



Handelshøyskolen BI - campus Bergen

# BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Bacheloroppgave Verdivurdering Lerøy Seafood Group ASA

Navn: Andreas Hammerseth

Utlevering: 11.01.2021 09.00

Innlevering: 02.06.2021 13.00

*"Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket."*

### **Sammendrag**

Formålet med denne bacheloroppgaven er å estimere verdien på egenkapitalen til Lerøy Seafood Group AS, og tilhørende aksjepris. Jeg har valgt å benytte meg av fundamental- og komparativ verdsettelsesmetode. I den fundamentale verdsettelsen har jeg analysert hvilke fremtidige kontantstrømmer selskapet kan forvente å generere og neddiskontert disse til en nåverdi med relevant avkastningskrav og trukket fra netto finansiell gjeld. Jeg har valgt å benytte meg av et avkastningskrav på totalkapitalen på 7,4 prosent. Grunnet usikkerhetene knyttet til de estimerte kontantstrømmene har jeg utarbeidet tre ulike scenarioer og vektet disse ut ifra sannsynligheter basert på mine skjønnsmessige vurderinger. I den komparative verdsettelsen har jeg valgt å benytte multiplikatormodellen og estimert selskapsverdien basert på hva sammenlignbare selskaper og eiendeler blir omsatt for i markedet. Den fundamentale verdsettelsen resulterte i et verdiestimat på 75,22 per aksje mens i den komparative verdsettelsen kom jeg fram til et verdiestimat på 72,16 per aksje. Videre har jeg vektet disse henholdsvis  $\frac{3}{4}$  og  $\frac{1}{4}$  og konkludert med et verdiestimat på 74,46 per aksje. Faktisk aksjepris på verdsettelsestidspunktet var 77,02 og jeg konkluderer derfor med en hold-anbefaling per 03.05.21. Som jeg påpeker flere ganger gjennom denne oppgaven er det knyttet betydelig usikkerhet til verdiestimatet og jeg har derfor foretatt en sensitivitetsanalyse. Denne analysen avdekker at estimert verdi er spesielt sensitiv for endringer i WACC.

### **Forord**

Denne bacheloroppgaven er den avsluttende oppgaven i min bachelorgrad i Økonomi og Administrasjon.

Oppgaven har vært både krevende og læringsrik, jeg har måtte anvende det jeg har lært i mine tre år hos Handelshøyskolen BI Bergen. Verdsettelse handler om mer enn å bare analysere historisk utvikling, det handler nemlig om å se på helhetsbilde av markedet, bransjen og verdsettelsesobjektet, samt hvordan verdsettelsesobjektet vil passe inn i disse de neste årene. Selv om jeg har lært mye

i mine tre år hos BI Bergen har jeg underveis i oppgaven måtte tilegne meg mye ny kunnskap og nye ferdigheter, som jeg vil ha med meg videre. Min mening er at ved å gjennomføre denne oppgaven har jeg dannet meg et godt grunnlag for videre studier hos BI Bergen.

## Innholdsfortegnelse

<b>1. Innledning</b> .....	<b>4</b>
1.1 Motivasjon for valg av tema.....	4
1.2 Formål og problemstilling .....	4
1.3 Avgrensninger .....	5
1.4 Oppgavens oppbygging og struktur .....	6
<b>2. Presentasjon av Lerøy og bransjen</b> .....	<b>6</b>
2.1 Bransjehistorikk .....	6
2.2 Dagens marked.....	7
2.3 Lerøy sin historie .....	8
<b>3. Finansiell metode</b> .....	<b>9</b>
3.1 Fundamental verdsettelse .....	9
3.1.1 Totalkapitalmetoden .....	9
3.1.2 Komparativ verdsettelse.....	10
3.1.2.1 Multiplikatormodellen.....	11
<b>4. Avkastningskrav</b> .....	<b>11</b>
4.1 Egenkapitalkostnad for Lerøy Seafood Group ASA .....	12
4.1.1 Risikofri rente.....	12
4.1.2 Beta .....	13
4.1.3 Markedets risikopremie.....	13
4.1.4 Gjeldskostnad .....	14
4.1.5 Beregning av avkastningskravet til totalkapitalen.....	14
<b>5. Regnskapsanalyse</b> .....	<b>14</b>
5.1 Analyseperiode og sammenligningsgrunnlag .....	15
5.1.1 Analyseperiode .....	15
5.1.2 Sammenligningsgrunnlag.....	15
5.2 Presentasjon av historiske regnskapstall.....	15
5.3 Omgruppering av Balanse.....	15
5.3.1 Eiendeler .....	16
5.3.2 Gjeld .....	17
5.4 Normalisering.....	17
5.5 Nøkkeltallsanalyse .....	18
5.5.1 Lønnsomhet.....	19

5.5.2 Likviditet.....	20
5.5.3 Soliditet .....	22
<b>5.6 Common size.....</b>	<b>24</b>
<b>6. Strategisk Analyse .....</b>	<b>26</b>
<b>6.1 Makroanalyser .....</b>	<b>26</b>
6.1.1 Inflasjon.....	26
6.1.2 Laksepris.....	26
6.1.3 Rentenivå.....	26
6.1.4 Valuta .....	27
<b>6.2 Utvikling i nasjonal økonomi .....</b>	<b>27</b>
6.2.1 Bruttonasjonalprodukt.....	27
6.2.2 Finanspolitikken.....	27
6.2.3 Næringsinvesteringer .....	28
6.2.4 Boligmarkedet.....	28
6.2.5 Konsum- og Lønnsvekst.....	28
6.2.6 Arbeidsledighet.....	28
<b>6.3 Utvikling i internasjonal økonomi .....</b>	<b>29</b>
6.3.1 Utsikter for bransjen .....	29
<b>6.4 Andre analyser (swot, vrrio, pestel, konkurrentanalyse m.m.).....</b>	<b>29</b>
6.4.1 Pestel-analyse.....	29
6.4.2 Porters fem krefter .....	31
6.4.3 VRIO-analyse.....	33
<b>7. Prognostisering av kontantstrøm .....</b>	<b>34</b>
<b>7.1 Eksplisitt prognoseperiode .....</b>	<b>34</b>
7.1.1 Hovedscenario.....	35
<b>7.2 Normalisert Operasjonell kontantstrøm .....</b>	<b>37</b>
7.2.1 Normalinvesteringer .....	37
7.2.2 Investering i arbeidskapital.....	38
7.2.3 Oppsummering av hovedscenario .....	39
<b>7.3 Alternative scenarioer .....</b>	<b>39</b>
7.3.1 Best case.....	39
7.3.2 Worst case.....	40
<b>8. Fundamental verdsettelse &amp; Komparativ verdsettelse.....</b>	<b>40</b>
<b>8.1 Fundamental verdsettelse .....</b>	<b>40</b>
<b>8.2 Terminalverdi.....</b>	<b>41</b>
<b>8.3 Enterprise value .....</b>	<b>41</b>
<b>8.4 Egenkapitalverdi.....</b>	<b>41</b>
<b>8.5 Komparativ verdsettelse .....</b>	<b>42</b>
<b>8.6 Utvalgte multiplikatorer .....</b>	<b>42</b>
8.6.1 Pris/fortjeneste-modellen .....	42
8.6.2 EV/EBIT .....	43
8.6.3 EV/kg.....	43
8.6.4 EV/salg .....	43

<b>8.7 Komparativt verdiestimat .....</b>	<b>43</b>
<b>8.8 Vektet estimat av fundamental og komparativ verdi.....</b>	<b>44</b>
<b>9. Sensitivitetsanalyse.....</b>	<b>44</b>
<b>9.1 Risikofri rente.....</b>	<b>45</b>
<b>9.2 Beta .....</b>	<b>46</b>
<b>9.2 Markedets risikopremie .....</b>	<b>46</b>
<b>10. Oppsummering og handlingsstrategi .....</b>	<b>47</b>
<b>11. Litteraturliste.....</b>	<b>48</b>

## 1. Innledning

I dette kapittelet ønsker jeg å gjøre rede for min motivasjon bak valgt tema og verdsettelsesobjekt. Etter dette vil jeg presentere formålet med denne bacheloroppgaven, og hvilke avgrensninger jeg har gjort. Til slutt vil jeg gi en oversikt over oppgavens struktur, slik at leseren lettere skal kunne følge gangen i verdsettelsesprosessen.

### 1.1 Motivasjon for valg av tema

I denne oppgaven skal jeg verdivurdere Lerøy Seafood Group ASA, verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret. Videre i denne oppgaven vil jeg referere til Lerøy Seafood Group ASA som “Lerøy”. Lerøy er et børsnotert selskap med hovedfokus på omsetning av fersk sjømat, noe som er en viktig næring for Norsk økonomi. Oljenæringen har i lang tid og har fremdeles den største og muligens den viktigste rollen i norsk økonomi, men nedgangen i oljenæringen styrker behovet for alternative næringer, slik som for eksempel oppdrettsnæringen. Sjømat har lenge vært en stor del av norsk kultur og historie, og Lerøy vil derfor være et interessant verdsettelsesobjekt innenfor oppdrettsbransjen ettersom de kan regnes som en stor aktør med en sterk merkevare.

### 1.2 Formål og problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å estimere verdien av egenkapitalen til Lerøy. Oppgaven vil resultere i realistisk verdiestimat som skal reflektere Lerøys underliggende økonomiske forhold og framtidsutsikter. Med utgangspunkt i

kommende analyser vil jeg lage et verdiestimat som reflekterer min oppfatning av selskapets virkelige verdi. Verdiestimatet mitt er basert på prognostisering av en usikker fremtid og vil være påvirket av mine antakelser, forutsetninger og forenklinger av virkeligheten. Ved å sammenligne verdiestimatet opp mot selskapets markedsverdi på Oslo Børs vil jeg kunne vurdere hvorvidt Lerøy synes å være over- eller underpriset. På bakgrunn av dette vil jeg presentere et forslag til en anbefalt handlingsstrategi. Oppgavens problemstilling lyder som følger:

*“Hva er verdien til Lerøy Seafood Group ASA, og hva blir tilhørende aksjepris?”*

### 1.3 Avgrensninger

I denne oppgaven bruker jeg bare offentlig tilgjengelig informasjon, slik som års- og kvartalsrapporter, markedsdata og annen informasjon som er tilgjengelig for alle. Jeg opptrer som en ekstern analytiker, og jeg har ikke vært i kontakt med Lerøy eller personer tilknyttet selskapet.

Jeg har valg å sette verdsettelsestidspunktet til 03.05.21 og vil sammenligne dette mot børskursen samme dag. I mine analyser bruker jeg tidligere årsrapporter ekskludert årsrapporten for 2020 og første kvartalsrapport for 2021 da disse ble publisert for sent i semesteret til at jeg kunne tatt den med i denne oppgaven. Jeg bruker i all hovedsak fundamental verdsettelsesteknikk i denne oppgaven, men supplerer med komparativ verdsettelse for å senere kunne sammenligne og vekte disse verdiestimatene. For å kunne danne et godt sammenligningsgrunnlag i regnskapsanalysen min har jeg sett på de nærmeste konkurrentene til Lerøy og deres nøkkeltall, for så å lage en bransje-benchmark som jeg vil sammenligne Lerøys nøkkeltall opp mot. Selskapene jeg har valg å sammenligne Lerøy med er: Salmar, Norway Royal Salmon, Mowi, Grieg Seafood og Austevoll Seafood. For å kunne estimere et pålitelig verdiestimat er det viktig at jeg analyserer historiske regnskapstall. Siden oppdrettsnæringen er av syklisk karakter vil det være hensiktsmessig å analysere selskapets regnskap over en lengre periode, samtidig som det er viktig at analysens relevans ikke forsvinner. Derfor vil jeg begrense analyseperioden til fem år tilbake i tid.

## 1.4 Oppgavens oppbygging og struktur

I et forsøk på å gjøre oppgaven mer leservennlig vil jeg gjennomgå oppgavens oppbygging og struktur, slik vil leser få innsikt i kapitlene som kommer og formålet med dem. I oppgavens innledning gikk jeg gjennom problemstillingen, min motivasjon for valg av problemstilling og avgrensninger. I kapittel 2 presenterer jeg selskapet og bransjen de opererer i, samt historien til bransjen og selskapet. I kapittel 3 redegjør jeg for finansiell metode, og valg av verdsettelsesteknikk, før jeg i kapittel 4 beregner avkastningskrav for total kapital. Etter dette, i kapittel 5 foretar jeg en regnskapsanalyse hvor jeg omgrupperer og normaliserer regnskapet til Lerøy, samt regner ut en rekke nøkkeltall som jeg måler opp mot en konstruert bransje-benchmark. I kapittel 6 foretar jeg en strategisk analyse av Lerøy. Med utgangspunkt i den strategiske analysen vil fremtidig kontantstrøm prognostiseres i kapittel 7, før jeg gjennomfører fundamental og komparativ verdsettelse i kapittel 8. For å vurdere verdierestimatet mitt foretar jeg en sensitivitetsanalyse i kapittel 9, før jeg oppsummerer og anbefaler en handlingsstrategi i kapittel 10.

## 2. Presentasjon av Lerøy og bransjen

I dette kapittelet vil jeg gi en beskrivelse av næringen og noen av de viktigste hendelsene i næringens historie. Jeg vil også gå gjennom dagens marked sammenlignet med tidligere år, før jeg avslutter kapittelet med en kort gjennomgang av Lerøy sin historie.

### 2.1 Bransjehistorikk

Bransjen sin historie kan spores helt tilbake til slutten av 1800-tallet, hvor fiskerbønder solgte levende fisk på fisketorget i Bergen. Disse virksomhetene utviklet seg gradvis til å omfatte detaljutsalg i Bergen, omsetning av levende skalldyr gryende eksportforretning (Lerøy, 2021). Siden den gang har oppdrettsnæringen utviklet seg til å bli en av de viktigste næringene innenfor Norsk økonomi. Fiske har alltid vært en stor del av den norske kulturen, men oppdrettsnæringen slik vi kjenner den i dag startet først på 1970-tallet.

