

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

EIRIK KRISTENSEN

VEILEDER

Marit Kringlen

**Universitetet i Agder, 2021**

Fakultet for Handelshøyskolen ved UiA

Institutt for økonomi

## Sammendrag

Jeg har i denne masteroppgaven gjennomført en fundamental og komparativ verdsettelse med formål om å estimere verdien til oppdrettselskapet Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020.

Etter introduksjonen presenteres oppdrettsnæringens historiske utvikling frem til i dag. Deretter blir selskapet beskrevet i forbindelse med driftsområder samt hvilke andre aktører som opererer i bransjen. Det blir også identifisert konkurrenter som videre i oppgaven vil utgjøre et sammenligningsgrunnlag for Lerøy Seafood Group ASA. Deretter forklares flere ulike verdsettelsesteknikker og det begrunnes hvorfor nettopp fundamental sammen med en komparativ verdsettelsesmetode anvendes til å estimere verdien.

Videre utføres en kvalitativ strategisk analyse som har til hensikt å belyse hvilke interne og eksterne faktorer som påvirker bedriften og havbruksnæringen. Her anvendes de strategiske metodene PESTEL, Porters femkraftsmodell og VRIO som oppsummeres i en SWOT-analyse. Deretter omgrupperes regnskapet til en mer investor-vennlig oppstilling som brukes videre til å analysere risiko og lønnsomhet for Lerøy Seafood Group ASA. Funnene så langt anvendes til å predikere et fremtidsbudsjett basert på ni budsjett drivere og resulterer i ett fremtidsregnskap som danner grunnlaget til å utføre selve verdsettelsen.

Ved å utføre en fundamental verdsettelse ved bruk av egenkapital og selskapskapitalmetoden estimeres verdien til selskapet i form av en aksjepris per 31.12.2020 på 84,83 NOK. Ved hjelp av en enkel sensitivitetsanalyse finner vi ut at estimatet er svært sensitivt for endringer i flere drivere. Den komparative analysen utarbeidet ved bruk av multipler gir oss et tilnærmet likt estimat på 87,32 NOK. Etter en skjønnsmessig vekting av de to estimatene ble endelig verdiestimat beregnet til 85,33 NOK. Børskursen på dette tidspunktet var 60,56 NOK og oppgaven konkluderes dermed med å presentere en handlingsstrategi der det anbefales å kjøpe aksjen per 31.12.2020.

## Forord

Denne masteroppgaven inngår som en del av min toårige mastergrad i regnskap og revisjon ved Universitet i Agder. Oppgaven er obligatorisk, omfatter 30 studiepoeng og skal reflektere ett semester fulltidsarbeid som tilsvarer 800 timer.

Valget av tema ble i hovedsak gjort som følge av at jeg ønsket å utføre en praktisk rettet oppgave. Gjennom en verdivurdering må man anvende flere spennende analyser, modeller og metoder som man har vært innom i løpet av studieperioden. Jeg ser på dette som en ypperlig mulighet til å tilegne meg verdifull kompetanse som forhåpentligvis viser seg å være nyttig i arbeidslivet. Grunnlaget for valg av selskap falt i stor grad på et ønske om å se nærmere på oppdrettsbransjen. Det er en spennende næring som har utviklet seg til å bli en av de største i Norge, samt den står ovenfor flere utfordringer og muligheter i fremtiden. Lerøy Seafood Group ASA er et selskap med lang historikk innenfor havbruk og har relativt nylig også diversifisert produktområdet ved å implementere villfangst. Dette gjør at selskapet er litt annerledes fra de øvrige aktørene i bransjen og virker derfor til å være spennende å analysere.

Arbeidet med oppgaven har vært tidkrevende og utfordrende, men også spennende og lærerikt. Jeg har fått kunnskap om hvordan en verdivurdering utføres i praksis, samt hvor omfattende denne prosessen kan være.

Jeg ønsker å benytte anledningen til å rette en stor takk til min veileder Marit Kringlen for god oppfølging, konstruktive tilbakemeldinger og råd gjennom arbeidet ved oppgaven.

Kristiansand, november 2021

Eirik Kristensen

# Innholdsfortegnelse

Sammendrag.....	
Forord.....	
<b>1. Innledning.....</b>	<b>1</b>
1.1 Motivasjon, formål og problemstilling.....	1
1.2 Avgrensninger.....	1
1.3 Struktur.....	1
<b>2. Oppdrettsnæringen og Lerøy Seafood Group ASA.....</b>	<b>2</b>
2.1.1 Næringens historie.....	2
2.1.2 Oppdrettsnæringen i nyere tid.....	3
2.2 Lerøy Seafood Group ASA.....	5
2.3 Aktører i bransjen.....	8
2.3.1 Salmar ASA.....	9
2.3.2 Grieg Seafood ASA.....	9
2.3.3 Mowi (tidligere Marine Harvest).....	10
<b>3. Verdsettelsesmetoder.....</b>	<b>10</b>
3.1 Komparativ verdsettelse.....	10
3.2 Opsjonsbasert verdsettelse.....	11
3.3 Fundamental verdsettelse.....	12
3.4 Valg av verdsettelsesteknikk.....	13
<b>4. Strategisk analyse.....</b>	<b>13</b>
4.1 Pesten analyse.....	14
4.1.1 Politiske drivkrefter.....	14
4.1.2 Økonomiske forhold.....	16

4.1.3 Sosiale forhold.....	19
4.1.4 Miljømessige faktorer.....	20
4.1.5 Teknologiske forhold.....	21
4.1.6 Legale forhold.....	23
4.2 Porters Five Forces.....	23
4.2.1 Trusler fra nye aktører.....	24
4.2.2 Kunders forhandlingsmakt.....	26
4.2.3 Leverandørers forhandlingsmakt.....	27
4.2.4 Trusler fra substitutter.....	28
4.2.5 Rivalisering i bransjen.....	30
4.2.6 Oppsummering av Porters Five Forces.....	31
4.3 Intern ressurbasert analyse.....	32
4.3.1 Hvitfisk.....	32
4.3.2 Lokasjon for produksjon.....	33
4.3.3 Finansiell situasjon.....	34
4.3.4 Oppsummering av VRIO-analyse.....	35
4.4 Oppsummering strategisk analyse.....	35
<b>5. Regnskapsanalyse.....</b>	<b>37</b>
5.1 Presentasjon av rapporterte tall.....	39
5.2 Omgruppering av regnskapstall for videre analyse.....	40
5.2.1 Omgruppering av resultatet.....	41
5.2.2 Omgruppering av balansen.....	46
5.2.3 Omgruppering av kontantstrøm.....	52
5.2.4 Omgruppering av bransjen.....	52

5.3 Justering av målefeil.....	54
5.4 Rammeverk for forholdstallanalyse.....	55
<b>6. Analyse av risiko.....</b>	<b>56</b>
6.1 Analyse av kortsiktig risiko.....	57
6.1.1 Likviditetsgrad 1.....	57
6.1.2 Likviditetsgrad 2.....	58
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	59
6.1.4 Rentedekningsgrad.....	60
6.2 Analyse av langsiktig risiko: Soliditetsanalyse.....	62
6.2.1 Egenkapitalprosent.....	62
6.2.2 Netto driftsrentabilitet.....	63
6.2.3 Egenkapitalrentabilitet.....	64
6.2.4. Kapitalstruktur – statistisk finansieringsanalyse.....	65
6.3 Syntetisk rating og oppsummering kredittrisiko.....	66
<b>7. Historisk avkastningskrav.....</b>	<b>68</b>
7.1 Egenkapitalkostnaden.....	69
7.1.1 Risikofri rente.....	69
7.1.2 Egenkapitalbeta.....	71
7.1.3 Markedets risikopremie.....	74
7.2 Selskapets gjeldskostnad.....	75
7.3 Skattekostnad.....	76
7.4 Kapitalstruktur.....	76
<b>8. Fremtidsregnskap.....</b>	<b>76</b>
8.1 Rammeverk for fremtidsregnskap.....	77

8.2 Vekstanalyse.....	77
8.3 Budsjettthorison.....	78
8.4 Detaljnivå og budsjett drivere.....	79
8.4.1 Driftsinntekter.....	80
8.4.2 Netto driftseiendeler.....	82
8.4.3 Netto driftsresultat.....	83
8.4.4 Finansiell gjeld.....	84
8.4.5 Netto finansresultat.....	86
8.4.6 Minoritetsresultat.....	87
8.5 Fremtidsregnskap.....	88
8.5.1 Fremtidsresultat.....	89
8.5.2 Fremtidsbalanse.....	89
8.5.3 Fremtidig fri kontantstrøm.....	89
<b>9. Fremtidskrav.....</b>	<b>90</b>
9.1 Fremtidig risikofri rente.....	90
9.2 Markedets risikopremie.....	91
9.3 Fremtidig egenkapitalbeta.....	91
9.4 Fremtidig egenkapitalkrav.....	91
9.5 Fremtidig krav til netto driftskapital.....	91
<b>10. Fundamental verdsettelse.....</b>	<b>92</b>
10.1 Fri kontantstrømmodellen.....	92
10.2 Residualinntekt/superprofittmetoden.....	93
10.3 Netto driftskapitalmetoden.....	94
10.4 Netto driftskapitalmetoden – kontantstrømmodellen.....	94

10.5 Netto driftskapitalmetoden – residualinntekt/superprofitt.....	95
10.6 Oppsummering av den fundamentale verdsettelsen.....	96
10.7 Sensitivitetsanalyse.....	96
10.7.1 Omløpshastighet til netto driftseiendeler.....	97
10.7.2 Driftsinntekter.....	97
10.7.3. Driftsmargin.....	98
10.7.4 Endring i avkastningskrav.....	99
<b>11. Komparativ verdsettelse.....</b>	<b>92</b>
11.1 Pris/Bok.....	101
11.2 Pris/Resultat etter skatt.....	102
11.3 Enterprise Value/Driftsinntekter.....	103
11.4 Enterprise Value/EBIT.....	103
<b>12. Oppsummering og handlingsstrategi.....</b>	<b>105</b>
12.1 Oppsummering.....	105
12.2 Handlingsstrategi.....	106
<b>Litteraturliste.....</b>	<b>107</b>
Bøker.....	107
Forelesningsnotater.....	107
Artikler.....	108
Nettsider.....	110
Årsrapporter.....	113
Tabelloversikt.....	114
Figuroversikt.....	117



Formler.....	119
Refleksjonsnotat.....	120



# 1. Innledning

## 1.1 Motivasjon, formål og problemstilling

Oppdrettsbransjen har utviklet seg til å bli en stor næring for Norge og bidro i 2020 med nesten 10% av den totale eksportverdien. Den leverer et produkt som de aller fleste assosierer med sunnhet og har et relativt lavt karbonavtrykk i forhold til alternativene. Fangst av villfisk har i nyere tid stagnert både i Norge og resten av verden slik at man ikke kan forvente videre vekst fra dette området uten at det får store konsekvenser i form av overfiske. Med en voksende global populasjon kreves det tilgang til økt matproduksjon og Norges regjering mener at havbruket er en næring som kan hjelpe til å dekke dette kravet fremover. Jeg har derfor valgt å verdsette et selskap i denne bransjen og dette valget havnet på Lerøy Seafood Group ASA. Konsernet er en av de største aktørene innenfor næringen med lang tradisjon og driver i tillegg til havbruk med villfangst av fisk.

Oppgavens formål er å verdsette egenkapitalverdien til Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020. Denne skal anvendes til å utforme en handlingsstrategi i forhold til selskapets børskurs på samme tid. Problemstillingen blir dermed:

*«Hva er egenkapitalverdien til Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020?»*

## 1.2 Avgrensninger

Utredningen er utarbeidet ved bruk av offentlig informasjon der grunnlaget hovedsakelig hentes fra årsrapporter, nyhetsartikler samt tallmateriale fra anerkjente organisasjoner slik som for eksempel Fiskeridirektoratet. Regnskapsinformasjonen som anvendes i oppgaven er hentet fra aktørene sine årsrapporter, der årsrapporten for 2020 utgjør det nyeste tallgrunnlaget.

## 1.3 Struktur

Oppgavens struktur bygger i hovedsak på rammeverket til professor Kjell Henry Knivsflå ved Norges Handelshøyskole i faget BUS440A «Verdivurdering» og følger derav i stor grad fremgangsmetoden som presenteres i forelesningsnotatene. Oppgaven er delt inn i tre deler.

Formålet til den første delen er å bli bedre kjent med selskapet og bransjen den opererer i, samt metoden som videre skal anvendes. Derfor presenteres valgt selskap og bransje,

beskrivelse av metode, valg av verdsettelsesteknikk og til slutt utarbeides det en strategisk analyse. Denne delen blir utført i kapittel 2 til 4.

Del to innbefatter kapitlene 5 til 7 og skaper grunnlaget som anvendes i del tre. Her omgrupperes regnskapstallene til Lerøy Seafood Group ASA og de komparative bedriftene slik at tallgrunnlaget er klar for analyse. Videre analyseres kredittrisikoen, vi ser litt på den historiske lønnsomheten til selskapet og presenterer faktorene som inngår i et avkastningskrav.

Den siste delen består av budsjettering slik at vi ender opp med et fremtidsregnskap i form av resultat, balanse og kontantstrømoppstilling. Videre utarbeides det fremtidig avkastningskrav til egenkapital og driftskapitalen slik at dette kan anvendes til å utføre den fundamentale verdsettelsen. Deretter foretas det en komparativ verdsettelse for å ha et sammenligningsgrunnlag og til slutt presenterer jeg en handlingsstrategi basert på funnene jeg har gjort gjennom oppgaven.

## **2. Oppdrettsnæringen og Lerøy Seafood Group ASA**

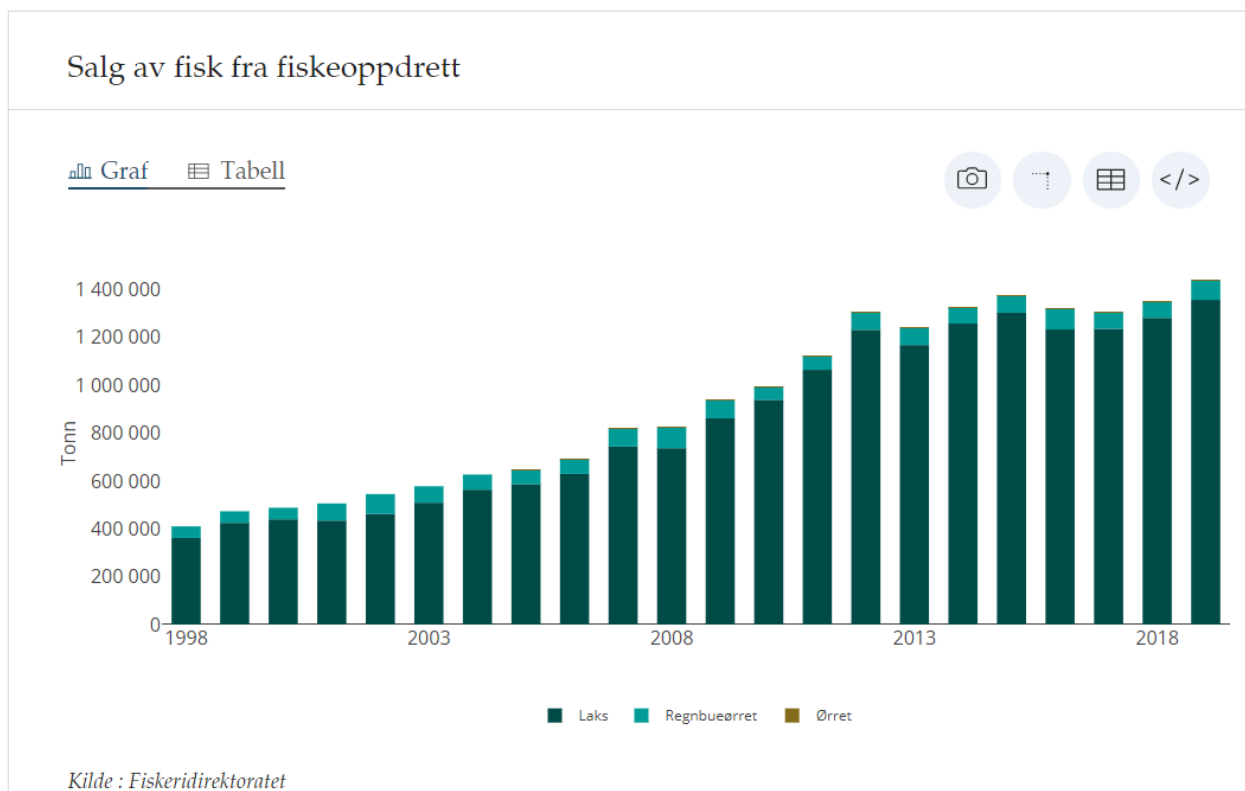
Dette kapittelet vil ta for seg næringen som Lerøy Seafood Group ASA opererer i, opphavet til fiskeoppdrett og dagens marked. Jeg vil også gå nærmere inn på virksomheten sin visjon, verdikjede og hvordan konsernet opererer innenfor de tre segmentene villfangst, havbruk og bearbeiding, salg og distribusjon. Avslutningsvis vil det presenteres sammenlignbare selskap som vil utgjøre grunnlaget for den komparative verdsettelsen.

### **2.1.1 Næringens historie**

Fiskeoppdrett har eksistert i lengre tid der de tidligste rapportene om fremgangsmåten stammer fra Kina og Egypt for hele 4000-6000 år siden (Misund,2021). Vi må frem til 1960-tallet før man forsøkte å sette ut laksesmolter i sjø her i Norge og den første oppdrettslaksen ble ikke slaktet før 1971. Allerede i 1973 ble fiskeoppdrett konsesjonsbelagt som betyr at en bedrift behøver tillatelse fra myndighetene for å drive med oppdrett. Formålet med dette var at man fikk bedre oversikt over næringens totale produksjon, samt muligheten til å regulere mengden fisk som blir produsert. Fra 1970 til begynnelsen av 1990-tallet kunne hver enkel bedrift maksimalt besitte en tillatelse og all laks som stammet fra oppdrett ble solgt gjennom Fiskeoppdretternes Salgslag. Etter at salgslaget gikk konkurs i 1991 åpnet loven om akvakultur for at bedrifter kunne eie mer enn en tillatelse. Dette førte til en kulturrendring i næringen som resulterte i flere oppkjøp og sammenslåinger. På starten av 1900-tallet var det

rundt 1 000 oppdrettsvirksomheter i Norge, mens det i dag er blitt redusert til ca. 150. Omtrent 70% av lakseproduksjonen i Norge kommer fra de 10 største selskapene i bransjen (Misund, 2021).

Fra slutten av 1900-tallet og frem til 2012 har næringen sett en stor fremgang relatert til produksjonsnivå. I perioden 1997-2017 vokste produksjonen av oppdrettslaks årlig med ca. 6,5% prosent (Misund 2021). Dette skyldes i stor grad virksomhetsstrukturen der flere aktører startet å nyte godt av stordriftsfordeler samtidig som man hadde teknologisk fremgang i bransjen som førte til mer effektiv produksjon. Tabellen under demonstrerer økningen for salg av laks og regnbueørret fra fiskeoppdrett i perioden 1998-2018. Man kan se at solgte fisk fra oppdrett i tonn økte fra 410 500 i 1998 til 1 306 800 i 2012 som tilsvarer en vekst på 218%.

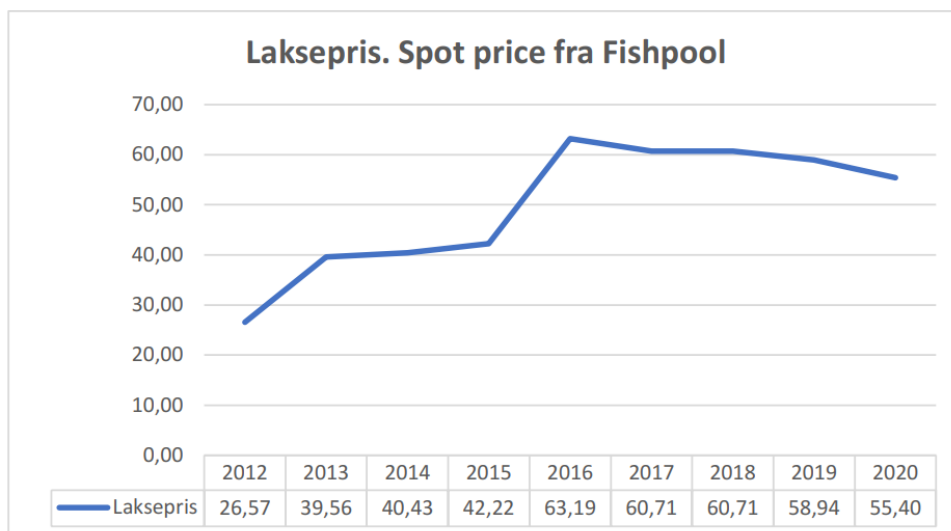


Figur 2-1: Salg av fisk fra norsk fiskeoppdrett mellom 1998-2019. (Miljødirektoratet, 2021)

## 2.1.2 Oppdrettsnæringen i nyere tid

Oppdrettsbransjen har etablert seg som en av de største bidragsyterne til eksport av varer fra Norge og har i nyere tid ifølge Misund bidratt med ca. 5,5% prosent av eksportinntektene (Misund, 2021). For 2020 bidro den norske havbruksnæringen med en eksportverdi på totalt

74 milliarder, som tilsvarer ca. 9,5% av den totale norske eksporten som havnet på 773 milliarder (fisk.no, 06.01.2021). Etterspørselen etter laks har de ti siste årene vært høyere enn tilbudet og konsernsjef Ivan Vindheim i markedsledende Mowi mener at det er høy sannsynlighet for at dette blir tilfellet også de neste fem årene (Bugge, 2021). En stor faktor for aktørene i næringen er naturligvis lakseprisen og denne er knyttet tett opp mot etterspørsel. Tall hentet fra Fishpool tilsier at prisen på laks har vært relativt stabil de siste seks årene etter et meget godt år i 2016. Diagrammet under viser en fordeling for gjennomsnittlig pris hvert år fra 2012 til 2020.



Figur 2-2. Laksepris 2012-2020. (Fishpool u.å. a)

Konsesjonssystemet er en stor faktor til at etterspørselen har vært høyere enn tilbudet over lengre tid, siden det reduserer den potensielle produksjonen. Solgt mengde av oppdrettsfisk har vært rimelig stabilt siden 2012, mye på grunn av at myndighetene passer på at produksjonsmengden holder seg på et bærekraftig nivå. Tidligere nevnt figur 2-1 viser et stolpediagram som representerer salget av laks, regnbueørret og ørret, der kan man se at veksten har avtatt og mengden stabilisert seg etter 2012.

Fiskeoppdrett blir kritisert fra miljø og dyrevernorganisasjoner relatert til hvordan driften påvirker miljøet. Bruk av antibiotika og andre legemidler, høy dødelighetsrate hos oppdrettsfisken, utslipp og bruk av fiskefôr som ikke er bærekraftig er viktige punkter for kritikere. Havforskere i Norge peker på lakselus og rømning som de største miljøutfordringene for bransjen. Laks som rømmer går opp i de samme elvene som villaksen og gyter, dette gjør at forskere er bekymret for i hvilken grad dette kan påvirke genmaterialet i villaksen. Lakselusen er et betydelig bekymringsområde for næringen og man er urolig for at

problemet skal overføres til villaksen. Grunnen til at lakselus blir et problem under oppdrett er at mengden laks fordelt på området er vesentlig større enn ute i det fri. Behandling og forebygging av lus er et stort kostnadsområde for aktørene i bransjen og det er estimert at det koster næringen 5-10 milliarder kroner i året (Misund 2021).

Oppdrett er likevel en næring som politikere i Norge ønsker å mangedoble i fremtiden, gitt at man klarer å utføre veksten på en bærekraftig måte. Den globale befolkningen er i 2021 på ca. 7,7 milliarder mennesker og FN estimerer at man når en populasjon på 10 milliarder innen 2100 (FN, 2021). I denne veksten ligger det også en økt etterspørsel etter matproduksjon.

## **2.2 Lerøy Seafood Group ASA**

Lerøy Seafood Group ASA ble børsnotert den 3. juni 2002 og har siden da ved investeringer i hele verdikjeden og gjennom oppkjøp blitt en stor aktør innenfor sjømat. Et viktig satsingsområde for bedriften på starten av 2000-tallet ble bearbeiding, salg og distribusjon. Dette har skapt muligheter for større produktbredde, økt handlingsrom ved salg av egenprodusert laks og ørret og gitt tilgang til nye markeder. Denne satsingen har resultert i at selskapet i 2020 har fabrikker som driver med foredling og distribusjon i ni land i Europa samt har salgskontorer i Japan, USA og Kina. Virksomheten har ambisjoner om å være en pioner innenfor bransjen som stadig integrerer nye produkter til nye markeder og effektiviserer prosesser både innenfor produksjon, bearbeiding og distribusjon. Den største endringen i konsernet i nyere tid hendte i 2016 da de gjennom oppkjøp overtok 100% av aksjene i trålrederiet Havfisk ASA og Norway Seafoods AS. Siden den gang har villfangst av hvitfisk blitt integrert i verdikjeden og Lerøy Seafood Group ASA ser nå på seg selv som et helintegrert selskap med kontroll på hele verdikjeden innen sjømat (Lerøy Seafood Group ASA, 2020). Verdikjeden er visuelt presentert i figur 2-3.



Figur 2-3. Verdikjeden til Lerøy Seafood Group ASA. (Lerøy Seafood Group u.å. a)

Selskapets visjon er å bli den mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat. Dette skal oppnås ved at alle ledd i verdikjeden driftes og videreutvikles etter konsernets strategi som fokuserer på langsiktig verdiskapning for aksjonærer, kunder, leverandører, ansatte og samfunnet.

Konsernet har delt opp verdikjeden i tre hovedsegmenter: Villfangst, havbruk og bearbeiding, salg og distribusjon. Totalt er det nesten 5 000 ansatte i bedriften og det leveres sjømat til butikker, restauranter, kantiner og hoteller til over 80 forskjellige markeder på kloden.

### Villfangst

Villfangst er et forholdsvis nytt område for Lerøy Seafood Group ASA og består av villfangst av hvitfisk i sjø, samt bearbeiding av hvitfisk og har vært preget av tidvis svak lønnsomhet siden man startet opp i 2017. Deler av dette kan forklares med behovet for store omstruktureringer i forbindelse med integrering av det oppkjøpte firmaet Norway Seafoods (Nodland, 2017). Norsk landindustri for hvit fisk består i hovedsak av foredling av fisken. Denne industrien har lenge slitt med dårlig lønnsomhet og faktorer som påvirker dette er en sterk sesongpreget tilgang på råstoff samt politiske rammevilkår. Det overordnede målet til Lerøy Seafood Group ASA for å løse utfordringene er å arbeide mot en produksjon som er mindre avhengig av sesong. Dette innebærer for eksempel å bruke innfrosne råstoff utenfor fangstsesongene. Hvis man får til en mer stabil råstofftilgang, vil dette øke produktiviteten ved fabrikkene og det vil i tillegg resultere i bedre vareflyt til markedsnære butikker. Det blir



rapportert i årsrapporten til selskapet for 2020 at det er iverksatt en rekke tiltak til forbedring for dette segmentet, og at styret forventer en økning i lønnsomhet i årene som kommer. Selve fangstleddet knyttet til Lerøy Havfisk drives ifølge dem selv effektivt. Kvotene har historisk sett blitt brukt til det fulle, som kan bekreftes ved at fangstvolumet økte fra 62 000 tonn i 2019 til 68 000 tonn i 2020. Denne økningen stammet direkte fra høyere kvoter. Lerøy Havfisk har ti trålere som fisker langs den norske kysten (Lerøy Seafood Group ASA, 2020).

## **Havbruk**

Havbruk består av oppdrett av laks og ørret og omhandler hele produksjonskjeden fra rogn til slakt. Produksjonen er fordelt på tre områder i Norge: Lerøy Aurora som hører til i Troms og Finnmark, Lerøy Midt ved Nordmøre og Trøndelag og Lerøy Sjøtroll i Vestland fylke. Lerøy Seafood Group ASA har en helintegrert verdikjede med produksjon av egg, smolt, egne matfisklokaliteter og industrianlegg. I 2020 ble det produsert 67 000 tonn fisk i både Lerøy Midt og i Lerøy Sjøtroll, mens Lerøy Aurora endte opp på 35 000 tonn. Dette ga en total produksjon på 171 000 tonn slaktet fisk fra Havbruk, der ca. 16,5% var ørret og resterende 83,5% var laks. Selv om volumet av slaktet laks og ørret økte fra 158 000 tonn i 2019 til 171 000 tonn i 2020 er driftsresultatene fra segmentet vesentlig dårligere i 2020.

