 395	12 328 648	12 733 533	12 972 219	13 042 068	
<b>Gross profit</b>	<b>9 911 960</b>	<b>10 567 904</b>	<b>11 113 846</b>	<b>11 810 723</b>	<b>12 384 904</b>	<b>12 821 987</b>	
Operating expense	5 363 321	5 718 250	6 013 657	6 390 734	6 701 421	6 903 748	
Other gains and losses	25 688	21 002	18 801	21 858	26 156	23 458	
<b>EBITDA before fair value adj. related to biological assets</b>	<b>4 522 951</b>	<b>4 828 653</b>	<b>5 081 389</b>	<b>5 398 131</b>	<b>5 657 327</b>	<b>5 894 781</b>	
Depreciation and Amortization	829 780	919 278	1 009 967	1 095 876	1 200 797	1 316 057	
<b>Operating profit before fair value adj. Related to biological assets</b>	<b>3 693 172</b>	<b>3 909 375</b>	<b>4 071 421</b>	<b>4 302 255</b>	<b>4 456 530</b>	<b>4 578 724</b>	
Fair value adjustments related to biological assets	114 401	21 569	71 424	54 697	147 569	76 537	
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>3 807 573</b>	<b>3 930 944</b>	<b>4 142 845</b>	<b>4 356 953</b>	<b>4 308 962</b>	<b>4 655 260</b>	
Income tax	- 775 523	- 760 397	- 791 094	- 839 225	- 797 812	- 863 194	
Tax Shield NFE	4 895	20 846	16 660	25 189	46 980	65 518	
Operating tax expense	- 780 418	- 781 243	- 807 753	- 864 414	- 844 791	- 928 712	
<b>NOPAT</b>	<b>2 256 527</b>	<b>2 410 150</b>	<b>2 560 658</b>	<b>2 678 502</b>	<b>2 713 338</b>	<b>2 928 872</b>	
Net financial expense	- 255 223	- 185 109	- 181 833	- 171 155	- 137 874	- 88 152	
Income from associated companies	279 105	290 000	267 278	298 117	377 501	416 569	
Tax shield NFE	- 4 895	- 20 846	- 16 660	- 25 189	- 46 980	- 65 518	
<b>Annual profit</b>	<b>2 275 514</b>	<b>2 494 195</b>	<b>2 629 443</b>	<b>2 780 275</b>	<b>2 905 985</b>	<b>3 191 771</b>	
Non-controlling interests	57 824	77 103	49 165	61 364	62 544	57 691	
<b>Net profit</b>	<b>2 217 690</b>	<b>2 417 093</b>	<b>2 580 278</b>	<b>2 718 911</b>	<b>2 843 442</b>	<b>3 134 080</b>	

EBIT-marginen i terminalperioden er ventet å være 18%, med en netto margin på 12,11%. Tabellen som følger, viser verdidriverne og kostnadsdriverne som er benyttet for å prognostisere resultatregnskapet. Salgsvekst er benyttet for å prognostisere salgsinntektene, brutto fortjenestemarginen (gross profit margin) er benyttet for å estimere varekostnaden (Salg - bruttofortjeneste). De resterende nøkkeltallene er benyttet for å estimere driftskostnaden, avskrivninger/nedskrivninger, finansielle inntekter, finansielle kostnader og operasjonell skattekostnad. Driverne er nevnt i korrekt rekkefølge etter tabellen:

Tabell 23: Verdi- og kostnadsdriverne (egen produksjon).

Lerøy Seafood Group	Forecast horizon					Terminal
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
<b>Selected ratios</b>						
Sales growth	5,45 %	5,04 %	3,61 %	4,70 %	3,31 %	2,00 %
Sales growth reversion rate	-2,78 %	-1,35 %	-2,25 %	-2,12 %	-1,91 %	-2,08 %
Gross profit margin	46,0 %	46,7 %	47,4 %	48,1 %	48,8 %	49,6 %
Operating expense/Sales	24,9 %	25,3 %	25,7 %	26,0 %	26,4 %	26,7 %
Depreciation/Gross prior-year PP&E	13,3 %	13,4 %	13,3 %	13,1 %	13,2 %	13,5 %
Interest income/Prior-year cash balance	9,2 %	9,2 %	8,1 %	8,1 %	8,7 %	8,5 %
Interest expense/Prior-year interest-bearing debt	8,3 %	8,3 %	8,5 %	8,6 %	9,0 %	9,0 %
Income tax expense/pretax income	20,5 %	19,9 %	19,5 %	19,8 %	19,6 %	19,9 %
Average marginal tax rate	20,3 %	19,8 %	19,3 %	19,5 %	19,4 %	19,8 %

### 8.2.1 Inntekter

Den historiske salgsveksten i Lerøy Seafood Group har vært sterk men fluktuerende, med to svært gode år i 2014 og 2016. Inntektene i laksebransjen er svært varierende fra kvartal til kvartal, og fra år til år. Dette kan man se fra de historiske inntektene, og knytter seg til endringer i lakseprisen.

Eksempelvis er fjerde kvartal et svært godt

svært høy, og dermed følger også gode laksepriser. De prognostiserte salgsinntektene er basert på snittet av historisk salgsvekst, justert for engangshendelser. Salgsveksten brukt i denne analysen er relativt beskjeden, men gir et korrekt bilde i forhold til historisk utvikling.

Likevel vil vi understreke at bransjen står overfor store vekstimpulser om landbasert oppdrett blir kostnadseffektivt, og om ettervirkningene av Covid-19 pandemien fører til et skift i etterspørselsmønsteret. Gjennomgående i oppgaven har vi også argumentert for at Lerøy er svært godt posisjonert for M&A-aktivitet, og kan på denne måten vokse gjennom oppkjøp. Ettersom salgsveksten hos oppdretterne er svært fluktuerende, har vi lagt inn de historiske svingningene også i prognoseperioden. Salgsveksten i prognoseperioden er fluktuerende og solid, men avtakende. Dette kommer av at vi har lagt inn en reversjonsrate i salgsveksten.

### 8.2.2 Kostnader

Kostnadene i prognoseperioden er estimert på bakgrunn av historiske regnskapsdata, med en innlagt vekstfaktor i prognoseperioden. I dette tilfellet er prognostiserte kostnader utregnet gjennom én verdidriver, og en kostnadsdriver. Verdidriveren i dette tilfellet er brutto fortjenestemargin, utregnet

som bruttofortjeneste/salgsinntekter, og én kostnadsdriver, her driftskostnader/salgsinntekter. Varekostnaden er funnet gjennom å subtrahere bruttofortjeneste fra salgsinntekter, og driftskostnaden er funnet gjennom å multiplisere salgsinntekter med kostnadsdriveren presentert tidligere. Det er ventet at lønnsomheten vil ligge 1,2% høyere enn historisk gjennomsnitt, noe det grunnlag for å påstå ettersom selskapet har uttalt et mål om økt lønnsomhet.

### 8.2.3 Avskrivninger

Avskrivningene i prognoseperioden er basert på den historiske avskrivningssatsen, utregnet som avskrivninger i prosent av varige driftsmidler, med en vekstfaktor på 2%, tilsvarende årlig vekst i norsk økonomi. I tabellen er verdidriveren referert til som (Depreciation/gross prior-year PP&E). Historisk avskrivningssats har ligget rundt 13%, hvilket den også gjør i prognoseperioden.

### 8.2.4 Prisstigning

En viktig del av analysen er å se på lakseprisen. Lerøy er helt avhengig av sterk laksepris for å kunne oppnå gode resultater. Som vi ser i konkurrentanalysen, har lakseprisen historisk vært svært volatil. Med store prissingninger vil det derfor være vanskeligere å treffe nøyaktig med et prisestimat.

Et problem for oss i denne delen omhandler mengde av data, hvor tilbuds nivået av laks i verden er vanskelig å innhente. Vi har benyttet oss av *MOWI Salmon Industry Handbook 2020* for å innhente informasjon om tilbuds nivåene til atlantisk laks i verden. Det å estimere etterspørselsnivåene vil være en del vanskeligere ettersom det ikke er noen eksakte tall nå hvor stor etterspørsel faktisk er. Det er ulike faktorer som spiller inn på etterspørsel, så vi var nødt til å ta noen forutsetninger. Ettersom de fleste lakseselskaper på Oslo Børs stort sett eksporterer alle varene sine, valgte vi å benytte Norges sjømat sine tall på eksport av laks for å kunne estimere endring i etterspørsel. Dette mener vi er et representativt tall på etterspørsel etter atlantisk laks, da dette viser tydelig endring i eksportnivåene. Lakseprisene vi har benyttet oss av er gjennomsnittspriser per år fra Fishpool.

Svakhetene ved denne regresjonsanalysen er dens manglende data. Vi har ikke tilgang til store datamengder og har derfor vært nødt til å benytte oss av årlige tall. En fullstendig regresjonsanalyse burde ha benyttet ukentlige tall for å bli så nøyaktig som mulig. Derimot ser vi at vår regresjonsanalyse ligger nær estimatene til Fishpool. Ved å se på Forward prisene på atlantisk laks, ser vi at de ligger mellom 55-65 kroner i årene som kommer, noe som styrker våre funn.

Tabell 24: Forklaringskraft regresjonsanalyse (egen produksjon).

R Square	0,4835	
	Coefficients	P-value
Intercept	0,0070	0,9417
ΔTilbud	-0,6287	0,6086
ΔEtterspørsel	1,2086	0,1824

Tabellen ovenfor viser oss forklaringskraften til modellen som i vårt tilfelle er på 48,35%. Dette forteller oss at 48,35% av endringen i laksepris kan forklares gjennom endring i tilbud og etterspørsel. Dette mener vi kan forklares gjennom de ulike geopolitiske påvirkningene i lakseprisen som vi forklarer nærmere i ekstern -og intern analysen. Laks er en konsumvare som avhenger av verdensøkonomien for å opprettholde etterspørselen. Dens lave forklaringskraft sier oss at det er noen faktorer som påvirker lakseprisen som vår modell ikke viser. Dette kan være faktorer som politiske avgjørelser, avgifter og geopolitisk uro. Dette er variabler som er vanskelig å måle, og vanskelig å sette tall på. Derfor er dette utelatt fra vår modell. Tabellen viser også skjæringspunkt med andreaksen, og vi har også med endring i tilbud og etterspørsel.

Utfra modellens beregninger kan vi derfor utlede en funksjon som forklarer endringen i lakseprisen:

Formel 19: Regresjonsligning.

$$\Delta\text{Laksepris} = 0,0070 - 0,6287x\Delta\text{Tilbud} + 1,2086x\Delta\text{Etterspørsel}$$

Tabell 25: Output regresjonsdata (egen produksjon).

År	$\Delta$ Tilbud %	$\Delta$ Etterspørsel %	Anslått $\Delta$ Laksepris	Anslått laksepris NOK
2021E	5,00%	3,00%	1,18%	kr 56,13
2022E	5,00%	4,00%	2,39%	kr 57,47
2023E	4,00%	3,50%	2,41%	kr 58,86
2024E	3,00%	4,76%	4,56%	kr 61,55
2025E	2,00%	4,54%	4,93%	kr 64,58
2026E	2,00%	3,00%	3,07%	kr 66,56

Ved å analysere historisk data for tilbud,

estimere en anslått laksepris i referanseårene. Som vi så i konkurrentanalysen når vi gikk gjennom tall fra fishpool, ser vi en stigende trend i lakseprisen, noe som vi kan tas i bruk i estimatene. Vi ser for oss en vekst i spesielt etterspørselen, noe som vil bety høyere laksepris. Som forklart i output figuren til regresjonsmodellen, ser vi at ikke alle prisendringer forklares av tilbud og etterspørsel, men en god del forklares av dette. Derfor anslår vi en svak vekst i lakseprisen dersom dagens vekstnivåer opprettholdes i årene som kommer. Det er viktig å se på et slik anslag med en viss grad av forsiktighet med tanke på modellens begrensede tilgang til data. Som forklart ville modellen vært mer nøyaktig hvis vi hadde all nødvendig data tilgjengelig.