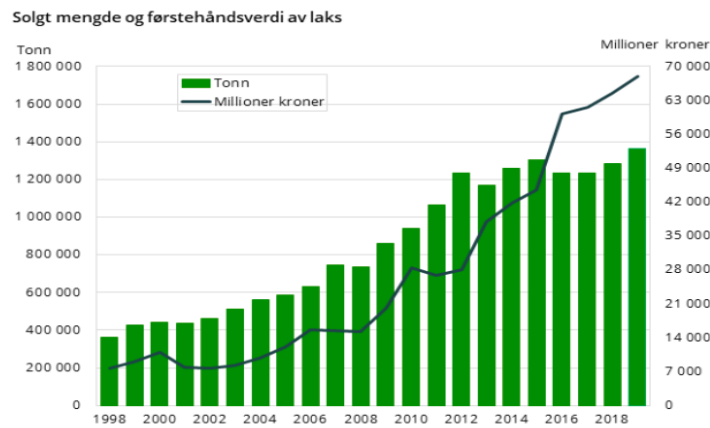
Norge disponerer i dag om lag 90 000  $KM^2$  sjøareal innenfor grunnlinjen, noe som tilsvarer jordbruksarealet til Norge, Finland, Danmark og Sverige til sammen. Med andre ord har Norge veldig gode forutsetninger for å drive oppdrett. Til tross for at oppdrettsnæringen i all hovedsak befinner seg langs kysten bidrar næringen til sysselsetting over hele landet (Laksefakta, 2020).

Det vil være viktig for både oppdrettsnæringen og samfunnet at oppdrettsnæringen drives på en bærekraftig måte. Helt siden oppstarten av oppdrettsnæringen har de Norske myndighetene spilt en viktig rolle gjennom regulering og forvaltning. Næringen har vært underlagt konsesjoner og andre krav for å sikre en forsvarlig og bærekraftig drift. På 1970-tallet startet det opp mange nye aktører, noe som førte til at myndighetene måtte stoppe alle nye konsesjoner midlertidig i 1977. Oppdrettsnæringen begynte å stagnere på slutten av 80-tallet, noe som førte til at flere selskaper måtte omstille seg eller avslutte sin drift, og i 1991 ble oppdrettsloven endret slik at det var mulig for selskapene å eie flere konsesjoner. Dette har ført til at i dag forsyner et fåtall selskaper mesteparten av markedet, mer om dette senere.

## 2.2 Dagens marked

2020 var et rekordår for oppdrettsbransjen hvor det ble solgt laks verdt 68 milliarder kroner fra norske oppdrettsanlegg. Dette var en økning på 5,4 prosent fra året før. For hele næringen, altså fisk og skalldyr var det en økning på 7,2 prosent på solgt mengde (SSB, 2020e). Laks utgjorde størstedelen av både produsert mengde og verdi. Gjennomsnittlig salgspris per kilo laks falt fra 50,32 kroner i 2018 til 49,84 kroner i 2019 (SSB, 2020e). Produksjonen av ørret økte med 22 prosent mellom 2018 og 2019, mens den samlede førstehåndsverdien på regnbueørret og annen ørret var 3,5 milliarder kroner. For andre arter enn laks og ørret ble det i 2019 produsert 3 200 tonn som utgjør en økning fra året før på 12,6 prosent, men en nedgang på 0,1 prosent i verdi. Det ble produsert 2 200 tonn skalldyr til en verdi av 28,7 millioner i 2019, som utgjør en økning på 25,7 prosent for mengde, men en nedgang på 24 prosent for førstehåndsverdi (SSB, 2020e).





Tabell 1 - «solgt mengde og førstehåndsverdi av laks» (SSB, 2020e)

Ut ifra oppdrettsnæringens historie kan man lett tenke seg at utviklingen vil fortsette i evig tid, da er det viktig å huske på at dette er en syklisk bransje hvor laksepris, tilbud og etterspørsel fort kan endre seg.

### 2.3 Lerøy sin historie

Lerøy sine røtter kan spores tilbake til fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen, som solgte levende fisk på fisketorget i Bergen på slutten av 1800-tallet. I 1939 etablerte to av hans ansatte grossisten og sjømateksportøren Hallvard Lerøy AS. Grunnet dårlige resultater og tynn kapitalisering på slutten av 1980-tallet avviklet selskapet mottaksaktivitetene og solgte daværende eierinteresser innen havbruk, slik at de kunne fokusere på grossist og eksportvirksomhet (Lerøy, 2020b). Lerøy gjennomførte sin siste kriseemisjon i 1994, og rettet fokus mot å reetablere en sunn forretning. Det var ikke før i juni 2002 at Lerøy ble et børsnotert selskap, børsnoteringen gjorde at Lerøy fikk tilgang til kapitalmarkedet, som igjen ga dem god kapitaltilgang (Lerøy, 2020b). De siste årene har Lerøy investert i fabrikkapasitet for å kunne være med på utviklingen innen distribusjon av fersk sjømat. I dag selger Lerøy fisk i over 80 forskjellige land. Og ifølge Lerøy er 2016 et av de viktigste årene i deres historie, da kjøpte de nemlig konsernet Havfisk og Norway Seafood Group, to av Europas største selskaper innen fangst og foredling av hvitfisk. Slik fikk Lerøy muligheten til å gjøre fangst og videreforedling av hvitfisk til en del av deres verdikjede og ble på den måten et helintegrert selskap med styring og kontroll på alt av sjømatprodukter fra hav til konsument (Lerøy, 2020b).

### 3. Finansiell metode

Dette kapitlet redegjør for to ulike teknikker for verdsettelse: *fundamental* og *komparativ* verdsettelse. Innenfor teknikkene er det videre ulike metoder. Jeg vil vurdere hvilke av de ulike underordnede metodene som egner seg best for verdivurderingen av Lerøy, før jeg presenterer de valgte verdsettelsesteknikkene.

#### 3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse analyserer hvilke fremtidige kontantstrømmer et selskap kan forvente å generere. Kontantstrømmen representerer fremtidige verdier som blir diskontert til en nåverdi med relevant avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2016).

Metoden baserer seg på strategiske analyser av selskapets underliggende forhold og utarbeidelse av et prognoseregnskap. Basert på offentlige regnskapsrapporter og andre relevante kilder gjennomføres kvalitative analyser av både selskapet og bransjen, samt kvantitative analyser av historiske regnskapstall. Basert på disse analysene og funnene utarbeides et prognoseregnskap hvor fremtidige kontantstrømmer estimeres. Denne kontantstrømmen blir deretter diskontert med et beregnet avkastningskrav som reflekterer relevant alternativkostnad og risiko tilknyttet. Det er den fremtidige kontantstrømmen som utgjør kjernen i verdsettelsen, men det er likevel nødvendig å ha innsikt i historiske regnskapstall og hvilke trender som er typisk for selskapet og bransjen.

Innen fundamental verdsettelse er det typisk to hovedmetoder; *total kapital*, og *egenkapitalmetoden* (Kaldestad & Møller, 2016). Metodene verdsetter egenkapitalen henholdsvis indirekte og direkte basert på hvilken kontantstrøm som er tilgjengelig til selskapet eller eierne. Etter oppgavens hensikt vil den fundamentale verdsettelsen utelukkende benytte avkastningskravet til total kapitalen ettersom Lerøy er finansiert med både gjeld og egenkapital som må hensyntas.

##### 3.1.1 Total kapitalmetoden

Total kapitalmetoden gjennomfører verdivurdering av egenkapitalen indirekte ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer fra drift etter skattekostnad med et avkastningskrav som er vektet med egenkapitalkostnad og gjeldskostnad, kalt

WACC, for å så trekke fra netto finansiell gjeld fra den estimerte selskapsverdien (Damodaran, 2012).

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(FCFF)_t}{(1+WACC)^t}$$

***Formel 1 - Enterprise Value (Kaldestad & Møller, 2016)***

Modellen estimerer kontantstrøm fra selskapets drift som er tilgjengelig for selskapet, kreditorene og aksjonærene. For å beregne kontantstrømmen til totalkapitalen tar modellen utgangspunkt i driftsresultat etter skatt, deretter legges av, og nedskrivninger til igjen. Videre trekkes eventuelle investeringer fra, samt justere for endringer i arbeidskapital. Avslutningsvis neddiskonteres denne kontantstrømmen med WACC. Modellen vil beregne kontantstrøm for en eksplisitt tidsperiode på fem år, før kontantstrømmen antas konstant og jeg anvender Gordons formel for å beregne en terminalverdi (Kaldestad & Møller, 2016).

$$T_n = \frac{E(FCFF)_{n+1}}{(WACC - g)}$$

***Formel 2 - Gordons formel (Kaldestad & Møller, 2016)***

Selskapsverdien utgjør nåverdien av kontantstrømmene fra eksplisitt periode og terminalverdien. Avslutningsvis trekkes netto finansiell gjeld fra selskapsverdien for å beregne den estimerte verdien av egenkapital.

### 3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse estimerer selskapsverdi basert på sammenlignbare selskaper og eiendeler blir omsatt for i markedet (Damodaran, 2012). Modellen er mindre ressurskrevende enn fundamental verdsettelse, men vesentlig mindre detaljert og nøyaktig ettersom få selskap vil ha 100 prosent sammenlignbare eiendeler og markedsposisjon. Komparativ verdsettelse har videre to tilnærminger: markedsbasert (multiplikator modellen) og balansebasert (substansverdimodellen). Multiplikatormodellen baserer verdsettelsen på prising av sammenlignbare selskaper, mens substansverdimodellen baserer verdsettelsen på markedspriser på selskapets eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016).

Jeg vil videre i oppgaven benytte multiplikatormodellen framfor substansverdimodellen ettersom den er bedre egnet innen havbruksnæringen hvor ulike strategiske aspekter må hensyntas som substansverdimodellen ikke inkluderer.

### 3.1.2.1 Multiplikatormodellen

Modellen estimerer selskapsverdi basert på ulike tall fra regnskapet og multiplisere disse med en estimert multipl. Multiplene må hentes fra selskaper som er lik i karakter og opererer i samme bransje som Lerøy. Jeg vil derfor benytte en gjennomsnittlig multiplikator basert på et utvalg av konkurrerende havbruksselskap. De ulike multiplene oppgaven vil benytte er: P/E, EV/EBIT, EV/kg, og EV/salg

Modellen baserer seg på selskaper som ikke er 100 prosent identisk som Lerøy og har andre faktorer som påvirker deres prising og dermed gjør multiplikatormodellen ikke like nøyaktig som fundamental verdsettelse. Likevel vil modellen fungere som en kontroll av oppgavens estimerte selskapsverdi og generelt om hvordan aksjemarkedet priser denne type virksomhet.

## 4. Avkastningskrav

Et avkastningskrav skal reflektere hvilken avkastning en investor kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen med tilsvarende risiko (Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D., 2015). Som investor krever vi også en avkastning som reflekterer risiko og inflasjon. Det skilles mellom ulike avkastningskrav til egenkapitalen og totalkapitalen i et selskap. Ettersom jeg estimerer Lerøys totalkapital ved diskontering av kontantstrømmer til totalkapitalen vil oppgavens verdsettelse benytte seg av et avkastningskrav til nettopp totalkapitalen, *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. WACC tar utgangspunkt i selskapets kapitalkostnad til både egenkapitalen og gjelden.

$$WACC = k_e \frac{E}{E + G} + k_g(1 - t) \frac{G}{E + G}$$

**Formel 3 – WACC**

## 4.1 Egenkapitalkostnad for Lerøy Seafood Group ASA

Jeg vil benytte den mest anvendte modellen innenfor verdsettelse for å estimere egenkapitalkostnaden til Lerøy, *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

### *Formel 4 – Egenkapitalkostnad*

Formelen inneholder de ulike faktorene som en investor vil kreve kompensasjon for; inflasjon, alternativ avkastning og risiko. Det er den *usystematiske* risikoen som står særlig sentralt i beregningen av egenkapitalkostnaden. Dette er forhold som påvirker utelukkende selskapet fremfor markedet generelt som f.eks. bedriftsledelse, operasjonell effektivitet og organisasjonskultur. Derfor vil egenkapitalkostnaden bare reflektere denne risikoen og dermed utelukke den *systematiske* risikoen, som er konjunkturutvikling, rentenivåer osv., som har påvirkning på hele aksjemarkedet.

#### 4.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente uttrykker en avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016, s.156). Det er vanskelig å finne et verdipapir som overhodet ikke har noen risiko, men 10-årige statsobligasjoner utstedt i økonomisk solide land representerer verdipapirer med tilnærmet null risiko. Derfor vil jeg bruke tiårige statsobligasjoner utstedt i Norge. I tabellen under presenterer den gjennomsnittlige renten basert på årlig gjennomsnitt de siste fem årene (Norges Bank, Statsobligasjoner Årsgjennomsnitt.)

	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Risikofri rente	1,33%	1,64%	1,88%	1,49%	0,82%	<b>1,42%</b>

**Tabell 2: Risikofri rente for perioden 2016-2020**

COVID-19 har hatt en dramatisk innvirkning på den risikofrie renten i 2020 og vil fortsatt holde den relativt lav sammenlignet med historiske nivåer. Likevel er det ikke utenkelig at renten vil gjennomgå en økning utover de neste årene. Ettersom verdsettelsen behøver et stabilt avkastningskrav for fremtidige kontantstrømmer

og en forventet normalisering av rentenivået fremover vil jeg sette renten til 2 prosent.

#### 4.1.2 Beta

Beta måler aksjens risiko relativt til resten av aksjemarkedet og hvor eksponert man dermed er for markedsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016). Beta uttrykker hvordan aksjeverdien varierer i forhold til aksjemarkedet. Beta lik 1 uttrykker at aksjen varierer likt som markedet. Dersom beta er høyere enn 1 varierer aksjen mer, og mindre hvis beta er under 1.

Beta til egenkapitalen estimeres ved regresjonsanalyse på historisk månedlig avkastning for Lerøy og Oslo Børs som referanseindeks. Regresjonsanalysen bør være lang nok slik den estimert beta vil inneholde samvariasjon fra både opp- og nedgangstider. Beta fra Bloomberg er estimert på en mellomlang periode er oppført som 1,14 som vil bli brukt videre i beregningen av WACC.

#### 4.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen en investor forventer å få utover risikofri rente i en gitt aksje (Kaldestad & Møller, 2016). En investor forventer kompensasjon for den systematiske risikoen som er tilknyttet aksjen.