Driftsresultatet etter verdijusteringer i forbindelse med biologiske eiendeler gikk fra 1 716 i 2019 til 555 millioner NOK i 2020. Store deler av årsaken til svakere driftsresultat er negative etterspørselseffekter og følgelig lavere laksepriser som oppstod i markedet knyttet til den globale pandemien Covid-19. Selv om produksjonen fra havbruk i 2020 er det høyeste i konsernets historie så ønsker ledelsen gjennom investeringer i teknologi å utnytte konsesjonene enda bedre og derav øke volumet i fremtiden. Per nå er det viktigste punktet for Lerøy Seafood Group ASA å forbedre teknologien forbundet med smoltanleggene. De mener at slike investeringer vil gi vekst, skalere kostnadsbasen og redusere kostnader relatert til produksjonen (Lerøy Seafood Group ASA, 2020). Det er også verdt å nevne det tilknyttede selskapet Norskott Havbruk AS som eier Scottish Seafarms Ltd. Scottish Seafarms er en av de største havbruksaktørene i UK og slaktet 24 000 tonn laks i 2020, som vil bety 12 000 tonn for Lerøy Seafood Group ASA sine eierandeler på 50% av Norskott.

## **Bearbeiding, salg og distribusjon**

Konsernets formål med dette segmentet er å tilby produkter som er best mulig tilpasset konsumentenes preferanser, dette skal nås gjennom den helintegrerte og kostnadseffektive verdikjeden. For å treffe kundens behov skal konsernet ha nærhet til sentrale markeder for å

kunne oppfatte og omstille seg til tydelige trender og dermed utnytte mulighetene som oppstår. Konkrete tiltak som underbygger denne tanken er for eksempel konsernets globale salgsnettverk som består av Lerøy Seafood AS sine salgskontorer i Kina, Japan, Frankrike og USA samt etablerte søsterselskaper i en rekke andre europeiske land. Denne tilstedeværelsen gir Lerøy Seafood Group ASA muligheter for utvikling av nye kundeforhold samtidig som det blir enklere å følge opp eksisterende kunder i markeder langt unna hovedkontoret.

Markedene for sjømat ble i 2020 negativt påvirket av Covid-19 Pandemien. Dette ga tidlig utslag i Asia, men utviklet seg til å påvirke hele verden gjennom andre kvartal av året. Den største endringen i forbindelse med etterspørsel av sjømat er at konsumet beveget seg veldig mot dagligvaremarkedet og bort i fra HoReCa segmentet som består av hotellnæring, restauranter og catering. Dette ble et naturlig skifte med tanke på de strenge restriksjonene som ble innført i forbindelse med sosial kontakt. Pandemien påvirket også bedriften i form av reduksjon i fraktkapasitet ved transport av varer og en følgende kostnadsøkning direkte relatert til dette. Den ekstraordinære situasjonen var en god test for tilpasningsdyktigheten til konsernets forsyningskjede og det kom frem ved betydelig forbedring i andre kvartal i forhold til første kvartal når pandemien spredte seg. I Lerøy Seafood Group ASA sin rapport for andre kvartal i 2021 kommer det frem at etterspørselen på dette tidspunktet er sterk og man stiller seg positivt til fremtidsutsiktene med tanke på lettelse av restriksjoner som følge av utbredt vaksinasjon globalt.

### **2.3 Aktører i bransjen**

Per 21.06.2021 er det ni aktører som danner grunnlaget for Oslo Børs Seafood Index. Dette er selskapene Atlantic Sapphire, Mowi, Grieg Seafood, Norway Royal Salmon, Salmar, Austevoll Seafood, Lerøy Seafood Group, Bakkafrost og Salmones Camanch. At virksomheten er registrert på børs i Norge, driver med oppdrett og har hovedtyngden av sin produksjon i Norge er faktorene jeg tar fokuserer på ved valg av sammenlignbare virksomheter. Mowi, Salmar og Grieg er de aktørene jeg har vurdert til å være likest mulig Lerøy Seafood Group ASA med tanke på størrelse samt produserer sammenlignbare produkter. På bakgrunn av dette velger jeg Mowi, Salmar og Grieg Seafood som komparative selskaper, disse vil beskrives kort i videre delkapitler.

### **2.3.1 Salmar ASA**

Salmar ble etablert i 1991 og er den virksomheten som ligger nærmest selskapet på slaktevolum av fisk. I 2020 slaktet de 173 500 tonn mot Lerøy Seafood Group ASA sine 171 000. Den største forskjellen mellom selskapene er at Lerøy Seafood Group ASA driver med oppdrett av laks og regnbueørret samt fiske av hvitfisk, mens Salmar utelukkende fokuserer på oppdrett og foredling av laks. Bedriftens oppdrett er delt opp i to segmenter; Oppdrett Midt-Norge og Oppdrett Nord-Norge. Midt-Norge er lokalisert i Møre og Romsdal og Trøndelag og står for den største andelen av Salmars totale produksjon ved å tilføre 100 400 tonn slaktet laks. Oppdrett Nord-Norge befinner seg i Troms og Finnmark og bidro med 49 900 tonn. Selskapet har også eierandeler på 51% og 50% i Icelandic Salmon og Norskott Havbruk AS. Disse tilknyttede selskapene bidro til sammen med en produksjon på 23,2 tonn i 2020.

Salmar har en fullintegrert verdikjede bestående av produksjon, foredling og salg. Totalt har konsernet 1 763 ansatte, fast bemannede salgskontor i Japan, Korea, Vietnam, Taiwan og Singapore og distribuerer laks til rundt 53 ulike nasjoner (Salmar, 2020)

### **2.3.2 Grieg Seafood ASA**

Grieg Seafood ASA var i 2020 den fjerde største aktøren med hovedkontor i Norge målt i slaktet volum av oppdrettsfisk. Selskapet ble børsnotert i 2007 og driver i dag med oppdrett ved den norske kysten, British Columbia i Canada og Shetland. I 2020 ble det også startet et prosjekt i Newfoundland i Canada som foreløpig er under utvikling, her estimeres det en produksjon på 15 000 tonn innen 2026. Konsernet nevner i årsrapporten for 2020 at de kommer til å fokusere på oppdrett ved Norge og Canada og dermed selge produksjonen som er ved Shetland. GSF skiller seg litt ut fra resten av utvalget ved at de driver direkte oppdrett i andre lokasjoner enn den norske kyst. Anleggene til selskapet i Norge er plassert i Rogaland og Finnmark, der de produserte henholdsvis 23 000 og 27 000 tonn laks i 2020. Dette sammen med mengden fra British Columbia utgjør et totalt slaktevolum på 71 142 tonn (Grieg Seafood ASA, 2020). Årsaken til at dette selskapet blir med i bransjeutvalget er at jeg ønsker et utvalg som består av flere enn to sammenlignbare selskaper, og Grieg Seafood er nærmest Lerøy Seafood Group ASA på produksjonsnivå etter Salmar og Mowi.

### 2.3.3 Mowi (tidligere Marine Harvest)

Mowi er den desidert største aktøren innenfor oppdrettsnæringen bekreftet med en produksjon av hele 440 000 tonn i 2020. De har anlegg i Norge, Chile, Canada, Scotland og Irland der oppdrett i Norge sto for ca. 60% av produksjonen. Konsernet er representert i 25 land, har 12 200 ansatte og selger produkter til ca. 70 nasjoner der ca. 70% eksporteres til Europa, 21% til Amerika og 9% til Asia. Verdikjeden til virksomheten er delt inn i tre segmenter; fôr, havbruk og salg og markedsføring. Mowi er den eneste av aktørene i utvalget som har en verdikjede som inkluderer fôr, dette blir produsert i Norge og Skottland (Mowi, 2020).

## 3. Verdsettelsesmetoder

Det finnes flere forskjellige verdivurderingsmodeller som kan anvendes for å verdsette et selskap. Knivsflå (2021o) presenterer de tre hovedmodellene som består av fundamental, opsjonsbasert og komparative verdivurderingsteknikker. Videre i dette kapittelet forklares hovedtrekkene for hver modell samt en vurdering om hvilke metoder som blir anvendt senere i oppgaven.

### 3.1 Komparativ verdsettelse

En komparativ verdivurdering baseres på å sammenligne prisene til selskaper som er tilsvarende bedriften man verdsetter. Dette blir gjort ved bruk av såkalte «multipler» eller forholdstall, der man tar utgangspunkt i tall fra resultatoppstillingen og balansen som for eksempel driftsinntekter, driftsresultat og egenkapitalen. Deretter beregner man slike multipler for de sammenlignbare selskapene før man benytter multipelen til å estimere bedriftens verdi ved å multiplisere den med et grunnlag fra selskapets regnskap. Hvis man for eksempel identifiserer forholdet mellom markedspris og driftsinntekter hos en komparativ bedrift, vil man multiplisere denne med selskapet man verdsetter sine driftsinntekter for samme periode. Metoden er definert i formel 3-1.

$$\text{Verdi A} = \frac{\text{Verdi K}}{\text{Grunnlag K}} * \text{Grunnlag A}$$

*Formel 3-1: Komparativ verdsettelse*

Denne verdivurderingsteknikken er veldig populær på grunn av at selve utarbeidelsen er enklere og mindre tidkrevende enn alternativene. Man slipper å lage prognoser fremover i tid. En annen fordel ved bruk av denne metoden er at man finner en verdi som er basert på det

markedet er villig til å betale for denne type selskaper i dag (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30-31). Faren ved å benytte enkle metoder er at man risikerer at verdifull informasjon ikke blir tatt med i vurderingen. En annen ulempe ved komparativ verdsettelse er at en opportunistisk verdsetter i stor grad kan påvirke utfallet av verdsettelsen. Hvis man for eksempel ønsker å identifisere et høyt verdiesimat kan man selektivt velge å sammenligne mot selskaper som er priset høyt. Multipler kan brukes for å måle ulike aspekter i selskapet og det er derfor hensiktsmessig å vurdere flere forskjellige for å få et bedre bilde av verdien. Mye brukte multipler er for eksempel pris til resultat, «Enterprise Value» til salg, «Enterprise Value» til EBITDA eller EBIT og pris til bok.

Substansverdimetoden er en metode innenfor komparativ verdsettelse der man verdsetter et selskap til markedsverdien av selskapets eiendeler og trekker fra netto rentebærende gjeld og latent skatt. Verdien til eiendelene blir basert på det de kan selges for i markedet i dag, der det er en fordel hvis man kan sammenligne med observerbare priser på lignende eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 241-245). Denne metoden kan fungere bra i næringer som for eksempel shipping og eiendom (Knivsflå, 2021o).

### **3.2 Opsjonsbasert verdsettelse**

Den opsjonsbaserte verdsettelsesmetoden bunner i at de aller fleste virksomheter kan ha en rett, men ingen plikt til å gjøre en bestemt type investering. Kaldestad & Møller (2016, s. 258-262) har inndelt slike rettigheter inn i tre hovedkategorier: Muligheten til å utsette et prosjekt, muligheten til å utvide et prosjekt eller ekspandere samt muligheten til å avhende eller relativt rask avslutte et prosjekt.

Et eksempel på muligheten til å utsette et prosjekt er hvis en virksomhet sitter på retten til å utvikle en gruve som kan utvinne en spesifikk ressurs. Selv om råvareprisen for denne ressursen per dags dato ikke skaper merverdi, sitter bedriften på en potensiell verdi ved at råvareprisen kan øke i fremtiden og at man da iverksetter prosjektet.

En opsjonsbasert verdsettelse utføres gjerne som et supplement til en fundamental verddivurdering og metoden er uttrykt i formel 3-2 (Knivsflå, 2021o). Den kan også være hensiktsmessig å anvende tidlig eller sent i livssyklusen til en bedrift dersom det er spesiell fleksibilitet knyttet til ekspansjon eller avvikling.

**Verdi = "Statisk verdi" + verdi av særlig fleksibilitet**

### *Formel 3-2: Opsjonsbasert verdsettelse*

Verdi av særlig fleksibilitet kan for eksempel være nevnte ressurs som potensielt har muligheten til å bli et prosjekt med positiv forventet nåverdi i fremtiden. Den statiske verdien finner man typisk ved å utføre en fundamental verdsettelse.

### **3.3 Fundamental verdsettelse**

Fundamental verdivurdering er en inntjeningsbasert tilnærming der man estimerer verdien til selskapet ved å finne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Metoden er svært tidkrevende sett i forhold til den komparative verdsettelsen og er derav ikke like populær blant praktikere. Modellen er også generelt svært sensitiv overfor endringer i faktorer som inntektsvekst, marginer og avkastningskrav. (Kaldestad & Møller, 2016, s. 35-45). En fundamental verdsettelse er en god teknikk å anvende når det eksisterer mye informasjon om både selskapet og bransjen den opererer i samt at det ikke er stor fare for avvikling (Knivsflå, 2021o)

Knivsflå (2021o) presenterer en fremgangsmåte for å identifisere verdien til et selskap gjennom fundamental verdsettelse. Først utføres det en strategisk kvalitativ analyse for å bli kjent med bedriften og bransjen, samt finne interne og eksterne faktorer som påvirker aktørene. Videre blir regnskapet analysert ved å se på historisk underliggende økonomiske forhold, dette blir gjerne utført ved bruk av forholdstall. Denne analysen skaper et grunnlag som anvendes for å predikere et fremtidsregnskap som skal gi et best mulig bilde på selskapets fremtidige resultater. Til slutt beregner man et fremtidskrav som brukes til å diskontere de predikerte tallene slik at man ender opp med en estimert nåverdi for selskapet.

Det finnes to hovedtilnærminger for å identifisere verdien til egenkapitalen der den ene tar utgangspunkt i egenkapitalen, mens den andre tar utgangspunkt i selskapskapitalen. Ved å bruke egenkapitalmetoden identifiserer man nåverdien av fremtidige kontantstrømmer direkte til egenkapitalen som deretter diskonteres med et egenkapitalavkastningskrav.

Selskapskapitalmetoden estimerer egenkapitalens nåverdi residualt ved å anvende fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen med tilhørende totalavkastningskrav før man trekker ut gjeld. Under begge metodene finnes det to populære teknikker som skiller seg fra hverandre ved at en fokuserer på rentabilitet, mens den andre tar utgangspunkt i kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016). Disse to teknikkene vil vi se nærmere på i kapittel 11.

### **3.4 Valg av verdsettelsesteknikk**

Det er viktig å finne en verdsettelsesteknikk som passer overens med selskapet som skal vurderes. Metodene vil gi forskjellige resultater og det er da naturlig å ønske å bruke en som i størst mulig grad gir rimelige konklusjoner. Kaldestad & Møller (2016) foreslår å benytte flere ulike tilnærminger, der en kombinasjon av en fundamental og komparativ verdsettelse vurderes som en fornuftig kombinasjon. Dette er på grunn av at begge teknikkene normalt gir de mest pålitelige svarene.

En fundamental verdsettelse er krevende i forbindelse med kompleksitet, avhengighet av informasjon og arbeidstid. Lerøy Seafood Group ASA ble som nevnt i forrige kapittel børsnotert den 03.06.2002. Dette betyr at vi i stor grad har tilgang til historisk informasjon som gir oss et godt grunnlag. De komparative selskapene som utgjør bransjeutvalget, har også lang fartstid på børsen og det vil derfor være lite utfordringer knyttet til nødvendigheten rundt tilgjengelig informasjon. I forbindelse med at det er en tidkrevende teknikk så mener jeg at det bør være mulig å utføre en fundamental verdsettelse i løpet av et semester som jeg har til rådighet.

Det er ifølge både Kaldestad & Møller (2016) og Knivsflå (2021o) fornuftig å anvende en fundamental verdsettelsesteknikk i tilfeller der selskapet tilfredsstiller et par krav: Det er en fordel hvis selskapet og næringen den opererer i er i en relativt stabil fase der det er lav sannsynlighet for avvikling. Dette skaper muligheter til gode predikasjoner rundt fremtiden til bedriften ved at resultatene som er levert i nyere tid ikke har store variasjoner. Lerøy Seafood Group ASA anses til å være nærme en stabil vekst-fase i forhold til produksjonsnivåene. Dette taler for at en fundamental analyse vil være fornuftig å anvende for selskapet og begrunnes videre i regnskapsanalysen når analyseperioden vurderes.

Hovedteknikken som anvendes i denne oppgaven blir dermed en fundamental verdsettelsesteknikk. Jeg vil også supplere ved å utarbeide en komparativ verdivurdering som gir oss muligheten til å sammenligne resultatene fra begge teknikkene.

## **4. Strategisk analyse**

I dette kapittelet skal jeg se på eksterne og interne krefter som påvirker lønnsomheten til bransjen og Lerøy Seafood Group ASA. Første steg er å utarbeide en Pestel-analyse som fokuserer på eksterne faktorer relatert til politikk, makro-økonomi, sosiale forhold, teknologi, miljø og juridiske reguleringer knyttet til oppdrettsbransjen. Videre vurderes næringens

konkurransenintensitet gjennom Porters «Five forces» samt en intern ressursanalyse ved bruk av VRIO. Til slutt oppsummeres de viktigste funnene av analysen i en SWOT-analyse.

## **4.1 PESTEL-analyse**

Analysen er et verktøy for å identifisere eksterne makroforhold som påvirker næringen selskapet opererer i. Den er fordelt på seks faktorer; politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og legale forhold (Selnes, 2012). Ved å vurdere disse kan man belyse hvilke ytre krefter som har innvirkning på selskapet i dag og bruke det som en referanse for hva som blir viktig i fremtiden.

### **4.1.1 Politiske drivkrefter**

Oppdrettsnæringen er som tidligere nevnt i kapittel 2.1.2 en av Norges største bidragsytere til eksport av varer. I 2020 ble det eksportert laks og ørret til en verdi på 74,2 milliarder kroner. Dette tilsvarer ca. 9% av Norges totale vareeksport som endte på 789 milliarder kroner ved utgangen av 2020. Internasjonal handel er særdeles viktig for bransjen siden mesteparten av inntektene til de store virksomhetene stammer fra eksport. Dette fører naturligvis til at næringens lønnsomhet fort kan påvirkes av hendelser som endrer verdensmarkedet, slik som for eksempel politiske handelsblokader eller endringer ved handelsavtaler. Bransjen sitt produksjonsnivå i Norge blir i stor grad regulert av konsesjonsordningen som vil bli videre diskutert under de legale forholdene i analysen.

#### **Handelsavtaler**

Norge er medlem av det europeiske frihandelsforbundet som består av fire land; Island, Liechtenstein, Sveits og Norge. Formålet med dette forbundet er å samarbeide ved forhandlinger og inngåelse av handelsavtaler. Den skiller seg fra EU med at hver nasjon har sin egen handelspolitikk og egne tollsatser overfor andre land, mens nasjoner i EU har felles tollsatser. Gjennom Efta-samarbeidet har Norge inngått 29 frihandelsavtaler med 40 land (regjeringen, 2021). Disse handelsavtalene inngås for å redusere handelsbarrierene, som kan føre til økt eksport av varer. Per 2020 så oppgir regjeringen at fisk er et punkt som fremheves og prioriteres ved utforming av slike avtaler. Dette er positivt for Lerøy Seafood Group ASA siden man reduserer risikoen for at internasjonale konkurrenter får bedre handelsvilkår.

Norge, Liechtenstein og Island er også med i EØS-avtalen. Dette er en økonomisk handelsavtale som baserer seg på EU sine prinsipper om de fire friheter. Avtalen sikrer deltakerne fri bevegelighet for personer, varer, tjenester og kapital blant medlemslandene.



Verdens handelsorganisasjon (WTO) er en organisasjon med et formål om å likestille internasjonal handel for medlemsland. Norge har vært medlem siden den ble opprettet i 1995. Medlemskap gir landet rettigheter som beskyttelse mot urimelig forskjellsbehandling, men kan også føre til plikter rundt å redusere tollsatser og følge regelverket. Verdens handelsorganisasjon har per 2021 164 medlemsland (WTO u.å.).

### **Handelshindringer**

Lerøy Seafood Group ASA nevner handelshindringer som en potensiell risiko i årsrapporten for 2020 (Lerøy Seafood Group ASA, 2020). Dette er en risiko som tidligere ved flere anledninger har oppstått og skapt problemer i forbindelse med potensielle markeder som man plutselig ikke kan eksportere til lengre. Slike situasjoner kan man selvfølgelig ikke sikre seg for, men konsernet selger bevisst til flere forskjellige markeder nettopp for å ikke bli avhengig av enkeltmarkeder.

Internasjonale politiske konflikter har flere ganger tidligere påvirket eksporten til konsernet. I 2014 stanset Russland all import av matvarer fra EU, USA og Norge. Dette ble innført som en motreaksjon på sanksjoner som ble opprettet mot Russland i forbindelse med konflikten mellom Russland og Ukraina. Lerøy Seafood Group ASA sin årsrapport for 2014 nevner at før denne stansen sto Russland for import av ca. 10% av den totale eksporten til konsernet (Lerøy Seafood Group ASA, 2014). Løsningen på dette ble over en lengre periode å eksportere laksen til Hviterussland som har en felles tollavtale med Russland, bearbeide fisken der og deretter eksportere ferdig produkt til Russland. På slutten av 2019 ble det meldt fra Russiske myndigheter at det var gjort flere funn av rester av forbudte og skadelige stoffer i fiskeprodukter som var laget av norske råvarer (Berge, 2019). Dermed er denne ruten også stengt sett bort i fra et par unntak. Lerøy Midt som er i konsernet skal ifølge IntraFish (Jensen, 2020) fått tillatelse til å selge laks og ørret til Russland dersom fisken foredles i Hviterussland, dette kan jeg ikke se er ikke nevnt i konsernets årsrapport for 2020.

Det virker som at Lerøy Seafood Group ASA har navigert seg bra gjennom politiske situasjoner som har skapt problemer for eksporten. Selv etter at Russland stanset all import av norsk fisk i 2014 har konsernet hatt en god omsetningsutvikling siden da og frem til 2020. Handelshindringer utgjør fortsatt en vesentlig risiko for selskapet og aktørene i oppdrettsnæringen. Hvis det for eksempel oppstår sanksjoner mot Norge fra EU-land som utgjør ca. 51% av omsetningen til Lerøy Seafood Group ASA så kan det bli vesentlig vanskeligere å om distribuere varene.

En av de største endringene i makroøkonomien det siste tiåret er at Storbritannia i 2016 stemte for å forlate EU. Dette førte til at de den 1. januar 2021 gikk ut av «det indre marked» som ga Norge fri bevegelse i forbindelse med eksport og import av varer. I 2019 var Storbritannia Norges femte viktigste eksportmarked for fisk (Mauren, 2021), dermed har vilkårene for fiskeeksport blitt et viktig tema i forhandlingene om en ny avtale. Frem til juli 2021 så har det foreligget en midlertidig vareavtale. I juli ble det forhandlet frem en avtale mellom Norge og Storbritannia. Det kommer frem fra regjeringen at avtalen ikke vil erstatte EØS-avtalen, men at det er et godt alternativ der aktørene får forutsigbare rammevilkår. Blant annet vil Norske industribedrifter få videreført tollfrihet.

Nasjonale tiltak fremmet av norske politikere kan også påvirke industrien i stor grad. Den 07.09.2018 oppnevnte regjeringen et utvalg ledet av økonomiprofessor Ulltveit-Moe som skulle vurdere hvordan skattesystemet for havbruk burde utformes. Bakgrunnen for dette var den sterke lønnsomheten i oppdrettsnæringen, der de nytter godt av felleskapets ressurser i form av områdene som blir brukt i produksjonen. Resultatet av vurderingen ble klart 04.11.2019 der det kom frem at flertallet av utvalget foreslo en grunnrenteskatt på hele 40% (Giæver & Christensen, 2020). Av ulike årsaker ble dette forslaget erstattet med et forslag om å innføre en produksjonsavgift. Denne avgiften trådte i kraft den 01.01.2021 (KPMG, 2021) og betyr at man må betale en avgift på 40 øre per kg produsert av laks, ørret og regnbueørret som kommer fra havbruk i Norge. Dette er et eksempel på hvordan politisk makt hjemme i Norge kan ha innvirkning på lønnsomheten til næringen, og det er en viss risiko for at strengere avgifter eller eventuelt en grunnrenteskatt blir innført i fremtiden.

#### **4.1.2 Økonomiske forhold**

##### **Laksepris**

Lakseprisen er en svært viktig faktor for lønnsomheten til Lerøy Seafood Group AS. Prisen på ørret, hvitfisk og annen sjømat som kommer fra villfangst vil naturligvis også ha innvirkning på bunnlinjen til konsernet, men på grunn av at laksen står for hoveddelen av inntektene til virksomheten så velger jeg å fokusere på den. I 2020 kom 63,4% av driftsinntektene fra laks (Lerøy Seafood Group ASA, 2020).

Den største drivkraften til prisendringer for laksen er etterspørsel i forhold til tilbud. Som tidligere nevnt har etterspørselen historisk sett vært høyere enn tilbudet og dette er estimert til å fortsette. Mye av grunnen til dette er konsesjonssystemet i Norge som holder produksjonsnivået relativt stabilt. Ifølge årsrapporten til Mowi (2020) er Norge den største

aktøren innenfor produksjon av oppdrettslaks med 1 232 300 tonn etterfulgt av Chile som produserte 700 600 tonn laks i 2020. Av den totale globale produksjonen tilsvarer dette forholdsvis 50% og 29%. Det vil si at hvis det forekommer endringer i produksjonsnivået i disse to landene så vil det i stor grad påvirke det internasjonale tilbudet av laks. Et eksempel på dette var i 2016 da det oppstod en stor algeoppblomstring i Chile som førte til at en stor mengde laks døde, samt demonstrasjoner i landet som førte til redusert produksjon ved lakseslakterier og foredlingsanlegg på nasjonal basis (Lilleby, 2016). Dette førte til en reduksjon på 84 400 tonn i forhold til 2015 ifølge Mowis årsrapport for 2016, noe som tilsvarer 4,3% av den totale globale produksjonen i 2016. I Norge og Skottland ble det også en reduksjon i produksjonen i forhold til forrige år på grunn av biologiske utfordringer ved havbruket. Dette førte mest sannsynlig til den enorme prisøkningen på laks, der den økte fra en gjennomsnittspris i 2015 på 42,2 per kg til hele 63,19 i 2016 (Fishpool, u.å. a). Eksempelet demonstrerer i hvor stor grad forholdet mellom tilbud og etterspørsel kan påvirke lakseprisen.

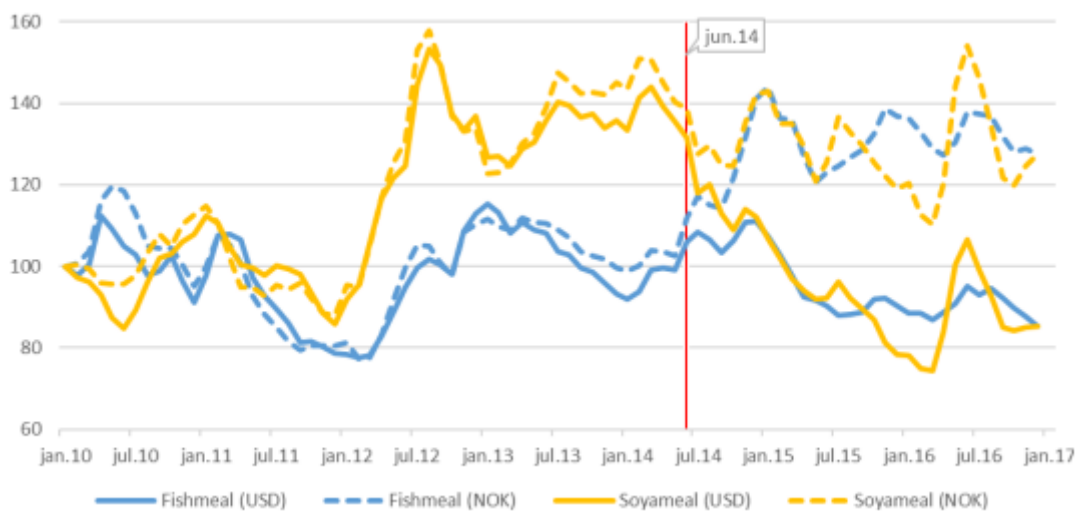
Vi så en motsatt effekt på lakseprisen i 2020 da Covid-19 pandemien spredde seg over kloden. Hoteller og restauranter fikk strenge restriksjoner verden rundt og salg til dette segmentet stoppet dermed opp. Bransjen omstilte seg gradvis, men man kan se en klar forskjell på lakseprisen for 1. kvartal i forhold til 2. kvartal for året. Gjennomsnittsprisen for laks i første kvartal var på 69,85, mens den sank til 59,2 for andre kvartal. Dette tilsvarer et fall på hele 15% (Fishpool, u.å. a).

### **Valutarisiko**

Den norske lakseoppdrettsnæringen er utsatt for valutaendringer i forbindelse med at store deler av omsetningen oppnås gjennom salg på internasjonale markeder. Som tidligere nevnt består de største markedene av land i EU etterfulgt av Asia, Amerika og andre land i Europa. Årsregnskapet til Lerøy Seafood Group ASA viser at hele 45,8% av driftsinntektene i 2020 ble solgt i euro, 23,1% i NOK, 16,7% i amerikanske dollar. Resterende ble handlet i svenske kroner, japanske yen samt en liten andel på 1,3% i annen ikke spesifisert valuta.

Valutakursene kan påvirke konkurransekraften samt lønnsomheten til aktørene i bransjen. På inntektssiden er det gunstig med en svak kronekurs her i Norge, slik at det blir billigere for internasjonale markeder å importere fisken. Dette henger sammen med at flere av nasjonene der sjømaten ender opp har konsumenter med vesentlig lavere kjøpekraft enn den gjennomsnittlige norske borger. En sterk kronekurs vil dermed kunne resultere i priser som gjør at sluttbrukeren velger andre alternativer.