### 8.3 Prognose av kontantstrøm

Den prognostiserte kontantstrømmen er svært viktig for verdivurderingen i DCF-modellen.

Prognosen bygger på funnene i resultat- og balanseregnskapet, hvor man i tabellen kan se hvilke nøkkeltall som er benyttet for å estimere den frie kontantstrømmen, og endringen i kontantbeholdningen fra inngående til utgående. Fra et analytisk ståsted er kontantstrømmen helt essensiell når man driver med finansiell analyse og verdivurdering, da denne gir et overblikk over

verdiskapningen i selskapet. Kontantstrømkontrollen viser at den frie kontantstrømmen i prognosen stemmer overens med NOPAT +/- endringen i NOA, og vi har dermed grunnlag for å si at dataene benyttet i DCF-modellen er estimert på korrekt vis.

Tabell 26: Kontantstrøm, fremtidsprognose (egen produksjon).

Cash flow statement	Forecast horizon					
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
NOPAT	2 256 527	2 410 150	2 560 658	2 678 502	2 713 338	2 928 872
+depreciation	829 780	919 278	1 009 967	1 095 876	1 200 797	1 316 057
-increase in NOWC	254 814	- 156 147	- 112 651	- 127 968	- 35 055	- 216 868
-Change in NONCA including depreciation	- 979 748	- 1 517 440	- 1 602 392	- 1 457 255	- 1 566 440	- 1 788 984
<b>FCF to the firm</b>	<b>2 361 373</b>	<b>1 655 842</b>	<b>1 855 582</b>	<b>2 189 155</b>	<b>2 312 639</b>	<b>2 239 077</b>
Increase in NIBD without cash	- 744 410	65 907	213 318	239 145	- 28 338	- 115 482
Net financial expense after tax	18 987	84 045	68 785	101 772	192 647	262 899
<b>Free CF to equity holders</b>	<b>1 635 950</b>	<b>1 805 793</b>	<b>2 137 684</b>	<b>2 530 072</b>	<b>2 476 948</b>	<b>2 386 494</b>
-Dividends	- 1 459 802	- 1 587 643	- 1 705 242	- 1 785 061	- 1 886 682	- 2 050 066
-Non-controlling interests	- 57 824	- 77 103	- 49 165	- 61 364	- 62 544	- 57 691
<b>Cash surplus</b>	<b>118 324</b>	<b>141 048</b>	<b>383 278</b>	<b>683 647</b>	<b>527 722</b>	<b>278 737</b>
Cash at the beginning of the period	3 031 052	3 149 376	3 290 424	3 673 702	4 357 349	4 885 071
<b>+Cash surplus</b>	<b>118 324</b>	<b>141 048</b>	<b>383 278</b>	<b>683 647</b>	<b>527 722</b>	<b>278 737</b>
<b>=Cash at the end of the period</b>	<b>3 149 376</b>	<b>3 290 424</b>	<b>3 673 702</b>	<b>4 357 349</b>	<b>4 885 071</b>	<b>5 163 808</b>

Cash flow control	Forecast horizon					
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
NOPAT	2 256 527	2 410 150	2 560 658	2 678 502	2 713 338	2 928 872
-/+ Changes in NOA	104 846	- 754 309	- 705 076	- 489 348	- 400 699	- 689 795
<b>FCFF</b>	<b>2 361 373</b>	<b>1 655 842</b>	<b>1 855 582</b>	<b>2 189 155</b>	<b>2 312 639</b>	<b>2 239 077</b>

## 8.4 Prognose av balanseregnskapet

Den prognostiserte balansen er komprimert for å belyse de viktigste postene som er benyttet i analysen. I balansen kan vi se at veksten i NONCA og NOWC (netto langsiktige driftsmidler og netto arbeidskapital) er positiv, hvilket påvirker driftsaktiviteter betegnes som "investert kapital" eller "netto driftsmidler", og tilsvarer summen av driftsmidlene minus driftsforpliktelsene. NOA (Net Operating Assets) representerer nettobeløpet et firma har investert i sine driftsaktiviteter og som krever avkastning (Petersen et al., 2017, s. 114). Prognosen viser god vekst i NOA, som bør ses i tråd med ROIC som viser avkastningen på investert kapital. Fra et analytisk ståsted er ROIC beskrivende for hvilken verdi selskapet klarer å generere for sine aksjonærer. Videre viser prognosen at egenkapitalen vil øke med 30,61% i perioden 31.12.2020 - 31.12.2025, og netto rentebærende gjeld vil reduseres med 81,01%, hvilket stiller selskapet i en særstilling rent likviditetsmessig.

Balance sheet NOA-format	Forecast horizon						Terminal
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	
<b>Assets</b>							
NONCA	14 508 420	15 106 583	15 699 007	16 060 386	16 426 030	16 898 957	
NOWC	6 239 396	6 395 542	6 508 193	6 636 162	6 671 217	6 888 085	
<b>NOA</b>	<b>20 747 816</b>	<b>21 502 125</b>	<b>22 207 201</b>	<b>22 696 548</b>	<b>23 097 247</b>	<b>23 787 042</b>	
<b>Equity and liabilities</b>							
Total equity	18 521 193	19 350 643	20 225 679	21 159 529	22 116 288	23 200 302	
NIBD	2 226 623	2 151 482	1 981 522	1 537 020	980 959	586 740	
<b>TOTAL E + NIBD</b>	<b>20 747 816</b>	<b>21 502 125</b>	<b>22 207 201</b>	<b>22 696 548</b>	<b>23 097 247</b>	<b>23 787 042</b>	

Tabell 27: Komprimert balanseregnskap, fremtidsprognose (egen produksjon).

I den prognostiserte balansen har vi benyttet drivere og historisk regnskapsdata for å estimere videre vekst og utvikling. Følgende drivere er benyttet for balanseregnskapet:

Tabell 28: Drivere (egen produksjon).

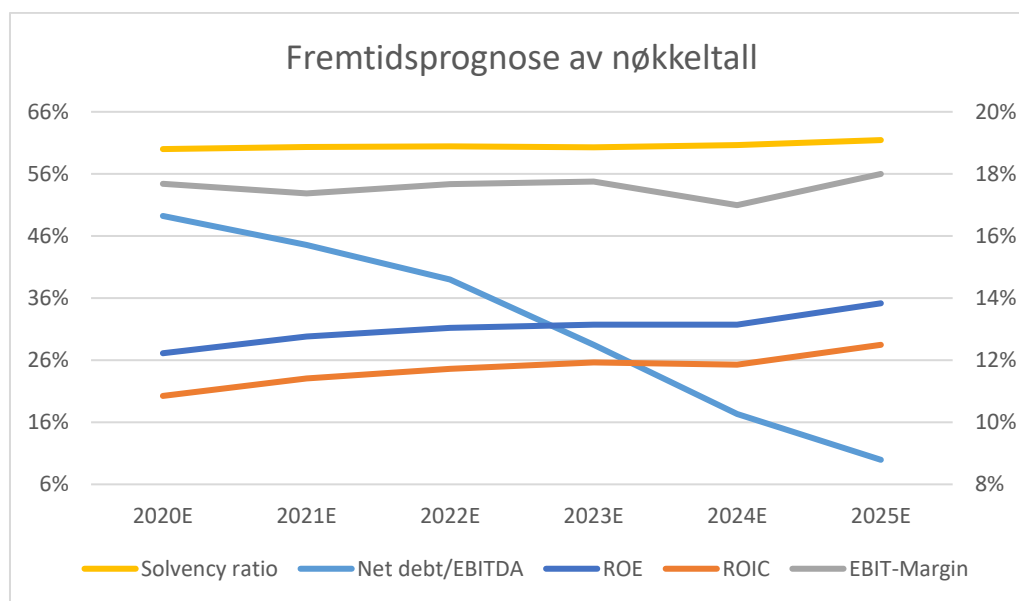
Lerøy Seafood Group	Forecast horizon					Terminal
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
<b>Selected ratios</b>						
Account receivable turnover rate	9,25	9,19	9,18	9,21	9,19	9,19
Inventory turnover rate	12,81	12,51	11,78	11,29	11,51	12,04
Deferred tax/PP&E	43,93 %	42,23 %	41,53 %	42,69 %	43,45 %	43,32 %
Account payable turnover rate	7,98	7,74	7,74	7,78	7,85	7,98
Tax payable/Tax expense	1,01	1,07	1,08	1,13	1,02	1,06
Dividends (in millions)	1 463 675	1 595 281	1 702 984	1 794 481	1 876 672	2 068 493
Dividend ratio (Dividend/Net income)	66 %	66 %	66 %	66 %	66 %	66 %
Capital expenditures (CAPEX) - (in millions)	642 182	713 247	796 603	709 415	670 358	720 488
CAPEX/Sales	2,98 %	3,15 %	3,40 %	2,89 %	2,64 %	2,79 %
NOWC (in millions)	6 239 396	6 395 542	6 508 193	6 636 162	6 671 217	6 888 085
Change in NOWC (in millions)	-254 814	156 147	112 651	127 968	35 055	216 868

I rekkefølge fra toppen av tabellen er driverne benyttet for å estimere: fordringer, varelager, utsatt skatt, leverandørgjeld, betalbar skatt, opptjent egenkapital og varige driftsmidler. Se vedlegg for fullstendig prognostisert balanse.

## 8.5 Nøkkeltall

I tabellen som følger vises fremtidsprognosen av utvalgte nøkkeltall. Som vi kan se av estimatene, vil nøkkeltallene holde seg svært stabile i prognoseperioden, hvor avkastning på investert kapital og avkastning på egenkapitalen ligger i området 11 til 14%. Det som utpeker seg i fremtidsprognosen er utviklingen i netto rentebærende gjeld. S

med ca. 40% i prognoseperioden. Dette relaterer seg til økning i EBITDA, og kraftig reduksjon i netto rentebærende gjeld.



Figur 51: Fremtidsprognose av nøkkeltall (egen produksjon).

Den reduserte andelen netto rentebærende gjeld peker i retning av det vi har argumentert for gjennomgående i oppgaven, at Lerøy Seafood Group har en robust balanse, og er godt posisjonert likviditetsmessig til investeringer og eventuelle oppkjøp. I våre estimater forutsetter vi at selskapet har fokus på å betale ned netto rentebærende gjeld, fremfor å øke utbytteandelen. Likevel kan selskapet også velge å betale mer i utbytte, hvilket gir god direkteavkastning for aksjonærene.

## 9.0 Verdivurdering

I kapittel 9 om verdivurdering vil vi presentere modellene som er benyttet, og hvilke estimater modellene har gitt oss. Vi vil videre presentere to ulike estimater på aksjene i Lerøy Seafood Group, hvor vi kun vil benytte tre av modellene i den endelige verdivurderingen. Avslutningsvis vil vi benytte oss av en relativ verdsettelse som tar for seg multiplene EV/EBITDA og P/E.

### 9.1 Discounted cash flow (DCF)

Tabell 29: DCF (egen produksjon).

DCF	Forecast horizon						Terminal	WACC
	0	1	2	3	4	5	6	
Period								5,96 %
FCFF		2 361 373	1 655 842	1 855 582	2 189 155	2 312 639	2 239 077	
Discount factor		0,943710009	0,890588582	0,840457359	0,793148022	0,748501727		
PV FCFF		2 228 452	1 474 674	1 559 537	1 736 324	1 731 015		
PV term 31.12.6						56 462 720		
PV term 31.12.0						42 262 443		
EV	50 992 444							
NIBD	3 089 357							
MVE	47 903 087							
Outstanding shares	595 475,92							
Fair value	80,45							

Denne modellen gir det vi kaller "fair value" ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer med WACC, med en endelig terminalperiode. I modellen benyttes fri kontantstrøm i perioden 2020-2025, med 2025 som terminalperiode. Diskonteringsrenten benyttet i modellen er totalkapitalkostnaden (WACC) på 5,96%. Vi ønsker å presisere at denne modellen er svært sensitiv for renteendringer. Modellen estimerer den totale markedsverdien av selskapet, og i den sammenheng er det viktig å trekke ut netto rentebærende gjeld (NIBD). Av modellen får vi en estimert markedsverdi på egenkapitalen på 80,45 kroner per aksje, tilsvarende en oppside på 32,84% fra dekning på 60,56 kr per aksje.