Det er vanskelig å estimere fremtidig risikopremie og hvordan den eventuelt vil utvikle seg de kommende årene, derfor er historisk premie det beste estimatet for fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016). PwC og Norske Finansanalytikerers Forening publisert rapporten “Risikopremien i det norske markedet” de siste årene. Rapporten har vist de siste ni årene at median risikopremie er 5 prosent, som også er det beste estimatet for fremtidig premie. Derfor vil jeg bruke 5 prosent inn mot avkastningskravet.

$$\text{Egenkapitalkostnad} = 2\% + 1,14 * 5 = 7,7\%$$

**Formel 5 – egenkapitalkostnad**

#### 4.1.4 Gjeldskostnad

I beregning av Lerøys gjeldskostnad vil jeg ta utgangspunkt i risikofri rente og et kredittpåslag basert på en syntetisk kredittrating etter S&P's rammeverk. Lerøy er et selskap med solide økonomiske nøkkeltall og A-rating som resulterer i et anslag på gjeldspremien på 0,5 prosentpoeng.

$$\text{Gjeldskostnad} = 2\% + 0,5\% = 2,5\%$$

#### **Formel 6 – Gjeldskostnad**

#### 4.1.5 Beregning av avkastningskravet til totalkapitalen

Totalkapitalens avkastningskrav beregnes ved å vekte selskapets gjeldskostnad og egenkapitalkrav med andelen gjeld og egenkapital basert på markedsverdier.

Egenkapitalandelen vil basere seg på dagens aksjekurs multiplisert med antall utestående aksjer. Per 03.05.2021 er Lerøy sin aksjekurs 77,02 og har 595 773 680 utestående aksjer, som resulterer i markedsverdi på egenkapitalen på 45 886 488 834. Markedsverdi på Lerøy sin gjeld tar utgangspunkt i netto finansiell gjeld, som jeg beregnet i 5.2 til å være 2 307 104 000. Lerøy sin markedsverdi på totalkapitalen er dermed 48 193 592 584.

$$WACC = \frac{45\,278\,799\,680}{48\,193\,592\,584} * 7,7\% + \frac{2\,307\,103\,750}{48\,193\,592\,584} * 2,5\%(1 - 0,2) = 7,4\%$$

## 5. Regnskapsanalyse

Hensikten ved å gjennomføre en regnskapsanalyse er danne et klart bilde av den økonomiske fortiden til selskapet, den vil videre hjelpe meg å estimere fremtidige kontantstrømmer. Regnskapsanalysen deles inn i tre følgende deler, Finansierings- og soliditetsanalyse, rentabilitetsanalyse og likviditetsanalyse. I **finansierings- og soliditetsanalysen** kartlegges det om selskapet har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidig tap. Dette gjøres ved å se på selskapets anskaffelse og anvendelse av kapital samt selskapets finansielle struktur. **Rentabilitetsanalyse** gir oss en oversikt over selskapets lønnsomhetssituasjon ved å se på inntjening på investert kapital. **Likviditetsanalyse** har til formål å undersøke selskapet evne til å kunne betale fremtidige løpende utgifter. Analysen gir altså en oversikt over selskapets pengestrøm både inn og ut.

## 5.1 Analyseperiode og sammenligningsgrunnlag

### 5.1.1 Analyseperiode

I denne oppgaven velger jeg å benytte meg av regnskapstall fem år tilbake i tid (2015-2019). Lerøy befinner seg i en syklisk bransje og det vil derfor være viktig å ha en relativt lang analyseperiode da selskaper i sykliske bransjer er sensitive for både opp- og nedgangskonjunkturer. For oppdrettsselskaper er lakseprisen en viktig faktor for deres resultater, derfor vil det være hensiktsmessig å bruke en lang analyseperiode for å avdekke svingningene i lakseprisen og dens påvirkning på resultatet.

### 5.1.2 Sammenligningsgrunnlag

For å danne et sammenligningsgrunnlag vil jeg hente ut nøkkeltall fra Lerøys nærmeste konkurrenter, samt konstruere en markeds-benchmark fra disse nøkkeltallene. Konkurrentene jeg har valgt å ta med i denne benchmarken er Salmar, Mowi, Austevoll Seafood, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon.

## 5.2 Presentasjon av historiske regnskapstall

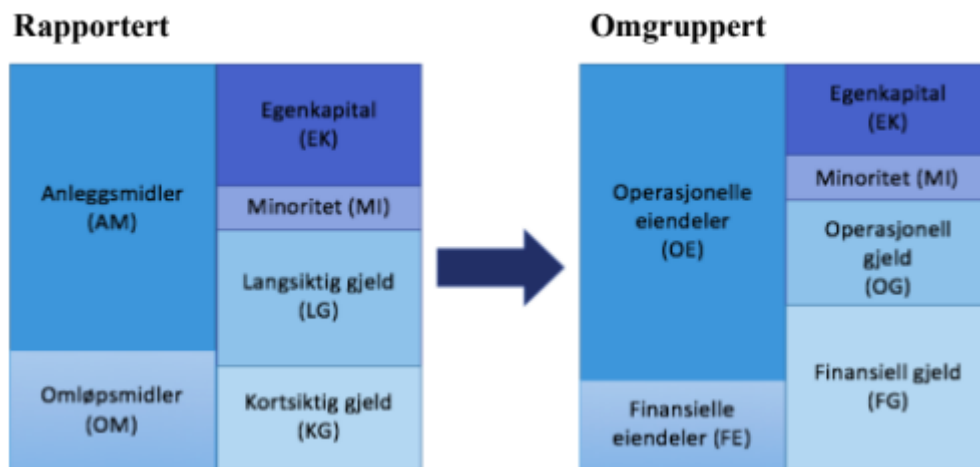
For å gi leser en bedre forståelse for hvilke justeringer som er gjort i omgruppering og normalisering har jeg i vedlegg 1 «historiske regnskapstall Lerøy» lagt inn Lerøy sine historiske regnskapstall for årene 2011-2019.

## 5.3 Omgruppering av Balanse

Hensikten med omgrupperingen er å skille mellom selskapets finansielle og operasjonelle midler. Det er ikke alltid slik at de rapporterte postene er like gyldig for analyseformål og jeg velger derfor å omgruppere balansen slik jeg illustrerer i figuren under (Kaldestad & Møller, 2016). Målet med dette er å skille ut driftsrelaterte aktiva ettersom det er disse som driver verdiskapningen i selskapet. Virksomhetsverdien består av operasjonelle eiendeler og gjeld som Lerøy trenger i den daglige driften sin. Dette omfatter hovedsakelig produksjonsanlegg, konsesjoner, arbeidskapital og varelager. Operasjonell gjeld er kortsiktig gjeld som man ikke betaler renter på, for eksempel leverandørgjeld. Finansielle eiendeler er ikke direkte tilknytning til selskapets drift, eksempelvis derivater, aksjer og andre finansielle aktiva. Finansiell gjeld er langsiktig rentebærende



gjeld. Når man skal verdsette et selskap vil det være mest hensiktsmessig å finne virkelig verdi av finansielle eiendeler og gjeld.



*Figur 1 - Omgruppering av balansen*

### 5.3.1 Eiendeler

De fleste selskaper trenger til enhver tid likviditet til den daglige driften, slik at noe av kontantbeholdningen må være operasjonelle midler. Kontanter og bankinnskudd brukes til å dekke svingningene i arbeidskapitalen i løpet av året. Det er bare overskuddslikviditet vi anser som en finansiell eiendel, og det er bare bankinnskudd som gir en finansiell avkastning, som gir en verdi utover virksomhetsverdien. Det vil derfor være avgjørende for egenkapitalverdien hvor stor del av bankinnskuddet vi klassifiserer som finansielt. Varelageret til Lerøy består hovedsakelig av emballasje, fôr, råvarer og ferdigvarer, dette kan absolutt regnes som driftsrelatert og inngår derfor i virksomhetsverdien. Dette gjelder også de biologiske eiendelene til Lerøy da dette er fisk. Fordringer kan være både finansielle og driftsrelaterte. Kundefordringer er vanligvis korte fordringer som inngår i driftsrelaterte eiendeler. De langsiktige fordringene er typisk rentebærende og må derfor regnes som en finansiell eiendel. I Lerøy sitt tilfelle består de immaterielle eiendelene hovedsakelig av konsesjoner, rettigheter og goodwill. Lerøy er avhengig av sine konsesjoner for å drive lakseoppdrett, derfor kan ikke disse selges uten å påvirke resultatet fra driften. Goodwill er merverdier Lerøy har anskaffet gjennom oppkjøp og må også regnes som driftsrelatert. Altså er de immaterielle eiendeler operasjonelle og inngår i selskapsverdien. Aksjer kan deles opp i aksjer tilgjengelig for salg og aksjer i tilknyttede selskaper. Aksjene

tilgjengelig for salg er planlagt solgt og vil derfor regnes som finansielle eiendeler, mens aksjer i tilknyttede selskaper regnes som operasjonelle eiendeler.

### 5.3.2 Gjeld

Leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter, betalbar skatt, utsatt skatt, annen kortsiktig gjeld og kortsiktige kreditter er tilknyttet selskapets daglige drift og regnes derfor som operasjonell gjeld. Langsiktig rentebærende gjeld og andre forpliktelser regnes som finansiell gjeld.

### 5.3.3 Omgruppert Balanse

I «vedlegg 2» finner leser Lerøy sin omgrupperte balanse for årene 2015-2019.

## 5.4 Normalisering

Normalisering har til formål å få frem det reelle underliggende resultatet fra driften (Kaldestad & Møller, 2016). Da må jeg justere for unormale engangsposter, driftsposter o.l. I henhold til god regnskapsskikk er det viktig å ta høyde for at de rapporterte regnskapstallene kan inneholde støy og justere slik at man får et normalisert resultat. Videre vil jeg gå gjennom de mest aktuelle postene for normalisering og forklare hvilke justeringer jeg foretar. Jeg vil foreta en normalisering for årene 2015-2019.

### **Driftsinntekter**

Driftsinntektene til Lerøy kommer hovedsakelig av salgsvolum og laksepris. Slaktevolum har vært stabilt på rundt 150 000-160 000 tonn, mens lakseprisen har steget jevnlig siden 2015. Jeg vil ikke foreta noen justeringer for driftsinntekter.

### **Andre gevinster og tap**

Denne posten dekker verdiendring av tilknyttede selskaper, salg av aksjer og salg av varige driftsmidler. Dette er aktiviteter som ikke inngår i selskapets driftsaktiviteter og jeg vil derfor fjerne denne linjen i sin helhet i normaliseringen. Dette er aktiviteter Lerøy foretar seg med jevne mellomrom og er ikke knyttet til selskapets kjerneaktiviteter, og kan anses som engangsposter. Derfor vil jeg foreta justeringer knyttet til disse postene.

### Varekostnader

Lerøys årsrapporter oppgir ingen opplysninger knyttet til varekostnad, og det fremkommer heller ingen nevneverdige variasjoner i resultatregnskapet, jeg foretar derfor ingen justeringer knyttet til varekostnad.

### Lønnskostnader

I resultatregnskapet framkommer det at Lerøy har en stabil økning i lønnskostnader, dette samsvarer med årsrapportene som viser en stabil økning i antall ansatte. Jeg vil derfor ikke foreta noen justeringer her.

### Valuta

Siden Lerøy opererer internasjonalt, vil de være eksponert for valutarisiko i flere valutaer. Valutaderivater sammen med opptrekk/innskudd på flervalutakonti benyttes for å i størst mulig grad fjerne valutarisikoen. Siden tap og gevinster på valuta ikke kan regnes som kjernevirksomheten til Lerøy vil det være hensiktsmessig å justere for disse. I Lerøy sitt regnskap føres tap og gevinst knyttet til valutasikring på varekostnaden, jeg vil derfor måtte justere EBITDA i tråd med dette.

### Oppsummering

Totalt sett har jeg måtte gjøre få endringer i normaliseringen. Som resulterer i at normalisert EBITDA er lavere enn EBITDA, selv om differansen er liten. Som man ser i tabellen under er det andre gevinster og tap samt valutasikring som justeres bort fra normalisert EBITDA.

(I 1000 NOK)	2015	2016	2017	2018	2019
EBITDA	2002376	4825651	2583704	4983143	3412572
Andre gevinster og tap	-34206	-457	-3927	-42341	-27245
Valutasikring	-29900	-54400	-41700	-65300	-72700
<b>Normalisert EBITDA</b>	<b>1938270</b>	<b>4770794</b>	<b>2538077</b>	<b>4875502</b>	<b>3312627</b>

*Tabell 3 – Normalisert EBITDA*

## 5.5 Nøkkeltallsanalyse

Hensikten med en nøkkeltallsanalyse er å gi innsikt i et selskaps underliggende økonomiske forhold, og vil kunne måles opp og sammenlignes med resten av bransjen. For å danne et klart bilde vil det være hensiktsmessig å måle disse over lengre tid, i dette tilfelle fem år. Det vil også være viktig at jeg bruker

normaliserte tall da jeg skal analysere de underliggende økonomiske forholdene til Lerøy og bransjen. Ved å måle nøkkeltallene sin utvikling over tid vil man kunne danne seg et klart bilde over hvorvidt Lerøys lønnsomhet er høyere eller lavere enn tidligere. Disse historiske nøkkeltallene vil også være et bra referansepunkt når jeg skal lage prognoser og gjøre en rimelighetsanalyse av mine verdiestimer. Jeg har valgt å bruke nøkkeltall som beskriver lønnsomhet, likviditet og soliditet.

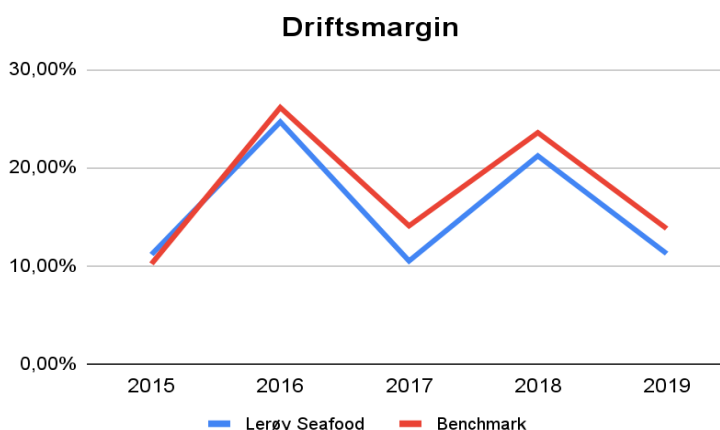
### 5.5.1 Lønnsomhet

Nøkkeltall basert på lønnsomhet sier noe om selskapets evne til å skape overskudd (Kaldestad & Møller, 2016). Lønnsomhet er ikke bare viktig for at selskapet skal overleve over tid, men er også viktig for å tiltrekke seg nye investorer og tilfredsstille aksjonærene i selskapet. For å kunne danne et bilde om et nøkkeltall er bra eller ikke trenger man ikke bare nøkkeltallet i seg selv, man trenger også et sammenligningsgrunnlag. Derfor vil jeg som nevnt tidligere måle Lerøys nøkkeltall opp mot en konstruert benchmark. Nøkkeltallene jeg har valgt å bruke i denne sammenheng er driftsmargin og avkastning til sysselsatt kapital.