Matforskningsinstituttet Nofima AS ble i 2019 ferdig med et treårig prosjekt som tok for seg kostnadsutviklingen til havbruksnæringen i perioden 2003-2018. Prosjektets rapport viser fordelingen av produksjonskostnadene relatert til oppdrett og slakting av laks. Her kan man se at førkostnadene over lengre tid har stått for rundt 50% av den totale kostnaden rundt produksjon av laks. Det nevnes også at råstoffene som brukes i førproduksjonen i stor grad handles internasjonalt og dermed påvirkes av valutakursen. Norske aktører i bransjen har derfor sett en økning i råvareprisene som konsekvens av den svake norske kronen. Figur 4-1 under demonstrerer hvordan prisen på fiskemel og soyamel ble redusert fra 2014 i amerikanske dollar, men på grunn av den svekkede norske kronen ser man at prisen økte for handel i norske kroner (Iversen, 2019).



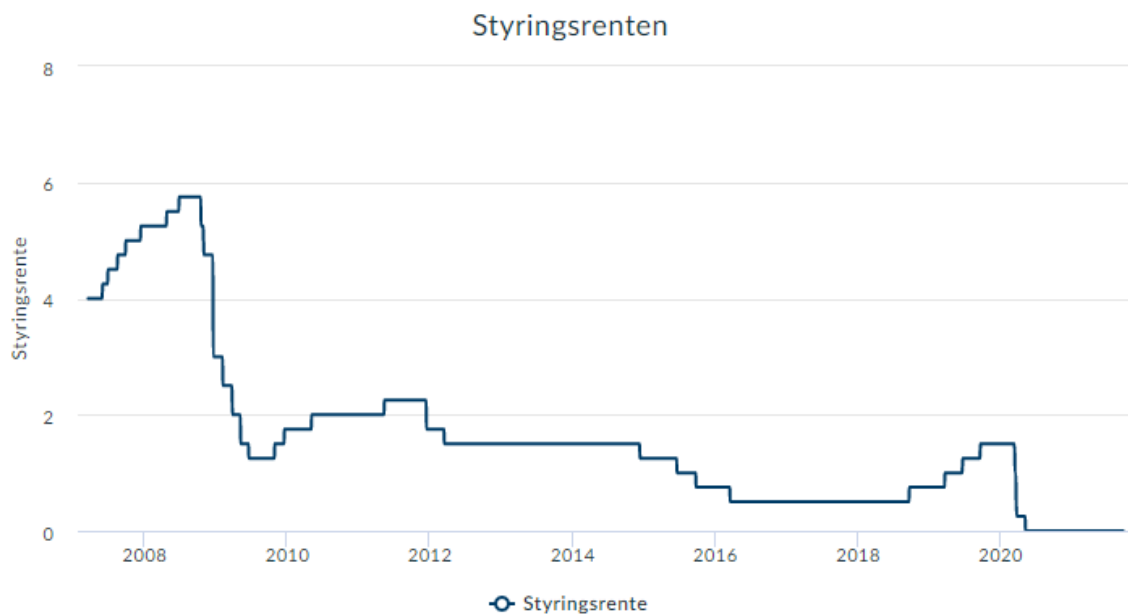
Figur 4-1 hentet fra rapporten «Faglig sluttrapport» produsert av FHF og Nofima AS 31.12.2019 (Iversen, 2019).

## Renterisiko

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv bransje som krever store investeringer. Dette resulterer i at de aller fleste store aktører bærer på langsiktig gjeld med vesentlige beløp. For eksempel så er det oppgitt i Lerøy Seafood Group ASA sitt årsregnskap for 2020 at langsiktig gjeld fra kredittinstitusjoner i forbindelse med lån er på 3 992 millioner kroner. Deler av dette er lån som har flytende rente. Større svingninger i rentenivået vil derav potensielt ha stor innvirkning på lønnsomheten til næringen.

Styringsrenten er det viktigste virkemiddelet som Norges Bank kan ta i bruk for å regulere prisvekst og utvikling i norsk økonomi. En lav styringsrente vil som regel føre til lavere renter hos banker og kredittinstitusjoner. I Norge har den over lang tid vært forholdsvis lav, der renten nådde helt ned til 0 den 07.05.2020 (Norges Bank, u.å. a). Dette er svært gunstig for aktører i bransjen som finansierer større investeringer i ny teknologi ved å ta opp lån. Her kan norske aktører potensielt oppnå et konkurransefortrinn mot internasjonale virksomheter som har mindre gunstige vilkår. Chile er som tidligere nevnt nummer to i eksport av oppdrettslaks globalt, kun bak Norge. Der har de per desember 2020 en styringsrente på 0,5% (Reuters, 2020). Figur 4-2 viser utviklingen til styringsrenten i Norge fra 2008 til desember i 2020.

### Styringsrenten i prosent



Figur 4-2. Utvikling styringsrente 2008 – desember 2020. (Norges Bank, u.å. a)

### 4.1.3 Sosiale forhold

Det er spesielt to sosiale faktorer som sannsynligvis vil ha påvirkning på oppdrettsnæringen i fremtiden; befolkningsvekst og kundeatferd. Som tidligere nevnt er den globale befolkningen i 2021 på ca. 7,7 milliarder mennesker. FN estimerer at man innen 2100 når en populasjon på 10 milliarder (FN, 2021). Denne økningen av verdensbefolkningen fører naturligvis til en stigende global matetterspørsel. Her eksisterer det muligheter for bransjen hvis man klarer å utvikle oppdrettsanleggene ved ny teknologi som kan føre til en mer bærekraftig og større produksjon.

Helsedirektoratet har satt opp 12 råd i forhold til kosthold som den gjennomsnittlige borger burde forholde seg til (Helsedirektoratet, 2016). Her har de satt av et eget punkt for konsum av fisk, der det rådes til å spise fisk to eller tre ganger i uken. I en artikkel fra Norges Sjømatråd i januar 2021 kommer det frem at ledende forskere fra hele kloden har vurdert sjømatens betydning for å sikre sunne, bærekraftige og rettferdige matsystemer i fremtiden. Et av de fem hovedpunktene fra vurderingen er at sjømat har flere ernæringsmessige fordeler og bærekraftsgevinster enn kjøttprodukter fra landbruk. To andre viktige punkter for næringen er at etterspørselen etter sjømat forventes å være doblet innen 2050, samt at denne veksten må komme fra havbruk, da det er betydelig potensiale for vekst (Norges Sjømatråd, 2021).

Populære trender kan selvfølgelig ha vesentlig påvirkning på bransjens lønnsomhet i begge retninger, men når store organisasjoner har forsket og konkludert med et positivt syn på havbruket for fremtiden så lover det bra for næringens lønnsomhet vedrørende sosiale forhold.

#### **4.1.4 Miljømessige faktorer**

Oppdrettsnæringen møter flere utfordringer i forbindelse med miljømessige forhold, der de mest fremtredende sentrerer seg rundt lakselus, rømming, avfall og holdninger blant kundemassen som oppstår som følge av disse problemene.

##### **Lakselus og rømming**

Lakselus og rømming er faktorer som har utviklet seg til å bli et omfattende problem for aktørene i bransjen i nyere tid. I oppdrettsanleggene er konsentrasjonen av laks innenfor et gitt område vesentlig høyere enn bestandene som lever ute i det fri, noe som har skapt gode vilkår for lakselusen. Lusen fører til skader for laksen ved å spise slim, hud og blod fra verten.

Konsekvensen av dette er at fisken får åpne sår og blir mer mottakelig for infeksjoner, som reduserer trivselen og i verste fall kan føre til at fisken dør. Laks som rømmer fra anleggene, kan føre til flere problemer for økosystemet. Forskere er som nevnt i kapittel 2 bekymret for at rømt laks kommer seg opp i de samme elvene der villaksen gyter, og at man dermed risikerer en endring i genmaterialet til den ville bestanden. Det er også en risiko for at rømt laks drar med seg lakselus som videre kan påvirke villaksen.

Det finnes flere forskjellige tiltak aktørene kan ta i bruk for å bekjempe lakselus under produksjonen av oppdrettsfisk. De mest populære metodene ifølge mattilsynet er legemidler, bruk av rensefisk og mekanisk behandling. Legemidler har og er fortsatt den måten som er mest brukt og blir gjort ved å tilsette legemidler i fôret eller ved badebehandling ved bruk av

presenning eller brønnbåt. Problemet med dette tiltaket er at lusen utvikler større grad av resistens mot midlene, og resultatene svekkes som konsekvens av dette. Mekanisk behandling har blitt mer utbredt de siste årene som følge av dette. Behandlingsmetoder er spyling med ferskt vann, børsting og bruk av laser (Mattilsynet, 2016). Rensefisk er effektivt ved at fisk som rognkjeks og leppefisk spiser lakselusen, men det blir stilt spørsmål om det etiske aspektet på grunn av høy dødelighet blant rensefisken.

### **Avfall fra oppdrett**

Produksjon av laks gjennom oppdrett kan påvirke bunnforholdene i sjøen der driften foregår. Avføring fra fisken samt fiskefôr som ikke blir konsumert kan hope seg opp under anleggene. Hvis det foreligger dårlig vannutskiftning ved operasjonsområdet, kan dette føre til kjemiske og biologiske endringer i bunnforholdene (Misund 2021). I en risikorapport for 2020 utformet av Havforskningsinstituttet blir det konkludert at miljøeffekter som følge av slike utslipp vurderes til å ikke utgjøre en stor risiko. Tilstanden til bunnforholdene anses som god i alle produksjonsområder i Norge (Grefsrud, 2020).

Bruk av legemidler kan også resultere i uønskede resultater ved at arter i sjøen blir påvirket av midler i fôret som er ment for laksen. Rapporten som Havforskningsinstituttet har publisert vurderer omfanget av legemidlene som lav til middels risiko. Nøyaktig hvilke konsekvenser dette kan føre til er ikke spesifisert.

### **4.1.5 Teknologiske forhold**

Med den estimerte økningen i verdens befolkning og følgende krav om produksjon av mat ligger det et potensiale for større etterspørsel etter fisken som oppdrettsnæringen produserer. For å kunne øke produksjonsnivået i Norge må man utvikle metoder som gjør driften mer bærekraftig slik at man kan forsvare en endring i konsesjonssystemet og dermed muliggjøre flere kvoter.

Den 20. november 2015 ble det ifølge Fiskeridirektoratet åpnet for søknader om utviklingstillatelser. Disse tillatelsene er et alternativ til de normale tildelte konsesjonene der formålet er å legge til rette for utvikling av teknologi som potensielt kan bidra til å løse utfordringene næringen står ovenfor i forhold til miljø (Fiskeridirektoratet, u.å. a). Teknologien som blir utviklet gjennom slike tillatelser skal deles slik at hele næringen kan utnytte fordelene.

Hjemmesiden til Fiskeridirektoratet har en oversikt over alle søknader som er godkjente, avslått og under vurdering (Fiskeridirektoratet, u.å. b). Her oppgis det bedriften som søker, størrelse på prosjekt i antall tonn laks, lokasjon og hvilket konsept det gjelder. Siden søknaden åpnet i 2015 har det blitt tildelt totalt 23 tillatelser og hele 78 søknader er avslått. Dette tilsier at det er et stort ønske om å få slike tillatelser samt at Fiskeridirektoratet stiller strenge krav til søknadene. Disse prosjektene er ofte i retning av lukkede eller semi-lukkede merder som man håper kan redusere biologiske risikoer som rømming og lakselus.

I nyere tid har RAS-teknologi blitt diskutert som en mulig løsning for å flytte oppdrettsnæringen til land. Dette er en metode for å produsere vesentlige mengder fisk med et lavt vannforbruk ved å filtrere bort uønskede elementer slik at vannet kan gjenbrukes (Norsk Røyeforum, u.å.). Teknologien nevnes for eksempel av Lerøy Seafood Group ASA i årsrapporten for 2020 ved at konsernet har investert i denne typen siden 2012. Metoden er fortsatt ikke veldig utbredt i verden når det gjelder produksjon av matfisk som skal slaktes og selges for konsum. Atlantic Sapphire som ble nevnt innledningsvis er en av ni virksomheter på Oslo Børs Seafood Index. Denne bedriften driver 100% av produksjonen sin på land ved bruk av RAS-teknologien. I 2021 inntraff det en hendelse i et av anleggene deres som førte til massedød av laksen med ca. 500 tonn, dette oppstod som følge av et filter som ikke fungerte slik som det skulle (Furuset, 2021).

Det er nok fortsatt en stund til landbasert oppdrett kan ta over store deler av produksjonsandelen, men muligheten eksisterer. Vasco Mota er en forsker ansatt av matforskningsinstituttet Nofima og er prosjektleder for forskning på nettopp RAS-teknologi i Tromsø. Han mener at metoden har et enormt potensial, men at det er vanskelig å forutsi hvor lang tidsperiode med forskning og testing som kreves før man kan drive lønnsom produksjon av matfisk i slike systemer. Han nevner at vi kan se slike produksjonsmetoder i stor skala innen 10-15 år (Johansen, 2020).

Konsernsjef Ivan Vindheim i Mowi har derimot ikke stor tro på lukkede produksjonsanlegg. I en artikkel hos e24.no (Bringslid, 2021) forklarer han dette med at produksjonskostnaden vil bli mye større med slike anlegg. Ferdigstilling av lukkede anlegg i sjø og på land krever store etableringsinvesteringer, noe som gjør det risikofylt å satse på. Landbaserte anlegg er også en potensiell trussel for lakseoppdrett i Norge på grunn av at man ikke krever de samme forutsetningene for lokasjoner. Det vil si at konkurransefordelen norsk oppdrett har ved gode biologiske forhold langs kysten ikke nødvendigvis vil være like viktig i fremtiden.



### **4.1.6 Legale forhold**

Oppdrettsnæringen i Norge er i stor grad regulert av akvakulturloven, men må også forholde seg til dyrevelferdsloven, forurensingsloven og matloven. De viktigste kravene innenfor akvakulturloven regulerer mengde fisk i oppdrettsanleggene, rømning, lakselus, fisketrivsel, utslipp og påvirkning på miljøet (Misund 2021). Hovedformålet med disse kravene er å sikre en havbruksnæring som etableres, drives og avvikles på en miljømessig forsvarlig måte (Laksefakta, 2021).

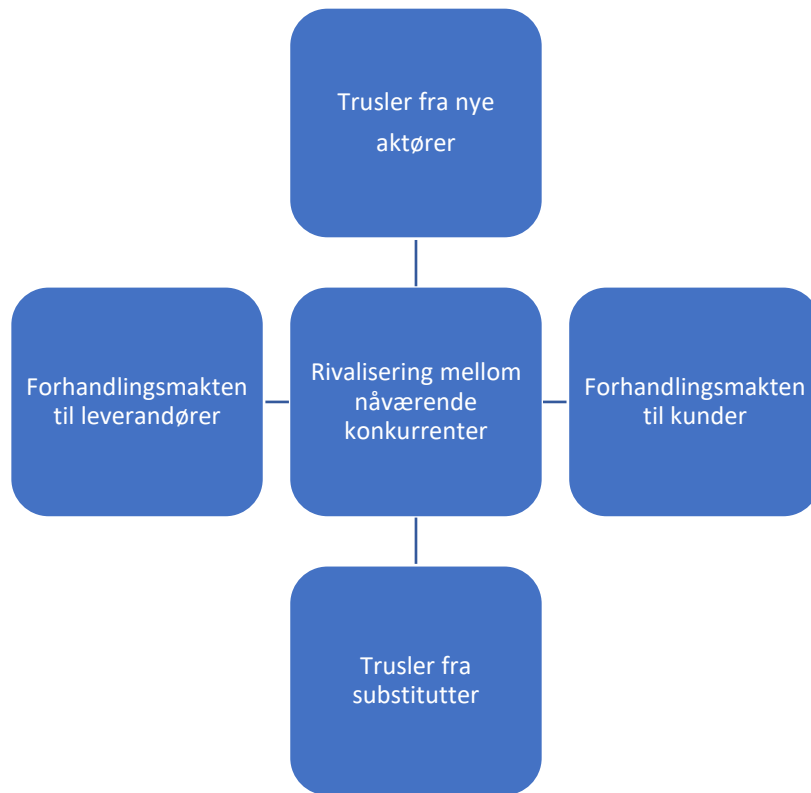
Som nevnt i kapittel 2 må en virksomhet bli tildelt konsesjoner fra Fiskeridirektoratet for å kunne drive med oppdrett i Norge. Innehaveren av en konsesjon får muligheten til å drive eksklusiv drift på allmenhetens areal, mot at man overholder myndighetenes vilkår for drift, samt aktøren bidrar til verdiskaping lokalt og nasjonalt (Fiskeridirektoratet, u.å. c) En standard tillatelse gir innehaveren mulighet til å ha opptil 780 tonn oppdrettsfisk innenfor det gitte området til enhver tid, mens man i Troms og Finnmark kan få opptil 945 tonn. Slike tillatelser er derfor veldig viktige for aktørene i bransjen siden de direkte påvirker det maksimale produksjonsnivået.

I 2017 ble oppdrettsnæringen delt inn i 13 geografiske områder som man kaller for produksjonssoner. Dette systemet fikk betegnelsen «trafikklyssystemet» og har fått navnet sitt fra fargekodene som hver sone kan defineres under; grønn, gul og rød. Sonene blir tildelt en fargekode basert på hvilken påvirkningsgrad de har på miljøet. I praksis så vil det føre til at grønne områder får tilbud om økt produksjon, ved gule områder holdes produksjonen på samme nivå, mens ved røde soner må den reduseres. Hvert område får et trafikklys etter en 2-årssyklus som avgjør nivået for de to neste årene (Fagerbakke, 2020). Fra systemet ble opprettet og til nåværende år har faktoren som blir hensyntatt ved tildeling av farge vært relatert til lakselus. Fargen blir satt på grunnlag av hvor mye lus villaksen har i hver sone, der mengden blir estimert av havforskningsinstituttet (Hommedal, 2021).

### **4.2 Porters Five Forces**

Porters Five Forces er en fremgangsmåte som anvendes til å forklare konkurransesituasjonen som eksisterer i en næring. Denne kan brukes for å analysere lønnsomheten i bransjen, der flere konkurransefaktorer danner grunnlag for en overordnet vurdering. Faktorene ble av Porter delt opp i fem hovedpunkter og definert som; trusler fra nye aktører som etablerer seg i næringen, forhandlingsmakten til kunder, forhandlingsmakten til leverandører, rivalisering

mellom nåværende konkurrenter og trusler fra substitutter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 100). Summen av disse måler konkurranseintensiteten i bransjen og skaper muligheten til å vurdere hvor lønnsom og attraktiv den er.



Figur 4-3: Porters femkraftsmodell, fritt.

#### 4.2.1 Trusler fra nye aktører

Det største hinderet potensielle nyetableringer må forholde seg til er inngangsbarrierene som foreligger i næringen. Bransjer som viser seg å være lønnsomme over tid vil i utgangspunktet være svært attraktive for nye aktører. Inngangsbarrierer kan redusere risikoen for dette og dermed fungere som en svært positiv faktor for virksomheter som allerede opererer i markedet.

Oppdrettsnæringen er som tidligere nevnt en svært kapitalkrevende bransje med store etableringskostnader i forbindelse med produksjonsanlegg, konsesjoner og utvikling av produkt. Konsesjoner kan erverves av nye aktører enten ved oppkjøp av eksisterende virksomheter som allerede besitter dette, eller få tildelt nye fra Fiskeridirektoratet gjennom auksjoner. Ved Fiskeridirektoratet sin hjemmeside kan man hente ut statistikk som viser at de ti største aktørene i oppdrettsbransjen i Norge sto for 66% prosent av den totale solgte mengden, der det eksisterer 162 selskap som har tillatelser til drift i landet per 2020. Figur 4-4

viser hvordan oppkjøp og konsolideringer har redusert antall selskap som driver oppdrett i Norge fra 467 i 1999 til 162 i 2020, dette tilsvarer en reduksjon på hele 65% (Fiskeridirektoratet, u.å. d). Antallet har holdt seg rimelig stabilt siden 2012, det kan tolkes i retning av at resterende selskaper ikke har store ønsker om videre konsolidering. Det virker derfor sannsynlig at det kan bli utfordrende for nye aktører å tilegne seg oppdrettstillatelser gjennom denne metoden.



Figur 4-4. Selskaper som har tillatelse til å drive med oppdrett i Norge (Fiskeridirektoratet, u.å. d)

Strengt krav relatert til innhold av søknad med tilhørende krav som må oppfylles, samt små kvantum som blir auksjonert i nyere tid gjør det også vanskelig for nyetablerte aktører å vinne tillatelser gjennom auksjoner. Den foreløpig siste auksjonen ble gjennomført høsten 2020 og prisene for konsesjonene som ble solgt demonstrerer at næringen er kapitalintensiv. Alle tilgjengelige tillatelser som utgjorde totalt 27 189 tonn produksjonskapasitet ble solgt for rett i underkant av seks milliarder kroner, noe som tilsvarer en pris på 219 758 kroner per tonn (Fiskeridirektoratet, u.å. e).

De største aktørene i bransjen har operert innenfor havbruk i flere tiår og opparbeidet seg mye kunnskap gjennom erfaring som kan vise seg problematisk å konkurrere mot for nyetableringer. Selskapene nyter mest sannsynlig godt av stordriftsfordeler som følge av den store produksjonsmengden, noe som fører til en enhetskostnad som vil være vanskelig for nye aktører å kopiere. Førekostnadene til bransjen utgjør tilnærmet 50% av den totale

produksjonskostnaden per enhet. Ved handel av stort volum vil man mest sannsynlig besitte en bedre forhandlingsposisjon med leverandører og oppnå kvantumsrabatter.

Landbaserte anlegg som ble nevnt i avsnittet om teknologiske forhold i Pestel-analysen kan i fremtiden gjøre det lettere for nye aktører å slå gjennom i oppdrettsnæringen, med tanke på at kravet om lokasjon og konsesjoner blir redusert.

Trusselen fra nyetableringer anses på kort sikt som lav, dette på bakgrunn av de store etableringskostnadene som eksisterer i næringen samt utfordringer med å få tillatelser til drift. Det er også verdt å nevne at det tar gjennomsnittlig rundt tre år å produsere en laks fra rogn til slakteklar vekt på 4-6kg (Laks.no, u.å.), dette setter store krav til innskutt kapital som nyetablerte aktører kan leve på frem til det kommer kontantstrømmer fra driften. I takt med teknologisk utvikling kan trusselen potensielt bli moderat i fremtiden hvis mengden av konsesjoner økes eller landbasert oppdrett blir konkurransedyktig.

#### **4.2.2 Kunders forhandlingsmakt**

Kunders forhandlingsmakt vurderes ut ifra hvor stor grad næringen og bedriftens kunder kan påvirke prisen og kvaliteten på produktet samt tilhørende kundebehandling. I markeder der kundens forhandlingsmakt er høy vil det utgjøre en trussel for aktørene i bransjen i form av at kunden kan presse ned prisen. Dette kan oppstå i tilfeller der det er mange leverandører og få kunder, det er lave byttekostnader, leverandørene i bransjen selger like produkter eller at kunden selv kan integrere produksjon av produktet i deres verdikjede (Porter, 1979).

Oppdrettsnæringen er preget av store og relativt få aktører der sannsynligheten for at kunder kan integrere produksjon av fisk er veldig lav på grunn av de høye inngangsbarrierene. Aktørene i bransjen distribuerer til flere internasjonale markeder i forskjellige verdensdeler, der kundene primært består av restauranter, hoteller, dagligvareforretninger og foredlingsindustri. Dette kan indikere at de fleste aktørene i næringen har store kundeporteføljer. Lerøy Seafood Group ASA bemerker i årsrapporten for 2020 at de opererer i flere forskjellige markeder for å redusere risikoen ved å være avhengig av enkelt markeder og bedrifter.

Oppdrettslaks kan defineres som et homogent produkt med tanke på at laksen fra de forskjellige leverandørene varierer i liten grad. Den kan differensieres til en viss grad ved å oppnå diverse sertifiseringer og kvalitetsmerking, men store deler av produktene som leveres er tilnærmet identiske. Denne faktoren gjør det enklere for kunden å bytte leverandør hvis

ønskelig. I de fleste bransjer der det tilbys homogene produkter vil kunden ha en fordel ved lave byttekostnader gitt at det ikke foreligger ulike reguleringer i avtaler. Man kunne da utnyttet forhandlingsmakten ved å sette leverandørene opp mot hverandre og velge den leverandøren som tilbyr best vilkår. I oppdrettsbransjen eksisterer det sannsynligvis kunder som kan etablere en form for forhandlingsmakt hvis de står for innkjøp som utgjør en stor andel av leverandørens salg, i tillegg til lave byttekostnader.

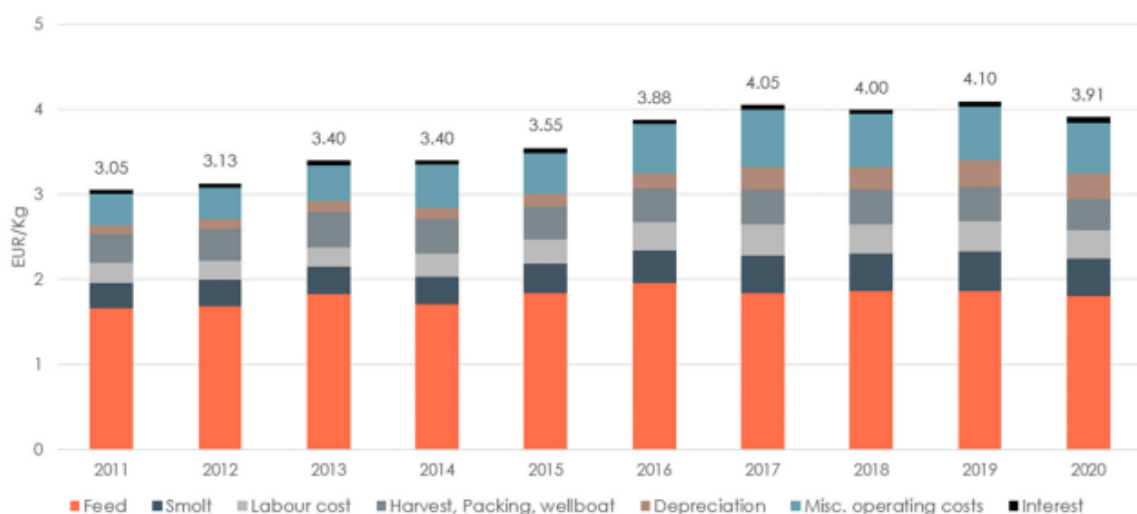
På grunn av at etterspørselen etter laks i flere år har vært høyere enn tilbudet, vil kundens forhandlingsmakt mest sannsynlig ikke påvirke bransjens lønnsomhet i veldig stor grad. Forholdet mellom tilbud og etterspørsel er vurdert til å holde seg stabilt videre i nær fremtid (Bugge, 2021), basert på lav produksjonsøkning som følge av biologiske begrensninger og tilhørende reguleringer. Kundernes forhandlingsmakt vurderes som moderat med tanke på det homogene produktet som leveres og de lave byttekostnadene dette medfører.

### 4.2.3 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt kan forklares som motsetningen til kundenes forhandlingsmakt. Leverandørens makt øker når det er få aktører i bransjen, produktene som tilbys er heterogene, det oppstår store byttekostnader og hvis det mangler substitutter til produktet de leverer.

Den største kostnaden knyttet til oppdrett av fisk er fôr. Tabell 4-1 viser at fôrkostnadene mellom 2011-2020 utgjorde ca. 50% av den totale kostnaden.

## 8.8 Cost structure industry Norway 2011-2020



*Tabell 4-1. Kostnadsstrukturen for produksjon av laks i perioden 2011-2020. (Mowi håndbok, 2021)*

Oppdrettsnæringens viktigste leverandører anses derfor å være i forbindelse med innkjøp av fôr. Aktører som produserer fôr til laks, har i likhet med oppdrettsbransjen blitt redusert de ti siste årene og utvalget per 2020 er svært begrenset (Mowi håndbok, 2021). Det er fire store leverandører som står for majoriteten av produksjonen; Skretting, Ewos, BioMar og Mowi.

Med tanke på at Mowi er en direkte konkurrent samt hovedsakelig produserer fôr til egen bruk, finnes det kun tre leverandører å velge mellom for resterende oppdrettsselskap som ikke har integrert fôrproduksjon i verdikjeden. Dette er en faktor som øker leverandørens forhandlingsmakt. Produktet er en absolutt nødvendighet for aktørene innenfor havbruk og det finnes foreløpig ikke noen substitutter som kan dekke behovet.

Mowi startet med egen produksjon av fôr i 2014 og produserte i 2020 540 000 tonn fôr, noe som tilsvarer 11,5% av den totale globale produksjonen av fôr til oppdrettsfisk på 4 700 000 tonn (Mowi håndbok 2021). Dette skaper en mulig forhandlingsfaktor for resterende aktører hvis en situasjon oppstår der leverandørene stiller urimelige krav, så vet man at muligheten for å produsere det nødvendige føret selv eksisterer. En annen faktor som taler til aktørene i oppdrettsnæringen sin favør er at alle tre leverandørene utelukkende driver med produksjon av fôr direkte rettet mot havbruk (Biomar u.å.; EWOS, u.å.; Skretting, u.å.)