## 9.2 Economic value added (EVA)

Tabell 30: EVA (egen produksjon).

EVA	Forecast horizon						Terminal	WACC
	Period 0	1	2	3	4	5	6	
NOA	20 852 662	20 747 816	21 502 125	22 207 201	22 696 548	23 097 247	23 787 042	5,96 %
NOPAT		2 256 527	2 410 150	2 560 658	2 678 502	2 713 338	2 928 872	
Wacc x NOA <sub>t-1</sub>		1 243 810	1 237 556	1 282 549	1 324 605	1 353 794	1 377 694	
EVA		1 012 717	1 172 594	1 278 109	1 353 897	1 359 545	1 551 178	
PV term EVA 31.12.6						39 115 987		
Discount factor		0,943710009	0,890588582	0,840457359	0,793148022	0,748501727		
PV term EVA 31.12.0	29 278 384							
PV EVA		955 711	1 044 299	1 074 196	1 073 841	1 017 622		
Sum EVA 31.12.0	34 444 052							
MV of EVA 31.12.0	55 296 714							
NIBD 31.1.0	3 089 357							
MVE 31.1.0	52 207 357							
Outstanding shares	595 475,92							
Fair value	87,67							

Denne modellen gir fair value ved å ta utgangspunkt i investert kapital (NOA) og diskontere med totalkapitalkostnaden (WACC). EVA-modellen bruker den investerte kapitalen fra siste regnskapsår som utgangspunkt, deretter tilføres nåverdien av alle fremtidige EVA'er, hvilket gir oss selskapsverdien. I modellen trekker vi ut netto rentebærende gjeld fra markedsverdien, som gir oss en estimert markedsverdi på egenkapitalen på 87,67 kr per aksje, tilsvarende en oppside på 44,77% fra dekning.

## 9.3 Discounted dividend model (DC)

Tabell 31: DDM (egen produksjon).

DDM	Forecast horizon						Terminal	re
	Period 0	1	2	3	4	5	6	
Dividend		1 463 675	1 595 281	1 702 984	1 794 481	1 876 672	2 068 493	5,98 %
Discount factor		0,943571372	0,890326934	0,840087007	0,792682049	0,747952089		
PV dividends		1 381 082	1 420 322	1 430 654	1 422 453	1 403 660		
PV term 31.12.0						51 957 107		
PV term 31.12.5						38 861 427		
MVE	45 919 599							
Outstanding shares	595 475,92							
Fair value	77,11							

Denne modellen gir fair value ved å diskontere de prognostiserte utbyttebetalingene med egenkapitalkostnaden. I modellen kan man se at nåverdien av alle fremtidige utbyttebetalinger blir neddiskontert tilbake til periode 0, med en endelig terminalperiode i 2025 (periode 6). Ved å neddiskontere terminalperioden og inkludere nåverdien av tidligere utbyttebetalinger får vi en estimert markedsverdi på egenkapital på 77,11 kr per aksje, tilsvarende en oppside på 27,34% fra dekning.

## 9.4 Residual Income (RI)

Tabell 32: RI (egen produksjon).

RI fixed	Forecast horizon						Terminal	re
	0	1	2	3	4	5	6	
Period								5,98 %
BVE	17 763 305	18 521 193	19 350 643	20 225 679	21 159 529	22 116 288	23 200 302	
Net profit	1 857 172	2 217 690	2 417 093	2 580 278	2 718 911	2 843 442	3 134 080	
Ke x BVET-1		1 062 303	1 107 627	1 157 231	1 209 561	1 265 408	1 322 626	
RI=NI-kex BVET-1		1 155 387	1 309 465	1 423 047	1 509 350	1 578 033	1 811 454	
Discount factor		0,943571372	0,890326934	0,840087007	0,792682049	0,747952089		
PV term 31.12.5						45 500 725,16		
PV term 31.12.0	34 032 362,43							
PV RI 31.12.0		1 090 190	1 165 852	1 195 483	1 196 434	1 180 293		
Sum PV all RI 31.12.0	39 860 615,51							
MVE	57 623 920,51							
Outstanding shares	595 475,92							
Fair value	96,77							

Denne modellen gir fair value ved å diskontere bokført verdi av egenkapitalen, og er svært lik EVA-modellen. Det som skiller de to modellene er at RI-modellen kun tar utgangspunkt i et aksjonærperspektiv, mens EVA-modellen også tar hensyn til gjeldshavere. Modellen gir oss en estimert markedsverdi på egenkapitalen på 96,77 kr per aksje, tilsvarende en oppside på 59,79% fra dekning.

Ettersom de ulike verdsettelsesmodellene gir ulikt resultat, er vi nødt til å finne snittet av de ulike estimatene. Det er flere svakheter i modellene, og vi ønsker å begrense det endelige estimatet til å omhandle tre av modellene. Likevel er de ... vi ønsker å legge frem et scenario hvor vi ekskluderer RI-modellen. Vi vil argumentere for valget senere i oppgaven.

Modellene som er benyttet bygger på ulike forutsetninger og nøkkeltall hentet fra resultatregnskapet, kontantstrømmen og balansen. Mens vi i DCF-modellen primært diskonterer fri kontantstrøm fra kontantstrømpoppstillingen, har vi i EVA-modellen benyttet NOPAT og NOA fra resultatregnskapet og balansen. I DDM-modellen hensyntar vi kun utbyttebetalingene og diskonterer disse med egenkapitalkostnaden. I merverdi-modellen, her kalt RI, tar vi utgangspunkt i bokført verdi på egenkapital og resultat etter skatt og minoriteter. Tabell følger:

Tabell 33: Sammenligning av verdsettelsesmetoder (egen produksjon).

Lerøy Seafood Group	DCF	EVA	DDM	RI	Snitt
MVE	47 903 087	52 207 357	45 919 599	57 623 921	50 913 491
Antall aksjer	595 475,92	595 475,92	595 475,92	595 475,92	595 475,92
Estimert kursmål	80,45	87,67	77,11	96,77	85,50
Aksjekurs 31.12.2020	60,56	60,56	60,56	60,56	60,56
Oppside	32,84 %	44,77 %	27,34 %	59,79 %	41,18 %

RI-modellen har sine svakheter, og derfor ønsker vi å legge frem et scenario hvor vi ekskluderer modellen. Modellen er spesielt egnet for selskaper som: Ikke betaler utbytte, fri kontantstrøm er ventet å være negativ og i de tilfeller hvor det er knyttet stor usikkerhet til terminalverdien.

Lerøy Seafood Group betaler utbytter, har positiv fri kontantstrøm og det er ikke stor usikkerhet knyttet til terminalverdien. Selskapet har historisk levert solide resultater og betalt utbytter i en årrekke. Ettersom modellen sånn sett ikke egner seg for Lerøy har vi gjort noen justeringer. RI-modellen gir oss også et kursmål på 96,77 kr per aksje, noe vi mener ligger for høyt i forhold til den underliggende verdiskapningen. Vi ønsker å holde oss objektive til verdiestimatet, men for å gjøre verdsettelsen så realistisk som mulig presenterer vi et estimat uten RI-modellen inkludert. Tabell følger:

Tabell 34: Sammenligning av verdsettelsesmetoder, uten RI (egen produksjon).

Lerøy Seafood Group	DCF	EVA	DDM	Snitt
MVE	47 903 087	52 207 357	45 919 599	48 676 681
Antall aksjer	595 475,92	595 475,92	595 475,92	595 475,92
Estimert kursmål	80,45	87,67	77,11	81,74
Aksjekurs 31.12.2020	60,56	60,56	60,56	60,56
Oppside	32,84 %	44,77 %	27,34 %	34,98 %

Av tabellene kan vi se at modellene estimerer et kursmål på 81,74 kr per aksje i Lerøy Seafood ved å ta et snitt av DCF, EVA og DDM-modellen. Dette gir aksien en oppside på 34,98%. Dersom vi inkluderer RI-modellen kommer vi ut med et estimat på 96,77 kr per aksje, som gir en oppside på 41,18%.

## 9.5 Relativ og multiplert verdsettelse

Den første multiplert vi har benyttet for å vurdere den relative verdsettelsen er P/E-multiplert (Pris/Inntjening). I denne sammenligningen bruker vi snittet av kjernekonkurrenter, som vi har benyttet til andre sammenligninger gjennomgående i oppgaven. I utregningen har vi multiplert Lerøys inntjening per aksje i 2019 med snitt P/E-multiplert for kjernekonkurrentene.

Tabell 35: Sammenligning P/E (egen produksjon).

Peers	P/E
Grieg Seafood	21,6
Mowi	22,9
Norway Royal Salmon	23,4
SalMar	18,6
<b>Snitt</b>	<b>21,6</b>
Lerøy Seafood	19,9
Estimert kurs snitt P/E	65,73kr

Som vi kan se av tabellen handles Lerøy Seafood til en rabatt mot peers ved bruk av snitt P/E-multipel. Estimert kurs er 65,73 kroner, mot 60,56 kroner per aksje ved dekningsstidspunkt.

Dersom vi legger inn en forutsetning om at Lerøy Seafood Group handles til snittet av den 10-årige P/E multiplien på 17,1 i terminalperioden, får vi et kursmål på 90 kroner per aksje. I estimatet multipliserer vi inntjeningen per aksje i 2025 med snittet av den 10-årige P/E multiplien på 17,1.

En annen multiplie vi har benyttet for å vurdere den relative verdsettelsen er EV/EBITDA-multiplien. Denne multiplien er estimert ved å ta selskapsverdien delt på EBITDA (Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization). I denne sammenligningen bruker vi snittet av kjernekonkurrenter, som vi har benyttet til andre sammenligninger gjennomgående i oppgaven. I utregningen har vi multiplisert Lerøy's EBITDA med snittet av konkurrentenes EV/EBITDA-multiplie for å komme frem til selskapsverdien. Videre trekker vi ut netto rentebærende gjeld, før vi dividerer netto selskapsverdi på antall utestående aksjer.

Tabell 36: Sammenligning EV/EBITDA (egen produksjon).

Peers	EV/EBITDA
Grieg Seafood	10,13
Mowi	13,5
Norway Royal Salmon	14,6
SalMar	13,0
<b>Snitt</b>	<b>12,8</b>
Lerøy Seafood	11.6
Estimert kurs ved snitt	

Som vi kan se av tabellen handles Lerøy Seafood til en rabatt mot peers ved bruk av denne multiplien per 31.12.2019. Estimert kurs ved snittet av konkurrentenes EV/EBITDA-multiplie gir oss en underliggende verdi på 68,22 kroner per aksje, mot 60,56 kroner per aksje ved dekningsstidspunkt.

## 10. Usikkerhetsbetraktninger

### 10.1 Sensitivitetsanalyse

I denne sensitivitetsanalysen har vi estimert kursmål med utgangspunkt i små endringer i henholdsvis terminalvekst og WACC. Vi har kun brukt DCF-modellen for å illustrere hvilken effekt endret terminalvekst og WACC vil ha på underliggende verdi ettersom DCF-modellen er mest sensitiv mot denne typen endringer. Vi vil også presentere en analyse som tar for seg endringer i risikofri rente og beta. Sensitivitetsanalysen gir følgende resultat:

Tabell 37: Sensitivitetsanalyse, WACC og Terminalvekst (egen produksjon).