#### Driftsmargin

Dette nøkkeltallet viser hvor mye selskapet sitter igjen med for hver krone som er omsatt før finanskostnader og skatt.

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



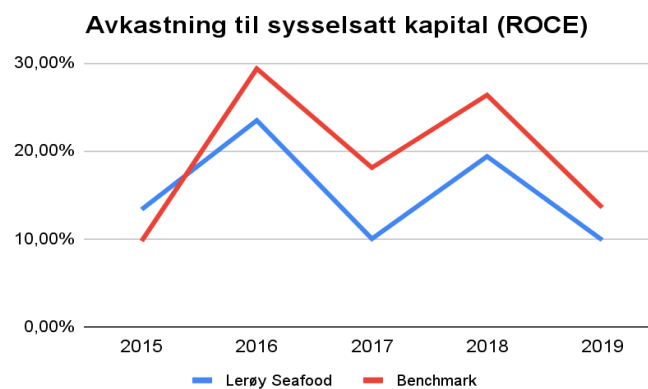
Bransjen har hatt en gjennomsnittlig driftsmargin de siste årene på rundt 18 prosent. Salmar er best i bransjen med gjennomsnittlig driftsmargin på 28 prosent

denne perioden. Lerøy er noe under benchmark med 16 prosent i gjennomsnittlig driftsmargin

### Avkastning til sysselsatt kapital (ROCE)

Avkastning til sysselsatt kapital viser hvor mye selskapet får igjen for hver krone investert før skatt. Dette nøkkeltallet bør være høyere enn selskapets kapitalkostnad, da dette er en indikator på at selskapet benytter kapitalen sin effektivt.

$$ROCE = \frac{\text{Driftsresultat (EBIT)} * (1 - t)}{\text{Sysselsatt kapital}}$$



Avkastning til sysselsatt kapital har gått i syklus de siste fem årene. Også her er Lerøy noe under benchmark med et gjennomsnitt på 15 prosent. Dette viser et tydelig bilde av at havbruksnæringen er lønnsom utover et fornuftig avkastningskrav.

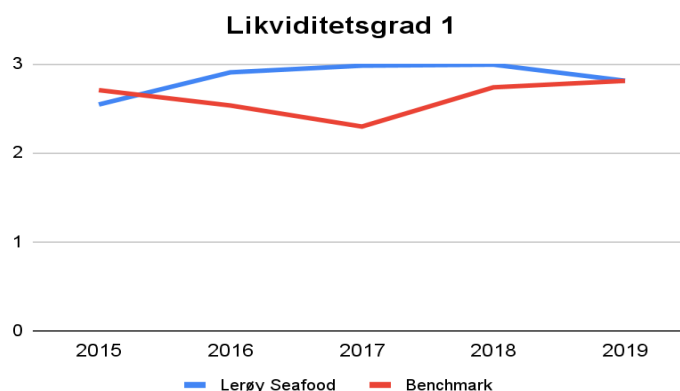
#### 5.5.2 Likviditet

Likviditetsanalyser har til hensikt å vurdere selskapets betalingsevne, altså å avdekke om selskapet er i stand til å betale sine forpliktelser innen forfall (Kaldestad & Møller, 2016). Selskaper kan være lønnsom uten at de er i stand til å betale sine forpliktelser, og gjerne spesielt sine kortsiktige forpliktelser, derfor vil det være viktig å ha mer tilgjengelige omløpsmidler enn man har kortsiktige forpliktelser. Nøkkeltallene jeg vil analysere i likviditetssammenheng er Likviditetsgrad 1 og 2.

#### Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser oss hvor mye omløpsmidler et selskap har i forhold til kortsiktig gjeld, altså selskapets betjeningsevne av den kortsiktige gjelden. En høy likviditetsgrad forteller oss at selskapet har god tilgang til likvide omløpsmidler til å dekke den kortsiktige gjelden. I denne sammenheng regnes kortsiktig gjeld som gjeld med forfall opp til ett år. En svakhet med likviditetsgrad 1 er at ikke alle omløpsmidler er i like stor grad likvide, som for eksempel varelageret.

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

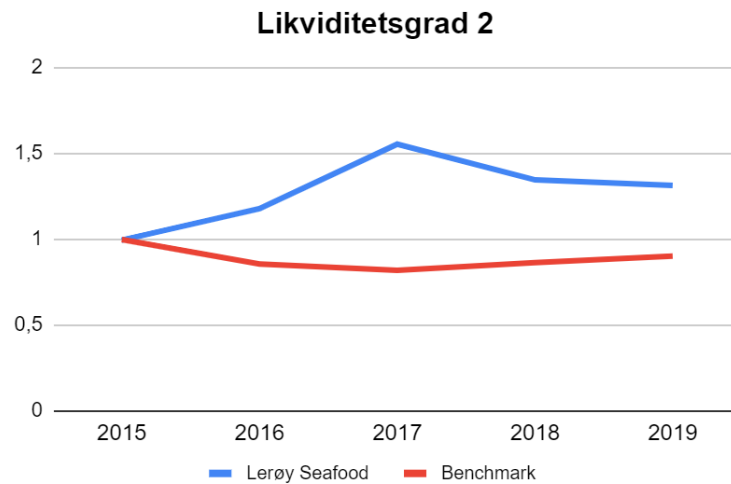


Likviditetsgrad 1 er høy for både Lerøy og benchmark. Gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 for Lerøy er 2.85 og virker svært likvid målt etter dette nøkkeltallet. Likevel utgjør biologiske eiendeler en vesentlig andel av omløpsmidler, dette er eiendeler som det tar tid å få omgjort til likvide midler. Derfor benytter jeg likviditetsgrad 2 for å se nærmere på de mest likvide omløpsmidlene.

## Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er på samme måte som likviditetsgrad 1, et mål på omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld. Som jeg nevner i avsnittet over er ikke alle omløpsmidler i like stor grad likvid. Derfor fjerner man varelageret fra utregning i likviditetsgrad 2.

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



Likviditetsgrad 2 er fremdeles høy for Lerøy med et gjennomsnitt de siste fem årene på 1,28. Benchmark fremstår mindre likvid med 0,89 i gjennomsnitt de siste fem årene. Varelagerets betydning for størrelsen på omløpsmidlene blir tydelig når man sammenligner likviditetsgradene.

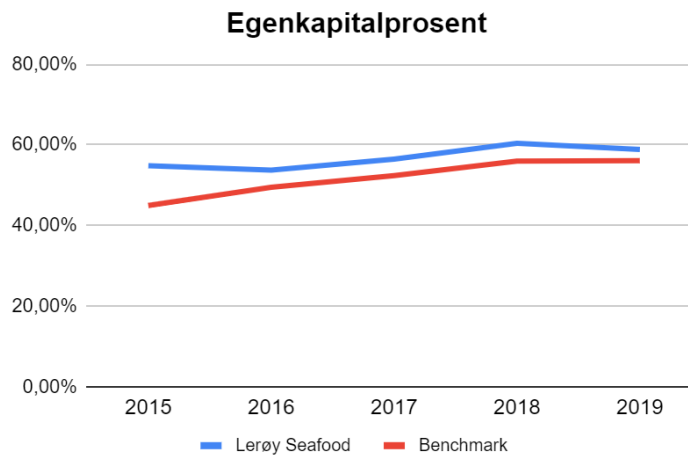
### 5.5.3 Soliditet

Soliditeten til et selskap sier noe om selskapets evne til å tåle finansielle tap. Kjennetegn på god soliditet kan være høy rentabilitet, høy egenkapitalandel, god inntjening og god finansieringsstruktur. Nøkkeltallene jeg vil se nærmere på er egenkapitalprosent, rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet.

#### **Egenkapitalprosent**

Dette nøkkeltallet viser oss hvor stort egenkapitalen er i forhold til totalkapitalen. Dette tallet brukes ofte til å vurdere om selskapet har en god finansieringsstruktur, og en fornuftig kapitalbuffer ved uforutsette hendelser (Peterson, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F, 2017).

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

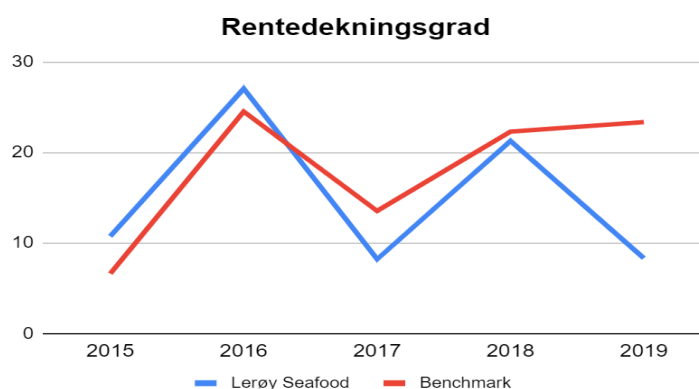


Egenkapitalprosenten totalt sett steget jevnt frem til 2018, før den gikk noe ned. Både Lerøy og sine konkurrenter har de siste fem årene hatt en gjennomsnittlig egenkapitalprosent på henholdsvis 57 prosent og 52 prosent.

### Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad sier noe om hvorvidt selskapet er i stand til å betale rentekostnaden på gjelden sin (Peterson et al., 2017). Dette forholdstallet viser hvor mange ganger driftsresultatet kan betale rentekostnaden, som igjen viser hvilken sikkerhetsmargin et selskap har til å betale rentekostnaden. En svakhet ved dette nøkkeltallet er at det utelukker avdrag og ser isolert på rentekostnad.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{EBIT} + \text{renteinntekter}}{\text{Rentekostnader}}$$



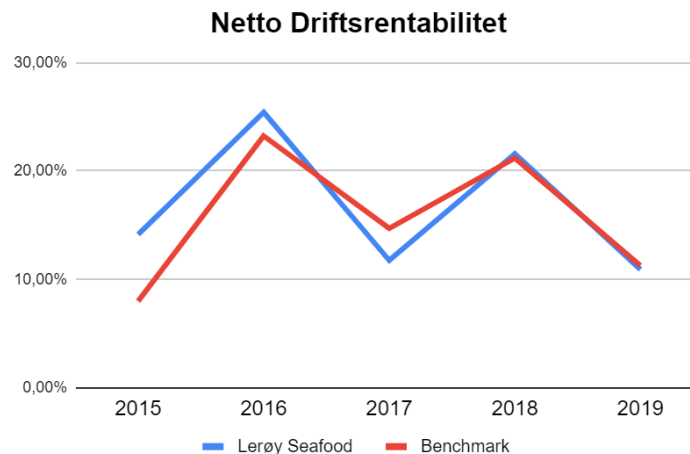
Rentedekningsgraden har hatt store svingninger i tidsperioden. I 2016 var Lerøy sin rentedekningsgrad over 27, mens i 2019 var den så vidt over 8. Nøkkeltallet viser likevel at sikkerhetsmarginen til Lerøy er jevnt over solid.



## Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet eller ROIC er et nøkkeltall som måler verdiskapningen til et selskap, Hvis driftsrentabiliteten overskrider avkastningskravet betyr dette at selskapet skaper verdier.

$$ROIC = \frac{EBITA * (1 - skatt)}{Investert kapital}$$



Bransjen har erfart varierende driftsrentabilitet med stor avstand mellom enkelte år. Lerøy oppnådde i 2016 en driftsrentabilitet på 25 prosent, mens i 2017 var den redusert ned til 12 prosent. Dette understreker hvordan laksepris og varekost kan fort endre seg fra år til år.

## 5.6 Common size

I en common size-analyse ønsker man å se hvor stor forskjellige kostnadsposter er i forhold til driftsinntektene, samtidig som man ser på utviklingen i postene over tid (Peterson et al., 2017). Tabellen under viser en oversikt over mine common-size beregninger. I denne tabellen tar jeg utgangspunkt i de normaliserte tallene til Lerøy.

Common size Lerøy	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Sum driftsinntekter	13484931	17269735	18619588	19879978	20454147	17941675,8
Driftsinntekter utvikling		28,07%	7,82%	6,77%	2,89%	11,39%
Varekostnad	68,81%	61,16%	53,26%	55,38%	55,17%	58,75%
Lønnskostnader	10,46%	10,34%	13,10%	13,42%	14,34%	12,33%
Andre driftskostnader	10,74%	10,79%	11,96%	13,10%	12,67%	11,85%
<b>EBITDA</b>	<b>14,37%</b>	<b>27,63%</b>	<b>13,63%</b>	<b>24,52%</b>	<b>16,20%</b>	<b>19,27%</b>

*Tabell 4 – Common size beregninger*

### **Analyse Av historisk driftsinntekt**

I tabell 4 kan vi se utviklingen i driftsinntekter fra foregående år. Mellom 2015-16 har selskapet hatt en sterk økning i driftsinntekter (ca. 28%), dette skyldes oppkjøp av andre selskaper gjort i 2015 hvor Lerøy økte sine eiendeler med ca. 10 Mrd. Etter dette har Lerøy vesentlig lavere, men positiv utvikling.

### **Analyse av historisk varekostnad**

Varekost er Lerøys største kostnadspost og er i all hovedsak knyttet til fôr. Denne kostnadsposten utgjør i 2015 ca. 68 prosent av driftsinntektene, og har en stabil nedgang med noen svingninger frem til 2019 da den utgjør bare ca. 55 prosent av driftsinntektene, gjennomsnittlig ligger den på ca. 58 prosent. De samme årene har Lerøy en stabil vekst i driftsinntekter, som viser at de klarer å holde varekostnad nede til tross for økning i driftsinntekter, altså en positiv utvikling for selskapet.

### **Analyse av historiske lønnskostnader**

Lerøy sine lønnskostnader styres av antall ansatte i selskapet, og deres lønnsnivå. Lønnskostnadene til Lerøy har en stabil positiv utvikling med et gjennomsnitt på ca. 12 prosent. Dette skyldes at selskapet også har en stabil positiv utvikling av antall ansatte.

### **Analyse av historiske andre driftskostnader**

Disse driftskostnader blir ikke presisert i Lerøys årsrapporter og det vil derfor være vanskelig å si noe om hva som inngår i denne posten. Men vi kan se at også her har selskapet en stabil positiv økning, som følger driftsinntektene. Gjennomsnittet for valg periode utgjør ca. 12 prosent.

### **Analyse av historisk EBITDA**

EBITDA er som regel et godt estimat på kontantstrømmen fra den underliggende driften. For Lerøy har EBITDA i prosent av driftsinntekter utgjort et gjennomsnitt på ca. 19 prosent. Det er likevel relativt store svingninger fra år til år.