Man kunne i utgangspunktet konkludert med at leverandørenes forhandlingsmakt er høy på grunn av at bransjen er dominert av få bedrifter samt de leverer et produkt som er nødvendig for kundene. På motsatt side demonstrerer Mowis overgang til å være tilnærmet selvforsynt fra sin egen fôrproduksjon at dette er en mulighet for resterende aktører. Lave byttekostnader kombinert med at oppdrettsnæringen er svært viktig for videre drift relatert til produksjon av fôr til havbruket gjør at den blir vurdert som moderat.

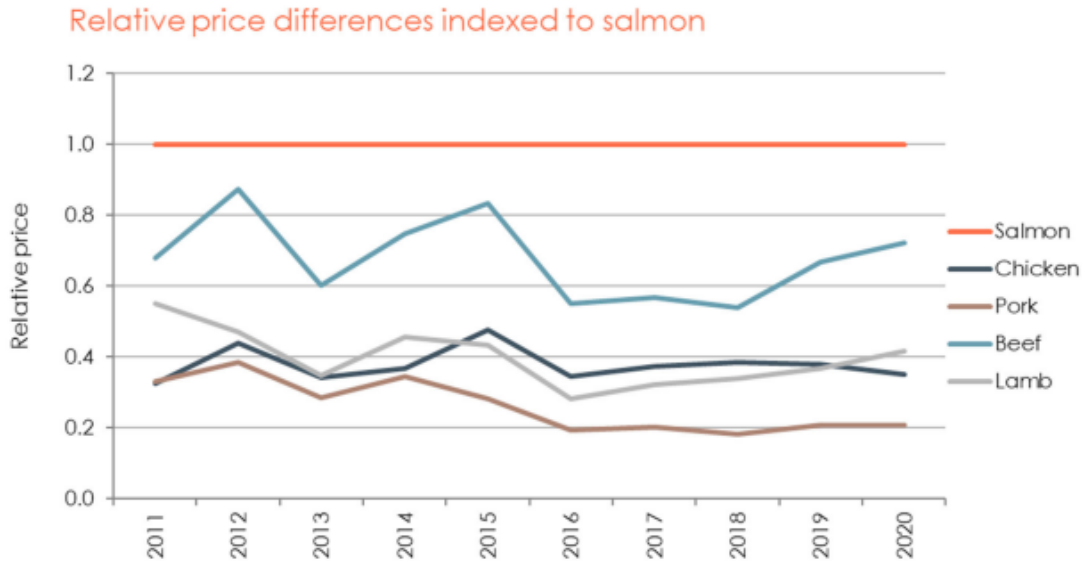
#### **4.2.4 Trusler fra substitutter**

Substitutter er produkter som tilfredsstillter konsumentenes behov i tilnærmet tilsvarende grad som bransjens produkt. For å analysere bransjens lønnsomhet må man også ta stilling til i hvilken grad slike alternativer eksisterer og hvordan det påvirker prisen til fisken som oppdrettsnæringen tilbyr. Næringens kunder består som tidligere nevnt av flere forskjellige segmenter som driver med salg av sjømat. Fellesnevneren for disse er at produktet skal dekke matbehovet til konsumenten. Den viktigste faktoren for laks relatert til matbehov er at den er

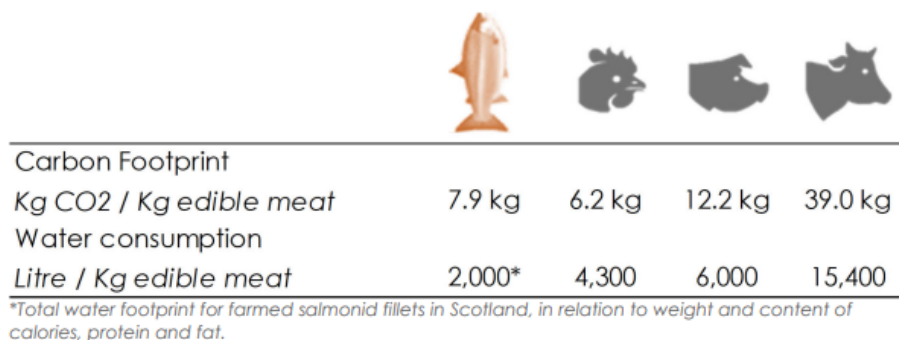
svært proteinrik og substitutter vil dermed begrenses til matvarer som er i samme kategori. Populære alternativ med høyt proteininnhold vil være andre fisketyper, storfe, kylling, svin og lam. Figur 4-5 viser at lakseprisen har vært vesentlig høyere enn tilsvarende produkter i perioden fra 2011 til 2020. Selv om det er utfordringer rundt havbruk i forbindelse med flere miljømessige faktorer, presenterer laksen seg som et godt alternativ i forhold til effektiviteten ved produksjon. Av sammenlignbare substitutter er laks det produktet som utnytter fôr klart best. Ved bruk av 100kg fôr vil det gjennomsnittlig resultere i 56kg kjøtt, mens samme mengde fôr vil gi forholdsvis 39, 19 og 7kg ved produksjon av kylling, svin og storfe (Mowi håndbok 2021).

I dagens samfunn prates og debatteres det heftig rundt menneskeskapte klimaendringer i forbindelse med global oppvarming. Parisavtalen er en internasjonal avtale der de aller fleste nasjoner i verden har forpliktet seg til å kutte klimagassutslipp. Det er på bakgrunn av dette positivt å være en næring som er mer klimanøytral enn bransjer som kan tilby substitutter. Figur 4-6 demonstrerer en estimering på hvor mye kg Co2 som dannes som konsekvens av produksjon av 1kg med kjøtt fra laks og substituttene. Her ser man at det kun er kylling som gjør det bedre enn laks på utslipp av Co2 som følge av produksjon. Sluttforbrukere har i tillegg til økt bevissthet rundt miljøpåvirkning også større fokus på sunnhet enn tidligere. Laksen er allment kjent som et næringsrikt og magert produkt som fremstår som et sunt alternativ til hverdagskosten. Den norske laksen er også i deler av verdenen betraktet som et eksklusivt produkt. I håndboken til Mowi for 2021 nevnes det en middelklasse som oppstår i flere voksende markeder, noe som kan føre til enda mer konsum av proteinkilder av høy kvalitet. Disse faktorene sammen med et rimelig stabilt globalt produksjonsnivå holder oppe etterspørselen og forsvaret til en viss grad prisforskjellen fra laksen til substituttene.

Trusselen for substitutter vurderes til moderat. Laksens lave klimafotavtrykk, eksklusive status og dens helsefremmede egenskaper gir fisken en fordel i forhold til alternativene. Lave byttekostnader kombinert med billigere alternativer gir derimot kunden muligheter til å velge substitutter.



Figur 4-5. Relativ prisforskjell på kjøttprodukter i forhold til laks i perioden 2011-2020 (Mowi håndbok 2021).



Figur 4-6. Utslipp av kg Co2 i forhold til produksjon av 1kg kjøtt for laks og substitutter (Mowi håndbok 2021).

#### 4.2.5 Rivalisering i bransjen

Høy rivalisering mellom aktørene i en bransje vil oftest føre til reduserte marginer som konsekvens av konkurransen. Dette kan oppstå i form av økte kostnader relatert til markedsføring eller lavere dekningsbidrag fra produkter der man presser ned prisen for å oppnå større markedsandeler. Rivalisering mellom konkurrenter i samme bransje oppstår som regel når det er mange leverandører som leverer homogene produkter, gjerne forsterket av et begrenset marked.



Oppdrettsnæringen er preget av få og store virksomheter der det i lang tid har vært høy etterspørsel etter produktet som tilbys. Etterspørselsgraden stammer som tidligere nevnt fra det begrensede tilbudet av produktet som følge av konsesjonssystemet. Dette skaper en effekt der priskrig nødvendigvis ikke er særlig attraktivt for aktørene, siden man handler med markedsprisen. Å redusere prisen for å øke markedsandelen selskapet oppnår er lite lønnsomt når man i de fleste tilfeller kan selge varene til en markedspris som er høyere.

Rivalisering i bransjen kan fort bli mer intens i fremtiden hvis man utvikler metoder for å øke produksjonsnivået i større grad. Produktet er i seg selv lite differensiert fra leverandør til leverandør og byttekostnadene er lave. Dette kan føre til at aktørene må omstille seg hvis man opplever at laksemarkedet blir mettet ved at tilbudet overstiger etterspørselen.

Konkurransen i dag handler i stor grad om tilgang til nye konsesjoner som er den største muligheten for økt produksjon. Siden de aller fleste aktørene oppnår samme pris for produktet sitt, blir den største faktoren for lønnsom drift i forhold til resten av næringen å redusere kostnader. Ved å tilegne seg flere tillatelser vil bedrifter få mulighet til større produksjon og som resultat redusere enhetskostnaden. Det kan også nevnes høy konkurranse rundt utviklingstillatelser som ble forklart under teknologiske forhold i Pestel-analysen. Veldig mange aktører søker på slike tillatelser for å prøve ut nye metoder som på sikt kan gi dem et konkurransefortrinn, selv om man forplikter seg til å dele funnene med hele næringen.

Rivaliseringen vurderes til å være lav mot moderat på kort sikt på grunn av den høye etterspørselen som reduserer intensiteten ved at de fleste aktører oppnår samme pris for tilbudt produkt. Over en lengre tidshorisont anses rivaliseringen som moderat og kan potensielt bevege seg mot høy hvis det viser seg at etterspørselen blir redusert i fremtiden.

## **4.2.6 Oppsummering av Porters Five Forces**

Vurderingen av de fem drivkreftene som forklarer hvor attraktiv en bransje er å konkurrere i, belyser at den overordnede konkurranseintensiteten anses som moderat. Den største fordelen aktive aktører besitter er de store inngangsbarrierene som eksisterer for næringen, en faktor som reduserer trusselen for nyetableringer i stor grad. Høy etterspørsel etter bransjens produkt er også svært positivt for aktørene og mildner den potensielle rivaliseringen mellom bedriftene. Fôrkostnader utgjør store deler av de totale kostnadene som påløper ved havbruk. Denne faktoren kombinert med at det eksisterer veldig få leverandører fører til at de aller fleste aktørene i bransjen er utsatt for en viss risiko i forbindelse med leverandørens forhandlingsmakt. Den høye lakseprisen er i utgangspunktet gunstig for aktørene, men kan

også føre til at kunder søker substitutter som i stor grad tilfredsstillter konsumentene sine matbehov.

### **4.3 Intern ressursbasert analyse**

Den interne analysen fokuserer på hvilke ressurser selskapet har tilgang til som skaper fordeler eller ulemper i forhold til andre aktører i bransjen. For å identifisere og forklare de potensielle ressursene anvendes VRIO-modellen til Jay B. Barney som tar høyde for de fire kriteriene; value, rarity, inimitability og Organisational support (Barney, 1991; Knivsflå, 2021p). Spørsmålene man stiller angående kriteriene er hvorvidt ressursen er verdifull for kundene, i hvilken grad den er sjelden i markedet, om den er vanskelig å imitere for konkurrenter i bransjen og til slutt om ressursen er effektivt organisert. Ressursene kan hovedsakelig deles inn i materielle og immaterielle ressurser. Finansiell kapital, bygninger, maskiner, råvarer og utstyr er typiske eksempler på materielle, mens kompetanse og patenter er svært relevant i forbindelse med immaterielle.

#### **4.3.1 Hvitfisk**

Lerøy Seafood Group ASA skiller seg ut fra konkurrentene i bransjen ved at de driver med villfangst og bearbeiding av hvitfisk i tillegg til oppdrett av laks og ørret. Konsernet er blant Europas største aktører og den største i Norge innenfor hvitfisk som fiskes og bearbeides til humant konsum. Som nevnt i kapittel 2 besitter virksomheten 10 trålere gjennom Lerøy Havfisk som driver fiske hele året i Norskehavet og Barentshavet, samt 12 foredlingsanlegg og kjøpeestasjoner i Norge gjennom Lerøy Norway Seafoods. Foredlingsdelen forbundet med hvitfisk kjøper råvarer fra den interne villfangsten i tillegg til rundt 700 eksterne kystbåter (Lerøy Seafood Group, (u.å. b)

Under «villfangst» i kapittel to nevnes det at den norske landindustrien historisk sett har vært preget av svak lønnsomhet. Dette skyldes hovedsakelig tilgangen til råvarer som er veldig sesongpreget, som fører til utfordringer i forbindelse med kapasitetsutnyttelsen. I 2020 bidro segmentet med en EBIT på 205 millioner som er en nedgang på 30% i forhold til 2019 der villfangst sto for en EBIT på 293 millioner. Denne nedgangen forsvares i årsrapporten for 2020 ved redusert etterspørsel og tilhørende lav pris som følge av Covid-19 pandemien. Lerøy Seafood Group ASA sitt fokus for å bedre hvitfiskindustriens konkurransekraft er en langsiktig prosess ved organisatoriske endringer i tillegg til betydelige investeringer i anlegg

og utvikling. Utfordringen med ressursen er dermed lav lønnsomhet der det sannsynligvis krever en lengre tidsperiode for å bedre denne.

Satsingen på hvitfisk kan likevel på flere områder fungere som en viktig og verdifull ressurs for konsernet. Økt laksepris, endrede matvaner blant befolkningen eller andre negative effekter kan føre til at sluttbrukeren av laksen søker til substitutter. Dette kan resultere i en positiv effekt for hvitfisken som er et direkte alternativ til laksen. Videre bidrar hvitfisken til en større produktportefølje for selskapet og skaper flere muligheter til å reagere i forbindelse med lokale trender og behov. Man kan også se på satsningen i form av diversifisering av porteføljen. Bransjen har i lang tid levert solide resultater i stor grad som følge av den høye lakseprisen. Skulle dette snu i fremtiden vil Lerøy Seafood Group ASA ha muligheten til å støtte seg på hvitfisk-sortimentet. Disse faktorene peker på at ressursen skaper verdi for virksomheten, samtidig som at den er sjelden med tanke på at ingen av de store aktørene innenfor oppdrettsbransjen driver med hvitfisk.

Ressursen kan sannsynligvis imiteres av konkurrenter hvis de ønsker det, men det er flere faktorer som gjør det utfordrende. Lerøy Seafood Group ASA har driftet dette segmentet siden 2017 og det har vist seg at landindustri i Norge er en utfordrende næring. Kombinert med nødvendigheten for store investeringer i fartøy, råvarer og kompetanse kan dette resultere i at konkurrenter ikke ser det som et særlig attraktivt driftsområde. Selskapet har mest sannsynlig også konkurransefortrinn i form av opparbeidet kompetanse, godt etablerte relasjoner med de 700 fiskebåtene som leverer til Lerøy Seafood Group ASA samt egne konsesjonsrettigheter relatert til viltfisken. På bakgrunn av at ressursen er sjelden og har verdi for selskapet, samtidig som det eksisterer inngangsbarrierer som gjør det utfordrende for konkurrenter å imitere vurderes den til et svakt midlertidig konkurransefortrinn.

### **4.3.2 Lokasjon for produksjon**

Lerøy Seafood Group ASA produserte hele 93% av sin totale lakse- og ørret produksjon i Norge i 2020. Driften foregår ved tre forskjellige lokasjoner langs den norske kysten; Vestlandet, Midt-Norge og Nord-Norge. I forhold til sammenlignbare konkurrenter er dette tilnærmet lik andel som Salmar, der denne aktøren produserte 89% i Norge. Dette skiller dem fra Mowi og Grieg Seafood som begge hadde en vesentlig lavere andel produsert i Norge i 2020, der førstnevnte havnet på 60% og sistnevnte på 58%.

Denne forskjellen kan ha både positive og negative innvirkninger på Lerøy Seafood Group ASA sin lønnsomhet. Ved å ha samlet store deler av produksjonen her i Norge slipper man å

forholde seg til ulike lovverk og reguleringer rundt produksjon i andre nasjoner. Dette kan potensielt redusere kostnader knyttet til nødvendig kompetanse og istedenfor fokusere på å spesialisere og utvikle produksjonen ved en lokasjon der man har operert i lang tid. I Norge har de store aktørene lang fartstid og kjenner godt til reglement, kultur, politiske makter og befolkningens syn på næringen. Man kan også betrakte den norske oppdrettsnæringens strenge krav om produksjon som en fordel ved markedsføring og salg av produkt, i den forbindelse at det viser hensyn til miljømessige faktorer.

Fra et diversifiserings perspektiv kan det oppstå utfordringer ved å ha en så stor andel av produksjonen samlet innenfor samme nasjon. Hvis det i fremtiden blir strengere krav til drift, høyere avgifter, innført grunnskatt eller oppstår biologiske utfordringer langs den norske kysten vil Lerøy Seafood Group ASA få en større negativ påvirkning enn konkurrentene som driver deler av produksjonen utenlands.

### **4.3.3 Finansiell situasjon**

I en kapitalintensiv næring vil det være særdeles positivt å ha en sterk økonomisk soliditet som skaper tryggere rammer for videre drift dersom det oppstår dårlige perioder preget av for eksempel lave laksepriser. Soliditetsanalysen som blir forklart i kapittel 5.2 viser blant annet at Lerøy Seafood Group ASA har en egenkapitalprosent som de fem siste årene har ligget over gjennomsnittet i forhold til nærliggende konkurrenter. En god finansiell posisjon kan gi muligheter til fremtidige investeringer og oppkjøp som øker selskapets markedsandeler og gir reduserte enhetskostnader i forbindelse med stordriftsfordeler. Teknologisk fremgang er som nevnt i PESTEL analysen en viktig faktor for oppdrettsnæringens fremtidige lønnsomhet. Ved å ha solide økonomiske rammer kan det allokeres midler til utvikling av teknologi som forbedrer produksjon og reduserer negativ miljømessig påvirkning. Selskapet har som følge av denne ressursen også gode muligheter til å omstille seg i det tilfellet bransjen presenterer teknologiske fremskritt.

Den finansielle situasjonen kan betegnes som en verdifull ressurs for Lerøy Seafood Group ASA, men det er ikke slik at konsernet ligger langt foran konkurrentene. Jeg vil derfor ikke vurdere den som sjelden eller ikke-imiterbar.

### 4.3.4 Oppsummering av VRIO-analyse

Figur 4-7 oppsummerer i hvilken grad de tre nevnte ressursene kan skape konkurransefortrinn for Lerøy Seafood Group ASA.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Konkurrensemessig implikasjon
Hvitfisk	Ja	ja	Delvis	Delvis	Midlertidig fortrinn
Lokasjon	Delvis	Nei	Nei	Ja	Paritet
Finansiell situasjon	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet

Figur 4-7: Oppsummering av interne ressurser.

### 4.4 Oppsummering strategisk analyse

Etter å ha gjennomgått eksterne og interne krefter som påvirker Lerøy Seafood Group ASA samt bransjen konsernet opererer i, kan vi oppsummere funnene ved bruk av en SWOT-analyse. Her identifiseres de viktigste faktorene og plasseres innenfor følgende kategorier: Interne styrker og svakheter er representert i de øverste rutene, mens potensielle muligheter og trusler som kan påvirke oppdrettsnæringen er plassert i de under (Vikøren & Pihl, 2021). Analysen er presentert under i figur 4-8.



Figur 4-8. SWOT-analyse

## 5. Regnskapsanalyse

Formålet med en regnskapsanalyse er å få innsikt i bedriftens underliggende økonomiske forhold (Knivsflå, 2021c). Grunnlaget som avdekkes gjennom denne prosedyren anvendes videre til å verdsette selskapet ved å utarbeide fremtidsregnskap. Før man setter i gang med selve analysen, må det først vurderes valg av analysenivå, analyseperiode og komparative bedrifter.

### Analysenivå

Valg av analysenivå baserer seg på om man skal verdsette segmenter av konsernet hver for seg eller samlet som en enhet. Lerøy Seafood Group ASA har som nevnt i kapittel 2 selv delt driften inn i de tre segmentene; villfangst, havbruk og foredling, salg og distribusjon. I følge Knivslå bør man analysere segmentene hver for seg i de tilfellene der de representerer svært forskjellige forretningsområder. Virksomheten vil her bli vurdert på konsernnivå på bakgrunn av at det er stor grad av interaksjon mellom segmentene, i tillegg til at det er begrenset informasjon for de separate segmentene og det blir derfor hensiktsmessig å vurdere konsernet som en enhet. Videre vil analysen anvende virksomhetens konsoliderte konsernregnskap.

### Analyseperiode

Analyseperioden bestemmes i hovedsak ut ifra om virksomheten og bransjen den opererer i har vært stabil over en lengre tidsperiode eller ikke. Hvis bedriften har drevet med det samme forretningsområde over lengre tid trekker det mot at man bør velge en lang tidsserie. Hvis den derimot endrer seg over tid ved å for eksempel ekspandere inn i nye områder blir de eldre regnskapstallene mindre representative for dagens virksomhet og man bør vurdere en kortere tidshorisont (Knivsflå,2021c). Oppdrettsnæringen er en råvarebransje der lønnsomheten i stor grad dikteres av lakseprisen. I tilfeller der man skal vurdere selskaper som opererer i sykliske bransjer bør det inkluderes både en oppgangs og en nedgangskonjunktur.

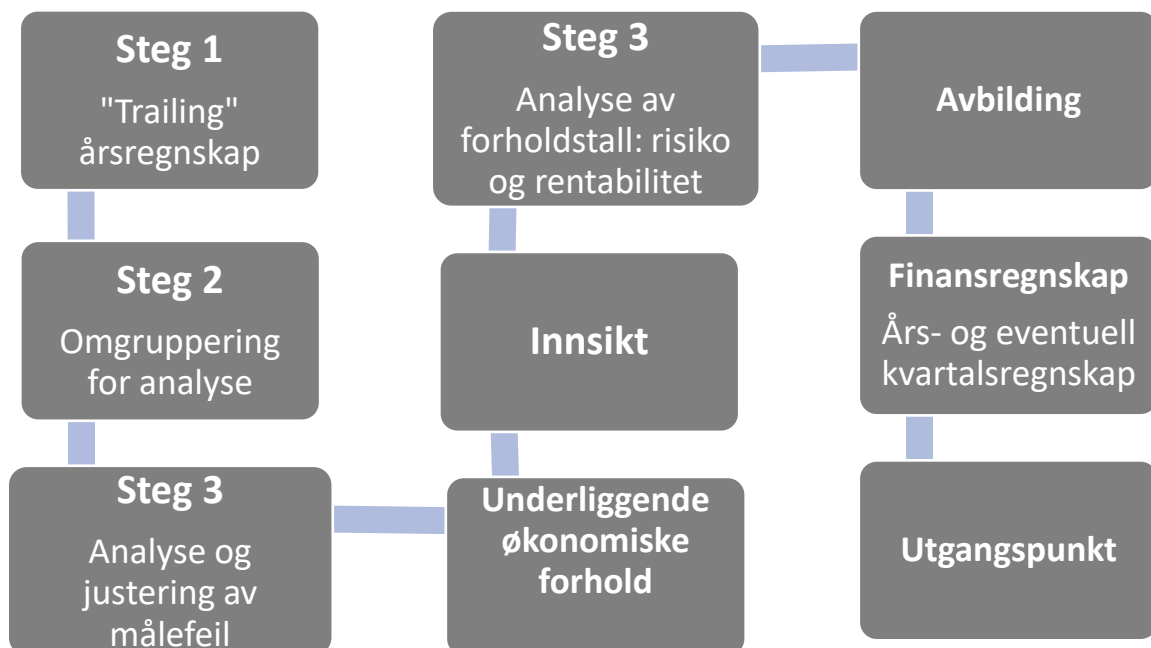
Havbruksnæringen har siden 2012 ligget på tilnærmet likt produksjonsnivå som tilsier at bransjen er rimelig stabil. På selskapsnivå derimot kjøpte Lerøy Seafood Group ASA 100% av aksjene i både Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS som utgjorde en stor satsing på det nye segmentet villfangst av hvitfisk og foredling av fanget sjømat. Satsingen viser seg i balansen ved at immaterielle eiendeler og varige driftsmidler øker betraktelig fra rapporterte tall i 2015 til 2016, noe som i hovedsak skyldes konsesjoner og fiskebåter fra oppkjøpet.

Nevnte satsing trekker mot en kort tidshorison, mens bransjens sykliske karakter trekker i motsatt retning. Jeg vurderer det som hensiktsmessig med en mellomlang tidshorison på 6 år og dermed tilbake til 2015. Mye av grunnen til at 2015 inkluderes er at lakseprisen var vesentlig lavere dette året før den steg noe voldsomt i 2016 og deretter flatet delvis ut. Vi får også med 2020 som var preget av Covid-pandemien som igjen førte til en liten nedgang i laksepris.

### Komparative bedrifter

Når vi senere skal analysere forholdstall trenger vi et bransjegjennomsnitt å bruke som målestokk mot Lerøy Seafood Group ASA (Knivsflå, 2021c). De komparative bedriftene ble beskrevet i kapittel 2.3 og utgjør Mowi, Salmar og Grieg Seafood.

Videre vil analysen følge rammeverket presentert av (Knivsflå, 2021c) som er gjengitt i figur 5-1.



Figur 5-1. Fritt etter rammeverk for regnskapsanalyse av Knivsflå, 2021c



## 5.1 Presentasjon av rapporterte tall

Lerøy Seafood Group ASA er et børsnotert selskap og er dermed pålagt å rapportere etter IFRS, der årsregnskapet skal revideres av statsautorisert revisor. Etter å ha sett over revisors beretning for årsregnskapene i analyseperioden virker det fornuftig å anse regnskapet som utarbeidet i henhold til gjeldende regnskapsregler. Nedenfor følger en oppstilling av rapporterte konsernregnskap for perioden 2015-2020.