		Terminalvekst								
		0,25 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,50 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
WACC	3,46 %	107,53	116,01	138,13	171,53	224,53	342,71	707,41	n/a	n/a
	3,96 %	92,24	98,4	113,83	135,53	166,48	223,53	336,28	694,15	n/a
	4,46 %	80,58	85,23	96,55	111,69	132,95	165,16	219,35	330	681,19
	4,96 %	71,4	75,02	83,64	94,75	109,58	130,51	162,08	215,27	323,86
	5,46 %	63,98	66,87	73,63	82,08	92,97	107,57	128,09	159,08	211,28
	5,96 %	57,81	60,16	65,56	72,18	80,45	91,13	105,41	125,47	155,75
	6,46 %	52,73	54,68	59,1	64,42	70,91	79,08	89,58	103,64	123,41
	6,96 %	48,37	50	53,67	58,01	63,22	69,62	77,62	87,94	101,74
	7,46 %	44,61	45,99	49,08	52,68	56,94	62,07	68,35	76,2	86,33
	7,96 %	41,34	42,53	45,15	48,18	51,71	55,91	60,94	67,1	74,81
8,46 %	38,47	39,49	41,75	44,32	47,30	50,78	54,89	59,83	65,88	

I denne sensitivitetsanalysen har vi estimert kursmål med utgangspunkt i små endringer i henholdsvis risikofri rente og beta. Også her er DCF-modellen brukt for å illustrere hvilken effekt endringene vil ha på underliggende verdi. Sensitivitetsanalysen gir følgende resultat:

Tabell 38: Sensitivitetsanalyse, Risikofri rente og Beta (egen produksjon).

		Beta								
		0,498	0,598	0,698	0,798	0,898	0,998	1,098	1,198	1,298
Risikofri rente	0,29 %	269,34	199,06	157,41	129,85	110,27	95,65	84,31	75,25	67,86
	0,59 %	222,36	171,85	139,67	117,38	101,03	88,52	78,65	70,65	64,04
	0,89 %	189,10	151,03	125,72	107,32	93,25	82,07	73,00	65,01	58,00
	1,19 %	164,32	134,59	113,72	98,27	86,37	76,91	69,23	62,86	57,49
	1,49 %	145,14	121,28	103,94	90,78	80,45	72,12	65,27	59,53	54,65
	1,79 %	129,85	110,27	95,65	84,31	75,25	67,86	61,71	56,51	52,06
	2,09 %	117,38	101,03	88,52	78,65	70,65	64,04	58,49	53,76	49,69
	2,39 %	107,02	93,16	82,34	73,66	66,54	60,60	55,57	51,25	47,50
	2,69 %	98,27	86,37	76,91	69,23	62,86	57,49	52,90	48,94	45,48

## 10.2 Scenarioanalyse

Ettersom denne analysen bygger på en hel del forutsetninger og antakelser er det nødvendig å lage en scenarioanalyse som balanserer usikkerhetsmomentene. "Sensitivitetsanalysen er et verktøy som brukes i økonomisk modellering for å analysere hvordan de forskjellige verdiene til et sett med uavhengige variabler påvirker en spesifikk avhengig variabel under visse spesifikke forhold." (Corporatefinanceinstitute.com).

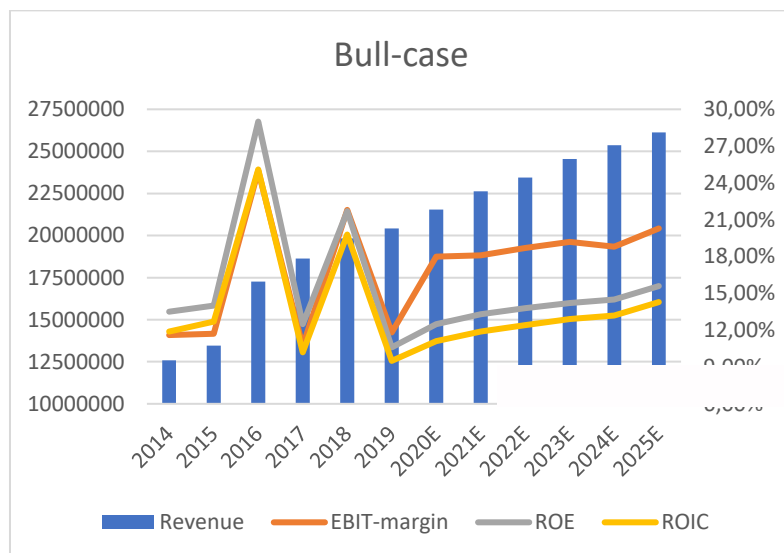
Sannsynligheten for at våre grunnleggende estimater inntreffer er lav da oppgaven bygger på tall fra 2019, og det er stor usikkerhet knyttet til varigheten av Covid-19 pandemien. Denne

scenarioanalysen gir et bilde på hvilke estimater som kan inntreffe, gitt den underliggende verdiskapningen og utviklingen. Vi har valgt å dele inn scenarioanalysen i tre forskjellige scenarioer her kalt: Bull-case, Base-case og Bear-case. Bull-case tar for seg et positivt scenario, Base-case tar for seg det vi mener er et sannsynlig scenario, og Bear-case tar for seg et negativt scenario.

### Bull case

I dette scenariet er terminalveksten satt til 3% og marginene har en årlig vekstrate på 2,25% i hele prognoseperioden. Gitt disse forutsetningene viser grafen at selskapet er ventet å ende opp med salgsinntekter på 26 117 626 MNOK og en EBIT-margin på 20,3% i 2025. Avkastning på egenkapital (ROE) og avkastning på investert kapital (ROIC) er ventet å være 16% og 14,3% i samme periode. Av grafen kan vi se god vekst i alle parametere i prognoseperioden. I bull-case scenariet ender vi opp med et kursmål på 119,54 kroner per aksje, tilsvarende en oppside på 97,39%.

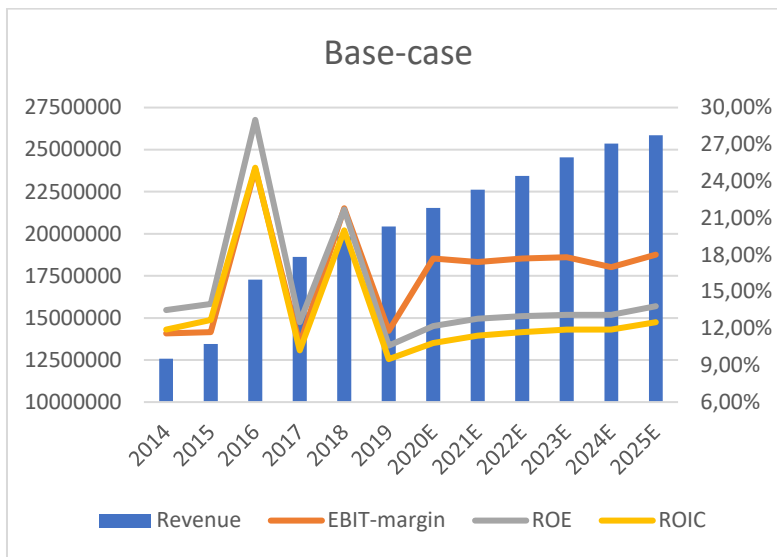
Figur 52: Bull-case scenario (egen produksjon).



### Base case

Dette scenarioet er grunnlaget for den endelige verdivurderingen av Lerøy Seafood Group. I dette scenariet er terminalveksten satt til 2% og marginene har en årlig vekstrate på 1,25% i hele prognoseperioden. Gitt disse forutsetningene viser grafen at selskapet er ventet å ende opp med salgsinntekter på 25 864 055 MNOK og en EBIT-margin på 18% i 2025. Avkastning på egenkapital (ROE) og avkastning på investert kapital (ROIC) er ventet å være 13,8% og 12,5% i samme periode. Også her viser grafen vekst i prognoseperioden, men noe lavere og mer stabil vekst enn i foregående scenario. I base-case scenariet ender vi opp med et kursmål på 81,74 kroner per aksje, som også er det endelige estimatet i verdivurderingen av Lerøy Seafood Group.

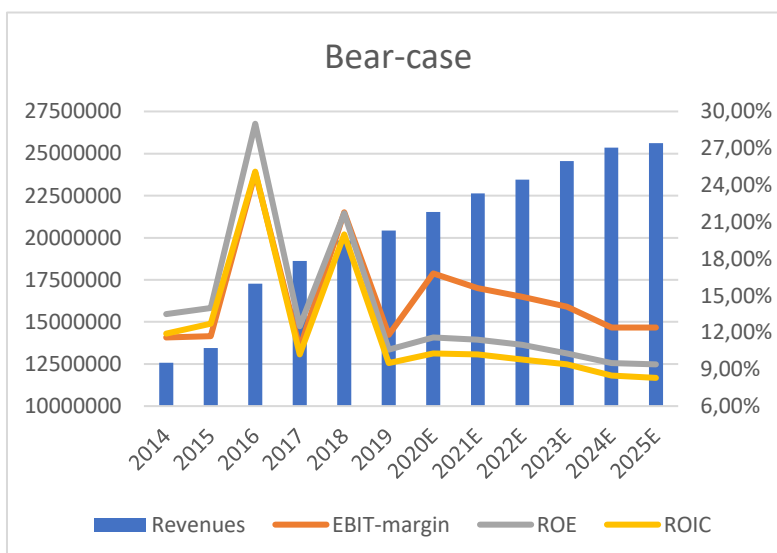
Figur 53: Base-case scenario (egen produksjon).



### Bear case

I dette scenariet er terminalveksten satt til 1% og marginene har en årlig reversjonsrate på 0,5% i hele prognoseperioden. Gitt disse forutsetningene viser grafen at selskapet er ventet å ende opp med salgsinntekter på 25 610 484 MNOK og en EBIT-margin på 12,4% i 2025. Avkastning på egenkapital (ROE) og avkastning på investert kapital (ROIC) er ventet å være 9% og 8,3% i samme periode. Av grafen kan vi se en tydelig nedgang i alle parametre som er benyttet. I bear-case scenariet ender vi opp med et kursmål på 44,29 kroner per aksje, tilsvarende en nedside på 26,87%.

Figur 54: Bear-case scenario (egen produksjon).



### 10.2.1 M&A-scenario

Gjennomgående i oppgaven har vi argumentert for at Lerøy Seafood Group er i en særposisjon til å drive M&A-aktivitet, og i den anledning ønsker vi å illustrere et slikt scenario. Vi mener at Lerøy har begrensede muligheter for organisk vekst som følge av deres størrelse, og den fragmenterte bransjen





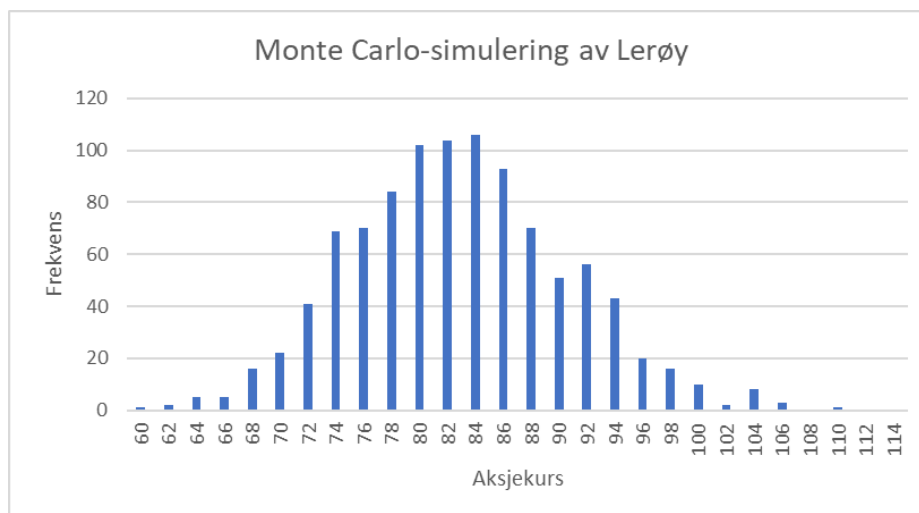
milliarder kroner ved første fase, andre fase gir 3,297 milliarder kroner, og tredje fase gir 3,475 milliarder kroner.

Vi har sett på statistikk over M&A-premium i rapporter fra Boston Consulting Group, Deloitte og annen statistikk som slår fast en premium ved oppkjøp på ca. 20%. Om vi legger en prispremium på 20% til grunn, må Lerøy betale 2 491 190,22 NOK for å kjøpe Salmon Evolution, hvilket innebærer et innvannende kjøp for eksisterende aksjonærer. Vi ser også klare synergier av en slik transaksjon ettersom Lerøy allerede satser på landbasert oppdrett. Lerøy kan benytte seg av teknologien, og diversifisere produksjon og produktporteføljen ytterligere. Landbasert oppdrett betraktes også som bærekraftig og mer miljøvennlig, noe som vil bidra positivt for Lerøy Seafood Group. Salmon Evolution er kun brukt som et eksempel for å fremheve hvordan Lerøy kan vokse gjennom oppkjøp.