### **Oppsummering av historiske nøkkeltall**

Lerøy har opplevd en solid vekst de siste årene og flere nøkkeltall oppnår solide nivåer. For benchmark er det også de samme trendene som for Lerøy. Det er

likevel tydelig at det er en syklisk bransje som varierer etter den volatile lakseprisen og er sterkt påvirket av biologiske utfordringer som driver kostnader opp enkelte år.

## 6. Strategisk Analyse

### 6.1 Makroanalyser

#### 6.1.1 Inflasjon

En svakere krone bidrar til at den importerte prisveksten økte i 2020, men påvirker også prisveksten på noe lengre sikt grunner tidsforsinkelser i kostnadsutviklingen og i prissettingen. Virkningen av kronesvekkelsen på norske importpriser dempes ved at utenlandsk inflasjon går ned og ved at deler av importtetterspørselen over tid vris i retning av land som har bedret sin relative konkurransevne overfor Norge (SSB, 2020d). Veksten målt ved KPI ventes å stige og ligge rundt 2 prosent i 2023.

#### 6.1.2 Laksepris

Som følge av Covid-19 pandemien har etterspørselen etter fersk laks vært kraftig redusert, noe som igjen har ført til at lakseprisen har vært lav. I 2019 var gjennomsnittspris per kg laks 59 kr. Hvis man ser nærmere på lakseprisen fordelt pr måned i 2019, ser man at lakseprisen var spesielt lav i andre halvdel av 2019, men hentet seg bra inn i desember der den landet på 70 kr per kilo (Fishpool, 2020). Ut ifra dette vil det være rimelig å anta at lakseprisen vil fortsette å stige etter hvert som restriksjonene knyttet til Covid-19 pandemien oppheves, da etterspørselen fra restauranter, hoteller og lignende vil øke.

#### 6.1.3 Rentenivå

I løpet av Mars 2020 satte Norges Bank ned styringsrenten to ganger med til sammen 1,25 prosentpoeng, slik at den endte på 0,25 prosent. Begrunnelsen Norges Bank ga var at kuttene vil føre til reduserte lånekostnader for bedrifter gjennom Covid-19 pandemien. Stortinget har også vedtatt en midlertidig tilskuddsordning for bedrifter som opplever store omsetningsfall.

Tilskuddsordningen fungerer slik at bedrifter med store omsetningstap vil få dekket deler av sine uunngåelige kostnader, herunder netto rentekostnader. Denne

ordningen gjør rentekuttene fra Norges Bank mindre viktige da bedriftene uansett får dekket store deler av sine rentekostnader. SSB forteller at aktiviteten i norsk økonomi vil ta seg opp igjen når smittevernstiltakene avtar. Og at styringsrenten vil holdes rundt 0,25 prosent ut 2021, og deretter øke gradvis mot 0,75 prosent i 2023 (SSB, 2020d).

#### 6.1.4 Valuta

Den importveide kronkursen svekket seg mye gjennom mars 2020, men hentet inn igjen om lag halvparten av svekkelsen i ettertid. Statistisk sentralbyrå forventer at kronkursen vil være uendret fremover.

## 6.2 Utvikling i nasjonal økonomi

### 6.2.1 Bruttonasjonalprodukt

Bruttonasjonalprodukt (BNP) er en viktig økonomisk størrelse som sier noe om tilstanden og utviklingen i et lands økonomi. Bruttonasjonalprodukt er summen av alle varer og tjenester som produseres i et land, minus de varene og tjenestene som blir brukt under produksjonen, i løpet av ett kalenderår. BNP per innbygger brukes til å vurdere BNP ut ifra antall innbyggere i et land. I Norge har BNP per innbygger hatt en jevn stigning siden 1970-tallet. Sammenlignet med Europa ligger Norge godt over gjennomsnittet dersom vi også justerer for endringer i prisnivå mellom landene (SSB, 2020d). Det er likevel viktig å få med den Norske økonomien og Covid-19 pandemiens påvirkning. BNP Fastlands-Norge falt med 6,4 prosent fra februar til mars. SSB spår at den norske økonomien vil være i lavkonjunktur ut 2023 (SSB, 2020d)

### 6.2.2 Finanspolitikken

De siste årene har Norge praktisert en konjunkturnøytral finanspolitikk. Et resultat at "eldrebølgen" vil være høyere utgifter i form av alderspensjon og andre stønader. Kombinasjonen av konjunkturnøytral utgiftsvekst og små endringer i skattenivået gjør at budsjettimpulsen ventes å være nærme konstant gjennom prognoseperioden. Oljepengebruken vil være under tre prosent av oljefondets verdi fram mot 2023. (SSB, 2020d).

### 6.2.3 Næringsinvesteringer

Utviklingen i investeringene er meget følsom for redusert etterspørsel, SSB beregnet at næringsinvesteringene ville falle 20 prosent i 2020. Denne anslås å falle enda mer i tiden fremover. Allerede før Covid-19 pandemien var næringsinvesteringene forventet til å falle som følge av flere prosjekter innen oljeraffinering, kjemisk og farmasøytisk industri ble ferdigstilt i 2019. Også innen tjenesteinvesteringene ventes det lave investeringer. Ifølge SSB vil næringsinvesteringene hente seg noe inn igjen, men vil likevel være rundt 10 prosent lavere i 2023 enn i 2019 (SSB, 2020d).

### 6.2.4 Boligmarkedet

Boligmarkedet i Norge har i siden 2018 vært preget av moderat vekst. Altså boliginvesteringene og boligprisene øker. Dette er forventet å fortsette i årene fremover. Sesongjusterte tall fra prisindeksen for brukte boliger viser en prisøkning på 3,4 prosent fra 4. Kvartal 2020 til 1. Kvartal 2021, uavhengig av hvilken type bolig (SSB, 2020d).

### 6.2.5 Konsum- og Lønnsvekst

Husholdningenes konsum har for noen varer og tjenester stoppet helt opp, grunnet smitteverntiltakene knyttet til Covid-19 pandemien. Dette forventes å ta seg opp etter hvert som restriksjonene avtar. Covid-19 pandemien har også ført til store inntektstap for mange husholdninger, men dette gjelder ikke alle i like stor grad, og de som er i mindre grad påvirket vil trolig være med på gjeninnhenting av konsumet. Når smitteverntiltakene oppheves i sin helhet forventes konsumet å ta seg opp igjen de følgende årene (SSB, 2020d).

### 6.2.6 Arbeidsledighet

Fra 10. Mars til 24. Mars 2020 økte antall registrerte arbeidsledige hos NAV fra ca. 65 000 til ca. 290 000, og har deretter ligget rundt dette tallet fram til 21. April. Dette utgjorde den 21. April 10,2 prosent arbeidsstyrken (SSB, 2020d). Denne statistikken regner heltidspermitterte som arbeidsledige, det vil være naturlig å anta at flertallet av dem som er permittert vil, etter hvert som restriksjonene tilknyttet Covid-19 pandemien oppheves, komme tilbake til jobb. SSB skriver på sine nettsider at arbeidsledigheten målt ved AKU vil stige til rundt

6 prosent og reduseres noe fram mot 2023. Vi har ikke sett arbeidsledighet på et slikt nivå som dette siden bankkrisen på 1990-tallet.

## 6.3 Utvikling i internasjonal økonomi

### 6.3.1 Utsikter for bransjen

Siden 1961 har det globale kjøttkonsumet doblet seg, økt konsum av sjømat er en stor grunn til dette. Til tross for dette utgjør sjømat bare 5 prosent av proteininntaket til mennesker. I 2020 er det estimert verdensbefolkning 7,7 milliarder mennesker og er forventet til å stige til 9,7 milliarder i 2055, som vil medføre en økning i proteininntak på 35 prosent. Med tanke på at det allerede er knapphet i nødvendige ressurser innen kjøttproduksjonen vil sjømat som proteinkilde kunne bli enda viktigere i årene fremover (Mowi AS, 2019).

Etter det kraftige fallet i verdensøkonomien som følge av Covid-19 pandemien forvente OECD at verdensøkonomien vil være tilbake på samme som før Covid-19 pandemien ved utgangen av 2021 (E24, 2020). Kina forventes å stå for en tredjedel av den globale veksten i 2021, som utjør en vekst på 1,8 prosent i 2020 og 8 prosent i 2021, mens de forventer et fall i Eurosonen på 7,5 prosent i 2020 og en vekst på 3,6 prosent i 2021 (E24, 2020)

## 6.4 Andre analyser (swot, vrio, pestel, konkurrentanalyse m.m.)

### 6.4.1 Pestel-analyse

Pestel-analyse er en situasjonsanalyse av en virksomhets makroomgivelser, sett i strategisk sammenheng. De eksterne forholdene som inngår i denne analysen er *politiske, økonomiske, sosiokulturelle, miljømessige og juridiske*.

#### *Politiske og juridiske faktorer*

Fra 2012 til og med 2019 har høstede slaktevolum av laks og ørret holdt seg rimelig stabil. Dette skyldes manglende ny lisenskapasitet og utfordringer for Lerøy og bransjen å tilpasse seg nye politiske luseforskrifter fra 2013 (Lerøy Seafood AS, 2021, s.55). Norsk industri for hvitfisk har i en lang periode slitt med dårlig lønnsomhet. Rammevilkårene i industrien er utfordrende, delvis drevet av sesongpreget tilgang på råstoff og delvis av politiske regulative rammevilkår som

gjør det utfordrende å allokere større volum til industrielle enheter, hindrer spesialisering og investeringer i automasjon.

#### *Økonomiske faktorer*

LIBOR eller London Interbank Offered Rate brukes ofte som en standard for fastsetting av korte renter på lån mellom banker. Sim vil si at lånekostnadene til bankene vil stige dersom LIBOR stiger, som igjen fører til at kostnadene til personene og selskapene som låner penger også vil stige. LIBOR estimeres til 0.117 i slutten av juni 2021 (The Economy Forecast agency, 2021). Her er det viktig å huske på at det er veldig vanskelig å estimere LIBOR nøyaktig da det er veldig mange usikre variabler som spiller inn. Styringsrenten i Norge har vært relativt stabil, men ble grunnet covid-19 pandemien satt ned til 0 prosent i 2020. Økning i styringsrenten vil føre til at det blir dyrere å låne penger, men fører også høyere rente i banken. Dette kan igjen føre til at flere velger å flytte penger fra utenlandsk valuta til NOK, og styrke kronen mot andre valuta. For Lerøy vil dette kunne være negativt for eksporten da det vil bli dyrere for utenlandske selskaper å importere varer fra Norge.

#### *Miljømessige faktorer*

Ifølge Naturvernforbundet har oppdrettsnæringen en stor negativ påvirkning på miljøet, grunnet rømt oppdrettslaks, lakselus og utslipp fra anleggene. Problemet med rømt oppdrettslaks er at de gyter med villaksen og dermed forandrer den genetiske sammensetningen til lokale ulvebestander, som har utviklet seg over tusenvis av år. Lakselus utgjør en kjempetrussel mot villaks. Lakselusen sprer seg gjennom de åpne anleggene og gjennom rømt oppdrettslaks og ender opp med massedød av laksesmolt, sjørøye og sjørørret. Utslipp fra anleggene skjer på flere måter, hovedårsakene er at oppdrettslaksen mates med store mengder soyabasert fôr og medisiner mot lakselus og annen sykdom. Det brukes i stor grad miljøgifter som dreper reker og andre skalldyr. Fôrspill og ekskrementer kan føre til overgjødning av havbunnen som igjen kan påvirke sei og makrell som beiter i nærheten. (Naturvernforbundet, 2020)

#### *Teknologi forskning og utvikling*

Oppdrettsnæringen har lenge hatt stagnerende produksjonsvolum grunnet streng regulering. Hvis vi ser på historisk produksjonsvolum er det lite grunn til å tro at dette bedrer seg med det første. Eller rettere sagt, det er liten grunn til å tro at det vil bli mindre streng regulering i årene som kommer. Teknologiske nyvinninger kan likevel tenkes å gi selskapene i bransjen mulighet til å ekspandere driften sin. I følge PwC sitt sjømatbarometer vil majoriteten av bransjen investere mer i bærekraftig teknologi som forbedrer forholdene fisken lever i og reduserer lakselus og at laks dør i merdene. Et eksempel på dette kan være RAS-anlegg, som kort fortalt filtrerer og resirkulerer vannet i merdene, og krever i mye mindre grad tilførsel av nytt vann. Det vil også være mulig for Lerøy å selge teknologi til andre former for oppdrettsselskaper om dette skulle vise seg nyttig.

#### 6.4.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter eller femkraftsmodellen er et rammeverk strategisk planlegging, hvor man bruker fem krefter for å avgjøre hvor attraktivt et marked er. De fem kreftene er: trusler fra nyetableringer og substitutter, kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt og konkurransesituasjonen

##### *Trusler fra nyetableringer og substitutter*

I dag består oppdrettsbransjen av et fåtall store selskaper som opererer med store oppdrettsanlegg, noe som medfører lave enhetskostnader, og vil gjøre det vanskelig for nye selskaper å etablere seg da de må gjøre store investeringer for å kunne konkurrere mot de allerede etablerte selskapene. I tillegg til dette er det juridiske og kompetansemessige barrierer som hindrer nyetableringer.

Landbaserte oppdrettsanlegg utgjør derimot en større trussel, spesielt i lavkostland. Vekstmulighetene har i denne bransjen vært lave ettersom laksesykdommer, lus og algeproblemer stopper dette. Men det vil fremdeles kreve store investeringer over flere år før man kan forvente profitt, dette er med på å redusere trusselen også for landbaserte oppdrettsselskaper.

##### *Kundenes forhandlingsmakt*

Kundenes forhandlingsmakt påvirkes blant annet av antall kunder, hvor viktig enkeltkunder er og hvor mye det koster å bytte kursleverandør. Selv om Lerøy styrer hele sin verdikjede sendes mesteparten av laksen til foredling i utlandet.



Dette vil si at de største kundene til Lerøy er sekunderforedlere. Selv om sekunderforedlere utgjør en stor del av kundene er denne kundemassen sammensatt av mange små selskaper, noe som reduserer den enkelte kunde sin forhandlingskraft. Det er også viktig å nevne at laks er et homogent produkt som betyr at oppdrettsselskapene i liten grad kan forhandle på pris. Totalt sett anses kundenes forhandlingsmakt som lav.