Resultatregnskap (alle tall i NOK 1000)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	13 450 725	17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652
Andre gevinster og tap	34 206	457	-3 927	42 341	27 245	6 569
Varekjøp	9 278 374	10 561 407	9 916 876	11 008 753	11 289 347	11 344 160
Endring varelager	-465 960	-296 387	-262 665	-630 477	-106 155	-237 156
Lønn og andre personalkostnader	1 411 024	1 785 537	2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129
Andre driftskostnader	1 447 625	1 864 088	2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293
<b>EBITDA</b>	<b>1 813 869</b>	<b>3 355 089</b>	<b>4 300 013</b>	<b>4 228 205</b>	<b>3 746 276</b>	<b>3 108 795</b>
Avskrivninger på imm. Eiendeler					31 802	31 921
Avskrivninger på bruksretteiendeler					426 654	458 202
Avskrivninger på varige driftsmidler					553 585	667 466
Sum Avskrivninger	433 916	511 621	583 265	659 669	1 012 041	1 157 589
Nedskrivninger	0	0	0	0	0	1 551
<b>EBITDA før verdijusteringer bio. Eiendeler</b>	<b>1 379 953</b>	<b>2 843 468</b>	<b>3 716 749</b>	<b>3 568 536</b>	<b>2 734 235</b>	<b>1 949 655</b>
Verdijustering knyttet til bio. Eiendeler	188 508	1 470 561	-1 716 309	754 938	-333 703	-826 751
<b>EBIT</b>	<b>1 568 461</b>	<b>4 314 030</b>	<b>2 000 440</b>	<b>4 323 474</b>	<b>2 400 532</b>	<b>1 122 904</b>
Inntekter fra tilknyttede selskap	61 376	262 783	302 651	286 573	179 749	105 359
Netto finansposter	-128 728	-131 491	-209 623	-161 087	-214 799	-241 378
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>1 501 109</b>	<b>4 445 322</b>	<b>2 093 468</b>	<b>4 448 960</b>	<b>2 365 482</b>	<b>986 885</b>
Sum skattekostnad	-268 226	-926 691	-343 984	-851 002	-495 743	-196 674
<b>Årsresultat</b>	<b>1 232 883</b>	<b>3 518 631</b>	<b>1 749 484</b>	<b>3 597 958</b>	<b>1 869 739</b>	<b>790 211</b>
Majoritet	1 179 718	3 224 143	1 749 494	3 437 042	1 857 172	794 335
Minoritet	53 165	294 488	-11	160 917	12 567	-4 126

Tabell 5-1. Resultatregnskap 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA

Balanseregnskap (alle tall i NOK 1000)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Anleggsmidler</b>						
Utsatt skattefordel	41 536	31 059	28 852	14 311	2 932	18 110
Immaterielle eiendeler	4 349 916	8 018 448	8 019 627	8 166 075	8 150 610	8 307 280
Bruksretteiendeler					2 378 102	2 429 037
Varige driftsmidler	2 899 633	4 209 108	5 148 271	6 606 948	6 230 105	6 797 080
Aksjer i tilknyttede selskap	670 952	730 875	960 587	1 015 556	950 017	1 055 463
Andre investeringer	7 293	8 019	5 534	7 247	13 825	15 917
Langsiktige fordringer	17 246	76 679	122 836	67 777	71 233	79 287
<b>Sum anleggsmidler =</b>	<b>7 986 576</b>	<b>13 074 188</b>	<b>14 285 707</b>	<b>15 877 914</b>	<b>17 796 824</b>	<b>18 702 174</b>
<b>Omløpsmidler</b>						
Biologiske eiendeler	4 320 830	6 418 313	4 458 095	5 564 447	5 574 921	4 913 512
Andre varer	552 065	721 803	991 186	1 315 292	1 031 155	1 094 571
Kundefordringer	1 568 820	2 209 281	1 972 438	2 152 414	2 244 348	1 867 505
Andre kortsiktige fordringer	307 798	421 302	436 590	426 511	511 131	618 928
Kontanter og kontantekvivalenter	1 247 614	2 233 700	3 514 096	3 036 154	3 031 052	2 966 409
<b>Sum omløpsmidler =</b>	<b>7 997 127</b>	<b>12 004 399</b>	<b>11 372 405</b>	<b>12 494 818</b>	<b>12 392 607</b>	<b>11 460 925</b>
<b>Sum eiendeler =</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 587</b>	<b>25 658 112</b>	<b>28 372 732</b>	<b>30 189 431</b>	<b>30 163 099</b>

Tabell 5-2. Balanseregnskap 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA

<b>Egenkapital og gjeld (alle tall i NOK 1000)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Aksjekapital	54 577	59 577	59 577	59 577	59 577	59 577
Egne Aksjer	-330	-30	-30	-30	-30	-30
Overkurs	2 731 690	4 778 346	4 778 346	4 778 346	4 778 346	4 778 346
<b>Sum innskutt egenkapital</b>	<b>2 785 937</b>	<b>4 837 893</b>	<b>4 837 893</b>	<b>4 837 893</b>	<b>4 837 893</b>	<b>4 837 893</b>
Opptjent egenkapital	5 099 758	7 702 055	8 769 401	11 314 996	12 012 739	11 919 158
Ikke kontrollerende eierinteresser	878 357	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718
<b>Sum egenkapital</b>	<b>8 764 052</b>	<b>13 475 426</b>	<b>14 482 122</b>	<b>17 134 290</b>	<b>17 763 306</b>	<b>17 632 769</b>
<b>Langsiktig gjeld</b>						
Pensjonsforpliktelser	3 765	5 219	3 113	3 566	2 689	2 670
Utsatt skatt	1 567 973	2 802 271	2 313 950	2 443 957	2 474 530	2 320 370
Leieforpliktelser ovenfor kredittinstitusjoner					838 270	1 041 812
Leieforpliktelser ovenfor andre enn kredittinstitusjoner					1 041 322	858 164
Lån fra kredittinstitusjoner	2 377 123	4 541 276	4 946 254	4 550 698	3 628 044	3 992 432
Lån fra andre					1 449	1 246
Andre langsiktige forpliktelser	126 674	121 958	96 202	62 843	30 857	34 176
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>4 075 535</b>	<b>7 470 724</b>	<b>7 359 519</b>	<b>7 061 064</b>	<b>8 017 161</b>	<b>8 250 870</b>
<b>Kortsiktig gjeld</b>						
Kortsiktig del av langsiktig gjeld					816 679	837 138
Kassekreditt og andre kortsiktige kreditter	1 465 144	1 094 089	830 009	1 031 868	585 128	815 120
Leverandørgjeld	915 981	1 366 634	1 310 098	1 486 119	1 554 071	1 194 471
Skyldige offentlige avgifter mv.	123 457	263 991	233 982	226 513	279 333	252 629
Betalbar skatt	200 151	477 842	819 884	678 075	448 813	349 562
Annen kortsiktig gjeld	439 383	929 880	622 498	754 803	724 941	830 540
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>3 144 116</b>	<b>4 132 436</b>	<b>3 816 471</b>	<b>4 177 378</b>	<b>4 408 965</b>	<b>4 279 460</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>7 219 651</b>	<b>11 603 160</b>	<b>11 175 990</b>	<b>11 238 442</b>	<b>12 426 126</b>	<b>12 530 330</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 586</b>	<b>25 658 112</b>	<b>28 372 732</b>	<b>30 189 432</b>	<b>30 163 099</b>

Tabell 5-3. Egenkapital og gjeld 2015 -2020 for Lerøy Seafood Group ASA

<b>Endring i egenkapital</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Egenkapital majoritet per 01.01	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 607 294	16 152 889	16 850 632
Årsresultat til majoritet	1 179 718	3 224 143	1 749 494	3 437 042	1 857 172	794 335
Annet fullstendig resultat	95 056	-108 455	92 828	1 466	33 143	5 290
<b>Totalresultat til kontrollørende andel</b>	<b>1 274 774</b>	<b>3 115 688</b>	<b>1 842 322</b>	<b>3 438 508</b>	<b>1 890 315</b>	<b>799 625</b>
Utdelt utbytte til majoritet	654 928	654 928	774 506	893 661	1 191 547	893 661
Kapitalinnskudd	3 535	2 193 491	-471	748	-1 024	454
Dirty surplus	0	2	1	0	-1	1
<b>Egenkapital majoritet per 31.12</b>	<b>7 885 695</b>	<b>12 539 948</b>	<b>13 607 294</b>	<b>16 152 889</b>	<b>16 850 632</b>	<b>16 757 051</b>

Tabell 5-4. Endring i egenkapital 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA

## 5.2 Omgruppering av regnskapstall for videre analyse

Hensikten med en omgruppering av regnskapstallene er å gjøre grunnlaget mer orientert mot investorer, i motsetning til regnskap utarbeidet etter IFRS som er mer kreditororienterte (Knivsflå, 2021b). Ved å omgruppere til en investororientert oppstilling vil man få et sterkere fokus på kildene som bidrar til normal inntjening, verdiskapning og utdeling.

## 5.2.1 Omgruppering av resultatet

Selve prosessen vil utføres på bakgrunn av fire steg presentert av Knivsflå (Knivsflå, 2021b)

1. Identifiser fullstendig nettoresultat
2. Fordel fullstendig nettoresultat på kilder til verdiskapning
3. Identifisere og trekke ut unormale poster
4. Fordele skattekostnaden

### Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Den første delen av å omgruppere regnskapet består av å finne det fullstendige nettoresultatet som er gitt ved formelen (Knivsflå, 2021b):

$$\text{Fullstendig nettoresultat til egenkapital} = \text{Rapportert årsresultat} + \text{Annet fullstendig resultat} + \text{Dirty surplus}$$

Rapportert årsresultat kan hentes direkte fra årsregnskapet til Lerøy Seafood Group ASA og tilsvarer «årsresultat til majoritet». Annet fullstendig resultat skal også være greit å finne for børsnoterte selskap som rapporterer i henhold til IFRS på grunn av at den blir skilt ut som en egen samlepost under årsresultatet. Tilfeller som typisk faller under denne samleposten, kan for eksempel være omregningsdifferanser i forbindelse med tilknyttede selskap og verdiendringer for finansielle instrumenter. «Dirty surplus» er brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres i resultatregnskapet eller i oppstillingen av totalresultatet (Knivsflå, 2021b). Ved slike brudd blir de eventuelle inntektene og kostnadene ført direkte mot egenkapitalen. «Dirty surplus» kan oppstå ved tilfeller relatert til emisjonskostnader og diverse justeringer samt prinsippendringer.

Alle tall i NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rapportert årsresultat for majoritet	1 179 718	3 224 143	1 749 494	3 437 042	1 857 172	794 335
Annet fullstendig resultat	95 056	-108 455	92 828	1 466	33 143	5 290
<b>Totalresultat for majoritet</b>	<b>1 274 774</b>	<b>3 115 688</b>	<b>1 842 322</b>	<b>3 438 508</b>	<b>1 890 315</b>	<b>799 625</b>
Dirty surplus	0	2	1	0	-1	1
<b>Fullstendig nettoresultat for majoritet</b>	<b>1 274 774</b>	<b>3 115 690</b>	<b>1 842 323</b>	<b>3 438 508</b>	<b>1 890 314</b>	<b>799 626</b>

Tabell 5-5. Fullstendig nettoresultat for majoritet 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

### Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Videre skal vi fordele det identifiserte fullstendige nettoresultatet slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt. Dette er viktig å utføre for å finne kildene til det fullstendige nettoresultatet samt klargjøre hvordan det er fordelt.

## Resultat fra tilknyttede selskap

Lerøy Seafood Group ASA har per 2020 flere tilknyttede selskap der konsernets eierandel ligger mellom 20-50% og er listet opp i notene for årsregnskapet. Gjennom analyseperioden er det tre selskap som har stått for størstedelen av inntektene disse tilbringer; Seafood Danmark AS, Seistar Holding AS og Norskott Havbruk AS. Resultatet som stammer fra tilknyttede selskap bør vanligvis inngå i driftsresultatet da dette ofte er investeringer som er nært knyttet til virksomhetens drift (Knivsflå, 2021b). Det er også tilfellet for de tilknyttede selskapene som er nevnt i notene, der alle er fordelt inn under de tre hovedsegmentene til konsernet. På bakgrunn av dette vurderes derfor nettoresultatet som stammer fra tilknyttede selskap til å være driftsrelatert.

## Annet fullstendig resultat

Annet fullstendig resultat kan bestå av både driftsrelaterte og finansielle poster. I Lerøy Seafood Group ASA sitt tilfelle vurderes postene som ikke er knyttet til omregningsdifferanse eller verdiendringer i forbindelse med datter og tilknyttede selskap til å være finansielle poster.

Fullstendig driftsresultat før skatt	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsresultat fra egen virksomhet	1 568 461	4 314 030	2 000 440	4 323 474	2 400 532	1 122 904
Nettoresultat fra tilknyttete selskap	61 376	262 783	302 651	286 573	179 749	105 359
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	84 796	-153 735	71 801	-19 203	8 210	39 724
Driftsrelatert Dirty Surplus	0	2	1	0	-1	1
<b>Fullstendig driftsresultat før skatt</b>	<b>1 714 633</b>	<b>4 423 080</b>	<b>2 374 893</b>	<b>4 590 844</b>	<b>2 588 490</b>	<b>1 267 988</b>

Tabell 5-6. Fullstendig driftsresultat før skatt 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

Fullstendig finansresultat før skatt	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto finansposter	-128 728	-131 491	-209 623	-161 087	-214 799	-241 378
Finansielt AFR	10 260	45 280	21 027	20 669	24 933	-34 434
<b>Fullstendig finansresultat før skatt</b>	<b>-118 468</b>	<b>-86 211</b>	<b>-188 596</b>	<b>-140 418</b>	<b>-189 866</b>	<b>-275 812</b>

Tabell 5-7. Fullstendig finansresultat før skatt 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

## Steg 3: Identifisere og trekke ut unormale poster

Det fullstendige nettoresultatet er en kombinasjon av normalt resultat og unormalt resultat. Formålet med å korrigere for unormale poster er å finne et underliggende resultat som kan benyttes for prognoseformål (Kaldestad og Møller, 2016, s. 64).

Poster som salgsinntekter, driftskostnader, avskrivninger og rentekostnader dukker som regel opp i alle periodene i et årsregnskap. Dette er gode eksempler på normale poster som gjerne forventes å komme tilbake hver regnskapsperiode. Unormale poster er vanskeligere å

predikere i form av at de er sjeldne, dukker opp uregelmessig, har et uforutsigbart mønster og størrelse og påvirker få perioder.

#### Unormale driftsrelaterte poster:

- *Verdijustering biologiske eiendeler* blir beregnet etter IAS 41. Verdien på fisk i sjø beregnes av forventet mengde på slaktetidspunktet multiplisert med forventet salgspris på samme tidspunkt. For fisk som ikke er slakteklar gjøres det fradrag for forventede gjenstående kostnader frem til slaktetidspunkt (Lerøy Seafood Group ASA årsrapport 2020). Resultateffekten stammer fra differansen i verdibeholdning fra 01.01 til 31.12 i inneværende år. På bakgrunn av volatil laksepris, stammer fra estimer og varierer i stor grad fra år til år i analyseperioden anses den som unormal.
- *Gevinst/tap i forbindelse med varige driftsmidler* er gevinster og tap som forekommer ved realisasjon av varige driftsmidler og er vanskelig å predikere.
- *Andre gevinster/tap* som har oppstått i analyseperioden stammer fra ny verdimåling ved virksomhetssammenslutning, gevinst ved salg av vassildkonsesjon som ikke var i bruk og ikke spesifiserte tap. Dette betegnes som engangstilfeller og posten anses derfor som unormal.
- *Nedskrivninger* gjelder nedskrivning av deler av ervervet goodwill i 2019 i forbindelse med kjøp av Goda Salatprodukter AB (Lerøy Seafood Group ASA årsrapport 2020). Nedskrivninger betraktes vanligvis som en unormal post siden det er kostnader forbundet med uventede verdifall (Knivsfå, 2021b)

Unormalt driftsresultat	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Verdijustering biologiske eiendeler	188 508	1 470 561	-1 716 309	754 938	-333 703	-826 751
Annen driftsinntekt	21 956	457	4 829	42 341	14 245	6 569
Andre gevinster/tap	12 250		-8 756		13 000	
Driftsrelatert AFR	84 796	-153 735	71 801	-19 203	8 210	39 724
Nedskrivninger						1 551
<b>Sum unormalt driftsresultat</b>	<b>307 510</b>	<b>1 317 283</b>	<b>-1 648 435</b>	<b>778 076</b>	<b>-298 248</b>	<b>-782 009</b>

Tabell 5-8. Sum unormalt driftsresultat 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

#### Unormale finansrelaterte poster:

- *Andre finansinntekter og annen finanskostnad*: Det er lite informasjon i notene som spesifiserer hva disse postene gjelder. På bakgrunn av dette samt det er vanskelig å tyde en trend, anses disse postene som unormale. Samme begrunnelse gjelder for *inntekt på andre investeringer*.

- *Agiovinning/agiotap* stammer fra valutadifferanser i forbindelse med kjøp på kreditt og anses som en unormal finansrelatert post.

Unormalt finansresultat	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Andre finansinntekter	329	925	4 173	6 148	6 099	3 264
Inntekt på andre investeringer					8 231	3 978
Agiovinning		7 640		4 836	9 566	39 598
Agiotap	8 632		23 790		15 311	66 833
Finansielt AFR	10 260	45 280	21 027	20 669	24 933	-34 434
Annen finanskostnad	6299	7 925	22 506	8 461	22 459	11 231
<b>Sum unormalt finansresultat</b>	<b>-4 342</b>	<b>45 920</b>	<b>-21 096</b>	<b>23 192</b>	<b>11 059</b>	<b>-65 658</b>

Tabell 5-9. Sum unormalt finansresultat 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

#### Steg 4: Fordele skattekostnaden

Til slutt skal skattekostnaden fordeles. Dette utføres ved å anvende to tommelfingerregler for finansinntektsskattesatsen og driftsskattesatsen presentert i forelesningsplansjene til Knivslå (Knivslå, 2021b).

$$fiss = 2/3 * sss$$

$$dss = \frac{NSK - fiss * (FI + UFR) + (fkss * FK)}{DR + UDR}$$

Formel 5-1. Finansinntektsskattesats og driftsskattesats

Beskrivelse av forkortelser i formlene:

fiss	=	Finansinntektsskattesats
sss	=	Selskapsskattesats
dss	=	Driftsskattesats
NSK	=	Rapporterte skattekostnad - unormal skattekostnad
FI	=	Normale finansinntekter
UFR	=	Unormalt finansresultat
FK	=	Normale finanskostnader
DR	=	Normalt driftsresultat
UDR	=	Unormalt driftsresultat

Grunnen til at vi anvender tommelfingerregelen vedrørende finansinntektsskattesatsen er at utbytte og aksjegevinster ikke er skattlagt på selskapsnivå, som en konsekvens av uttaksmodellen i skatteloven. Dette vil redusere den effektive skattesatsen på normal finansinntekt og unormalt finansresultat. Samme effekt vil realisasjonsprinsippet forårsake

med tanke på at urealiserte gevinster og tap ikke er skattlagt. En grei løsning er derfor å anvende 2/3 av selskapsskattesatsen (Knivsflå, 2021b).

Selskapsskattesatsen og finansinntektsskattesatsen for analyseperioden er presentert i tabell 5-10 og 5-11.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Selskapsskattesats</b>	27,00 %	25,00 %	24,00 %	23,00 %	22,00 %	22,00 %

Tabell 5-10. Selskapsskattesats 2015-2020 (regjeringen, 2020)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Finansinntektsskattesats</b>	18,00 %	16,67 %	16,00 %	15,33 %	14,67 %	14,67 %

Tabell 5-11. Finansinntektsskattesats 2015-2020

Driftsskattesatsen beregnet ved hjelp av overnevnte formel gir oss tallene presentert i tabell 5-12 for Lerøy Seafood Group ASA:

Skatt	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Driftsskattesats</b>	<b>18,20 %</b>	<b>22,92 %</b>	<b>18,80 %</b>	<b>20,61 %</b>	<b>22,46 %</b>	<b>21,88 %</b>
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>0,2081</b>					
Median	0,2125					
Unormal driftsskattesats	-2,61 %	2,11 %	-2,02 %	-0,20 %	1,65 %	1,07 %

Tabell 5-12. Driftsskattesats 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

Gjennomsnittlig driftsskattesats er ikke langt unna medianen og på bakgrunn av at selskapsskatten har sett en reduksjon på fem prosent i løpet av analyseperioden, virker det fornuftig å velge den laveste satsen.

Fordeling skattekostnad	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Normal driftsskattekostnad	280 081	591 696	774 358	733 882	563 387	404 724
+ Skatt på finansinntekt	2 190	3 090	3 857	4 022	5 507	3 747
- Skatt på finanskostnad	34 100	37 668	45 985	43 663	52 465	51 855
+ Skatt på unormalt driftsresultat	55 971	301 945	-309 832	160 357	-66 996	-171 123
+ Unormal skatt på normal drift	-35 135	59 974	-75 039	-7 152	44 687	20 810
+ Skatt på unormalt finansresultat	-782	7 653	-3 375	3 556	1 622	-9 630
<b>= Rapportert skattekostnad</b>	<b>268 226</b>	<b>926 691</b>	<b>343 984</b>	<b>851 002</b>	<b>495 743</b>	<b>196 674</b>

Tabell 5-13. Fordeling av skattekostnad 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

Etter å ha gjennomgått de fire stegene for omgruppering av resultatoppstillingen presenteres ferdig omgruppert resultat for Lerøy Seafood Group ASA for analyseperioden under i tabell 5-14.

<b>Omgruppert resultatregnskap</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Driftsinntekter	13 450 725	17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652
- Varekostnad	8 812 414	10 265 020	9 654 211	10 378 276	11 183 192	11 107 004
- Lønn og andre personalkostnader	1 411 024	1 785 537	2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129
- Andre driftskostnader	1 447 625	1 864 088	2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293
- Avskrivninger	433 916	511 621	583 265	659 669	1 012 041	1 157 589
<b>= Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>1 345 746</b>	<b>2 843 012</b>	<b>3 720 675</b>	<b>3 526 195</b>	<b>2 706 989</b>	<b>1 944 637</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	280 081	591 696	774 358	733 882	563 387	404 724
<b>= Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>1 065 665</b>	<b>2 251 316</b>	<b>2 946 317</b>	<b>2 792 313</b>	<b>2 143 602</b>	<b>1 539 913</b>
+ Inntekt fra tilknyttede selskap	61 376	262 783	302 651	286 573	179 749	105 359
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>1 127 041</b>	<b>2 514 099</b>	<b>3 248 968</b>	<b>3 078 886</b>	<b>2 323 351</b>	<b>1 645 272</b>
+ Netto finansinntekt	9 979	15 449	20 248	22 207	32 043	21 803
<b>= Netto resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>1 137 020</b>	<b>2 529 548</b>	<b>3 269 216</b>	<b>3 101 093</b>	<b>2 355 394</b>	<b>1 667 075</b>
- Netto finanskostnad	92 195	113 003	145 620	146 176	186 011	183 849
- Netto minoritetsresultat	53 165	294 488	-11	160 917	12 567	-4 126
<b>= Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>991 660</b>	<b>2 122 058</b>	<b>3 123 607</b>	<b>2 794 000</b>	<b>2 156 817</b>	<b>1 487 352</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	286 674	955 364	-1 263 565	624 871	-275 940	-631 697
+ Unormalt netto finansresultat	-3 560	38 267	-17 721	19 636	9 437	-56 028
<b>= Fullstendig nettoresultat til EK</b>	<b>1 274 773</b>	<b>3 115 688</b>	<b>1 842 322</b>	<b>3 438 507</b>	<b>1 890 314</b>	<b>799 627</b>
- Netto utbytte	651 393	-1 538 563	774 977	892 913	1 192 571	893 207
<b>= Endring EK</b>	<b>623 380</b>	<b>4 654 251</b>	<b>1 067 345</b>	<b>2 545 594</b>	<b>697 743</b>	<b>-93 580</b>

Tabell 5-14. Omgruppert resultat 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

## 5.2.2 Omgruppering av balansen

Formålet med å omgruppere balansen er den samme som hvorfor vi omgrupperte resultatregnskapet; årsrapportene utarbeidet etter IFRS er i hovedsak kreditororientert. En balanse som er mer investororientert bør ha et skarpt skille mellom eiendeler knyttet til driften, kapitalen som finansierer driftseiendelene og finansielle eiendeler (Knivsflå, 2021c). Selve omgrupperingen vil også her utføres gjennom fire steg presentert av Knivsflå:

1. Reklassifisering av eventuelt avsatt utbytte
2. Klargjøre hva som er drift og finansiering i totalbalansen
3. Fra totalkapital til sysselsatt kapital
4. Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

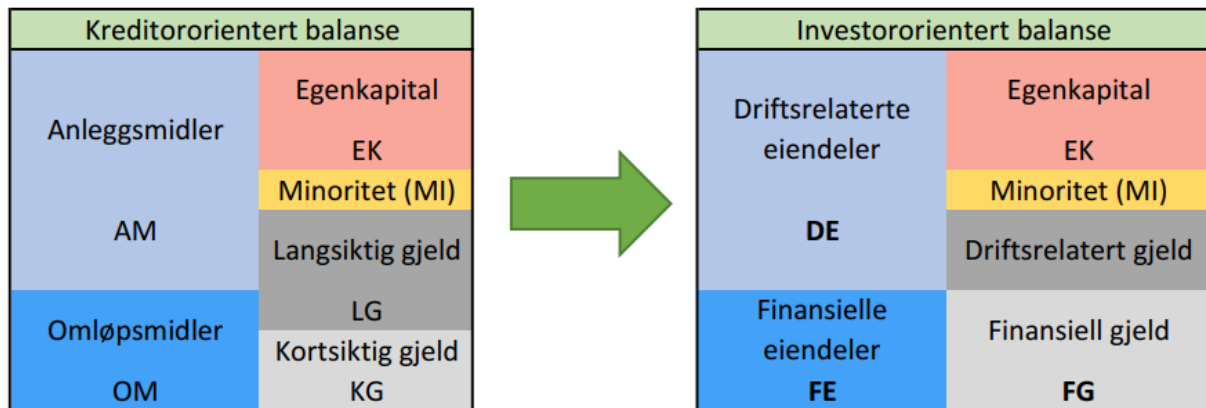
### Steg 1: Reklassifisering av eventuelt avsatt utbytte

Etter norsk god regnskapsskikk blir foreslått utbytte ført som kortsiktig gjeld i form av en avsetning. Når man skal utføre en investororientert regnskapsanalyse ser man fra eierne sitt perspektiv og man kan da tolke denne avsetningen som egenkapital som snart skal tilbakebetales til eierne (Knivsflå, 2021c). Etter IFRS blir det ikke avsatt foreslått utbytte som kortsiktig gjeld, her avsettes det først når generalforsamlingen har vedtatt utbytte. Dette betyr at i de fleste tilfeller vil egenkapitalen blitt redusert med det utbetalte utbyttet før 31.12. Siden Lerøy Seafood Group ASA rapporterer etter IFRS blir det dermed ikke nødvendig å foreta seg noe i forbindelse med dette steget.



## Steg 2: Definere drift og finansiering i totalbalansen

En balanseoppstilling etter IFRS grupperer eiendelene etter likviditet i omløps- og anleggsmidler, samt gjeld grupperes etter forfallstidspunkt i kortsiktig og langsiktig gjeld. Dette fører til at balansen er kreditororientert (Knivsflå, 2021c). I dette steget skapes et skille mellom drift og finans ved omgruppering etter figur 5-2.



Figur 5-2. Omgruppering fra kreditororientert balanse til investestororientert balanse.

Virksomhetens eiendeler plasseres enten som driftsrelaterte eiendeler eller finansielle eiendeler. Eiendeler relatert til driften kjennetegnes ved at de inngår i driftsyklusen eller representerer infrastruktur i forbindelse med denne (Knivsflå, 2021c). Finansielle eiendeler består av pengeplasseringer samt driftsfremmede eiendeler. En grei måte å identifisere driftsfremmede eiendeler er å vurdere om man kan selge dem uten at det påvirker den normale driften til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 67)

Den finansielle gjelden består av lån hos banker eller andre kredittinstitusjoner som det betales renter på, oppsummert kan vi si at all rentebærende gjeld vil bli klassifisert som finansiell gjeld. Det motsatte blir tilfelle for den driftsrelaterte gjelden, den består av ikke-rentebærende gjeld og man kan si at den er naturlig innebygd i driftskostnaden (Knivsflå, 2021c)

Under blir de relevante eiendelene og gjelden gruppert som driftsrelatert eller finansielt. Dette vurderes etter beste evne ved bruk av notene i årsrapportene for analyseperioden.

### Driftsrelaterte eiendeler:

- *Immaterielle eiendeler:* I notene kommer det frem at immaterielle eiendeler gjelder goodwill, konsesjoner og andre rettigheter. Utsatt skatt er også inkludert i denne

posten i den omgrupperte balansen. Disse anses som nært knyttet til driften og inngår derfor i driftsrelaterte eiendeler.

- *Bruksretteiendeler*: Fra 01.01.2019 tok Lerøy Seafood Group ASA i bruk IFRS 16 for leieavtaler, dette medfører at de aller fleste leieavtaler skal balanseføres. Posten består av tomter, bygg, båter og anlegg, maskiner, inventar og utstyr. Det er lite informasjon som gjør det mulig å skille ut eventuelle tomter og bygg som ikke anvendes i driften. Med tanke på at størrelsen for tomter utgjør gjennomsnittlig 1,79% og tomter sammen med bygg utgjør 23,2% av posten, vurderes hele summen som en driftsrelatert eiendel.
- *Varige driftsmidler* gjelder forskudd til leverandører, prosjekter under arbeid, tomter, bygg, skip og maskiner, inventar og utstyr. Som nevnt under bruksretteiendeler er det ikke funnet noe i notene som tilsier at tomtene og byggene burde klassifiseres til finansielle eiendeler. Hele posten vurderes derfor som knyttet til drift.
- Under steg to i omgrupperingen av resultatregnskapet kom jeg frem til at inntekter fra tilknyttede selskap i sin helhet ble betegnet som driftsrelatert. *Aksjer i tilknyttede selskap* vil dermed klassifiseres som en driftsrelatert eiendel.
- *Biologiske eiendeler, andre varer og kundefordringer* vurderes som driftsrelaterte poster. Andre varer består av fôr, emballasje, hjelpematerialer, råvarer, ferdigvarer og nedskrivning i forbindelse med ukurans. Omløpsmidlene er på bakgrunn av dette knyttet til Lerøy Seafood Group ASAs produksjon.
- *Andre kortsiktige fordringer* består av merverdiavgift til gode, finansielle instrumenter, forskuddsbetalinger, kortsiktige utlån og selgerkreditter og annet. Det er opplyst i notene til årsrapporten for 2020 de finansielle instrumentene relatert til denne posten er i forbindelse med sikring av kontantstrøm på grunn av valutarisiko. Slike instrumenter er driftsrelaterte når formålet er sikring av risiko (Knivsflå, 2021c). «Annet» gjelder for 2020 et forsikringsoppgjør i forbindelse med en brann ved et smoltanlegg, og resten vedrører andre årsoppgjørperiodiseringer. Hele posten vurderes samlet som en driftsrelatert eiendel med tanke på at det er lite opplysninger i notene som drar den andre veien.

#### **Finansielle eiendeler:**

- *Andre investeringer og langsiktige fordringer* vurderes til å være finansielle eiendeler. Andre investeringer ble omtalt som «aksjer tilgjengelig for salg» frem til 2018 og på grunn av at det i nyere rapporter ikke er spesifisert hva det gjelder, går jeg ut ifra at det

fortsatt er relatert til dette. Siden man har bestemt seg for å selge aksjene vil de ikke være relevante for Lerøy Seafood Group ASA sin videre drift.

- *Kontanter og kontantekvivalenter* kan i teorien fordeles mellom drift og finansielle på bakgrunn av at man kan definere et «likviditetsoverskudd» som en finansiell eiendel. Det er i praksis utfordrende å finne en fornuftig fordeling og den praktiske løsningen er å definere alle likvide midler som finansielle eiendeler (Knivsflå, 2021c).

## Driftsrelatert og finansiell gjeld

Ved vurdering av hvordan gjeldspostene skal fordeles har jeg lagt til grunn at postene som inngår i rentebærende gjeld i årsrapporten blir ansett som finansiell gjeld, mens resterende blir driftsrelatert gjeld.

Disse vurderingene gir oss en omgruppering av eiendeler samt av egenkapital og gjeld som presenteres i tabell 5-15 og 5-16.