### 10.3 Monte Carlo-simulering

En Monte Carlo-simulering er en modell for å beregne sannsynligheten for ulike utfall. I dette tilfelle sannsynlighet for ulike kursmål basert på aksjens volatilitet. Det er en metode for å forstå påvirkning av risiko og usikkerhet i antakelsene og fremtidsprognosen som er gjort. For å få et fornuftig resultat kjører man en simulering med ulike verdier, i vårt tilfelle aksjens volatilitet som så beregnes sammen med RAND() formel i Excel som brukes for å få tilfeldige data (Monte Carlo-simulation).

Vi tok utgangspunkt i et kursmål på 81,74 kr som vi fant ved gjennomsnittet av de mest relevante verdsettelsesmodellene vi har benyttet. For å finne den rette simulerte prisen nå aksien har vi først beregnet årlig volatilitet for å finne daglig volatilitet, og beregnet en mulig utvikling for 21 dager. Historiske aksjekurser fant vi på *Yahoo Finance*. Vi valgte 21 dager slik at modellen blir mer statistisk signifikant. Deretter kjørte vi 1.000 simuleringer av disse 21 handelsdagene og beregnet gjennomsnitt, median og standardavvik. Det kan også gjøres med 10.000 simuleringer, men vi mener 1.000 simuleringer er nok for å få en signifikant måling.



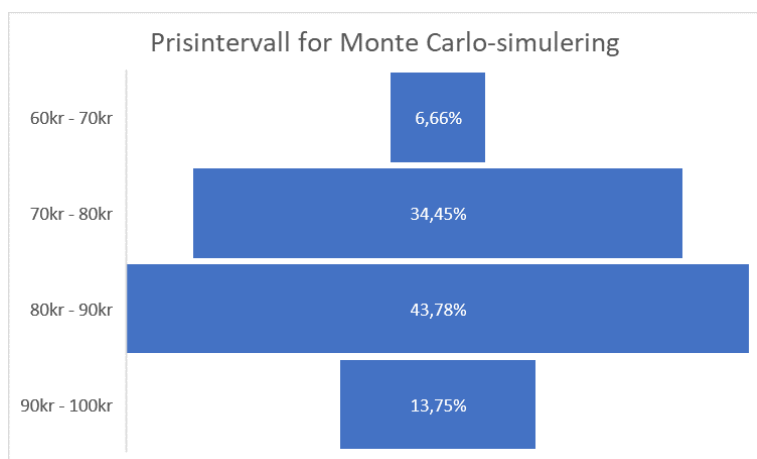
Figur 55: Monte Carlo-simulering (egen produksjon).

I en slik simulering med en tilfeldig variabel vil simuleringen presentere forskjellige tall hver gang simuleringen kjøres. Det som gjør Monte Carlo-simuleringen signifikant, er at *gjennomsnittet* stort sett vil forbli lik hver gang simuleringen kjøres. Dette gjør at målingen blir troverdig. Det er viktig å poengtere at en Monte Carlo-simulering skal representere et helt effisient marked. Til tross for dette, har det vist seg at en Monte Carlo-simulering i større grad har vært et nyttig verktøy i finansiell analyse og verdivurdering.

Tabell 39: Monte Carlo nøkkeltall (egen produksjon).

<b>Monte Carlo nøkkeltall</b>	
Kursmål	kr 81,74
Årlig volatilitet	33,08 %
Daglig volatilitet	2,10 %
Gjennomsnitt	kr 81,90
Median pris	kr 81,70
Standardavvik	7,77

Normalfordelingen gir oss et godt inntrykk av hvordan vårt kursmål fordeler seg jevnt rundt 80-90 kroner per aksje. Våre funn viser at modellen beregner et gjennomsnitt på 81,90 kr, som er marginalt høyere enn vårt kursmål på 81,74 kr, men svært nærliggende. Dette gir oss grunnlag til å argumentere for at kursmålet sannsynligvis reflekterer den underliggende verdien. Med et standardavvik på 7,77 kan vi sannsynligvis anta at aksjekursen til Lerøy Seafood Group per 31.12.2020 på 60,56 kr, er underpriset.



Figur 56: Normalfordeling kursmål (egen produksjon).

Som man ser av sannsynlighetsskalaen, viser simuleringen at aksjens kurs på 60,56 kr per 31.12.2020, er langt under forventning basert på volatiliteten i aksjen.

## 10.5 Mulige realopsjoner

Et viktig moment rundt realopsjonsverdsettelse er dens tilsynelatende mer korrekte gjennomføring av verdsettelse av fremtidige kontantstrømmer. Realopsjonsverdsettelse er en bredere og mer intrikat metode for å se på de interne verdiene i et selskap eller et prosjekt. Man har større fleksibilitet og større innsyn i et bredere konkret tallmateriale. En standard verdsettelse som ofte benyttes som DCF modellen, tar utgangspunkt i statiske engangsavgjørelser som skjer en gang i året, mens realopsjonsverdsettelse kan i mye større grad ta hensyn til forskjellige faktorer som kan påvirke kontantstrømmen. Realopsjonsverdsettelse tar hensyn til både strategiske valg, usikkerhetsmomenter, ledelsens fleksibilitet, og muligheter til å forkaste dårlige muligheter. Fordelen med en slik fremgangsmåte er at man i mye større grad kan ta bedre strategiske avgjørelser på bakgrunn av realopsjonsteori (Mun, J. Real options analysis).

Man kan ved hjelp av en slik fremgangsmåte i mye større grad verdsette viktige momenter i en bedrift utenfor kun finansielle nøkkeltall, ved å i større grad ta hensyn til bedriftens eiendeler. Dermed vil realopsjonsanalyse fange opp mer enn en typisk nåverdi-modell. Videre forklart fra kapittelet om realopsjonsteori, bør man derfor verdsette selskaper høyere enn standard nåverdi-modeller på bakgrunn av graden av fleksibilitet og strategiske muligheter. Her vil da fleksibilitet betegnes som fleksibilitet til å fatte de korrekte avgjørelsene på kort tid, uten store konsekvenser for daglig drift, verdier og lignende.

### 10.5.1 Mulige realopsjoner for bransje

For laksebransjen ser vi på det som todelt. Man kan for det første argumentere for at laksebransjen er en homogen bransje med få muligheter i form av produkter de tilbyr. Det dreier seg stort sett om laks, ørret eller hvitfisk, og i noen tilfeller kreps og andre former for sjømat. Så ved å se blindt på verdiene i produktporteføljen, vil man i liten grad kunne oppdrive noen verdier i form av realopsjoner. Derimot er laksebransjen en sterk bransje bygget på store eiendeler, kapitalsterke bedrifter, og store arbeidsplasser som står for enorm verdiskaping i Norge. På mange måter kan det argumenteres for at selskapenes grad av fleksibilitet innenfor disse feltene bør verdsettes høyt.

Vi ser at selskapene i større grad har overtatt alle ledd i verdikjeden de siste 5 årene, som øker graden av fleksibilitet. De er mindre avhengig av eksterne aktører for å produsere sine produkter, og kan i mye større grad ta kontroll over hvert ledd, og fatte strategiske beslutninger på bakgrunn av dette. Dette er potensielle verdier som er ekstremt verdifulle.

Det er deres eiendelsverdier som skaper fleksibiliteten, og produktporteføljen som skader fleksibiliteten. Dette betyr ikke at selskapet skal prises lavere av den grunn, det er kun en vurdering på hvor verdiene foreligger. Laksebransjen har kun få muligheter hvis det først skulle forekommet en situasjon rundt produktporteføljen. Vi anser en slik trussel som lav, men viktig å ta med seg.

I 2020 eksporterte Norge fisk for totalt 105 milliarder NOK (Norges sjømatråd 2020). Dette sier oss at norske myndigheter har en stor interesse av å bygge opp under oppdrettsbransjen i Norge. De står for stor verdiskapning i distriktene som fører til store skatteinntekter til staten. Dette gjør at eventuelle statlige begrensinger eller strengere reglement vil være lite sannsynlig. Dette er faktorer bedriftene må ta med seg når strategiske avgjørelser blir tatt. Det å være på lag med myndighetene vil tjene begge parter, og øker graden av fleksibilitet.

Vi ser en bransje som er avhengige av teknologisk utvikling, og store tunge investeringer. Verdiene skapes gjennom kontinuerlig forbedring i små ledd som skal kunne øke marginene. Ved å investere tungt gjennom M&A, teknologi og nye anlegg, vil dette vurderes som irreversible investeringer som enten kan bli verdifulle eller verdiløse. Vi ser en tendens til at de store selskapene kjøper opp mindre selskaper, som en metode for å kjøpe teknologi og kompetanse istedenfor å bygge opp denne kompetansen selv. Hvis disse investeringene lykkes fører det til at selskapene har skapt seg store muligheter, og da må dette verdsettes høyere i henhold til realopsjonsteori.

#### 10.5.2 Mulige realopsjoner for Lerøy Seafood Group

Det er flere faktorer vi ønsker å ta hensyn til ved Lerøy sine muligheter. Vi ser på et mulig M&A-scenario ved oppkjøp av Salmon Evolution AS som en god mulighet for Lerøy. Salmon Evolution som har satset stort på landbasert oppdrett vil være med å endre oppdrettssituasjonen i bransjen, og har en teknologi som Lerøy kunne trukket synergier ut av. Landbasert oppdrett har vært en viktig del av den teknologiske utviklingen i land som k  
Lerøy. Ved å kjøpe opp et eksisterende selskap mener vi dette er en inngangsbillett som ikke bærer enorm risiko.

Som beskrevet i M&A-scenariotet har Salmon Evolution allerede et samarbeid med et av verdens ledende sjømatfirmaer. Klarer Lerøy å kapitalisere på muligheten dette skaper vil de kunne skape et enormt konkurransefortrinn i form av landbasert oppdrett, hvis dette skal vise seg å være det neste store i bransjen. Vi ser på dette som en god mulighet, og noe som bør prises inn i fremtidige verdier.

Men hva er så risikoen ved en slik situasjon, og bør dette vurderes i en realopsjonsanalyse? Vi ser en relativt liten nedside i en slik investering. Ettersom vi anser det økonomiske som dekket og tilrettelagt, skaper det få fallgruver ved en investering som for Lerøy anses som billig. Skal det ikke funke optimalt med landbasert oppdrett anser vi det som verdifullt å ta over kompetansen Salmon Evolution innehar, og samarbeidet med Dongwon Industries. Lerøy er allerede investert innen landbasert oppdrett, og kan ta med seg teknologien Salmon Evolution innehar.

Vi anser det som viktig for Lerøy sin utvikling og deres fokus på å oppnå videre vekst å være fleksible i investeringene, og satse i nye områder. Det er viktig å utvikle fleksibiliteten for å skape seg

konkurransefortrinn. Lykkes dette forteller realopsjonsteorien oss at Lerøy må verdsettes høyere enn det vanlig nåverdmodeller gjør, og dette er noe av bakgrunnen for vårt bull-case-scenario.

## 11. Drøfting av analyseresultatene

Det endelige estimatet benyttet i denne oppgaven resulterte i et kursmål på 81,74 kroner per aksje. Dette estimatet er et gjennomsnitt av DCF-modellen, EVA-modellen og DDM-modellen, som ga en estimert kurs på hhv. 80,45 kroner, 87,67 kroner og 77,11 kroner. Den relative verdsettelsen fra multiplene P/E og EV/EBITDA ga en indikasjon på at Lerøy var underpriset i det øyeblikket vi inntok dekning av aksjen, og reell kurs burde vært i intervallet 65,22 kroner til 68,73 kroner, fremfor 60,45 kroner som var tilfellet. I denne oppgaven har vi lagt større vekt på nåverdiberegningene, selv om disse estimatene er påvirket av våre forutsetninger og begrensninger. Årsaken til dette er at vi mener nåverdiberegningene gir et mer sannsynlig resultat, da multiplverdsettelsen bygger på en forutsetning om at konkurrentene må være direkte sammenlignbare, hvilket er svært usikkert.