#### *Leverandørens forhandlingsmakt*

Leverandørens forhandlingsmakt vurderes ut ifra hvor lett det er for den enkelte leverandør å øke prisen de gir til kundene sine. Faktorene som spiller inn her er blant annet antall leverandører, hvor unike produktene eller tjenesten til en leverandør er og kostnadene knyttet til å bytte leverandør. I Norge er det få leverandører av fiskefôr, som utgjør store deler av markedet. Dette betyr at leverandørene har relativt sterk forhandlingsmakt over sine kunder.

#### *Konkurransesituasjonen*

Under dette punktet vil antall konkurrenter og deres evne til å konkurrere være i sentralt. Med evne til å konkurrere menes om de tilbyr like eller bedre produkter eller tjenester. Oppdrettsbransjen i dag består av rundt 150 selskaper, der hvor 10 av disse selskapene kontrollerer ca. 70 prosent av markedet (Store Norske Leksikon, 2021). Myndighetene i Norge setter likevel begrensninger på total kontrollert biomasse, som gjør det umulig å oppnå en monopolsituasjon på laks i Norge. Lerøy og de 9 andre oppdrettsselskapene opplever derfor lite press fra resten av konkurrentene da det er så stor forskjell i størrelse på disse selskapene. Jeg snakket tidligere i oppgaven om at oppdrettsselskapene opplevde en voldsom etterspørselsvekst som et resultat av redusert tilbud av laks. I en situasjon der hvor etterspørsel er høyere enn tilbud, vil internkonkurransen mellom rivaliserende selskaper reduseres. Dette er fordi alle får solgt alle varene de produserer. Normalt vil man også se på produktet som tilbys og hvorvidt noen av leverandørene skiller seg ut, altså om produktene kan differensieres. Oppdrettsbransjen er underlagt strenge krav fra mattilsynet som resulterer i at sluttproduktet er tilnærmet lik hos alle oppdrettsselskapene. Ut ifra dette konkluderer jeg med at det er lite internrivalisering mellom oppdrettsselskapene i Norge.

**Oppsummering:**

<i>Trussell fra nyetableringer og substitutter</i>	<i>Moderat</i>
<i>Kundenes forhandlingsmakt</i>	<i>Lav</i>
<i>Leverandørenes forhandlingsmakt</i>	<i>Sterk</i>
<i>Konkurransesituasjonen</i>	<i>Lav</i>

## 6.4.3 VRIO-analyse

VRIO-analyse har til formål å gjenkjenne og kategorisere et selskaps sine ressurser, og avgjøre om disse kan regnes som et konkurransefortrinn eller ikke. Videre kan dette også gi innsikt i om eller hvordan selskapet kan videreutvikle ressursene og beholde konkurransefortrinnet.

*Produktutvikling og merkevare*

I tillegg til å produsere oppdrettslaks og -ørret, produserer også Lerøy annen type sjømat som hvit fisk og skalldyr, dette er et område hvor Lerøy skiller seg fra konkurrentene. I tillegg til dette kommer større andel av Lerøys inntekter fra salg av videreforedledede produkter. Lerøy har bygget seg opp et sterkt merkenavn blant annet ved å selge produkter til sluttbruker under egne merkenavn. Noe som fører til høyere kundelojalitet og høyere prismargin. Samtidig har Lerøy et bredt kundesegment under stadig utvikling som gjør det lettere å nå ut til større deler av markedet. Som jeg har snakket om tidligere er oppdrettsbransjen preget av begrensede muligheter for organisk vekst på grunn av juridiske begrensninger. Dette fører til at aktørene må utnytte ressursene på best mulig måte for å øke inntektene sine. Derfor vil produktutvikling og merkevarebygging bli stadig viktigere ressurser for aktørene i bransjen. Lerøys sin produktutvikling og merkevare representerer verdifulle ressurser som få andre aktører besitter, det vil være mulig for andre aktører å tilegne seg tilsvarende ressurser, men det er usikkert hvor kostnadskrevenne dette vil være. Dette tyder på at Lerøy har et konkurransefortrinn, som kan regnes som varig.

*Strategiske Samarbeidsavtaler*

Lerøy har historisk sett vist en evne til å skape gode relasjoner til andre aktører i næringen. De har et pågående strategisk samarbeid med SalMar som innebærer at de kan benytte hverandres slakteri og videreforedlingsfabrikker. De to selskapene har også felles eierskap i Norskott Havbruk, som driver oppdrett i Skottland. De har også et strategisk samarbeid med et eksportselskap i Danmark som lar dem distribuere ferskpakket sjømat i Danmark og Tyskland. Disse avtalene gir Lerøy fordeler i form av stordriftsfordeler, fleksibilitet, lavere kapitalbinding og styrket markedsposisjon. Jeg konkluderer med at disse samarbeidsavtalene representerer verdifulle sjeldne ressurser for Lerøy, som vil være vanskelig å kopiere.

### *Kontroll over verdikjeden*

De fleste oppdrettsselskapene fokuserer på enkelte ledd eller deler av verdikjeden. For Lerøy er situasjonen litt annerledes da de kontrollerer hele sin verdikjede på nasjonalt plan, mens de outsourcer foredlingen til eksterne leverandører i utlandet. Dette gir Lerøy en fordel over de fleste av sine konkurrenter. Eksempelvis vil Lerøy ha et bedre datagrunnlag i forbindelse med forskning, de vil lettere kunne finne svakheter i prosessene knyttet til verdikjeden og det vil være lettere å overholde lover og regler knyttet til utslipp. Denne ressursen vurderer jeg som verdifull, sjelden og vanskelig å kopiere, men det vil ikke være umulig, derfor vil dette være et midlertidig konkurransefortrinn.

## 7. Prognostisering av kontantstrøm

I dette kapittelet vil jeg estimere kontantstrømmene for prognoseperioden ved hjelp av tre ulike scenarioer. Terminalverdien som dekker all verdiskapning etter eksplisitt prognoseperiode beregnes i kapittel 8.

### 7.1 Eksplisitt prognoseperiode

Det kan være vanskelig å velge hvor lang den eksplisitte prognoseperiode skal være da det ikke finnes noen "fasitsvar" på dette. Men det anbefales at prognoseperioden varer frem til selskapet når steady state, om dette lar seg gjøre. Altså når selskapet når en stabil vekstfase. Til tross for at det er vanskelig å beregne kontantstrømmer for lengre perioder, blir jeg nødt til å gjøre dette da

Lerøy som nevnt tidligere befinner seg i en syklisk bransje. Derfor velger jeg å utarbeide eksplisitt prognoseregnskap frem til 2024.

Vanligvis baserer verdivurderinger seg på en enkel prognose, med utgangspunkt i budsjettene til selskapet. I denne oppgaven vil jeg bruke tre sannsynlighetsvektede scenarioer, dette gjør jeg fordi det er høy grad av usikkerhet knyttet til Lerøys fremtidige inntjening. Ved å gjøre dette sikrer jeg at verdiestimatet tar høyde for at Lerøy kan ha god og dårlig inntjening i fremtiden. Scenarioene jeg utarbeider vil jeg kalle for; Base case, Best case og Worst case. De mest sentrale usikkerhetsmomentene i disse scenarioene vil være laksepris, biologisk risiko, reguleringer fra myndighetene, prisutviklingen innsatsfaktorer og valutasikringen.

#### 7.1.1 Hovedscenario

I scenarioet Base case tar jeg utgangspunkt i at lakseprisen vil øke noe, sammen med etterspørselen, og at det vil være lite vekst på tilbudssiden, da dette i stor grad reguleres av norske myndigheter. Jeg forventer også at lakseprisen vil hente seg inn tilnærmet der den var før Covid-19 pandemien, altså mellom 50-60 kr per kilo.

#### *Prognostisering av driftsinntekter*

De viktigste faktorene i fremtidige driftsinntekter vil være slaktevolum og laksepris. Som jeg snakker om tidligere i oppgaven vil det trolig være lite rom for volumvekst, på bakgrunn av politiske og biologiske forhold. I tillegg til dette opplever oppdrettsbransjen utfordringer knyttet til laksedødelighet og laks som rømmer. Det er mye som tyder på at restriksjonene knyttet til Covid-19 pandemien vil avta på kort til medium sikt. Dette vil trolig føre til en høy vekst i etterspørsel av fersk laks, som igjen medfører at lakseprisen vil stige. For Lerøy vil dette ha en positiv påvirkning på driftsinntektene. På lang sikt antar jeg at Lerøy vil kunne fortsette den historiske positive utviklingen i driftsinntektene. Det vil være mulig med en tilbudsvekst for oppdrettsbransjen og Lerøy på lang sikt, dersom de utvikler ny teknologi som kan håndtere de miljømessige og biologiske utfordringene bransjen står ovenfor i dag. Selv om det er mye som tyder på at restriksjonene tilknyttet covid-19 vil lette i tiden fremover er det selvfølgelig en mulighet at for nye smittebølger eller at viruset muterer og restriksjonene vil

vedvare på lengre sikt. Om dette skjer vil trolig laksepris holde seg lav i tiden fremover.

	2020	2021	2022	2023	2024
Vekst i omsetning	-3%	4%	2%	5%	3%

Tabell 5 – Driftsinntekter i prognoseperioden Base case

#### Prognostisering av varekostnad

Historisk sett har varekostnaden til Lerøy holdt seg stabil, med et gjennomsnitt på ca. 58 prosent av driftsinntektene. De største driverne for varekostnaden til Lerøy er fôr og bekjempelse av lakselus. På lang sikt vil det være mulig for Lerøy å redusere varekostnadene knyttet til fôr ved å utvikle en egen fôrproduksjon, men dette vil kreve større investeringer fra selskapet. Lakselus koster i dag oppdrettsnæringen flere milliarder i året, men dersom det kommer ny teknologi som kan forebygge eller begrense lakselus vil det være mulig for Lerøy å redusere varekostnadene sin betraktelig. Det samme vil gjelde for laks som rømmer, dette utgjør store kostnader for Lerøy og bransjen, men dersom de oppgraderer eller investerer i nye merder kan dette være med på å redusere varekostnaden på lang sikt. Utover dette vil det være nærliggende å tenke seg at varekostnaden vil fortsette å utgjøre rundt 58 prosent av driftsinntektene til Lerøy.

Prosent av omsetning	2020	2021	2022	2023	2024
Varekostnad	63%	61%	59%	60%	58%

Tabell 6 – varekost i prognoseperioden Base case

#### Prognostisering av lønnskostnader og andre driftskostnader

##### Omsetning

De største faktorene for økning av lønnskostnader er enten økning i antall ansatte, eller reallønnsvekst. Jeg anser det som lite sannsynlig at Lerøy klarer å øke sin produksjon betraktelig og forventer derfor ikke store endringer i lønnskostnader. Derfor mener jeg at det vil være hensiktsmessig å anta at lønnskostnaden vil fortsette å holde seg stabil og utgjøre ca. 12 prosent av driftsinntektene. Andre driftskostnader er en restpost og består av kostnader tilknyttet selskapets drift. Det vil være vanskelig å si noe konkret om denne posten da Lerøy ikke adresserer denne i sine årsrapporter, men historisk har den holdt seg stabil og utgjort ca 12 prosent av driftsinntektene. Ut ifra dette ser jeg ingen grunn til at dette vil endre seg.

Prosent av omsetning	2020	2021	2022	2023	2024
Lønnskostnad	11%	10%	13%	12%	13%
Prosent av omsetning	2020	2021	2022	2023	2024
Andre driftskostnader	11,00%	12,00%	11,00%	12,00%	10,00%

Tabell 7 – Lønnskost og andre driftskostnader i prognoseperioden Base case

### Oppsummering hovedscenario

Jeg forventer at etterspørselen og lakseprisen vil stige de kommende årene, men det avhenger av at restriksjonene knyttet til covid-19 oppheves eller reduseres betydelig. Det vil også være mulig for Lerøy å øke produksjonen deres, men dette avhenger av at det kommer ny teknologi som kan være med på å redusere laksedød, lakselus og laks som rømmer. Det vil også være mulig for Lerøy å redusere sine varekostnader, for eksempel ved å starte sin egen fôrproduksjon, ved å forebygge lakselus eller redusere antall laks som rømmer. Lønnskostnaden vil trolig holde seg stabil, og fortsette å utgjøre ca. 12 prosent av driftsinntektene. Andre driftskostnader vil være vanskelig å si så mye om, men historisk har de utgjort ca. 12 prosent av driftsinntektene.

I 1000 NOK	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	19 840 523	20 634 143	21 046 826	22 099 168	22 762 143
Varekostnad	12 499 529	12 586 828	12 365 705	13 259 501	13 202 043
Lønnskostnader	2 182 457	2 063 414	2 736 087	2 651 900	2 959 079
Andre driftskostnader	2 182 457	2 476 097	2 315 151	2 651 900	2 276 214
<b>EBITDA</b>	<b>2 976 078</b>	<b>3 507 804</b>	<b>3 629 883</b>	<b>3 535 867</b>	<b>4 324 807</b>
<b>EBITDA-margin</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>19%</b>

Tabell 8 – prognostisert EBITDA-margin Lerøy hovedscenario

## 7.2 Normalisert Operasjonell kontantstrøm

Operasjonell kontantstrøm etter skatt kommer man fram til ved å justere EBITDA for investeringer, endringer i arbeidskapital og skatt (Kaldestad & Møller, 2016)

### 7.2.1 Normalinvesteringer

For å estimere fremtidige investeringer har jeg valg å ta utgangspunkt i investeringer og avskrivninger fra 2019. Jeg ønsker å finne normalisert investeringsnivå, derfor holder jeg engangsforhold utenfor i mine beregninger. Det vil også være viktig å skille mellom vedlikeholdsinvesteringer og kapasitetsinvesteringer da førstnevnte opprettholder kapasiteten, mens sistnevnte gjøres for å ekspandere driften. Investeringsnivået i 2019 var ca. 5,78 prosent av omsetning, og jeg forutsetter dette nivået også i fremtiden.

Normalinvesteringer	2019
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	1 430 998
Utbetalinger ved kjøp av immaterielle eiendeler	15 799
Brutto investeringer	1 446 797
Salg av varige driftsmidler og imaterielle eiendeler	263 800
<b>Netto investeringsnivå</b>	<b>1 182 997</b>
Investeringsnivå i % av driftsinntekter	5,78%

Tabell 9 – normalinvesteringer 2019

### 7.2.2 Investering i arbeidskapital

Som jeg har snakket om tidligere er arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, altså har endringer i arbeidskapital innvirkning på selskapets frie kontantstrøm, som igjen påvirker selskapsverdien. I analysen av arbeidskapital vil jeg se på historisk arbeidskapital og hvor mye den utgjør i prosent av omsetningen til Lerøy. Dette vil danne et godt grunnlag for prognostisering av fremtidig arbeidskapital. Jeg ønsker å komme frem til normalisert nivå på arbeidskapitalen, derfor vil jeg se bort ifra balanseposter som kan anses å være engangs- og driftsfremmede poster. Og ta utgangspunkt i gjennomsnittlig arbeidskapital de siste fem årene.