<b>Omgruppering eiendeler</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Immaterielle eiendeler	4 391 452	8 049 507	8 048 479	8 180 386	8 153 542	8 325 390
Bruksretteeiendeler					2 378 102	2 429 037
Varige driftsmidler	2 899 633	4 209 108	5 148 271	6 606 948	6 230 105	6 797 080
Tilknyttet selskap	670 952	730 875	960 587	1 015 556	950 017	1 055 463
<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>7 962 037</b>	<b>12 989 490</b>	<b>14 157 337</b>	<b>15 802 890</b>	<b>17 711 766</b>	<b>18 606 970</b>
Biologiske eiendeler	4 320 830	6 418 313	4 458 095	5 564 447	5 574 921	4 913 512
Andre varer	552 065	721 803	991 186	1 315 292	1 031 155	1 094 571
Kundefordringer	1 568 820	2 209 281	1 972 438	2 152 414	2 244 348	1 867 505
Andre kortsiktige fordringer	307 798	421 302	436 590	426 511	511 131	618 928
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>6 749 513</b>	<b>9 770 699</b>	<b>7 858 309</b>	<b>9 458 664</b>	<b>9 361 555</b>	<b>8 494 516</b>
Sum driftseiendeler	14 711 550	22 760 189	22 015 646	25 261 554	27 073 321	27 101 486
Langsiktige finansielle investeringer	7 293	8 019	5 534	7 247	13 825	15 917
Langsiktige finansielle fordringer	17 246	76 679	122 836	67 777	71 233	79 287
<b>Finansielle anleggsmidler</b>	<b>24 539</b>	<b>84 698</b>	<b>128 370</b>	<b>75 024</b>	<b>85 058</b>	<b>95 204</b>
Kontanter og kontantekvivalenter	1 247 614	2 233 700	3 514 096	3 036 154	3 031 052	2 966 409
<b>Finansielle omløpsmidler</b>	<b>1 247 614</b>	<b>2 233 700</b>	<b>3 514 096</b>	<b>3 036 154</b>	<b>3 031 052</b>	<b>2 966 409</b>
Finansielle eiendeler	1 272 153	2 318 398	3 642 466	3 111 178	3 116 110	3 061 613
<b>Eiendeler</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 587</b>	<b>25 658 112</b>	<b>28 372 732</b>	<b>30 189 431</b>	<b>30 163 099</b>

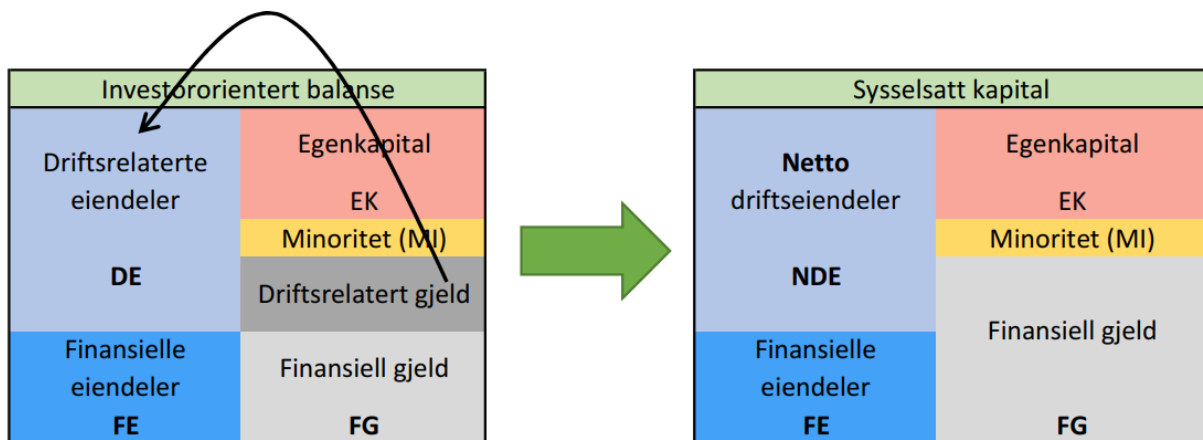
Tabell 5-15. Omgruppering eiendeler 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

Omgruppering egenkapital og gjeld	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Egenkapital, majoritet	7 885 695	12 539 948	13 607 294	16 152 890	16 850 631	16 757 051
Ikke-kontrollerende eierinteresser	878 357	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718
<b>Egenkapital</b>	<b>8 764 052</b>	<b>13 475 426</b>	<b>14 482 122</b>	<b>17 134 291</b>	<b>17 763 305</b>	<b>17 632 769</b>
Utsatt skatt	1 567 973	2 802 271	2 313 950	2 443 957	2 474 530	2 320 370
Pensjonsforpliktelse	3 765	5 219	3 113	3 566	2 689	2 670
Langsiktig andel av leieforpl. Ovenfor andre					1 041 322	858 164
Andre forpliktelser	126 674	121 958	96 202	62 843	30 857	34 176
<b>Langsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>1 698 412</b>	<b>2 929 448</b>	<b>2 413 265</b>	<b>2 510 366</b>	<b>3 549 398</b>	<b>3 215 380</b>
Leverandørgjeld	915 981	1 366 634	1 310 098	1 486 119	1 554 071	1 194 471
Skyldige offentlige avgifter	123 457	263 991	233 982	226 513	279 333	252 629
Betalbar skatt	200 151	477 842	819 884	678 075	448 813	349 562
Annen kortsiktig gjeld	439 383	929 880	622 498	754 803	724 941	830 540
Kortsiktig andel av leieforpl. Ovenfor andre					197 087	200 571
<b>Kortsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>1 678 972</b>	<b>3 038 347</b>	<b>2 986 462</b>	<b>3 145 510</b>	<b>3 204 245</b>	<b>2 827 773</b>
<b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>3 377 384</b>	<b>5 967 795</b>	<b>5 399 727</b>	<b>5 655 876</b>	<b>6 753 643</b>	<b>6 043 153</b>
Langsiktig rentebærende gjeld	2 377 123	4 541 276	4 946 254	4 550 698	4 467 763	5 035 490
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 465 144	1 094 089	830 009	1 031 868	1 204 721	1 451 686
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>3 842 267</b>	<b>5 635 365</b>	<b>5 776 263</b>	<b>5 582 566</b>	<b>5 672 484</b>	<b>6 487 176</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 586</b>	<b>25 658 112</b>	<b>28 372 733</b>	<b>30 189 432</b>	<b>30 163 098</b>

Tabell 5-16. Omgruppert egenkapital og gjeld 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

### Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Den driftsrelaterte gjelden som ble identifisert i forrige steg er påløpt enten gjennom driftssyklusen eller som langsiktige krav skapt av driftet. Det betyr at den ikke er plassert aktivt gjennom kapitalmarkedet via eiere og finansielle långivere (Knivsflå, 2021c). Dermed vil den ikke være direkte rentebærende, men selskapet får en underliggende rente i form av for eksempel potensielt høyere driftskostnader som følge av betingelser ved varekjøp. En metode for å finne kapitalen som er skutt inn og dermed sysselsatt av eierne og finansielle långivere, er å flytte den driftsrelaterte gjelden over til de driftsrelaterte eiendelene og dermed bruke netto driftseiendeler videre. Metoden presenteres i figur 5-3 (Knivsflå, 2021c).



Figur 5-3. Til sysselsatt kapital.

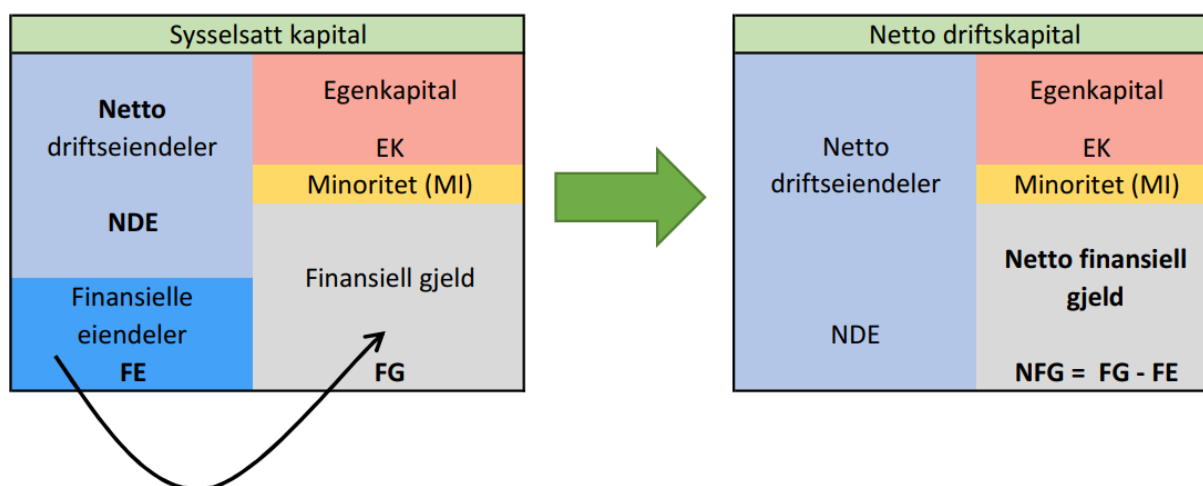
Anvender denne metoden og kommer frem til omgruppert sysselsatt kapital balanse i tabell 5-17.

Omgruppert balanse (sysselsatt kapital)	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Driftsrelaterte anleggsmidler	7 962 037	12 989 490	14 157 337	15 802 890	17 711 766	18 606 970
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 698 412	2 929 448	2 413 265	2 510 366	3 549 398	3 215 380
<b>Netto driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>6 263 625</b>	<b>10 060 042</b>	<b>11 744 072</b>	<b>13 292 524</b>	<b>14 162 368</b>	<b>15 391 590</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	6 749 513	9 770 699	7 858 309	9 458 664	9 361 555	8 494 516
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 678 972	3 038 347	2 986 462	3 145 510	3 204 245	2 827 773
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>5 070 541</b>	<b>6 732 352</b>	<b>4 871 847</b>	<b>6 313 154</b>	<b>6 157 310</b>	<b>5 666 743</b>
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>11 334 166</b>	<b>16 792 394</b>	<b>16 615 919</b>	<b>19 605 678</b>	<b>20 319 678</b>	<b>21 058 333</b>
Finansielle anleggsmidler	24 539	84 698	128 370	75 024	85 058	95 204
Finansielle omløpsmidler	1 247 614	2 233 700	3 514 096	3 036 154	3 031 052	2 966 409
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>12 606 319</b>	<b>19 110 792</b>	<b>20 258 385</b>	<b>22 716 856</b>	<b>23 435 788</b>	<b>24 119 946</b>
Egenkapital, majoritet	7 885 695	12 539 948	13 607 294	16 152 890	16 850 631	16 757 051
Ikke-kontrollerende eierinteresser	878 357	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718
Finansiell gjeld	3 842 267	5 635 365	5 776 263	5 582 566	5 672 484	6 487 176
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>12 606 319</b>	<b>19 110 791</b>	<b>20 258 385</b>	<b>22 716 857</b>	<b>23 435 789</b>	<b>24 119 945</b>

Tabell 5-17. Omgruppert sysselsatt kapital 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

#### Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i driften (Knivsflå, 2021c). En investororientert regnskapsanalyse baserer på selskapets verdi i forbindelse med videre drift og finansielle eiendeler representerer eiendeler bedriften besitter utover hva som er nødvendig for driften. Derav kan disse midlene anvendes til å nedbetale eksisterende gjeld. For å finne netto driftskapital flyttes dermed finansielle eiendeler over og motregnes mot selskapets finansielle gjeld. Prosessen er lignende steg tre og presenteres i figur 5-4.



Figur 5-4. Til Netto driftskapital

Figur 5-4 viser tre måter for å identifisere netto driftskapital:

1. Netto driftskapital = netto driftseiendeler
2. Netto driftskapital = Egenkapital + Minoritet + Netto finansiell gjeld
3. Netto driftskapital = Sysselsatt kapital – Finansielle eiendeler

Beregnet netto driftskapital demonstreres i tabell 5-18.

Omgruppert balanse (netto driftskapital)	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>11 334 166</b>	<b>16 792 394</b>	<b>16 615 919</b>	<b>19 605 678</b>	<b>20 319 678</b>	<b>21 058 333</b>
Egenkapital, majoritet	7 885 695	12 539 948	13 607 294	16 152 890	16 850 631	16 757 051
Ikke-kontrollerende eierinteresser	878 357	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718
Netto finansiell gjeld	2 570 114	3 316 967	2 133 797	2 471 388	2 556 374	3 425 563
<b>Netto driftskapital</b>	<b>11 334 166</b>	<b>16 792 393</b>	<b>16 615 919</b>	<b>19 605 679</b>	<b>20 319 679</b>	<b>21 058 332</b>

Tabell 5-18. Netto driftskapital 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

### 5.2.3 Omgruppering av kontantstrøm

Kontantstrømoppstillingen etter IFRS er i liket med resultatregnskapet og balansen hovedsakelig kreditororientert. I en investororientert analyse ønsker man fokus på kontanter som er skapt gjennom driften, derfor utføres det en omgruppering (Knivsflå, 2021c). Metoden for å beregne fri kontantstrøm til en kapital er å ta fullstendig nettoresultat til kapitalen og trekke fra endringen for samme kapital. Ved denne beregningen finner man kontantstrømmen som er generert etter investeringer. Tabell 5-19 viser en oppstilling i tråd med denne tankegangen.

Omgruppert kontantstrøm	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Netto driftsresultat	1 122 919	2 505 390	3 237 571	3 068 084	2 315 059	1 639 316
Unormalt netto driftsresultat	288 950	956 526	-1 255 532	631 922	-271 304	-620 690
Økning i netto driftseiendeler		5 458 228	-176 475	2 989 759	714 000	738 655
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>1 411 869</b>	<b>-1 996 312</b>	<b>2 158 514</b>	<b>710 247</b>	<b>1 329 755</b>	<b>279 971</b>
Netto finansinntekter	9 979	15 449	20 248	22 207	32 043	21 803
Unormale netto finansinntekter	-1 714	45 813	-14 356	22 805	13 094	-61 078
Økning i finansielle eiendeler		1 046 245	1 324 068	-531 288	4 932	-54 497
<b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>1 420 134</b>	<b>-2 981 295</b>	<b>840 338</b>	<b>1 286 547</b>	<b>1 369 960</b>	<b>295 192</b>
Netto finanskostnad	92 195	113 003	145 620	146 176	186 011	183 849
Økning finansiell gjeld		1 793 098	140 898	-193 697	89 918	814 692
Netto minoritetsresultat	53 165	294 488	-11	160 917	12 567	-4 126
Økning ikke- kontrollerende eierinteresser		57 121	-60 650	106 573	-68 727	-36 956
<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>1 274 773</b>	<b>-1 538 566</b>	<b>774 977</b>	<b>892 330</b>	<b>1 192 573</b>	<b>893 205</b>

Tabell 5-19. Omgruppert kontantstrøm 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA

### 5.2.4 Omgruppering av bransjen

For å kunne måle Lerøy Seafood Group ASA sine nøkkeltall mot bransjen har jeg gjennomført samme prosedyre for omgruppering av tallene til de komparative selskapene

Mowi, Salmar og Grieg Seafood. Etter å ha funnet omgruppert resultatregnskap, sysselsatt kapital og netto driftskapital separat for hver bedrift har jeg samlet alle tallene i et oppsett for å verdivekte tallene. Alle aktørene rapporterer i Norske kroner, bortsett fra Mowi som rapporterer i euro. For å få lik valuta i bransjens oppsett har Mowi sitt resultatregnskap blitt omregnet for hvert år ved bruk av en gjennomsnittlig valutakurs hentet fra Norges Bank (Norges Bank, u.å. b). Balansen har blitt omregnet ved bruk av kursen på siste dag for hvert år. Omgrupperte tall for bransjen som består av komparative selskap samt Lerøy Seafood Group ASA er presentert i tabell 5-20, 5-21 og 5-22.

<b>Omgruppert resultatregnskap</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Driftsinntekter	53 058 108	65 318 366	70 217 420	74 623 122	77 526 674	77 212 584
- Varekostnad	30 963 647	34 109 457	33 849 693	36 206 856	37 987 635	39 818 927
- Lønn og andre personalkostnader	6 410 163	7 218 100	8 307 607	9 096 395	10 181 082	10 879 147
- Andre driftskostnader	7 923 476	9 123 228	10 713 075	11 855 125	11 247 298	12 044 010
- Avskrivninger	2 160 199	2 373 840	2 601 879	2 855 159	4 864 629	5 932 104
<b>= Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>5 600 623</b>	<b>12 493 741</b>	<b>14 745 167</b>	<b>14 609 587</b>	<b>13 246 030</b>	<b>8 538 395</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	1 256 124	2 654 411	3 185 704	3 118 821	2 828 985	1 868 230
<b>= Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>4 344 499</b>	<b>9 839 331</b>	<b>11 559 462</b>	<b>11 490 766</b>	<b>10 417 045</b>	<b>6 670 166</b>
+ Inntekt fra tilknyttede selskap	321 254	1 143 827	825 365	973 805	778 441	384 628
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>4 665 754</b>	<b>10 983 157</b>	<b>12 384 828</b>	<b>12 464 571</b>	<b>11 195 487</b>	<b>7 054 794</b>
+ Netto finansinntekt	47 765	237 150	43 493	47 462	320 866	30 561
<b>= Netto resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>4 713 519</b>	<b>11 220 308</b>	<b>12 428 320</b>	<b>12 512 033</b>	<b>11 516 353</b>	<b>7 085 355</b>
- Netto finanskostnad	560 207	592 859	661 824	790 823	967 498	1 168 262
- Netto minoritetsresultat	90 558	341 910	56 965	202 102	81 608	68 533
<b>= Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>4 062 753</b>	<b>10 285 539</b>	<b>11 709 531</b>	<b>11 519 108</b>	<b>10 467 247</b>	<b>5 848 560</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	272 659	3 134 496	-3 599 946	2 918 167	-1 125 779	-2 181 828
+ Unormalt netto finansresultat	-48 168	-1 144 153	-917 680	-1 027 992	1 073 663	-1 286 300
<b>= Fullstendig nettoresultat til EK</b>	<b>4 287 244</b>	<b>12 275 882</b>	<b>7 191 905</b>	<b>13 409 283</b>	<b>10 415 130</b>	<b>2 380 432</b>
- Netto utbytte	1 309 058	3 611 551	2 696 613	3 463 284	9 360 831	2 739 829
<b>= Endring EK</b>	<b>2 978 186</b>	<b>8 664 331</b>	<b>4 495 292</b>	<b>9 945 999</b>	<b>1 054 299</b>	<b>-359 397</b>

Tabell 5-20. Omgruppert resultatregnskap for bransjen 2015-2020

<b>Omgruppert balanse (sysselsatt kapital)</b>	<b>2 015</b>	<b>2 016</b>	<b>2 017</b>	<b>2 018</b>	<b>2 019</b>	<b>2 020</b>
Driftsrelaterte anleggsmidler	37 211 995	43 094 408	46 081 566	53 081 246	64 050 158	72 879 293
Langsiktig driftsrelatert gjeld	7 256 578	9 242 669	8 000 547	9 067 039	14 301 257	15 598 341
<b>Netto driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>29 955 417</b>	<b>33 851 739</b>	<b>38 081 019</b>	<b>44 014 207</b>	<b>49 748 901</b>	<b>57 280 953</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	33 044 074	41 557 105	37 303 809	45 303 332	45 639 843	43 610 821
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	8 641 979	12 019 042	12 081 017	12 877 109	13 129 013	12 019 259
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>24 402 094</b>	<b>29 538 063</b>	<b>25 222 792</b>	<b>32 426 223</b>	<b>32 510 830</b>	<b>31 591 562</b>
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>54 357 511</b>	<b>63 389 802</b>	<b>63 303 811</b>	<b>76 440 430</b>	<b>82 259 731</b>	<b>88 872 515</b>
Finansielle anleggsmidler	77 123	221 416	222 757	111 515	211 680	2 825 112
Finansielle omløpsmidler	2 883 887	4 084 120	4 739 309	4 471 890	4 813 084	4 703 919
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>57 318 521</b>	<b>67 695 338</b>	<b>68 265 876</b>	<b>81 023 835</b>	<b>87 284 494</b>	<b>96 401 546</b>
Egenkapital, majoritet	33 464 369	41 083 133	47 264 139	57 731 673	58 470 633	59 897 954
Ikke-kontrollerende eierinteresser	997 047	1 082 358	1 018 246	1 139 543	1 705 643	2 033 592
Finansiell gjeld	22 857 104	25 529 847	19 983 491	22 152 619	27 108 219	34 470 001
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>57 318 521</b>	<b>67 695 338</b>	<b>68 265 876</b>	<b>81 023 836</b>	<b>87 284 494</b>	<b>96 401 546</b>

Tabell 5-21. Omgruppert balanse til sysselsatt kapital for bransjen 2015-2020

Omgruppert balanse (netto driftskapital)	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>54 357 511</b>	<b>63 389 802</b>	<b>63 303 811</b>	<b>76 440 430</b>	<b>82 259 731</b>	<b>88 872 515</b>
Egenkapital, majoritet	33 464 369	41 083 133	47 264 139	57 731 673	58 470 633	59 897 954
Ikke-kontrollerende eierinteresser	997 047	1 082 358	1 018 246	1 139 543	1 705 643	2 033 592
Netto finansiell gjeld	19 896 094	21 224 311	15 021 425	17 569 214	22 083 455	26 940 969
<b>Netto driftskapital</b>	<b>54 357 511</b>	<b>63 389 802</b>	<b>63 303 811</b>	<b>76 440 430</b>	<b>82 259 731</b>	<b>88 872 515</b>

Tabell 5-22. Netto driftskapital for bransjen 2015-2020

### 5.3 Justering av målefeil

Lerøy Seafood Group ASA er som nevnt i kapittel 4.1 et børsnotert selskap og dermed pålagt til å rapportere etter IFRS, samt ha årsregnskapet revidert av uavhengig statsautorisert revisor. IFRS er et regelverk utarbeidet av International Accounting Standards Board for å regulere regnskapsopplysningene som internasjonale selskaper presenterer (Deloitte, u.å.). Avvik mellom de virkelige forholdene og rapporterte tall kan oppstå på tross av dette. Slike tilfeller kalles for målefeil og er delt inn i tre forskjellige typer av Knivsflå:

Type 1 «the good»: Målefeil 1 er definert som egenkapitalrentabilitet med god måling minus egenkapitalkravet. Denne målefeilen blir beskrevet som god på grunn av at den representerer en strategisk fordel (Knivsflå, 2021d)

Type 2 «the bad»: Målefeil 2 oppstår som følge av at regnskapsregler tillater eller krever feil måling. Denne målefeilen stammer hovedsakelig fra manglende balanseføring, bruk av feil målemodell og feilperiodisering (Knivsflå, 2021d).

Type 3 «the ugly»: Målefeil 3 er feil som skyldes enten kreativ regnskapsføring eller tilfeldige feil. Kreativ regnskapsføring anvendes som regel for å blåse opp resultater slik at man rapporterer gode tall på en kortsiktig tidshorison. Incentiv for å gjøre dette kan for eksempel være personlige bonuser som er basert på regnskapsmål, eller hvis man må kunne vise til gode resultater i forbindelse med å hente kapital fra markedet.

Selve målet med justering av regnskapet er å danne et mer riktig bilde av de underliggende økonomiske forholdene til bedriften. En ekstern analytiker vil ha dårligere informasjon om de økonomiske forholdene som eksisterer innad i virksomheten i forhold til interne parter (Knivsflå, 2021e). Motstandere av justering mener at man ikke trenger å justere for målefeil på grunnlag av at god regnskapsskikk allerede er godt nok, så lenge det ikke er mistanke om at det foreligger feil relatert til kreativ regnskapsføring. Man kan også argumentere for at målefeil av type to er kraftig redusert innenfor god regnskapsskikk gjennom særskilte



periodiseringer, samt at feil av denne typen har en tendens til å gå mot hverandre i modne bedrifter.

Forkjempere av justering mener derimot at god regnskapsskikk ikke alltid er nok. Målefeil av type to kan føre til store problemer i forbindelse med rentabiliteten, spesielt med tanke på manglende balanseføring (Knivsflå, 2021e). Oppsummert så kommer det til om man tror at en justering av tallene vil føre til en nytteeffekt som overgår støyen som potensielt kan oppstå ved justering.

I forbindelse med vurderingen om det blir nyttig med en justering så utelukkes målefeil en og tre. Målefeil 1 er informativ i den form av at den reflekterer bedriftens strategiske fordel. Regnskapstallene som er anvendt for analyseperioden er hentet fra årsrapporter og er revidert av PWC. Jeg går ut ifra at de hadde avdekket vesentlige feil og justert for dem hvis disse ble oppdaget. En justering etter målefeil to vil virke mer hensiktsmessig med tanke på at Lerøy Seafood Group ASA anvender IAS 41 relatert til biologiske eiendeler og dermed anvender virkelig verdi ved estimat. Fra og med 2019 har konsernet også anvendt IFRS 16 om leieavtaler som fører til at man resultatfører kostnader relatert til dette som avskrivninger og rentekostnader istedenfor å føre dem som andre kostnader. Jeg har likevel valgt å ikke justere for målefeil på bakgrunn av sannsynligheten for at det skaper mer støy enn det gagnar.

#### **5.4 Rammeverk for forholdstallanalyse**

Nøkkeltall er regnskapstall som gir særskilt innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til virksomheten og er enten i form av absolutte regnskapstall eller forholdstall. Et absolutt regnskapstall er for eksempel nettoresultatet, mens forholdstall presenteres ofte i form av prosent som for eksempel likviditetsgrad. På grunn av at absolutte regnskapstall varierer i stor grad i forhold til selskapets størrelse, blir det mest fornuftig å anvende forholdstall i den videre analysen. For å finne ut om et forholdstall er godt eller dårlig kan det sammenlignes over tid, mot bransjen eller i forhold til teoretisk rammeverk (Knivsflå, 2021f).

Det finnes to typer forholdstall. Fullstendige forholdstall er de tallene som rapporteres i årsrapporten. Normaliserte forholdstall er på subjektivt grunnlag rensset for unormale poster, slik som ble gjort ved omgruppering i forrige kapittel. Årsaken til at grupperingen ble utført er siden normaliserte forholdstall er mer relevante i forhold til framskrivning (Knivsflå, 2021f).

For å kunne sammenligne forholdstallene over tid benyttes et tidsvekta gjennomsnitt som man kan vurdere mot de nyligste periodene. Vektingen blir basert på om selskapet har endret seg

den siste tiden, om bransjen er svært innovativ eller om bedriften og bransjen er stabil. Når jeg bestemte analyseperioden i starten av regnskapsanalysen ble de viktigste faktorene for beslutningsgrunnlaget at Lerøy Seafood Group ASA gikk inn i et nytt segment i 2016 ved oppkjøp. Bransjen er som tidligere nevnt preget av konsolidering, men produksjonsnivået for næringen sett under ett har vært stabilt siden 2012. På grunnlag av dette har jeg foretatt følgende tidsvekting av analyseperioden:

År	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Vekting	10 %	10 %	15 %	18 %	22 %	25 %

*Tabell 5-23. Tidsvekting av forholdstall*

Bransjeanalysen blir utført ved at forholdstallene til Lerøy Seafood Group ASA blir sammenlignet mot de samme forholdstallene for bransjen. Bransjen vil bestå av de komparative selskapene som ble beskrevet i kapittel 2.3. Tidsvektingen for bransjen vil bli utført med like nivåer som for Lerøy Seafood Group ASA.

## **6. Analyse av risiko**

Den totale risikoen til selskapet består av systematisk risiko og usystematisk risiko. Systematisk risiko er i hovedsak den generelle markedsrisikoen som alle bedrifter vil være utsatt for, denne er knyttet opp mot for eksempel rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon. Usystematisk risiko eller bedriftsspesifikk risiko gjelder forholdene som kun påvirker det spesifikke selskapet. Denne risikoen kan en rasjonell investor tilnærmet eliminere ved å diversifisere sin portefølje (Kaldestad & Møller, 2016, s 155). Dette betyr at for en perfekt diversifisert investor er det bare den systematiske risikoen som er relevant. Bedriftsrisikoen kan likevel i noen situasjoner være relevant for investorer, for eksempel ved markedssvikt som følge av transaksjonskostnader og asymmetrisk informasjon (Knivsflå, 2021f).

Kredittrisiko er den faren som långiver har for at lånet samt avtalt rentebetaling helt eller delvis blir misligholdt og dermed påfører långiver et tap via konkurs eller gjeldsforhandlinger. For långiver er denne risikoen systematisk på grunn av at den ikke kan diversifiseres bort og dette fører til at selskapsspesifikk risikonanalyse alltid er relevant (Knivsflå, 2021f). Videre skal jeg analysere selskapets likviditet og soliditet, resultatene som identifiseres oppsummeres med en syntetisk rating som vil gi oss en indikasjon på Lerøy Seafood Group ASAs konkursrisiko.

## 6.1 Analyse av kortsiktig risiko

Formålet til likviditetsanalysen er å finne ut om selskapet har nok likvide midler til å dekke krav som forfaller, og hvilken sannsynlighet det er for at den havner i en likviditetsskvis som kan føre til konkurs. For å finne svaret på dette anvender vi likviditetsgrad 1 og 2. Begge forholdstallene tar utgangspunkt i andel omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld, men likviditetsgrad 2 er mer ekstrem i den grad at omløpsmidlene er begrenset til finansielle omløpsmidler (Knivsflå, 2021f). Forholdstallene er definert i formel 6-1.