Fra kapittel 5 forekommer det flere avgrensninger og forutsetninger for beregningen av total kapitalens avkastningskrav. Disse forutsetningene påvirker oppgaven gjennomgående, da diskonteringsrenten er svært sentral for det endelige kursmålet. Utrekningene som er gjort relaterer seg til pensumrelaterte formler og modeller. Vi mener at de forutsetninger som er lagt bidrar til å styrke oppgaven, da makroøkonomiske data fra 2019 reflekterer en normalsituasjon.

Fra regnskapsanalysen ser vi at Lerøy Sea oppnår et svært godt resultat i rangeringssystemet over regnsapskvalitet. Videre viser analysen at Lerøy har en god historikk relatert til regnskapstall, og selskapet viser til god lønnsomhet og likviditet. Balansen fremstår robust med et sunt gjeldsnivå. Resultatregnskapet bærer preg av den sykliske bransjen selskapet opererer i, med en fluktuerende laksepris. Videre viser trendanalysene at de langsiktige trendene er oppadgående, og selskapet har god vekst i viktige nøkkeltall. Den prosentvise avkastningen på investert kapital er i hele perioden godt over total kapital kostnaden, og den prosentvise avkastningen på egenkapital er godt over egenkapital kostnaden. Dette forteller oss at Lerøy evner å generere meravkastning utover eiernes avkastningskrav, hvilket er svært positivt fra et analytisk ståsted. Vekstanalysen viser at Lerøy historisk har levert solid vekst i viktige parametere, hvilket i sin tur har bidratt til verdiskapning i selskapet. Likviditetsanalysen viser at Lerøy er en av de beste aktørene i bransjen, rent likviditetsmessig.

De strategiske analysene som fremkommer av kapittel 7 viser at Lerøy er i en svært god og konkurransedyktig posisjon. Selskapet er en av de største i bransjen, og drar nytte av dette på mange områder. Selskapet har sine styrker gjennom den helintegreerte verdikjeden, deres robuste balanse,

deres sterke vekst og deres diversifiserte produktportefølje. Analysen i kapittel 7 viser også at selskapet har flere svakheter. Blant annet nevnes sensitiviteten overfor lakseprisen, valutaeksponering, sensitiviteten mot laksesykdommer og deres avtakende vekst de siste årene. I konkurrentanalysen fremgår en grundig gjennomgang av kjernekonkurrentene, som belyser Lerøy sin sterke posisjon overfor viktige konkurrenter.

Av kapittel 8 kan vi konkludere med at Lerøy er underpriset i forhold til underliggende inntjening og verdiskapning. Dette fremgår av verdsettelsesmodellene, både når vi inkluderer alle fire, men også når vi kun inkluderer de tre modellene som inngår i det endelige kursmålet. Regresjonsanalysen av lakseprisen tyder på en sterk laksepris med tilhørende sterk etterspørsel. Vi kan dermed konkludere med at fremtidsutsiktene ser gode ut for Lerøy Seafood Group.

I kapittel 9 er DCF-modellen benyttet til å fremheve sensitiviteten som foreligger i modellene som er benyttet. En endring i hhv. terminalvekst og WACC viser å gi store utslag for det endelige kursmålet, hvilket tyder på at modellene kan gi et uriktig estimat. Scenarioanalysen balanserer ut usikkerhetsmomentene ved å presentere tre ulike scenarier, bull-case, base-case og bear-case som fanger opp de potensielle utfallene. De ulike scenarioene gir et kursmål på hhv. 119,74 kroner, 81,74 kroner og 44,29 kroner per aksje, med de forutsetninger som er benyttet. Monte Carlo-simuleringen viser på sin side et gjennomsnittlig kursmål på 81,90 kroner, hvilket er nærliggende vårt estimat på 81,74 kroner per aksje.

Avslutningsvis trekker vi frem et mulig M&A scenario, dette for å belyse hvordan Lerøys størrelse og robuste balanse kan benyttes til uorganisk vekst. Vi kan konkludere med at Lerøy kan trekke gode synergier ut av Salmon Evolution Group, men vektlegger at dette selskapet kun er benyttet som eksempel på hvilke muligheter som foreligger. Videre i kapittelet belyses verdien av mulige realopsjoner, både for bransjen, men også for Lerøy Seafood.

## 12. Kritikk av analysen

Gjennomgående i denne oppgaven har vi presisert at en verdsettelse inneholder store usikkerhetsmomenter, og at slike analyser bygger på flere antakelser og forutsetninger. Det er knyttet stor usikkerhet til de modeller som er benyttet, de estimater som er beregnet og de resultater som er fremkommet underveis i oppgaven. Verdsettelsesmodellene som er benyttet gir alle ulike estimater, hvilket fremhever usikkerheten knyttet til denne typen verdivurderinger.

En svakhet i oppgaven er det faktum at vi baserer oss på regnskapsdata fra 2019 ettersom Covid-19 pandemien har påvirket Lerøy Seafood, og bransjen som helhet betydelig i 2020. Et annet moment som er viktig å belyse er at Lerøy Seafood først utga sin årsrapport for 2020 den 30 april, på et

tidspunkt hvor store deler av oppgaven allerede var gjennomført. Av hensyn til tidsbruk og kvalitet valgte vi derfor i samråd med veileder å begrense oss til regnskapsdata fra 2019, noe som gjør oppgaven mindre tidsaktuell enn om vi hadde inkludert regnskapsdata fra 2020. Likevel har vi argumentert for at Covid-19 pandemien er en engangseffekt som har rammet sjømatbransjen i større grad enn mange andre bransjer, og for å minimere antall feilkilder og forutsetninger baserer vi oss på regnskapshistorikk fra 2013 til 2019.

Vi mener videre at det er et tydelig svakhetsstegn at vi bruker 31.12.2020 som dekningsstidspunkt når vi benytter regnskapsdata fra 2019. På bakgrunn av gjentatte samtaler med veileder ble vi rådet til å bruke denne datoen som dekningsstidspunkt, ettersom oppgaven ble skrevet våren 2021 og at regnskapstallene for 2020 ble justert med bakgrunn i regnskapshistorikken. Vi poengterer at analysen ville krevd store justeringer og antakelser for å isolere ut effektene av Covid-19 pandemien i prognoseperioden, hvilket ville redusert kvaliteten på oppgaven vår.

Fremtidsprognosen er utelukkende basert på regnskapshistorikk, hvor vi har lagt inn ulike forutsetninger og vekstfaktorer ut ifra de funnene vi har gjort i makroanalysen. Makroanalysen bærer preg av svært usikre makroøkonomiske forhold, ettersom de langsiktige effektene av Covid-19 er svært vanskelig å forutse.

I kapittel 3.3 har vi redegjort for kapitalverdimodellens begrensninger, hvor spesielt 8 svakhetsstegn blir trukket frem. Ettersom vi har benyttet kapitalverdimodellen for å estimere egenkapitalens avkastningskrav, og videre estimere total kapitalverdi, er det viktig å poengtere at det er stor usikkerhet knyttet til disse estimatene.

I kapittel 5 argumenterer vi for rentesensitiviteten til de ulike modellene som er benyttet, og hvilke svakheter som ligger i verdsettelsesmetodene. DCF-modellen er ekstremt sensitiv for endringer i henholdsvis terminalvekst og rente, mens den diskonterte utbyttmodellen forutsetter at selskapet betaler utbytte, samt bygger på mange forutsetninger som blant annet evigvarende utbytt nivå og vekst. De to andre modellene som er benyttet har vi også redegjort for, hvor man finner flere svakheter.

Videre i kapittel 5 har vi gjennomført en regresjonsanalyse for å finne betaværdien til Lerøy, samt benyttet oss av data innhentet fra PwC om risikofri rente og markedets risikopremie. Vi mener at det er stor usikkerhet knyttet til metodene og dataene som er benyttet.

Avslutningsvis vil vi poengtere at analysen er gjort fra et subjektivt eksternt hold, uten grundig intern innsikt i Lerøy Seafood Group sin virksomhet og operasjonelle drift. Dette gjør at vi antakeligvis mangler en del viktig informasjon som kunne styrket oppgaven ytterligere.

## 13. Konklusjon

I denne oppgaven har målet vært å gjennomføre en fundamental verdsettelse av Lerøy Seafood Group per 31.12.2020. Problemstillingen som ble formulert i kapittel 1 avsnitt 1.2 er *"Hva er den fundamentale verdien av aksjene i Lerøy Seafood Group handlet på Oslo Børs per 31.12.2020"*, med følgende underproblemstilling: *"Burde en investor med mål om å oppnå avkastning kjøpe, holde eller selge aksjene i Lerøy Seafood Group"*.

Med utgangspunkt i de analyser og verdiberegninger som er gjort fortløpende i oppgaven fremstår aksjene i Lerøy som underpriset, og vi har dannet oss et godt grunnlag for å besvare problemstillingen og underproblemstillingen. Gjennomsnittet av de tre nåverdimodellene som er benyttet for å fastslå kursmålet gir oss et estimat på 81,74 kroner per aksje. Dersom vi inkluderer RI-modellen i sluttestimater får vi et estimert kursmål på 85,50 kroner per aksje. Monte Carlo-simuleringen gir et gjennomsnittlig estimat på 81,90 kroner per aksje. Av den relative verdsettelsen kan vi fastslå at Lerøy er underpriset på historisk regnskapsdata ved dekningstidspunkt, og skulle vært priset i området 65,22 – 68,73 kroner per aksje. Med en forutsetning om at Lerøy handles til snittet av den 10-årige P/E-multippelen burde selskapet omsettes til 90 kroner per aksje, på bakgrunn av inntjening i 2025.

Vi anbefaler investoren å kjøpe aksjer i Lerøy Seafood Group, og opererer med et kursmål på 81,74 kroner per aksje.



## Litteraturreferanser

### Bøker:

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset, University Edition, 3rd Edition | Wiley* (3rd Edition). John Wiley Sons Inc.
- Dyrnes, S. (2011). *Moderne forretningsjus II*. Fagbokforlaget.
- International Valuation Standards Council. (2020). *International Valuation Standards*. International Valuation Standards Council.
- Gjønnes, S. H., & Tangenes, T. (2015). *Økonomisk styring 2.0* (1. utg.). Fagbokforlaget.
- Kolle, N. (2014). *Norges fiskeri- og kysthistorie» Band 5: Havbruk* (1. utg., Bd. 5). Fagbokforlaget.
- McKinsey & Company Inc. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (6. utg.). Wiley.
- Mun, J. (2005). *Real Options Analysis: Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions, 2nd Edition | Wiley* (Bd. 137). John Wiley & Sons.
- Nyeng, F. (2012). *Nøkkelbegreper i forskningsmetode og vitenskapsteori* (1. utg.). Fagbokforlaget.
- Petersen, C. V., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis: Valuation - Credit Analysis - Performance Evaluation*. Fagbokforlaget.
- Pratt, S. P., Grabowski, R. J., & Brealey, R. A. (2014). *Cost of Capital: Applications and Examples*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- United Nations & Department of Economic and Social Affairs. (2019). *World population prospects Highlights, 2019 revision Highlights, 2019 revision*. United Nations.
- Yin, R. K. (2011). *Qualitative research from start to finish*. Guilford Press.