Arbeidskapital i tusen	2015	2016	2017	2018	2019
Varelager	4 872 895	7 140 116	5 449 281	6 879 739	6 606 077
Kundefordringer	1 568 820	2 209 281	1 972 438	2 152 414	2 244 348
Andre fordringer	307 798	421 302	436 590	426 511	511 131
Kontanter	1 247 614	2 233 700	3 514 096	3 036 154	3 031 052
Leverandørgjeld	-915 981	-1 366 634	-1 310 098	-1 486 119	-1 554 071
Annen kortsiktig gjeld	-439 383	-929 880	-622 498	-754 803	-922 028
Kortsiktige kreditter	-1 465 144	-1 094 089	-830 009	-1 031 868	-1 204 720
Skyldige offentlige avgifter	-123 457	-263 991	-233 982	-226 513	-279 333
Betalbar Skatt	-200 151	-477 842	-819 884	-678 075	-448 813
Netto Arbeidskapital	4 853 011	7 871 963	7 555 934	8 317 440	7 983 643
Endring i netto AK	-128321	3 018 952	-316 029	761 506	-333 797
AK i % av omsetning	35,99%	45,58%	40,58%	41,84%	39,03%

Tabell 10 – historisk arbeidskapital Lerøy

Høye priser på fôr og behandling av lakselus er noen av de største påvirkningsfaktorene i arbeidskapitalen. Jeg forventer at lakseprisen vil øke de neste årene, som vil føre til høyere verdi for biomassen til Lerøy, og forventer noe høyere arbeidskapital.

### 7.2.3 Oppsummering av hovedscenario

1 000 NOK	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	19 840 523	20 634 143	21 046 826	22 099 168	22 762 143
Varekostnad	12 499 529	12 586 828	12 365 705	13 259 501	13 202 043
Lønnskostnader	2 182 457	2 063 414	2 736 087	2 651 900	2 959 079
Andre driftskostnader	2 182 457	2 476 097	2 315 151	2 651 900	2 276 214
<b>EBITDA</b>	<b>2 976 078</b>	<b>3 507 804</b>	<b>3 629 883</b>	<b>3 535 867</b>	<b>4 324 807</b>
<b>EBITDA-margin</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>19%</b>
Normalinvesteringer	1 147 507	1 193 407	1 217 276	1 278 139	1 316 483
Arbeidskapital	8 056 108	8 378 352	8 545 919	8 973 215	9 242 412
Endring arbeidskapital	72 465	322 244	167 567	427 296	269 196
Effektiv skatt	365 714	462 879	482 521	451 546	601 665
<b>Operasjonell KS etter skatt</b>	<b>1 390 392</b>	<b>1 529 273</b>	<b>1 762 519</b>	<b>1 378 886</b>	<b>2 137 462</b>

Tabell 11 – prognostisering av fri kontantstrøm i base case

## 7.3 Alternative scenarioer

Mine estimater er i stor grad bygget på mine egne antakelser om fremtiden, og det vil derfor være stor usikkerhet knyttet til disse estimatene. Jeg har derfor valgt å utarbeide to alternative scenarier, best- og worst case. Disse er alternativer til min base case og vil bli sannsynlighetsvektet for å redusere noe av usikkerheten rundt mine estimater. Jeg vil presentere begge casene i kommende avsnitt.

### 7.3.1 Best case

Best case er det mest optimistiske av de tre scenarioene, og bygger hovedsakelig på at restriksjonene knyttet til covid-19 vil oppheves på kort til medium tidsperspektiv. Dette vil trolig føre til høyere etterspørsel fra restauranter, hoteller og lignende, som videre vil føre til en økning i lakseprisen. Det vil også være mulig for Lerøy å redusere driftskostnadene sine ved for eksempel å starte med egen forproduksjon. Dette vil selvfølgelig kreve betydelige investeringer og et lengre tidsperspektiv. Andre måter Lerøy kan redusere driftskostnadene sine kan være å investere i teknologi som forebygger lakselus og laks som rømmer. Dette kan for eksempel være ved å investere i oppdrettsteknologi. I best case antar jeg altså at laksepris og etterspørsel vil øke, samtidig som Lerøy kan redusere sine driftskostnader noe.



<b>I 1000 NOK</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Driftsinntekter	19 840 523	21 626 170	22 274 955	23 388 702	24 090 364
Varekostnad	12 499 529	13 191 963	13 087 271	14 033 221	13 972 411
Lønnskostnader	2 182 457	2 162 617	2 895 744	2 806 644	3 131 747
Andre driftskostnader	2 182 457	2 595 140	2 450 245	2 806 644	2 409 036
<b>EBITDA</b>	<b>2 976 078</b>	<b>3 676 449</b>	<b>3 841 694</b>	<b>3 742 192</b>	<b>4 577 169</b>
<b>EBITDA-margin</b>	<b>16%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>
Normalinvesteringer	1 147 507	1 250 783	1 288 306	1 352 722	1 393 303
Arbeidskapital	8 056 108	8 781 158	9 044 592	9 496 822	9 781 727
Endring arbeidskapital	72 465	725 050	263 435	452 230	284 905
Effektiv skatt	365 714	485 133	510 678	477 894	636 773
<b>Operasjonell KS etter skatt</b>	<b>1 390 392</b>	<b>1 215 483</b>	<b>1 779 276</b>	<b>1 459 347</b>	<b>2 262 188</b>

Tabell 12 – prognostisering av fri kontantstrøm i best case

### 7.3.2 Worst case

Worst case vil være den mest pessimistisk av de tre scenarioene, og tar utgangspunkt i at restriksjonene tilknyttet covid-19 vil vedvare på kort til medium tidsperspektiv. Dette vil bidra til å holde etterspørsel og laksepris nede på dagens nivå, eller lavere. Dette vil føre til lavere driftsinntekter for Lerøy. Lakselus og laks som rømmer er som sagt tidligere et stort problem for oppdrettsnæringen og Lerøy, i worst case scenarioet tar jeg utgangspunkt i at dette problemet vedvarer eller blir verre. Oppsumert, worst case estimerer lavere driftsinntekter og høyere driftskostnader.

<b>I 1000 NOK</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Driftsinntekter	19 840 523	19 642 117	19 838 539	20 235 309	20 842 369
Varekostnad	12 499 529	11 981 692	11 655 796	12 141 186	12 088 574
Lønnskostnader	2 182 457	1 964 212	2 579 010	2 428 237	2 709 508
Andre driftskostnader	2 182 457	2 357 054	2 182 239	2 428 237	2 084 237
<b>EBITDA</b>	<b>2 976 078</b>	<b>3 339 160</b>	<b>3 421 493</b>	<b>3 237 649</b>	<b>3 960 050</b>
<b>EBITDA-margin</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>
Normalinvesteringer	1 147 507	1 136 032	1 147 392	1 170 340	1 205 450
Arbeidskapital	8 056 108	7 975 547	8 055 302	8 216 408	8 462 901
Endring arbeidskapital	72 465	-80 561	79 755	161 106	246 492
Effektiv skatt	365 714	440 626	454 820	413 462	550 920
<b>Operasjonell KS etter skatt</b>	<b>1 390 392</b>	<b>1 843 063</b>	<b>1 739 525</b>	<b>1 492 741</b>	<b>1 957 187</b>

Tabell 13 – prognostisering av fri kontantstrøm worst case

## 8. Fundamental verdsettelse & Komparativ verdsettelse

### 8.1 Fundamental verdsettelse

Jeg har beregnet frie kontantstrømmer til totalkapitalen i tre forskjellige scenarioer. Nå vil jeg ved hjelp av WACC diskontere kontantstrømmene slik at jeg kommer frem til dagens verdi. Man finner Enterprise Value med følgende formel:

**Formel 7 – Enterprise Value**

$$\text{Enterprise Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(\text{FCFF})_t}{(1 + \text{WACC}_1)^t} + \frac{E(\text{FCFF})_{n+1}}{(\text{WACC}_2 - g)} * \frac{1}{(1 + \text{WACC}_1)^n}$$

## 8.2 Terminalverdi

“Continuing Value” eller terminalverdi tar utgangspunkt at kontantstrømmene fortsetter i evig tid, noe som fører til at terminalverdien utgjør store deler av verdierestimert. Jeg vil bruke Gordons vekstformel for å finne terminalverdien. Jeg tar utgangspunkt i estimert kontantstrøm for 2024 når jeg skal finne terminalverdien.

### *Formel 8 - Terminalverdi*

$$\text{Terminalverdi} = \frac{E(\text{FCFF 2023}) * (1 + g)}{\text{WACC} - g}$$

## 8.3 Enterprise value

Som jeg snakker om tidligere i oppgaven anser jeg base case som det mest sannsynlige scenarioet av de tre, og jeg vil derfor vekte dette 60 prosent. Siden det er mye som tyder på at covid-19 restriksjonene vil løses og eller oppheves på kort til medium sikt anser jeg best case som mer sannsynlig enn worst case som i stor grad bygger på at restriksjonene vil vedvare eller bli strengere. Derfor anslår jeg at sannsynligheten vil være 30 og 10 prosent for henholdsvis best case og worst case.

i 1000 NOK	Best case	Base case	Worst case
NV av kontantstrøm	6 460 128	6 570 920	6 783 770
+ Terminalverdi	42 543 913	40 198 257	36 807 910
= Estimert enterprise value	49 004 041	46 769 178	43 591 679
Vekting	30%	60%	10%
Vektet enterprise value	47 121 887		
- Finansiell gjeld	2 307 104		
<b>Estimert egenkapitalverdi</b>	<b>44 814 783</b>		

*Tabell 14 – Estimert egenkapitalverdi*

## 8.4 Egenkapitalverdi

Når jeg skal estimere Lerøys egenkapitalverdi vil jeg trekke markedsverdien av selskapet sin gjeld fra enterprise value. Jeg benytter netto finansiell gjeld som

estimat på markedsverdien av gjelden. I tabellen under presenterer jeg mitt estimat på Lerøy sin egenkapitalverdi og verdi per aksje.

Vektet enterprise value	47 121 887
- Finansiell gjeld	2 307 104
Estimert egenkapitalverdi	44 814 783
<b>Estimert egenkapitalverdi per aksje</b>	<b>75,22</b>

*Tabell 15 – Estimert egenkapitalverdi per aksje*

## 8.5 Komparativ verdsettelse

Jeg vil utføre en komparativ verdsettelse for å etterprøve verdiesstimatet jeg kom frem til i den fundamentale verdsettelsen over. Først vil jeg estimere Lerøy sin selskapsverdi basert på hva sammenlignbare selskaper omsettes for ved hjelp av en multiplbasert verdsettelse. Her trekker jeg inn de samme konkurrentene som ble brukt i regnskapsanalysen, altså Salmar, Grieg Seafood og NRS. Ut ifra oppdrettsnæringen sin karakter og utsikter til videre drift mener jeg det vil være bedre å bruke multiplikatormodellen fremfor substansverdimodellen.

Multiplikatormodellen beregner egenkapitalverdien ved å multiplisere en skaleringsfaktor med tilhørende multiplikator. Disse multiplikatorene vil bli presentert videre i dette kapittelet.

## 8.6 Utvalgte multiplikatorer

Jeg har valg å bruke følgende multiplikatorer: P/E, EV/EBIT, EV/kg og EV/salg. Disse multiplikatorene blir mye brukt i oppdrettsnæringen og vil danne et klart bilde av Lerøy sitt resultat, balanse og produksjon. Multiplikatorene jeg bruker i denne oppgaven er hentet fra Bloomberg terminalen.

### 8.6.1 Pris/fortjeneste-modellen

P/E viser forholdet mellom Lerøy sin markedsverdi og inntjening, og er det mest brukte forholdstallet i praksis. Ulempen med dette forholdstallet er at verdiene kan variere betydelig ut ifra hvilken bransje man analyserer, dette løser jeg ved å bruke det komparative bransjeutvalget som målestokk. En annen faktor man må ta stilling til er at dette forholdstallet i stor grad påvirkes av kapitalstruktur, men siden selskapene i oppdrettsbransjen har relativt lik kapitalstruktur vil ikke dette være et problem.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

### 8.6.2 EV/EBIT

EV/EBIT er en av de mest brukte multiplene i forbindelse med kjøp og salg av selskaper, siden man vil kunne sammenligne den underliggende driften i selskapet. EV eller enterprise value er som sagt tidligere selskapsverdien mens EBIT er normalisert driftsresultat før netto finanskostnader.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Driftsresultat}}$$

### 8.6.3 EV/kg

EV/kg gir oss verdien per kg solgt laks, og vil være høyaktuell for verdsettelse av selskaper i oppdrettsnæringen. Dette forholdstallet viser oss hvordan verdien til Lerøy svinger i takt med produsert og solgt volum. Baksiden med dette forholdstallet er at mange selskaper i oppdrettsnæringen inkludert Lerøy selger deler av produksjonsmengden av fisk videre til foredlingselskaper. Med andre ord er det usikkerhet rundt hva som inngår i nevneren i denne formelen.

$$\frac{EV}{kg} = \frac{\text{Enterprise Value}}{kg}$$

### 8.6.4 EV/salg

EV/salg viser oss sammenhengen mellom selskapsverdien og omsetning, men egner seg best som en sekundær multippel (Kaldestad & Møller, 2016). Derfor bruker jeg dette forholdstallet sammen med EV/EBIT. Multippelen passer bra i oppdrettsbransjen da laks er et homogent produkt.

$$\frac{EV}{Salg} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Salg}}$$

## 8.7 Komparativt verdierestimat

Jeg benytter bransjens gjennomsnittsmultipler i selve verdsettelsen av Lerøy. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er det best å bruke ujustert gjennomsnitt. De

komparative selskapene jeg bruker i denne oppgaven er relativt like når det kommer til drift og kapitalstruktur, men er av ulik størrelse og har forskjellig inntjening, dette tar jeg høyde for ved å benytte meg av gjennomsnittsmultipler, i tillegg til dette beregnes multiplene per aksje, og jeg benytter meg av utestående aksjer for alle selskapene. I tabellen under vises utregning av estimert aksjepris komparativ verdsettelse.