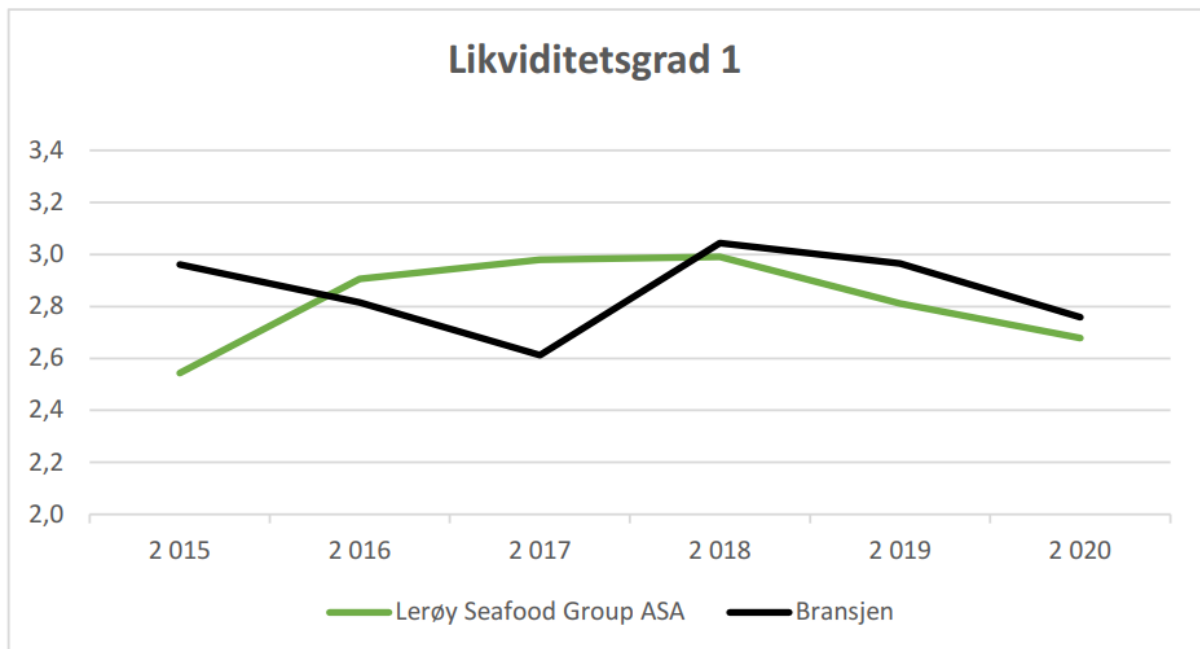
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

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

Formel 6-1. Likviditetsgrad 1 og 2

### 6.1.1 Likviditetsgrad 1

Etter gammel tommelfingerregel bør likviditetsgrad 1 være minst 2, selv om bedriften «dekker» seg inn ved 1 (Knivsflå, 2021f). I Lerøy Seafood ASA Group sitt tilfelle er de valgte komparative selskapene rimelig homogene og det blir derfor naturlig å måle likviditeten mot bransjegjennomsnittet i tillegg.



Figur 6-1. Likviditetsgrad 1 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen

Likviditetsgrad 1	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	Tidsvektet
Lerøy Seafood Group ASA	2,5	2,9	3,0	3,0	2,8	2,7	2,8
Bransjen	3,0	2,8	2,6	3,0	3,0	2,8	2,9

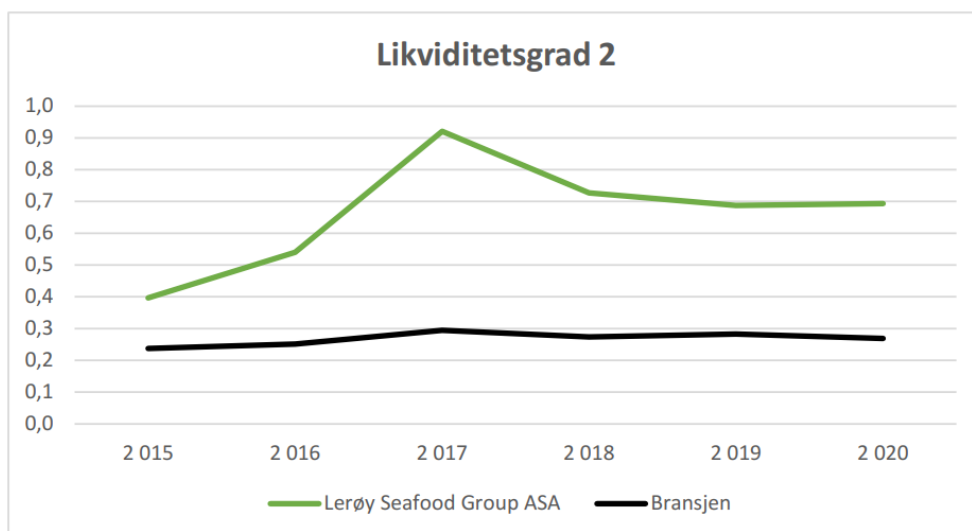
### *Tabell 6-1. Likviditetsgrad 1 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen*

Bransjen har en generelt høy likviditetsgrad der det laveste punktet i analyseperioden ble 2,5, som er godt over nivået anbefalt av tommelfingerregelen. Tabell 6-1 viser at tidsvektet gjennomsnitt for likviditetsgrad 1 i analyseperioden har vært tilnærmet lik når man sammenligner Lerøy Seafood Group ASA med bransjen. Man kan tolke nedgangen fra 2018 til 2020 som en smule urovekkende, men med tanke på at nivået fortsatt ligger langt over 2 er det ikke veldig bekymringsverdig. Likviditetsrisikoen vurderes som lav basert på likviditetsgrad 1.

#### **6.1.2 Likviditetsgrad 2**

Likviditetsgrad 2 skiller seg som nevnt fra likviditetsgrad 1 ved at man fjerner de minst likvide omløpsmidlene. Tradisjonelt har dette i praksis vært at man tar bort verdien på varelageret fra beregningen. En moderne eller utradisjonell metode er å kun anvende finansielle omløpsmidler, slik som presentert i formel 6-1 (Knivsflå, 2021f). Finansielle omløpsmidler består av selskapets kontantbeholdning samt andre finansielle eiendeler som kan selges uten at det påvirker videre drift.

Tommelfingerregelen for likviditetsgrad 2 er at den bør være 1 eller større. Man kan se fra tabell 6-2 at bransjen har en meget lav likviditetsgrad 2 der tidsvektet nivå er på 0,3. Den lave graden kan mest sannsynlig forklares i forbindelse med at bransjen har store deler av omløpsmidlene bundet opp i kundefordringer, varelager og biologiske eiendeler. Det foreligger også en historisk trend som tilsier at overskuddslikviditet utbetales som utbytte til eiere, samt brukes til reinvestering. Lerøy Seafood Group ASA sine salg faktureres normalt med kredittid mellom 30-60 dager og ifølge årsrapporten er det høy innbetalingsgrad fra konsernets kunder. I notene beskrives hvor mange prosent av balanseførte kundefordringer som er gjort opp ved utgangen av februar i påfølgende år. Under analyseperioden ligger denne graden på rundt 95%, dette taler for at store deler av omløpsmidlene vil bli konvertert til likvide midler innenfor en kort tidsramme. Figur 6-2 viser at Lerøy Seafood Group ASA ligger et stykke over bransjegjennomsnittet og likviditetsrisikoen vurderes derfor som lav basert på likviditetsgrad 2.



Figur 6-2. Likviditetsgrad 2 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen

Likviditetsgrad 2	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Lerøy Seafood Group ASA	0,4	0,5	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Bransjen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

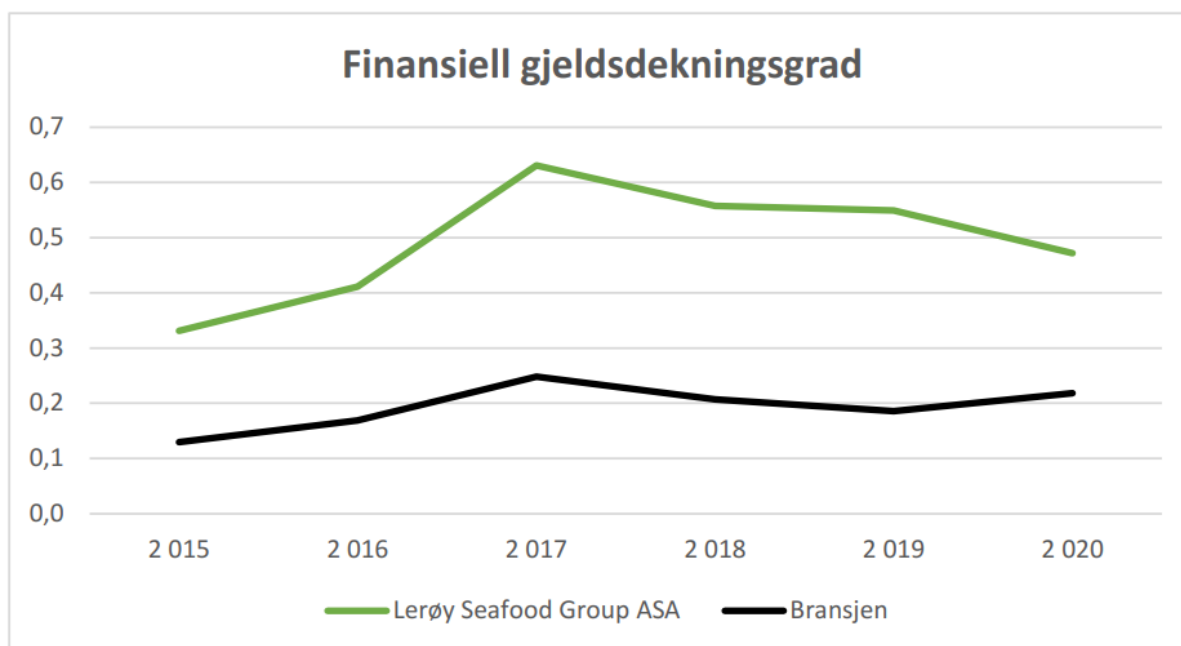
Tabell 6-2. Likviditetsgrad 2 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen

### 6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Den finansielle gjeldsdekningsgraden ser på forholdet mellom selskapets finansielle eiendeler og den finansielle gjelden. En grad på større enn 1 betyr at bedriften har nok finansielle eiendeler til å dekke opp finansiell gjeld. Forholdstallet identifiseres ved bruk av formel 6-2 (Knivsflå, 2021f).

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Formel 6-2. Finansiell gjeldsdekningsgrad



Figur 6-3. Finansiell gjeldsdekningsgrad 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.

Finansiell gjeldsdekningsgrad	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	Tidsvektet
Lerøy Seafood Group ASA	0,3	0,4	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Bransjen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Tabell 6-3. Finansiell gjeldsdekningsgrad 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.

Vi kan se at Lerøy Seafood Group ASA sin finansielle gjeldsdekningsgrad er betydelig sterkere enn bransjens. Konsernet har en tidsvektet grad på 0,5 der bransjen er nede på 0,2. Det kan se ut som at selskapet og bransjen har konvergert en viss grad de to siste årene i analyseperioden og man kan tolke nedgangen til Lerøy Seafood Group ASA som urovekkende. Likviditetsrisikoen i forbindelse med den finansielle gjeldsdekningsgraden vurderes likevel til å være lav for konsernet på grunnlag av at tidsvektet snitt er såpass mye bedre enn bransjen.

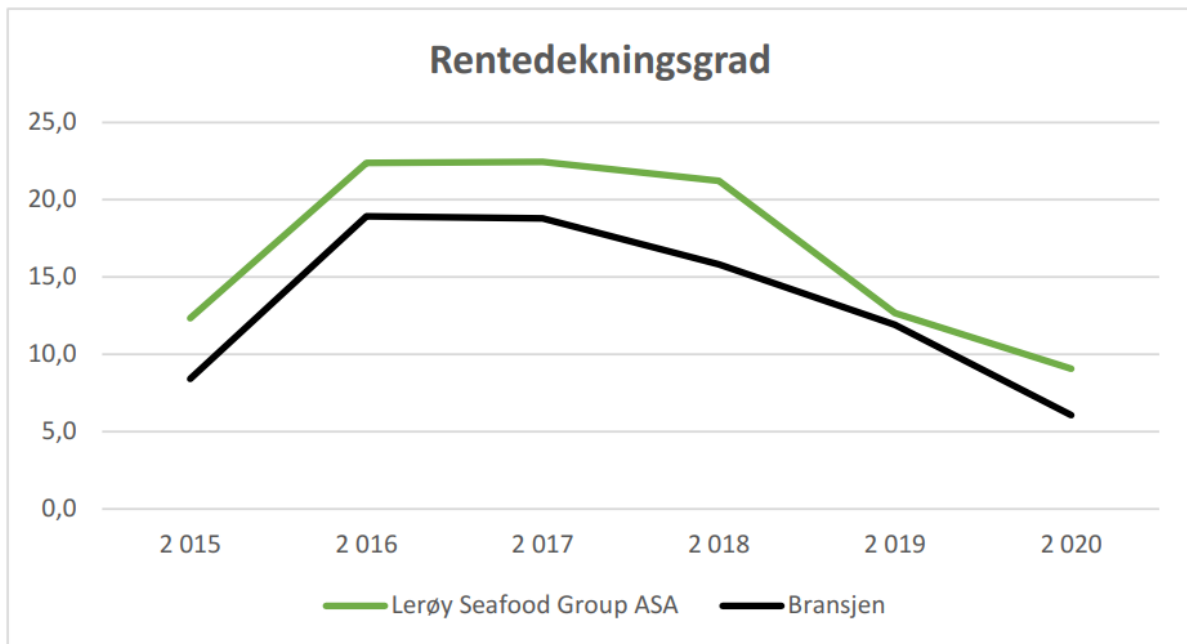
#### 6.1.4 Rentedekningsgrad

Forholdstallene som jeg foreløpig har sett på er alle i forbindelse med likviditet og gjeldsdekning basert på tall fra balansen. Videre blir tall fra resultatregnskapet anvendt. Rentedekningsgraden er forholdet mellom virksomhetens sysselsatte nettoresultat og netto finanskostnad. Forholdstallet forteller oss dermed bedriftens evne til å dekke rentekostnader

med driftsresultat (Knivsflå, 2021f). Beregningen som brukes for å finne nøkkeltallet er presentert i formel 6-3.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Formel 6-3. Rentedeckningsgrad



Figur 6-4. Rentedeckningsgrad 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.

Rentedeckningsgrad	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	Tidsvektet
Lerøy Seafood Group ASA	12,3	22,4	22,5	21,2	12,7	9,1	15,7
Bransjen	8,4	18,9	18,8	15,8	11,9	6,1	12,5

Tabell 6-4. Rentedeckningsgrad 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen

Figur 6-4 viser at bransjen generelt har en relativt høy rentedeckningsgrad over analyseperioden. Det tidsvektede snittet til Lerøy Seafood Group ASA på 15,7 er et par hakk bedre enn bransjens 12,5. Nivået på nøkkeltallet har blitt redusert kontinuerlig siden 2017 både for konsernet og bransjen. Dette kan i utgangspunktet signalisere et faresignal, men det kan også være rentedeckningsgraden som går mot et mer normalt nivå. Lerøy Seafood Group ASA har sitt lavpunkt i forbindelse med dette nøkkeltallet på 9,1 i år 2020. Isolert sett er dette et høyt nivå og kombinert med det faktum at konsernet har holdt seg over bransjen i hele analyseperioden, trekker mot en lav likviditetsrisiko basert på rentedeckningsgraden til virksomheten.

## 6.2 Analyse av langsiktig risiko: Soliditetsanalyse

Soliditetsrisikoen kan defineres som faren for at selskapet ikke har finansiering til å tåle lengre perioder med tap. Derav har soliditetsanalysen som formål å avdekke om virksomheten har økonomiske ressurser til å komme seg gjennom fremtidige dårlige perioder. Tap føres mot egenkapitalen og en solid egenkapital kan dermed fungere som en sikkerhet mot fremtidige tap samt en eventuell konkurs (Knivsflå, 2021f). Soliditetsanalysen gjennomføres ved å se på nøkkeltallene egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, der den videre avsluttes med å presentere kapitalstrukturen til Lerøy Seafood Group ASA og de komparative virksomhetene i en finansieringsmatrise.

### 6.2.1 Egenkapitalprosent

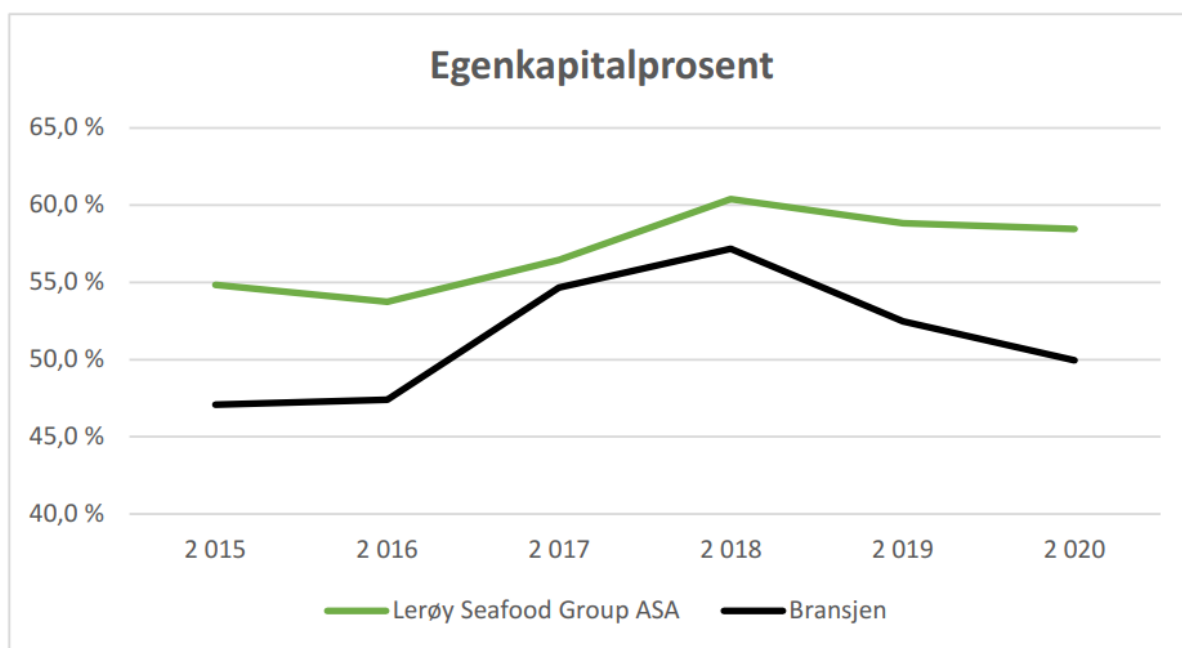
Egenkapitalprosenten til en virksomhet viser hvor stor andel av selskapets eiendeler som er finansiert gjennom egenkapital. Dette er et viktig nøkkeltall for soliditetsanalysen og utgangspunktet er at man i de fleste tilfeller ønsker en høyest mulig egenkapitalprosent (Knivsflå, 2021f). En høy egenkapitalprosent reduserer risikoen til kreditorer for eventuelle tap og man kan som følge av dette oppnå bedre lånebetingelser. Flere kredittaktører opererer med spesielle lånevilkår som kalles for «covenants», dette er betingelser for lånet der for eksempel et krav kan være at låntaker må opprettholde en viss egenkapitalprosent. Dersom lånetaker faller under betinget nivå forfaller lånene til betaling og man kan dermed klassifisere det som kortsiktig gjeld (Knivsflå, 2021f). Lerøy Seafood Group ASA har gjennom analyseperioden operert med et hoved lånevilkår som krever en egenkapitalandel på minst 30% (Lerøy Seafood Group ASA årsrapport).

Egenkapitalprosenten defineres etter formel 6-4.

<b>Egenkapitalprosent =</b>	$\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$
-----------------------------	--

*Formel 6-4. Egenkapitalprosent*





Figur 6-5. Egenkapitalprosent 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.

Egenkapitalprosent	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Lerøy Seafood Group ASA	54,8 %	53,7 %	56,4 %	60,4 %	58,8 %	58,5 %	57,8 %
Bransjen	47,1 %	47,4 %	54,7 %	57,2 %	52,5 %	49,9 %	52,0 %

Tabell 6-5. Egenkapitalprosent 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.

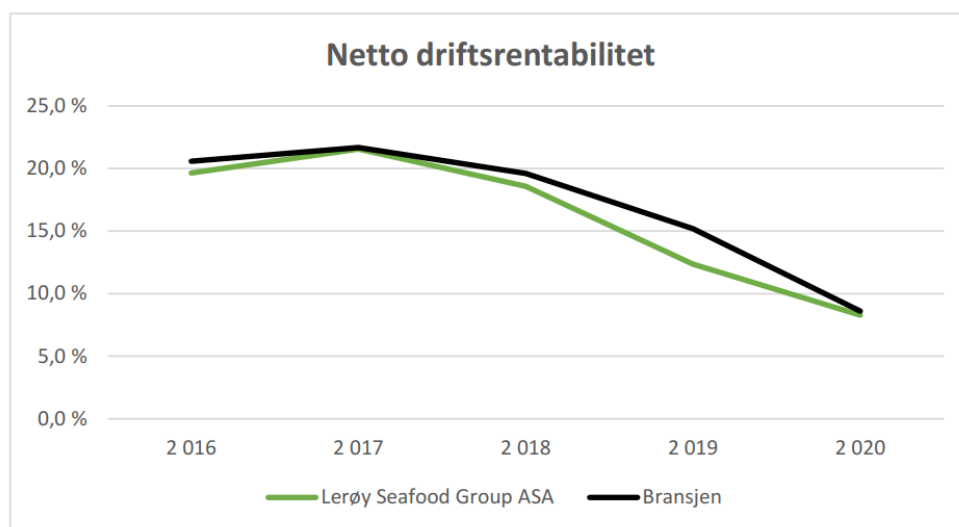
Diagrammet for egenkapitalprosent viser at Lerøy Seafood Group ASA i løpet av analyseperioden har god margin ned til «covenant» betingelsen på 30%. Selskapets egenkapitalprosent har også vært høyere enn bransjen over hele perioden. Dette tyder på at virksomheten er i en god posisjon til å tåle perioder med dårlige resultater.

## 6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Rentabiliteten til en kapital er et nøkkeltall som viser hvor stor avkastning selskapet oppnår som følge av denne kapitalen. Netto driftsrentabilitet viser dermed hvilken avkastning virksomheten oppnår på netto driftseiendeler. Den identifiseres ved å se på forholdet mellom bedriftens normaliserte netto driftsresultat og de gjennomsnittlige driftseiendelene i perioden (Knivsflå, 2021f/g). Dette forholdet er presentert i formel 6-5.

$$\text{Driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Inngående kapital} + (\text{Endring kapital i året} - \text{netto driftsresultat})/2}$$

### Formel 6-5. Netto driftsresultat



Figur 6-6. Netto driftsrentabilitet 2016-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.

Netto driftsrentabilitet	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	Tidsvektet
Lerøy Seafood Group ASA	19,6 %	21,5 %	18,6 %	12,4 %	8,3 %	14,9 %
Bransjen	20,6 %	21,7 %	19,6 %	15,2 %	8,6 %	16,0 %

Tabell 6-6. Netto driftsrentabilitet 2016-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.

Grafen presentert i figur 6-6 viser at netto driftsrentabiliteten til både Lerøy Seafood Group ASA og bransjen har gått nedover siden 2017. Store deler av dette kan forklares ved en vesentlig økning i kapitalen fra 2017 til 2018, samt svakere resultater i pandemiåret 2020. Resultatene til Lerøy Seafood Group ASA, Mowi og Grieg ble henholdsvis redusert med 29, 47 og 80 prosent fra 2019 til 2020. Salmar hadde derimot en mye lavere reduksjon på bare 5%. Det kan argumenteres for at det vil være utfordrende å opprettholde en netto driftsrentabilitet på 20%, men det må sies at trenden kan tolkes som et faresignal for både Lerøy Seafood Group ASA og resten av bransjen. Den er fortsatt større en null, men hvis trenden fortsetter kan det tære på den solide egenkapitalen som virksomheten har opparbeidet per 2020.

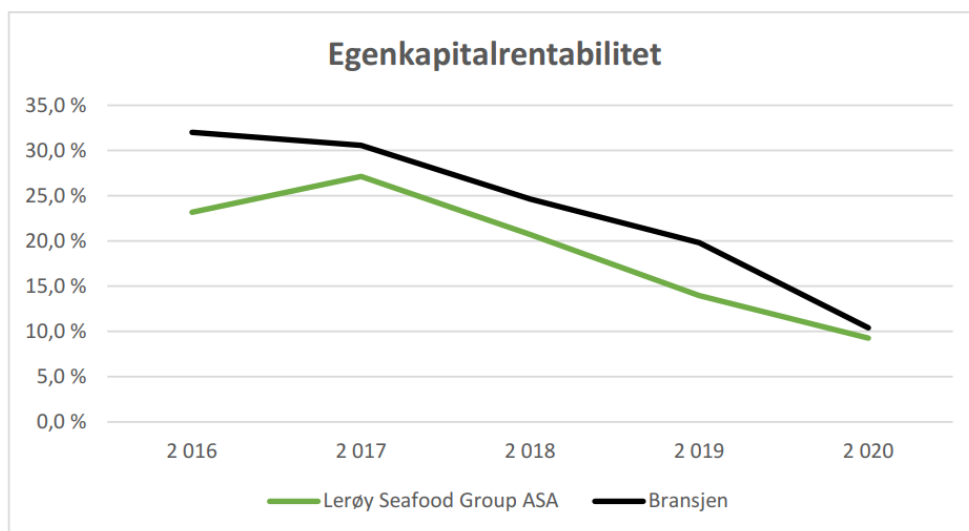
### 6.2.3 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten til selskapet viser hvilken avkastning de oppnår som følge av egenkapitalen. Den er som driftsrentabiliteten et godt mål på den historiske lønnsomheten virksomheten oppnår i forhold til bransjeutvalget. Forholdstallet identifiseres ved samme fremgangsmetode som for driftsrentabilitet, men her anvendes nettoresultatet til egenkapitalen istedenfor netto driftsresultat. Den følger i stor grad samme trend som driftsrentabiliteten der

Lerøy Seafood Group ASA ligger litt under nivået til bransjeutvalget gjennom hele analyseperioden og konvergerer til et tilnærmet likt nivå ved 2020. Forholdstallet er presentert i figur 6-7, tidsvektet gjennomsnitt for bedriften og de komparative bedriftene vises i tabell 6-7.

Egenkapitalrentabilitet	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	Tidsvektet
Lerøy Seafood Group ASA	23,2 %	27,1 %	20,7 %	14,0 %	9,3 %	17,4 %
Bransjen	32,0 %	30,6 %	24,6 %	19,8 %	10,4 %	21,5 %

Tabell 6-7. Egenkapitalrentabilitet 2016-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.



Figur 6-7. Egenkapitalrentabilitet 2016-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.

## 6.2.4 Kapitalstruktur – statistisk finansieringsanalyse

En statisk finansieringsanalyse viser hvordan eiendelene til selskapet er finansiert i forhold til langsiktig og kortsiktig kapital. Dette forholdet er greit å presentere ved å utarbeide en finansieringsmatrise. Matrisen er satt opp slik at eiendelene blir rangert etter illikviditet, mens kapital er rangert etter i hvor stor grad den er langsiktig. Det er ønskelig at kurven går raskest mulig mot bunnen siden dette er en indikator på at finansieringen er mindre risikabel og dermed mer solid (Knivsflå, 2021f). Ved å utarbeide en finansieringsmatrise skapes det et grunnlag som kan brukes til å vurdere selskapets langsiktige soliditetsrisiko.