### Forskingsartikler:

- Bennett, J. A., & Sias, R. W. (2010). *Portfc*  
Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.728585>
- Black, F. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *The Journal of Political Economy*, 81, 637–654. <https://doi.org/10.1086/260062>hbr
- Chen, X., & Garcia, R. J. (2016). Economic sanctions and trade diplomacy: Sanction-busting strategies, market distortion and efficacy of China's restrictions on Norwegian salmon imports. *China Information*, 30(1), 29–57. <https://doi.org/10.1177/0920203X15625061>
- Cuparencu, C., Praticó, G., Hemeryck, L. Y., Sri Harsha, P. S. C., Noerman, S., Rombouts, C., Xi, M., Vanhaecke, L., Hanhineva, K., Brennan, L., & Dragsted, L. O. (2019). Biomarkers of meat and seafood intake: An extensive literature review. *Genes & Nutrition*, 14, 35. <https://doi.org/10.1186/s12263-019-0656-4>
- Glover, K., Solberg, M. F., McGinnity, P., Hindar, K., Verspoor, E., Coulson, M. W., Hansen, M. M., Araki, H., Skaala, Ø., & Svåsand, T. (2017). Half a century of genetic interaction between farmed and wild Atlantic salmon: Status of knowledge and unanswered questions. *Fish and Fisheries*. <https://doi.org/10.1111/faf.12214>
- Grimi, K. H. (2021). *Jobbene med lavest lønn. Hvem har jobbene og hvor lenge er folk i slike jobber*. 42.
- Hindar, K., Fleming, I. A., McGinnity, P., & Diserud, O. (2006). Genetic and ecological effects of salmon farming on wild salmon: Modelling from experimental results. *ICES Journal of Marine Science*, 63(7), 1234–1247. <https://doi.org/10.1016/j.icesjms.2006.04.025>

- Luehrman, T. A. (1998). Investment opportunities as real options: Getting started on the numbers. *Harvard Business Review*, 76, 51.
- Overton, K., Dempster, T., Oppedal, F., Kristiansen, T. S., Gismervik, K., & Stien, L. H. (2019). Salmon lice treatments and salmon mortality in Norwegian aquaculture: A review. *Reviews in Aquaculture*, 11(4), 1398–1417. <https://doi.org/10.1111/raq.12299>
- Porter, M. E. (1996, november 1). What Is Strategy? *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/1996/11/what-is-strategy>
- S, K. (2021, mars 1). Kapitalverdimodellen (CAPM)—ProStock.no. <https://prostock.no/kapitalverdimodellen-capm/>
- Taranger, G. L., Karlsen, Ø., Bannister, R. J., Glover, K. A., Husa, V., Karlsbakk, E., Kvamme, B. O., Boxaspen, K. K., Bjørn, P. A., Finstad, B., Madhun, A. S., Morton, H. C., & Svåsand, T. (2015). Risk assessment of the environmental impact of Norwegian Atlantic salmon farming. *ICES Journal of Marine Science*, 72(3), 997–1021. <https://doi.org/10.1093/icesjms/fsu132>
- Yüksel, İ. (2012). Developing a Multi-Criteria Decision Making Model for PESTEL Analysis. *International Journal of Business and Management*, 7, 52. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v7n24p52>

#### Markedsrapporter:

- Bureau of Economic Analysis. (2021, januar 28). *Gross Domestic Product, 4th Quarter and Year 2020 (Advance Estimate) | U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA)*. <https://www.bea.gov/news/2021/gross-domestic-product-4th-quarter-and-year-2020-advance-estimate>
- Champerier, A. (2019). *Salmon for the Future | Lazard Asset Management*. Lazard Asset Management. [https://www.lazardassetmanagement.com/no/en\\_uk/references/fundamental-focus/salmon-for-the-future](https://www.lazardassetmanagement.com/no/en_uk/references/fundamental-focus/salmon-for-the-future)
- Grefsrud, S. E., Karlsen, Ø., & Svåsand, T. (2020). *Risikorapport norsk fiskeoppdrett 2020* (Fisken og havet). Havforskningsinstituttet. <https://www.hi.no/hi/nettrapporter/fisken-og-havet-2020-4>
- Kengelbach, J., Keienburg, G., Gell, J., Nielsen, J., Bader, M., Degen, D., & Sievers, S. (2019, september 25). *The 2019 M&A Report: Downturns Are a Better Time for Deal Hunting*. BCG Global. <https://www.bcg.com/publications/2019/mergers-and-acquisitions-report-shows-downturns-are-a-better-time-for-deal-hunting>
- Kjos, Ø., Kragh, & Helliesen, M., Kvåle. (2020, august 25). *Nedgangen i norsk økonomi i 2. kvartal er den dypeste SSB har målt*. ssb.no. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/nedgangen-i-norsk-okonomi-i-2.kvartal-er-den-dypeste-ssb-har-malt>
- Moe, E. (2019). *The Norwegian Aquaculture Analysis 2019*. EYGM Limited. [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/no\\_no/topics/fiskeri-og-sj%C3%B8mat/norwegian-aquaculture-analysis\\_2019.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/no_no/topics/fiskeri-og-sj%C3%B8mat/norwegian-aquaculture-analysis_2019.pdf)
- MOWI. (2020). *Salmon Farming Industry Handbook 2019*. 118.
- Norges Bank. (2019). *Pengepolitisk Rapport Med Vurdering av Finansiell Stabilitet*. 60.
- Norges Sjømatråd. (2020). *Nøkkeltall*. <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>
- Norsk Industri. (2019). *VEIKART FOR HAVBRUKSNÆRINGEN*. Norsk Industri. <https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/rapporter-og-brosjyrer/veikart-for-havbruksnaringen---kortversjon.pdf>

PricewaterhouseCoopers. (u.å.). *Risikopremien 2020*. PwC. Hentet 22. mai 2021, fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

#### Artikler/Nyheter fra internett:

Akvakulturloven. (2005, juni). *Akvakulturloven. Lov 17. Juni 2005 nr. 79 om akvakultur*. <https://lovdata.no/pro/#document/NL/lov/2005-06-17-79?searchResultContext=1210&rowNumber=1&totalHits=231>

Alimentarium. (2020). *The history of aquaculture*. <https://www.alimentarium.org/en/knowledge/history-aquaculture>

Berge, A. (2020a, juli 27). Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere. *iLaks*. <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/>

Berge, A. (2020b, desember 2). Strøm av landbaserte oppdrettere til Oslo Børs—Og flere står i kø. *iLaks*. <https://ilaks.no/strom-av-landbaserte-oppdrettere-til-oslo-bors-og-flere-star-i-ko/>

CDP. (u.å.). *Grieg Seafood*. Hentet 22. mai 2021, fra [https://www.cdp.net/en/responses/64654?back\\_to=https%3A%2F%2Fwww.cdp.net%2Fen%2Fresponses%3Futf8%3D%25E2%259C%2593%26queries%25Bname%25D%3DGrieg%2Bseafood&queries%5Bname%5D=Grieg+seafood](https://www.cdp.net/en/responses/64654?back_to=https%3A%2F%2Fwww.cdp.net%2Fen%2Fresponses%3Futf8%3D%25E2%259C%2593%26queries%25Bname%25D%3DGrieg%2Bseafood&queries%5Bname%5D=Grieg+seafood)

Claudi, I. B. (2021). *Problemet med soya*. Regnskogfondet. <https://www.regnskog.no/no/om-regnskogfondet/dette-mener-regnskogfondet/problemet-med-soya>

Corporate Finance Institute. (2017, 15). *Residual Income Valuation—Overview, Benefits, How to Calculate*. Corporate Finance Institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/residual-income-valuation/>

DN Investor. (u.å.-a). *GRIEG SEAFOOD (GSF)*. DN Investor. Hentet 22. mai 2021, fra <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S1f>

DN Investor. (u.å.-b). *NORWAY ROYAL SALMON (NRS)*. DN Investor. Hentet 22. mai 2021, fra <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S117/NRS/NorwayRoyalSalmon>

Euronext. (u.å.). *Kursgraf Lerøy Seafood*. Hentet 22. mai 2021, fra <https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0003096208-XOSL#chart>

Finansdepartementet. (2019, november 4). *NOU 2019: 18 [NOU]*. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/>

Fish Pool. (2020). *Forward Prices | Fish Pool*. <https://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

Fiskeridepartementet, N. (2020, desember 10). *Mange av oss spiser fortsatt for lite fisk og sjømat* [Pressemelding]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/mange-av-oss-spiser-fortsatt-for-lite-fisk-og-sjomat/id2791222/>

Fiskeridirektoratet. (2017, april 24). *Tildelingsprosessen*. Fiskeridirektoratet. <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Fiskeridirektoratet. (2020a). *Kapasitetsjustering / trafikklyssystemet 2021*. Fiskeridirektoratet. <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kapasitetsjustering-trafikklyssystemet>

Fiskeridirektoratet. (2020b, august 14). *Auksjon august 2020*. Fiskeridirektoratet. <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Auksjon-av-produksjonskapasitet/Auksjon-august-2020>

- Fisk.no. (u.å.). *Sjømatelskaper på børs—Fisk.no*. Hentet 22. mai 2021, fra <https://fisk.no/bors/sjomatselskaper-pa-bors>
- Forskrift om produksjonsområder for akvakultur av matfisk i sjø av laks, ørret og regnbueørret (produksjonsområdeforskriften)—Lovdata. (u.å.). Hentet 27. mars 2021, fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2017-01-16-61>
- Freeman, K. (2021, januar 25). *What Will a Biden Administration Mean for Asia Trade Policy in 2021?* China Briefing News. <https://www.china-briefing.com/news/what-will-a-biden-administration-mean-for-asia-trade-policy-in-2021/>
- Grieg Seafood. (u.å.). *We are sea farmers*. Hentet 22. mai 2021, fra <https://griegseafood.com/about-us>
- Jensen (b\_jensen), B.-A. (2020, september 25). *Russland åpner for norsk laks via Hviterussland | Intrafish.no*. Intrafish.No | De Siste Nyhetene Om Oppdrettsnæringen. <https://www.intrafish.no/nyheter/russland-apner-for-norsk-laks-via-hviterussland/2-1-882223>
- Kenton, W. (2020, desember 27). *Monte Carlo Simulation*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/montecarlosimulation.asp>
- Knudsen, C. (2019, mai 7). *Mowi opprettholder guiding, ser tøff konkurranse*. <https://e24.no/i/xPeajX>
- Kurlandsky, M. (2020, september 15). *Net loss: The high price of salmon farming*. The Guardian. <http://www.theguardian.com/news/2020/sep/15/net-loss-the-high-price-of-salmon-farming>
- Lersøy Seafood. (u.å.). *The Norwegian Seafood Pioneer—Since 1899* [Company website]. Lerøyseafood. Hentet 22. mai 2021, fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>
- Lerøy Seafood. (u.å.-a). *Global sjømatleverandør*. Lerøyseafood. Hentet 22. mai 2021, fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/verdikjeden/>
- Lerøy Seafood. (u.å.-b). *Lerøys historie*. Vår historie. Hentet 23. januar 2021, fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-lerov/historikk/>
- Lerøy Seafood. (u.å.). *Ocean Forest*. Lerøyseafood. Hentet 23. mai 2021, fra <https://www.leroyseafood.com/en/sustainability/ocean-forest/>
- Misund, B. (2021). *Fiskeoppdrett*. I *Store norske leksikon*. <http://snl.no/fiskeoppdrett>
- MOWI. (2018a). *Bærekraftig laks til verden*. <https://mowi.com/no/om-oss/>
- MOWI. (2018b). *Laks—Bærekraftig oppdrett av laks—Mowi*. <https://mowi.com/no/laks/>
- Norges Sjømatråd. (2021, januar 4). *Varsel om nye krav for eksport av sjømat til Kina*. <https://seafood.no/markedsadgang/siste-nytt-om-markedsadgang/varsel-om-nye-krav-for-eksport-av-sjomat-til-kina/>
- Rammen, K. (2020, januar 20). *Kapitalverdimodellen*. *Finanssans.no*. <https://finanssans.no/kapitalverdimodellen>
- SalMar. (2020a). *Havbasert fiskeoppdrett*. SalMar ASA. <https://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-aera/>
- SalMar. (2020b). *Historie*. SalMar ASA. <https://www.salmar.no/historie/>
- SalMar. (2020c). *SalMar i dag*. SalMar ASA. <https://www.salmar.no/salmar-i-dag/>
- Sapin (r\_sapin), R., & Cherry (d\_cherry), D. (2020, september 9). *Koronavirus kan overleve på nedkjølt laks i en uke, ifølge kinesisk studie | Intrafish.no*. Intrafish.No | De Siste Nyhetene Om Oppdrettsnæringen. <https://www.intrafish.no/nyheter/koronavirus-kan-overleve-pa-nedkjolt-laks-i-en-uke-ifolge-kinesisk-studie/2-1-871723>