Multiplikator	P/E	EV/EBIT	EV/kg	EV/salg	
Lerøy		10,67	16,45	230,83	1,93
Salmar		13,22	18,12	359,24	4,49
Greig Seafood		13,49	20,69	179,32	2,17
Mowi		18,4	23,98	36,95	3,31
NRS		13,35	19,40	345,17	1,88
<b>Bransjegjennomsnitt</b>		<b>14,62</b>	<b>20,55</b>	<b>230,17</b>	<b>2,96</b>
Multiplikator	P/E	EV/EBIT	EV/kg	EV/salg	
Verdiestimat per aksje	49,66	78,92	62,23	97,84	
<b>Gjennomsnittlig verdiestimat</b>	<b>72,16</b>				

**Tabell 16 – Estimert aksjepris Komparativ verdsettelse**

## 8.8 Vektet estimat av fundamental og komparativ verdi

I den fundamentale verdsettelsen landet jeg på et verdiestimat som utgjør pris per aksje på 75,22. Men jeg i den komparative verdsettelsen kom frem til en aksjepris på 72,16. Den faktiske børskursen til Lerøy den 03.05.2021 var på 77,02. Altså er det relativt stor forskjell på den fundamentale- og komparative verdsettelsen. Siden det er mer usikkerhet knyttet til den komparative verdsettelsen enn den fundamentale vil jeg vekte disse forskjellig. Jeg vil vekte resultatet fra den fundamentale verdsettelsen  $\frac{3}{4}$  og den komparative verdsettelsen  $\frac{1}{4}$ . Da kommer jeg frem til et endelig estimat av Lerøy sin aksjepris på 74,46 kr per aksje.

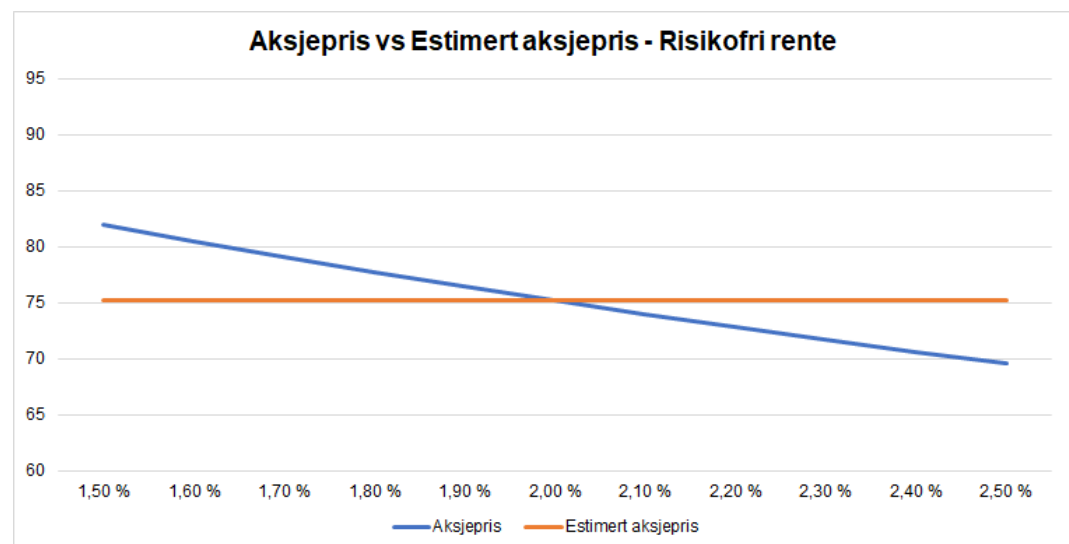
## 9. Sensitivitetsanalyse

I denne oppgaven har jeg brukt anerkjente analysemetoder og relevant faglitteratur, likevel er det viktig å poengtere at dette verdiestimatet i stor grad bygger på mine egne antakelser og forventninger til fremtiden. Derfor vil det være hensiktsmessig å foreta en sensitivitetsanalyse for å observere hvordan verdiestimatet endrer seg dersom de viktigste nøkkelvariablene endrer seg. Jeg estimerer ved fundamental verdsettelse at markedsverdien til Lerøy er 44 814 783 119, dette tilsvarer 74,46 per aksje, som er noe lavere enn faktisk aksjepris som 03.05.2019 er 77,02 per aksje.

De viktigste usikkerhetsfaktorene i mitt verdiestimat anser jeg å være komponentene som inngår i avkastningskravet. Derfor vil jeg foreta en nærmere analyse av markedspremie, risikofri rente og beta. Lerøy har høy egenkapitalprosent og verdiestimatene vil derfor være sensitiv for endringer i hvordan avkastningskravet til egenkapitalen endrer seg.

## 9.1 Risikofri rente

Risikofri rente ble fastsatt i kapittel 4.1.1 til 2%. Dette var noe over historisk snitt de siste fem årene, men reflekterer den fremtidige normaliseringen etter COVID-19. Derfor er det særlig interessant å se hvilken påvirkning en eventuell økning av risikofri rente vil ha i fremtiden.

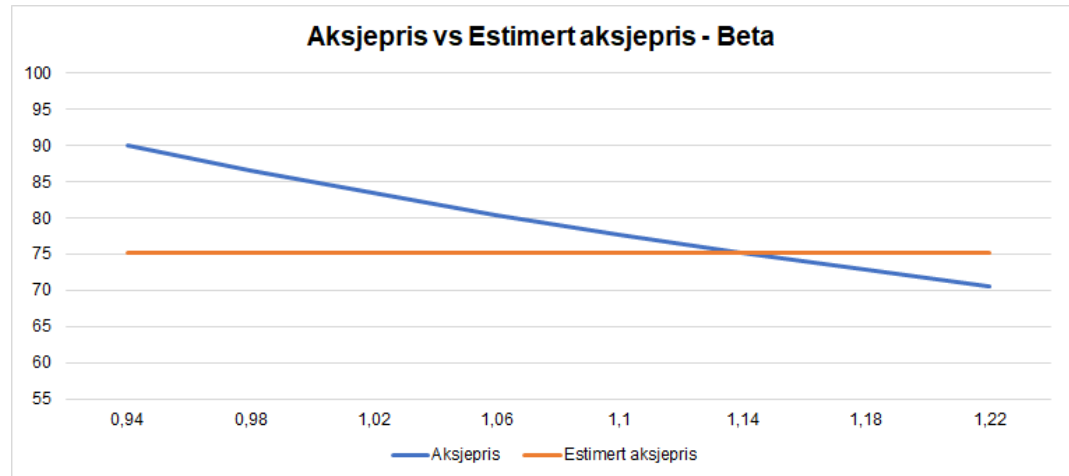


**Figur 2 – Aksjepris VS Estimert aksjepris – risikofri rente**

Det er tydelig at risikofri rente har en vesentlig påvirkning på Lerøy sin aksjepris gitt alle andre faktorer forblir uendret. Ved en økning på 0,2 prosentpoeng blir aksjeprisen 72,85. En økning i risikofri rente reflekterer likevel andre samfunnsøkonomiske faktorer som kan tenke seg å gi positivt utslag på aksjeprisen, og derfor vil det være noe urealistisk at risikofri rente økes isolert sett.

## 9.2 Beta

Lerøy sin egenkapitalbeta ble estimert i 4.1.2 til å være 1.14. Beta er utsatt for svingninger og volatilt marked, noe som kan bli tilfellet i fremtiden. Derfor er det interessant å se hvilken effekt endring i beta har på Lerøy sin estimerte aksjepris.

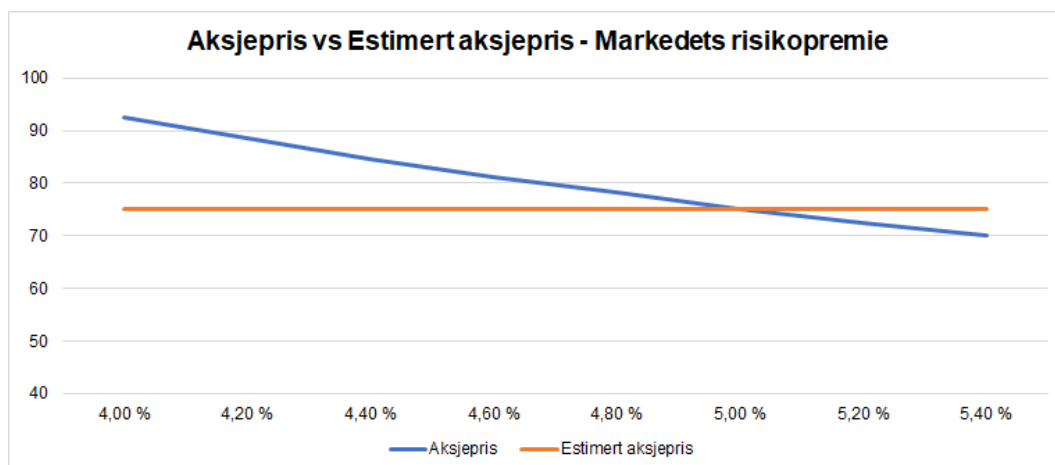


**Figur 3 – Aksjepris VS Estimert aksjepris – Beta**

Historisk har Lerøy sin egenkapitalbeta vært opptil flere ganger under 1. Hvis beta skulle bli redusert til for eksempel 0,94 ville denne endringen isolert sett bragte aksjeprisen til 90 kroner. Det er fortsatt knyttet vesentlig usikkerhet til markedsutvikling Lerøy vil erfare i fremtiden og en slik endring i beta vil være vanskelig å estimere og forutse.

## 9.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie har holdt seg stabilt i 9 år. Det er derfor mindre sannsynlig at denne faktoren blir utsatt for vesentlige endringer i tiden fremover, men likevel interessant å se på hvilken påvirkning eventuelle endringer har på aksjeprisen.



*Figur 4 – Aksjepris VS Estimert aksjepris – Markedets risikopremie*

Ved reduksjon på 1 prosentpoeng resulterer dette isolert sett med en aksjepris på 92,6 kroner. Det er grunnet den høye egenkapitalprosenten til Lerøy og tilhørende avkastningskrav som blir påvirket av endringen.

## 10. Oppsummering og handlingsstrategi

Jeg har valgt å benytte meg av en fundamental verdsettelse for å estimere Lerøy sin egenkapitalverdi i denne bacheloroppgaven. I tillegg til dette har jeg gjennomført en komparativ verdsettelse ved hjelp av en markedsbasert multiplikatormodell for å supplere estimatet ved fundamental verdsettelse. Avkastning til totalkapitalen har jeg beregnet gjennom mine estimater av risikofri rente, beta, markedets risikopremie og kredittrisikopremien på Lerøys gjeld. Egenkapitalverdien har jeg regnet meg frem til ved å trekke fra netto finansiell gjeld fra virksomhetsverdien. Fremtidsregnskapet har jeg basert på min analyse av historiske regnskap, den strategiske analysen av bransjen og Lerøy, og mine egne skjønnsmessige vurderinger av framtidsutsiktene. Som jeg konstaterer med mine analyser henger laksepris og tilbud sammen, og kan regnes som de to viktigste faktorene for oppdrettsselskapenes lønnsomhet. Grunnet de store usikkerhetene rundt fremtidige kontantstrømmer velger jeg å utarbeide verdiestimatet som en forventningsverdi, basert på tre ulike scenarier.

Ut ifra den fundamentale verdsettelsen vil den estimerte verdien til Lerøy være kr 44 814 783 119, per aksje vil dette utgjøre kr 75.22. I den komparative verdsettelsen endte jeg på en pris på kr 72,16 per aksje. Siden den fundamentale



verdsettelsen baserer seg på nøye gjennomførte analyser av fundamentale forhold vil det være hensiktsmessig å vektlegge denne over komparativ verdsettelse. Jeg vil også trekke inn multiplikatormodellen som indirekte verdsetter selskapet basert på hva sammenlignbare selskaper er priset til. For å komme frem til et endelig verdiesimat velger jeg å vekte fundamental og komparativ verdi med  $\frac{3}{4}$  og  $\frac{1}{4}$ , og lander på en aksjepris på kr 74,46 per aksje. På Oslo børs var aksjeprisen den 03.05.2019 på kr 77,02 per aksje. Ut ifra mine analyser er altså estimert aksjepris noe lavere enn faktisk aksjepris. Som jeg snakker om i tidligere kapitler i denne oppgaven er verdsettelse ingen eksakt vitenskap, og bygger i stor grad på forenklinger av virkeligheten og skjønnsmessige vurderinger. For å begrense påvirkningen av disse faktorene har jeg også gjennomført en sensitivitetsanalyse, denne analysen viser at det er stor usikkerhet knyttet til verdiesimatet. Da dette estimatet er følsomt for endringer i beta, risikofri rente og langsiktig vekstrate.

Til slutt vil jeg utarbeide en handlingsstrategi basert på mitt verdiesimat. Med tanke på usikkerhetene til verdiesimatet vil jeg legge til et avvik på +/- ti prosent i anbefalt handlingsstrategi. Jeg konkluderer derfor med en hold-strategi for Lerøy sin aksje.

## 11. Litteraturliste

### **Internettkilder**

#### **Lerøy Seafood**

- Lerøy Seafood AS (2019a) Årsrapport.  
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/leroy-arsrapport-2019.pdf>
- Lerøy Seafood Group (2021b) <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/historikk/>

#### **Diverse**

- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2.utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Peterson, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis: Valuation – Credit analysis – Performance Evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget.

- The Economy Forecast agency. (2021). <https://longforecast.com/libor-forecast-2017-2018-2019>
- Det Store Norske Leksikon (2021) <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Naturvernforbundet (2020) <https://naturvernforbundet.no/oppdrett/>
- Fishpool (2020) <https://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>
- Damodaran, A. (2012). Investment Valuation (Vol. 3rd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D., (2015). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. (6th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Mowi AS (2019) <https://mowi.com/it/wp-content/uploads/sites/16/2020/06/Mowi-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2020.pdf>
- Laksefakta (2020) <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/utslipp-fra-oppdrettsanlegg/>
- E24 (2020) <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/utslipp-fra-oppdrettsanlegg/>
- **Statistisk Sentralbyrå**
- Statistisk sentralbyrå (2020a) <https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>
- Statistisk sentralbyrå (2020b) <https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/oppturen-i-norsk-okonomi-snart-over>
- Statistisk sentralbyrå (2020c) <https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/oppturen-i-norsk-okonomi-snart-over>
- Statistisk sentralbyrå (2020d) <https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/brastopp-for-norsk-okonomi>
- Statistisk Sentralbyrå (2020e) <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/nok-et-rekordar-i-oppdrettsnaeringen>

### Vedlegg:

Vedlegg 1 Historiske regnskapstall Lerøy

Vedlegg 2 Normalisert Balanse