- SSB. (2017, januar 16). *Laveste handelsoverskudd på 17 år*. ssb.no. <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/muh/aar-forelopige/2017-01-16>
- Statista. (u.å.). Raw data—Statista Definition. I *Statista Encyclopedia*. Hentet 22. mai 2021, fra [https://www.statista.com/statistics-glossary/definition/351/raw\\_data/](https://www.statista.com/statistics-glossary/definition/351/raw_data/)
- Statistisk Sentralbyrå. (2020a, mai 20). *Eksport av laks*. SSB. <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/eksport-av-laks>
- Statistisk Sentralbyrå. (2020b, oktober 29). *Akvakultur*. ssb.no. <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2020-10-29>
- Statsobligasjoner årsgjennomsnitt. (u.å.). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet 22. mai 2021, fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Stoltz, G. (2014). Kjøpekraft. I *Store norske leksikon*. <http://snl.no/kj%C3%B8pekraft>
- Stranden, A. L. (2020, januar 25). *Varmt vann for å fjerne lus gjør vondt for laksen*. <https://forskning.no/a/1626007>
- Tan, C. (2021, januar 18). *China GDP expands 2.3% in 2020 with fast recovery from COVID*. Nikkei Asia. <https://asia.nikkei.com/Economy/China-GDP-expands-2.3-in-2020-with-fast-recovery-from-COVID>
- Tvedt, J. (2000, mai). *Realopsjoner—Verdien av fleksibilitet—Magma*. <https://www.magma.no/realopsjoner-verdien-av-fleksibilitet>
- Utenriksdepartementet. (2021, mars 5). *Brexit: Hva skjer 1. januar 2021?* [Redaksjonellartikkel]. Regjeringen.no; regjeringen.no. [https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/brexit\\_20210101/id2774186/](https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/brexit_20210101/id2774186/)
- Vigdel, L. R. (2017, januar). *Leasing: Ny IFRS regnskapsstandard—Magma*. *MAGMA Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*. <https://www.magma.no/leasing-nv-ifrs-regnskapsstandard>
- xprt agriculture. (u.å.). *Fish Feed Companies and Suppliers in Norway (Aquaculture) | Agriculture XPRt*. Hentet 31. mars 2021, fra <https://www.agriculture-xprt.com/aquaculture/fish-feed/companies/location-norway>
- Yahoo Finance. (u.å.). *LEROY SEAFOOD GROU (LSG.OL) Stock Historical Prices & Data—Yahoo Finance*. Hentet 22. mai 2021, fra <https://finance.yahoo.com/quote/LSG.OL/history/>

### Årsrapporter:

- Lerøy Seafood ASA. Årsrapport (2013-2020). Hentet fra: <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>
- Grieg Seafood ASA. Årsrapport(2015-2019). Hentet fra: <https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations>
- MOWI ASA. Årsrapport (2015-2019). Hentet fra: <https://mowi.com/investors/reports/>
- Norway Royal Salmon ASA. Årsrapport (2015-2019). Hentet fra: <https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>
- SalMAR ASA. Årsrapport (2015-2019). Hentet fra: <https://www.salmar.no/en/annual-reports/>

## Appendiks

### Figuroversikt:

Figur 1: Integrrert verdikjede (Lerøy årsrapport, 2019).	s.10
Figur 2-5: Omsetningsfordeling Produkt og Marked. Omsetningsutvikling. Utvikling i konsernets driftsresultat (Lerøy årsrapport, 2020).	s.11
Figur 6: Utvikling siden børsnotering (Lerøy årsrapport, 2020).	s.12
Figur 7: Eksport av norsk sjømat fordelt på fiskeri og havbruk (Norges Sjømatråd, 2020).	s.13
Figur 8: 10 største eksportmarkeder for sjømat målt i mengde (Norges Sjømatråd, 2020).	s.14
Figur 9: Verdikjede (Egen produksjon).	s.15
Figur 10: Produksjonsprosess (Finansdepartementet, 2019).	s.16
Figur 11: To-trinns modellen (Petersen et al., 2017, s. 301-302).	s.29
Figur 12: Verdsettelsesmetoder (Petersen et al., 2017, s. 298).	s.30
Figur 13: Trendanalyse resultatregnskap (egen produksjon).	s.43
Figur 14: Trendanalyse balanseregnskap (egen produksjon).	s.43
Figur 15: Trendanalyse kostnader (egen produksjon).	s.44
Figur 16: Avkastning på investert kapital (egen produksjon).	s.45
Figur 17: ROE (egen produksjon).	s.46
Figur 18: ROE sammenligning (egen produksjon).	s.47
Figur 19: DuPont-modellen (Petersen et al., 2017, s.141).	s.47
Figur 20: Salgsvekst (egen produksjon).	s.48
Figur 21: Likviditetsgrad 1 (egen produksjon).	s.50
Figur 22: Likviditetsgrad 2 (egen produksjon).	s.51
Figur 23: Likviditetssyklus (egen produksjon).	s.51
Figur 24: KPI-anslag 4.kvartal (Norges Bank, 2020).	s.55
Figur 25: Anslag for styringsrente 4- kvartal (Norges Bank, 2020).	s.56
Figur 26: Valutakursindeks (Norges Bank, 2020).	s.57
Figur 27: Importveid valutakursindeks (Norges Bank, 2020).	s.57
Figur 28: Utvikling av gjennomsnittspriser (Norges Sjømatråd, 2020).	s.58
Figur 29: Husholdningenes konsum (Statistisk sentralbyrå. Norges Bank, 2020).	s.59
Figur 30: Lønnsvekst (Statistisk sentralbyrå. Norges Bank, 2020).	s.59
Figur 31: Konsumvekst (Statistisk sentralbyrå. Norges Bank, 2020).	s.60

Figur 32: BNP-nivå handelspartnere (Norges Bank, 2020).	s.61
Figur 33: BNP-nivå fastlands-Norge (Statistisk sentralbyrå. Norges Bank, 2020).	s.61
Figur 34: Eksport fastlands-Norge (Statistisk sentralbyrå. Norges Bank, 2020).	s.62
Figur 35: Global produksjon av atlantisk laks (Ernst and Young, The Norwegian Aquaculture Analysis, 2019, p29.).	s.63
Figur 36: Veikart for havbruksnæringen (Norsk Industri, 2019, p.7.).	s.64
Figur 37: PESTEL (egen produksjon).	s.65
Figur 38: Trafikklyssystemet (Fiskeridirektoratet, 2020).	s.68
Figur 39: Porters fem-faktormodell (egen produksjon).	s.70
Figur 40: Porters fem-faktormodell oppdatert (egen produksjon).	s.74
Figur 41: VRIO (egen produksjon).	s.77
Figur 42: SWOT (egen produksjon).	s.80
Figur 43: Top 20 største lakseselskaper (iLaks, 2019).	s.81
Figur 44: Slaktet laks 2020 (Q4 rapport fra selskapene, 2020).	s.81
Figur 45: Gjennomsnittlig laksepris (Fishpool, 2021).	s.82
Figur 46: Utvikling aksjekurs Grieg Seafood (Euronext, 2021).	s.83
Figur 47: MOWI verdikjede (MOWI, 2020).	s.84
Figur 48: Utvikling aksjekurs MOWI (Euronext, 2021).	s.85
Figur 49: Utvikling aksjekurs NRS (Euronext, 2021).	s.86
Figur 50: Utvikling aksjekurs SalMar (Euronext, 2021).	s.88
Figur 51: Fremtidsprognose av nøkkeltal (egen produksjon).	s.94
Figur 52: Bull-case scenario (egen produksjon).	s.101
Figur 53: Base-case scenario (egen produksjon).	s.102
Figur 54: Bear-case scenario (egen produksjon).	s.102
Figur 55: Monte Carlo-simulering (egen produksjon).	s.104
Figur 56: Normalfordeling kursmål (egen produksjon).	s.105
<b>Tabelloversikt:</b>	
Tabell 1: Regresjonsbeta Lerøy (egen produksjon).	s.34
Tabell 2: Levered beta (egen produksjon).	s.34
Tabell 3: Blumes justeringsmodell (egen produksjon).	s.35
Tabell 4: Egenkapitalkostnad (egen produksjon).	s.35

Tabell 5: Gjeldskostnad (egen produksjon).	s.36
Tabell 6: WACC (egen produksjon).	s.36
Tabell 7: Regnskapskvalitet (egen produksjon).	s.38
Tabell 8: Reformulert resultatregnskap (egen produksjon).	s.39
Tabell 9: NOA-format (egen produksjon).	s.40
Tabell 10: Egenkapital og NIBD (egen produksjon).	s.40
Tabell 11: Verdien av leasing (egen produksjon).	s.42
Tabell 12: Verdi justert for leasing (egen produksjon).	s.42
Tabell 13: Vekstanalyse (egen produksjon).	s.48
Tabell 14: Kortsiktig likviditetsrisiko (egen produksjon).	s.53
Tabell 15: Langsiktig likviditetsrisiko (egen produksjon).	s.53
Tabell 16: Resultatregnskap Lerøy (2019-2020).	s.54
Tabell 17: Bærekrafts-sammenligning (Champenier 2019).	s.73
Tabell 18: Finansielle nøkkeltall Grieg Seafood (egen produksjon).	s.83
Tabell 19: Finansielle nøkkeltall MOWI (egen produksjon).	s.84
Tabell 20: Finansielle nøkkeltall NRS (egen produksjon).	s.86
Tabell 21: Finansielle nøkkeltall SalMar (egen produksjon).	s.87
Tabell 22: Resultatregnskap, fremtidsprognose (egen produksjon).	s.88
Tabell 23: Verdi- og kostnads-drivere (egen produksjon).	s.90
Tabell 24: Forklaringskraft regresjonsanalyse (egen produksjon).	s.91
Tabell 25: Output regresjonsdata (egen produksjon).	s.92
Tabell 26: Kontantstrøm, fremtidsprognose (egen produksjon).	s.93
Tabell 27: Komprimert balanseregnskap, fremtidsprognose (egen produksjon).	s.93
Tabell 28: Drivere (egen produksjon).	s.94
Tabell 29: DCF (egen produksjon).	s.95
Tabell 30: EVA (egen produksjon).	s.96
Tabell 31: DDM (egen produksjon).	s.96
Tabell 32: RI (egen produksjon).	s.97
Tabell 33: Sammenligning av verdsettelsesmetoder (egen produksjon).	s.97
Tabell 34: Sammenligning av verdsettelsesmetoder, uten RI (egen produksjon).	s.98
Tabell 35: Sammenligning P/E (egen produksjon).	s.98



Tabell 36: Sammenligning EV/EBITDA (egen produksjon).	s.99
Tabell 37: Sensitivitetsanalyse, WACC og Terminalvekst (egen produksjon).	s.100
Tabell 38: Sensitivitetsanalyse, Risikofri rente og Beta (egen produksjon).	s.100
Tabell 39: Monte Carlo nøkkeltall (egen produksjon).	s.105

### Formeloversikt:

Formel 1: Kapitalverdimetoden.	s.19
Formel 2: Enterprise value (DCF).	s.27
Formel 3: Enterprise value (EVA).	s.28
Formel 4: Market value of equity (DDM).	s.28
Formel 5: Market value of equity, to-trinns modell (DDM).	s.28
Formel 6: Market value of equity (RI).	s.29
Formel 7: WACC.	s.31
Formel 8: Egenkapitalens avkastningskrav.	s.31
Formel 9: Blumes justeringsmodell.	s.34
Formel 10: Levetid aktiva.	s.41
Formel 11: Verdien av leasing.	s.41
Formel 12: Avkastning på investert kapital	s.45
Formel 13: ROE.	s.45
Formel 14: ROE (dekomponert).	s.46
Formel 15: Bærekraftig vekstrate.	s.49
Formel 16: Likviditetsgrad 1.	s.50
Formel 17: Likviditetsgrad 2.	s.51
Formel 18: Likviditetssyklus (CCC).	s.52
Formel 19: Regresjonsligning.	s.92