Lerøy Seafood Group ASA	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
Driftsrelaterte anleggsmidler	16 757 051	875 718	974 200				18 606 969
Finansielle anleggsmidler			95 204				95 204
Driftsrelaterte omløpsmidler			2 145 976	5 035 490	1 313 050		8 494 516
Finansielle omløpsmidler					1 514 723	1 451 686	2 966 409
<b>Total kapital</b>	<b>16 757 051</b>	<b>875 718</b>	<b>3 215 380</b>	<b>5 035 490</b>	<b>2 827 773</b>	<b>1 451 686</b>	<b>30 163 098</b>

Lerøy Seafood Group ASA	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
Driftsrelaterte anleggsmidler	90,1 %	4,7 %	5,2 %				61,7 %
Finansielle anleggsmidler			100,0 %				0,3 %
Driftsrelaterte omløpsmidler			25,3 %	59,3 %	15,5 %		28,2 %
Finansielle omløpsmidler					51,1 %	48,9 %	9,8 %
<b>Total kapital</b>	<b>55,6 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>16,7 %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>100,0 %</b>

Tabell 6-8. Finansieringsmatrise for 2020 i tall og prosent, Lerøy Seafood Group

Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
Driftsrelaterte anleggsmidler	59 897 954	2 033 592	10 947 748				72 879 293
Finansielle anleggsmidler			2 825 112				2 825 112
Driftsrelaterte omløpsmidler			1 825 481	30 576 581	11 208 759		43 610 821
Finansielle omløpsmidler					810 500	3 893 420	4 703 919
<b>Total kapital</b>	<b>59 897 954</b>	<b>2 033 592</b>	<b>15 598 341</b>	<b>30 576 581</b>	<b>12 019 259</b>	<b>3 893 420</b>	<b>124 019 146</b>

Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
Driftsrelaterte anleggsmidler	82,2 %	2,8 %	15,0 %				58,8 %
Finansielle anleggsmidler			100,0 %				2,3 %
Driftsrelaterte omløpsmidler			4,2 %	70,1 %	25,7 %		35,2 %
Finansielle omløpsmidler					17,2 %	82,8 %	3,8 %
<b>Total kapital</b>	<b>48,3 %</b>	<b>1,6 %</b>	<b>12,6 %</b>	<b>24,7 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>3,1 %</b>	<b>100,0 %</b>

Tabell 6-9. Finansieringsmatrise for 2020 i tall og prosent, bransjen

Tabell 6-8 og 6-9 viser finansieringsstrukturen til henholdsvis Lerøy Seafood Group ASA og bransjen for siste publiserte årsrapport. Vi kan se at virksomhetens driftsrelaterte anleggsmidler hovedsakelig er finansiert av egenkapital, der kun 5,2% prosent er finansiert av langsiktig driftsrelatert gjeld. Selskapet oppnår et grønt flagg i forbindelse med at store deler av omløpsmidlene er finansiert av langsiktig gjeld (Knivsflå, 2021f). Sammenlignet med bransjen ser det ut som Lerøy Seafood Group ASA sin finansieringsstruktur er mer solid på alle punkter. Selskapets finansielle omløpsmidler er kun finansiert med 48,9% av den dyreste gjelden som er kortsiktig finansiell gjeld, mens bransjen er på et vesentlig høyere finansieringsnivå med 82,2%. Dette taler for at kapitalstrukturen er god og soliditetsrisikoen vurderes som lav i forhold til selskapets finansiering.

### 6.3. Syntetisk rating og oppsummering kredittrisiko

Oppsummeringen av den kortsiktige likviditetsrisikoen og den langsiktige soliditetsrisikoen blir gjort ved å identifisere en syntetisk rating for Lerøy Seafood Group ASA. Dette er en rating som baseres ut ifra hvor høyt selskapet scoret på de identifiserte nøkkeltallene, der den ratingen vi ender opp med gir oss en indikator på virksomhetens konkurrisiko. Det finnes

flere virksomheter som har spesialisert seg på kredittvurdering, der noen av de største er Standard & Poor's, Moody's og Fitch. Ratingklassen som anvendes videre tar utgangspunkt i karaktersystemet til Standard & Poor's (Knivsflå, 2021f).

Lerøy Seafood Group ASA	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	2,544	2,905	2,980	2,991	2,811	2,678	2,82
Rating	A	A	A	A	A	A	A
Rentedeckningsgrad	12,333	22,385	22,450	21,215	12,663	9,068	15,71
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AAA
Egenkapitalprosent	0,548	0,537	0,564	0,604	0,588	0,585	0,578
Rating	A	A	A	A	A	A	A
Netto driftsrentabilitet		0,196	0,215	0,186	0,124	0,083	0,149
Rating		AA	AA	A	A	BBB	A

Tabell 6-10. Syntetisk rating 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA

Bransjen	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	2,961	2,816	2,613	3,044	2,965	2,758	2,860
Rating	A	A	A	A	A	A	A
Rentedeckningsgrad	8,414	18,926	18,779	15,822	11,903	6,065	12,530
Rating	AA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AAA
Egenkapitalprosent	0,471	0,474	0,547	0,572	0,525	0,499	0,520
Rating	BBB	BBB	A	A	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet		0,206	0,217	0,196	0,152	0,086	0,160
Rating		AA	AA	AA	A	BBB	A

Tabell 6-11. Syntetisk rating 2015-2020 for bransjen

Presentasjonen av den syntetiske ratingen for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen viser oss at den gjennomsnittlige tidsvektede ratingen ligger rundt bokstaven «A», der Lerøy Seafood Group ASA har litt høyere nivå på rentedeckningsgraden og egenkapitalprosenten. Konsernet ligger derimot litt lavere enn bransjen i forbindelse med netto driftsrentabilitet. Tidligere i kapittelet vurderte jeg også nøkkeltallene finansiell gjeldsdekningsgrad og likviditetsgrad 2, der Lerøy Seafood Group ASA kan vise til høyere nivå enn bransjen for begge forholdstall.

For å sette en endelig vurdering av konkurssannsynligheten til selskapet bør også den strategiske analysen som ble utført tidligere inkluderes i vurderingsgrunnlaget. Analysen kan oppsummeres ved at oppdrettsbransjen har gode vilkår som mest sannsynlig vil opprettholdes i den nærstående fremtid. Disse vilkårene stammer fra høy etterspørsel etter produktene næringen produserer, mye på grunn av produksjonstaket konsesjonene setter, samt sosiale faktorer som befolkningsvekst og laks som et populært matvalg. Næringen har høye inngangsbarrierer på grunn av at den er kapitalintensiv, allerede har store veletablerte aktører samt begrensningene som eksisterer rundt tillatelser. Den interne ressursbaserte analysen tilsier at Lerøy Seafood Group ASA er minst like konkurransekraftig som de komparative aktørene.

Bransjen står også ovenfor en del utfordringer. Disse stammer i hovedsak fra biologiske problemer knyttet til lakselus, rømming og avfall fra produksjonen. En potensiell konsekvens av dette er at produksjonen videre stagnerer med mindre man oppnår teknologiske fremskritt som reduserer denne risikoen. Videre kan oppdrett ved den norske kysten få redusert sitt konkurransefortrinn hvis man utvikler effektive landbaserte produksjonsanlegg.

Per 31.12.2020 er det ingen av virksomhetene spesialisert innenfor kredittvurdering som har vurdert Lerøy Seafood Group ASA. Vurderingen om konkurrisiko må tas på grunnlag av den strategiske analysen, gjennomgang av forholdstall og finansieringsmatrisen sammenlignet med bransjen samt bokstavkarakteren den syntetiske ratingen gav oss. Lerøy Seafood Group ASA's konkurrisiko vurderes dermed til «A» som tilsvarer 0,8% sannsynlighet for konkurs. (Knivsflå, 2021f).

## 7. Historisk avkastningskrav

En virksomhet må gi både egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer en form for avkastning på kapitalen som er investert i bedriften. Denne avkastningen skal kompensere for tidsverdi, risiko og inflasjon. Avkastningen til de ulike finansieringskildene må vurderes ut ifra hva en investor kunne tjent på alternative investeringer som bærer samme risikonivå (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). For at en virksomhet skal være lønnsom kreves det at egenkapitalrentabiliteten er større en kravet til avkastning på egenkapital. Kravet til avkastning på egenkapital blir dermed målestokken for å finne ut om egenkapitalrentabiliteten er god eller ikke (Knivsflå, 2021h). Avkastningskravet brukes også ved diskontering av selskapets fremtidige kontantstrømmer for å beregne nåverdien. I dette kapitlet vil jeg presentere WACC som tilsvarer avkastningskravet til totalkapitalen samt faktorene som inngår i dette kravet. Fremtidskravet som blir estimert i kapittel 9 bygger på grunnlaget vi identifiserer her, men blir der fokusert på to forskjellige krav som videre anvendes i verdsettelsen.

Totalavkastningskravet er et veid gjennomsnitt av avkastningskravet til kreditor og eier. Det finnes ved å anvende følgende formel (Kaldestad & Møller, 2016):

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

$E$  = markedsverdi av egenkapital  
 $D$  = markedsverdi av gjeld  
 $R_e$  = selskapets egenkapitalkostnad  
 $R_d$  = Selskapets gjeldskostnad  
 $t$  = nominell selskapsskatt

Formel 7-1. WACC

Videre i oppgaven skal jeg identifisere de ulike faktorene som brukes for å finne totalavkastningskravet; selskapets egenkapitalkostnad, gjeldskostnad og nominell skattesats.

## 7.1 Egenkapitalkostnaden

Som nevnt i kapittel 5 består den totale risikoen til selskapet av systematisk risiko og usystematisk risiko. Den usystematiske risikoen er knyttet til det konkrete selskapet og denne risikoen kan dermed en perfekt investor fjerne ved å diversifisere porteføljen. Grunnet for systematisk risiko er faktorer som vil påvirke alle selskaper og kan dermed beskrives som den generelle markedsrisikoen. Denne informasjonen er relevant i den form at investorer kun vil kompenseres for den generelle markedsrisikoen i avkastningskravet, på grunn av at de har muligheten til å redusere den usystematiske risikoen ved diversifisering. Den vanligste metoden for å identifisere egenkapitalkostnaden er ved å bruke kapitalverdimodellen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156).

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

Formel 7-2. Kapitalverdimodellen

Der:

$R_f$  = risikofri rente  
 $R_m$  = avkastning på en markedsportefølje eller indeks  
 $R_m - R_f$  = markedets risikopremie  
 $\beta$  = selskapets egenkapitalbeta

### 7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten ligger i bunn av avkastningskravet på grunn av at alle investeringsprosjekter som har risiko må være i stand til å gi høyere avkastning enn denne. Renten er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje der det ikke eksisterer konkurs- eller misligholdsrisiko. I virkeligheten er det nærmeste man kommer dette statsobligasjoner. Norge sin kredittrating er vurdert til «AAA» av de kjente

kredittvurderingsselskapene Standard & Poor's, Moody's og Fitch, som tilsier at risikoen for at man ikke får utbetalt statsobligasjonen er veldig lav (Worldgovernmentbonds, u.å.).

Problemstillingen knyttet til å finne denne renten er om man skal ta utgangspunkt i langsiktige eller kortsiktige statsobligasjoner (Kaldestad & Møller, 2016).

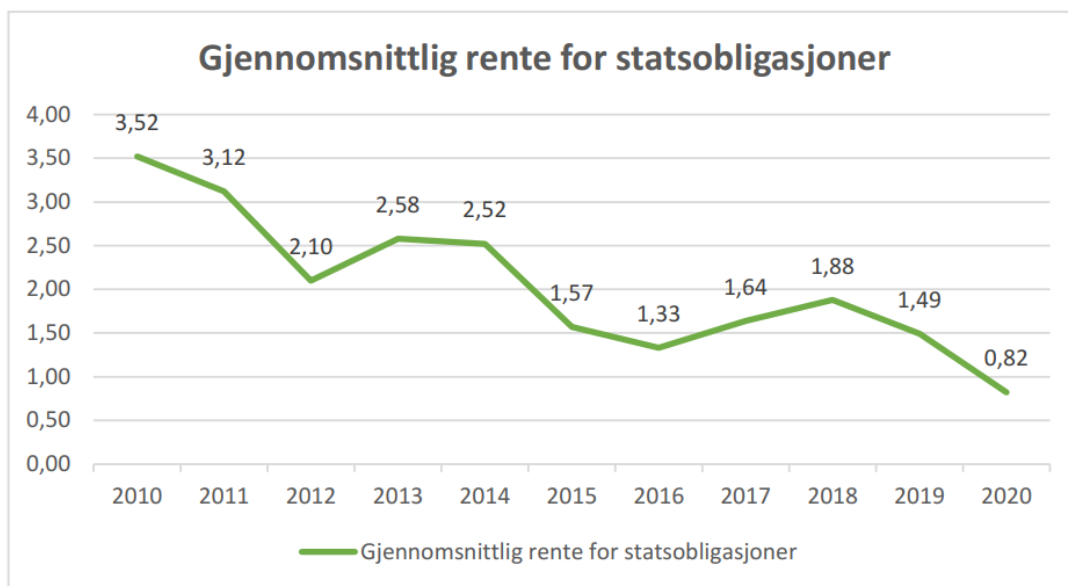
Kaldestad og Møller presenterer flere forskjellige alternativer for å estimere risikofri rente.

Man kan bruke ulik risikofri rente for hver periode der man diskonterer kontantstrømmen i år 1 med et avkastningskrav basert på en risikofri 1-årsrente, kontantstrømmen i år 2 basert på en risikofri 2-års rente osv. Denne metoden anses til å være teoretisk riktig, men lite praktisk. Et annet alternativ er å bruke kort rente, ulempen her er at en kort rente vil ha større svingninger enn en lang rente og dermed forårsake et mer ustabil avkastningskrav.

En kjent metode for å sette nivået til risikofri rente er å anvende langsiktige 10-årige statsobligasjoner. Ved de fleste verdivurderinger vil man legge til grunn en lang levetid og ved å anvende slike obligasjoner vil vi få et stabilt avkastningskrav. En ulempe ved denne metoden er at inflasjonsrisiko og en likviditetspremie kan være innbakt i renten som vil tilsi at den strengt tatt ikke er helt risikofri. Kaldestad og Møller nevner at dette alternativet virker å være mye brukt i praksis. Dette støttes av en årlig undersøkelse utført av revisjonsselskapet PwC i samarbeid med den Norske Finansanalytikerforening. Undersøkelsen for 2020 viser at 42% av respondentene benytter 10-årige statsobligasjoner som risikofri rente i avkastningskravet (PwC, u.å.).

Jeg velger på bakgrunn av dette å anvende en 10-årig norsk statsobligasjon som risikofri rente. Slike obligasjoner hadde i 2020 en gjennomsnittlig rente på 0,82% (Norges bank, u.å. c) som er et veldig lavt nivå i forhold til historiske tall. Figur 7-1 viser endringen for norske statsobligasjoner siden 2010:





Figur 7-1. Gjennomsnittlig rente for statsobligasjoner 2010-2020 (Norges Bank, u.å. c)

Når covid-pandemien for alvor traff i mars 2020 og regjeringen innførte restriksjoner reagerte Norges bank med å senke styringsrenten. Den 13.03.2020 ble den redusert fra 1,50 til 1,00 og ble videre redusert til 0,25 bare syv dager etter den 20.03.2020. I mai ble den videre redusert til et historisk lavt nivå på 0,00 og den forble på dette nivået ut hele året (Norges Bank, u.å. a). Dette har påvirket den lave renten for statsobligasjoner og man må anta at både styringsrenten og renten på statsobligasjonene vil gå mot mer normale nivåer når pandemien i mindre grad påvirker næringslivet. For å sette den risikofri renten velger jeg derfor å anvende gjennomsnittet av analyseperioden. Oppstillingen som viser dette samt estimert risikofri rente er presentert i tabell 7-1.

Statsobligasjoner	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	Gjennomsnitt
Gjennomsnittlig rente	1,57	1,33	1,64	1,88	1,49	0,82	<b>1,46</b>
Selskapskatt	0,42	0,33	0,39	0,43	0,33	0,18	<b>0,35</b>
Risikofri rente etter skatt	1,15	1,00	1,25	1,45	1,16	0,64	<b>1,11</b>

Tabell 7-1. Gjennomsnittlig rente for norske statsobligasjoner 2015-2020

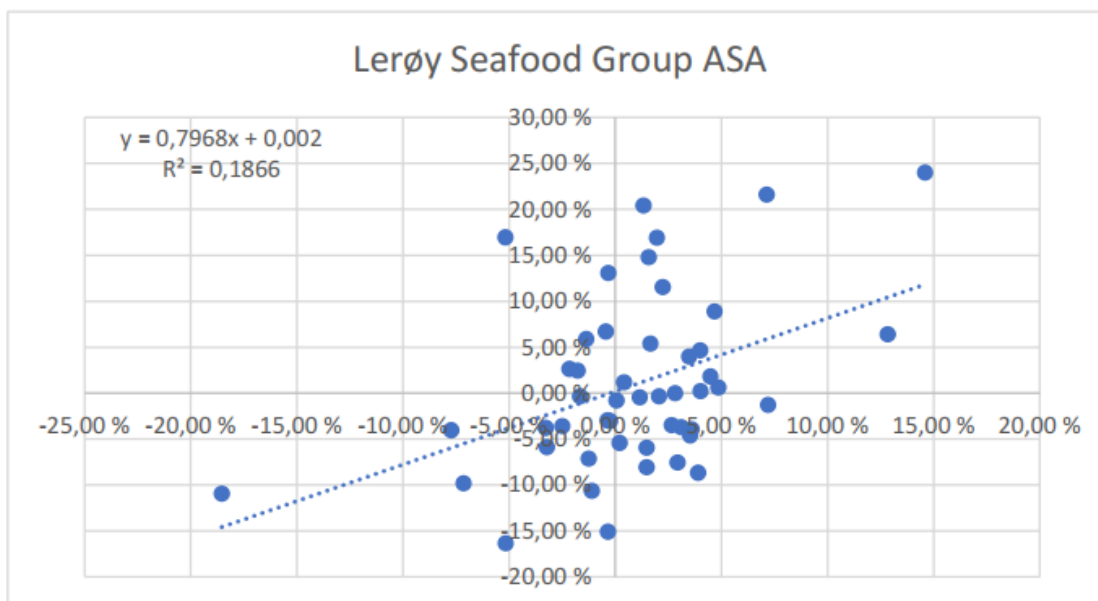
## 7.1.2 Egenkapitalbeta

Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko i forhold til aksjemarkedet og hvor eksponert selskapet er for den generelle markedsrisikoen. Betaen til en virksomhet blir basert på hvor volatil aksjekursen er i forhold til markedet (Kaldestad & Møller 2016, s. 161-166). Kaldestad og Møller presenterer to ulike metoder for å estimere betaen til et selskap. Dette kan gjøres ved observasjon av sammenlignbare selskaper eller gjennom en fundamental analyse. Med

utgangspunkt i at Lerøy Seafood Group ASA har flere komparative virksomheter som også er børsnotert virker det fornuftig å utnytte dette ved å anvende metoden der man observerer sammenlignbare selskaper. På grunn av at bedriftene har forskjellige gjeldsgrader, må vi estimere betaen gjennom tre trinn for å korrigere for dette (Kaldestad & Møller 2016):

1. Identifisere egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskaper. Dette kan gjøres ved å hente informasjon fra nyhetstjenester som publiserer betaen til flere store industrier eller estimere denne gjennom regresjonsanalyse.
2. Konverterer den observerte egenkapitalbetaen om til forretningsbeta. Dette er betaen selskapet ville hatt hvis finansieringen utelukkende kom fra egenkapital.
3. Konvertere forretningsbetaen om igjen til en ny egenkapitalbeta basert på gjeldsgraden til selskapet man ønsker å finne egenkapitalbeta for.

På grunn av tilgangen til børsnoterte komparative selskaper har jeg valgt å estimere egenkapitalbetaen gjennom en regresjonsanalyse. Avkastningen på aksjene til bedriftene vil sammenlignes med Oslo Børs hovedindeks (OSEBX) der samtlige er notert. Analyseperioden er satt til 2017 til 2020 på bakgrunn av den høye relevansen vi får fra nyere tall. Tallmaterialet er hentet fra euronext og nordnet og består av kurser omregnet til prosentvis endring for hver måned i perioden (Euronext, u.å.; Nordnet, u.å.). Deretter er det gjennomført en regresjon for hvert selskap mot indeksen og dermed identifisert egenkapitalbetaen. Figur 7-2 demonstrer hvordan dette er utført for Lerøy Seafood Group ASA. Samme prosedyre er også brukt for Mowi, Salmar og Grieg Seafood. Regresjonen gir oss funksjonen  $y = 0,7968$  som forklarer at når Oslo Børs hovedindeks går opp 1% så vil Lerøy Seafood Group ASA gjennomsnittlig gå opp 0,80%.



Figur 7-2. Regresjon for egenkapitalbeta til Lerøy Seafood Group ASA, 2017-2020.

Videre er egenkapitalbetaen til de komparative selskapene justert for en normalisering mot gjennomsnittet. Dette utføres på grunn av at betaverdiene normalt sett går mot en, siden dette er betaen til indeksen. Justeringen er utført ved å vekte de utregnede egenkapitalbetaene med to tredjedeler og betaen til indeksen med en tredjedel. Denne er presentert i tabell 7-1.

Selskap	Egenkapitalbeta	Justert egenkapitalbeta
Salmar	0,69	<b>0,79</b>
Mowi	0,91	<b>0,94</b>
Grieg	0,81	<b>0,87</b>

Tabell 7-2. Justert egenkapitalbeta 2017-2020 for Salmar, Mowi og Grieg Seafood

For trinn to skal den justerte egenkapitalbetaen omgjøres til forretningsbeta. Dette utføres ved følgende formel, der E = egenkapital og EV = enterprise value (Corporatefinanceinstitute, u.å.):

$$\beta_U = \beta_E \frac{E}{EV}$$

Formel 7-3. Forretningsbeta

Ved utregning av egenkapitalandel er det anvendt aksjepris per 31.12.2020 multiplisert med antall utestående aksjer for egenkapitalen. «Enterprise value» består av denne egenkapital i tillegg til bokført gjeld og deretter trukket fra kontanter og kontantekvivalenter. Ved bruk av

denne metoden får vi en gjennomsnittlig forretningsbeta for de komparative selskapene. Deretter er den gjennomsnittlige forretningsbetaen til de komparative selskapene omgjort til Lerøy Seafood Group ASA's egenkapitalbeta ved å snu formel 7.3.

Selskap	Forretningsbeta
Salmar	0,67
Mowi	0,70
Grieg	0,54
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>0,64</b>
<b>Egenkapitalbeta Lerøy Seafood Group ASA</b>	<b>0,80</b>

Tabell 7-3. Egenkapitalbeta Lerøy Seafood Group ASA.

For å sjekke kredibiliteten til egenkapitalbetaen vi har identifisert gjennom de tre stegene kan vi sammenligne mot estimater utført av andre aktører. Infront har ved bruk av en periode på tre år sammenlignet med indeksen OBX estimert en egenkapitalbeta for Lerøy Seafood Group ASA på 0,81. OBX-indeksen består av de 25 mest likvide aksjene på Oslo børs (Infront, u.å.).

Damodaran er en anerkjent professor i økonomi ved «Stern School of Business» ved «New York University». Han har en egen hjemmeside der han oppdaterer industribetaer. Han anvender både en periode på fem år og en periode på to år ved estimering, der han vekter den toårige betaen med to tredjedeler og den femårige betaen med en tredjedel. Industrien som er mest relevant for Lerøy Seafood Group ASA er «Farming/Agriculture». Denne har blitt estimert til 0,87 og er basert på 32 selskaper (Stern.nyu, u.å.). Utfordringen med denne betaen er at detaljene rundt hvilke selskaper som utgjør grunnlaget ikke er mulig å oppdrive.

Begge aktørene sine betaer avviker i liten grad fra egenkapitalbetaen på 0,8 som er identifisert gjennom regresjon av sammenlignbare selskaper. Egenkapitalbetaen på 0,8 for Lerøy Seafood Group ASA vurderes derfor som et fornuftig nivå.

### 7.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller 2016). Denne kan estimeres gjennom tre ulike metoder. En mye brukt metode er å analysere historisk avkastning på aksjer i forhold til den risikofrie renten og dermed komme frem til en historisk premie. En annen fremgangsmåte er å estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs. Den siste metoden er å anvende spørreundersøkelser blant investorer og akademikere. Jeg har

valgt å gå for det sistnevnte alternativet der fordelene ligger i at den baserer seg på markedsaktørenes syn på nåværende situasjon og derfor mindre påvirket av historisk data.

PwC sin årlige spørreundersøkelse ble nevnt under vurderingen av risikofri rente og danner også et godt grunnlag for å estimere markedets risikopremie (PwC, u.å.). Tabell 7-3 presenterer funnene til undersøkelsen i forbindelse med markedsrisikopremien.

Markedets risikopremie	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Vektet snitt	5,2 %	4,9 %	5,0 %	5,0 %	4,9 %	4,8 %
Median	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %

Tabell 7-4. Markedets risikopremie 2015-2020 fra årlig undersøkelse PwC.

Undersøkelsen viser at medianen for undersøkelsen har vært stabil gjennom hele analyseperioden og markedets risikopremie settes dermed til 5%.

## 7.2 Selskapets gjeldskostnad

Kaldestad og Møller presenterer tre ulike fremgangsmåter for å estimere selskapets gjeldskostnad. Man kan anvende renten selskapet betaler i dag ved å innhente denne informasjonen fra notene i årsregnskapet. utfordringen ved å bruke denne er at faktorer som risikofri rente, kredittmargin og selskapets kredittrisiko kan ha endret seg siden selskapet tok opp lånet. Dette gjør at det er store muligheter for at selskapet ville fått andre betingelser for et lån i dag.

En annen metode er å se på renten på selskapets børsnoterte obligasjonslån, der det er en fordel at lånet har lang løpetid og ikke inneholder opsjonslignende elementer.

Den siste fremgangsmåten går ut på å benytte seg av en syntetisk kredittrating der man estimerer markedrenten ved å anslå en kredittrating på selskapet. Deretter identifiseres hvilken kredittrisikopremie som anvendes for virksomheter med den bestemte kredittratingen.

Lerøy Seafood Group ASA sin tidsvektede syntetiske rating ble identifisert i kapittel 5.3 og ble vurdert til A. I Knivsflå (2021h) sine forelesningsnotater presenteres det en sammenheng mellom rating og lang kredittrisikopremie der bokstaven A tilsvarer en kredittrisikopremie etter skatt på 0,9%. Når vi legger premien på den identifiserte risikofrie renten etter skatt ender vi opp med en gjeldskostnad for Lerøy Seafood Group ASA på 2,01%.

### 7.3 Skattekostnad

I totalavkastningskravet skal virksomhetens gjeldskostnad etter skatt benyttes. Ved denne beregningen bør nominell selskapsskattesats anvendes (Kaldestad & Møller 2016). Satsen har hatt en synkende trend siden 2015 og har vært på samme nivå på 22% i 2019 og 2020. Ifølge regjeringen virker det som at samme nivå vil gjelde for 2021 (Regjeringen, 2020). Selskapsskattesatsen som brukes i WACC vurderes derfor til 22%.

### 7.4 Kapitalstruktur

Når man bruker WACC for å finne avkastningskravet må vi også identifisere kapitalstrukturen til Lerøy Seafood Group ASA. Ifølge Miller-Modigliani-hypotesen er WACC uavhengig av bedriftens finansiering. Egenkapitalkostnaden vil alltid være dyrere enn kostnaden for gjeld på grunn av at kreditor har høyere sikkerhet. Hvis man øker egenkapitalandelen kan det virke som at WACC øker, men dette blir oppveid av at egenkapitalbetaen reduseres samt sannsynligheten for at kreditor vil redusere sin tapspremie på grunn av lavere konkursrisiko (Kaldestad & Møller 2016).

Markedsverdien av egenkapital blir beregnet ved å multiplisere antall utestående aksjer per 31.12.2020 med aksjekursen for samme dag. Per 31.12.2020 hadde Lerøy Seafood Group ASA 595 773 680 utestående aksjer med en aksjepris på 60,56 NOK. Dette tilsvarer en markedsverdi på 36 080 millioner NOK. Slik som ved utregning av egenkapital- og forretningsbeta velger jeg også her å bruke bokført gjeld på grunn av omfanget rundt å estimere en markedsverdi av gjelden. Kapitalstrukturen er presentert i tabell 7-5.

Lerøy Seafood Group ASA	Millioner NOK	Andel i prosent
Markedsverdi egenkapital	36 080	74,22 %
Bokført verdi gjeld	12 530	25,78 %
Totalkapital	48 610	100,00 %

Tabell 7-5. Kapitalstruktur til Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020

## 8. Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet skaper grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen som senere skal utføres. Gjennom dette kapitlet skal vi fremskrive en del budsjett drivere som til slutt vil resultere i en oppstilling av fremtidig resultatregnskap, fremtidig balanse og fremtidig fri kontantstrømmer.

## 8.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet blir utarbeidet gjennom fire steg som kommer fra rammeverket til Knivsflå (2021i). Historisk vekst er en god indikator på hvilken fremtidig vekst man kan forvente. I første fase blir det derfor utført en vekstanalyse med fokus på veksten til selskapets driftsinntekter som på mange måter er den grunnleggende budsjettdriveren. Deretter settes en budsjettthorisont som varer frem til tidspunktet der veksten til driverne kan bli betegnet som konstant og at selskapet dermed har nådd «steady state». Videre fremskrives de identifiserte budsjettdriverne fra år 0 til tidshorisonten og ett år inn i «steady state»

## 8.2 Vekstanalyse

Vekstanalyse kan tradisjonelt deles inn i to typer; analyse av resultatvekst og analyse av kapitalvekst. Analyse av driftsinntektsvekst inngår i analyse av resultatvekst som er nært knyttet til kapitalvekst og rentabilitet (Knivsflå, 2021i). Veksten for driftsinntektene beregnes etter formel 8-1:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Formel 8-1. Vekst driftsinntekter

Driftsinntektsvekst	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	Tidsvektet
Driftsinntekter Lerøy	13 450 725	17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	
Vekst	6,93 %	28,39 %	7,84 %	6,52 %	2,97 %	-2,29 %	5,96 %
Driftsinntekter bransjen	53 058 108	65 318 366	70 217 420	74 623 122	77 526 674	77 212 584	
Vekst	7,98 %	23,11 %	7,50 %	6,27 %	3,89 %	-0,41 %	6,12 %

Tabell 8-1. Tidsvektet driftsinntektsvekst 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.

Den gjennomsnittlige tidsvektede driftsinntekstveksten til Lerøy Seafood Group ASA under analyseperioden er på 5,96%. Vi kan se en stor økning i driftsinntektene fra 2015 til 2016, som skyldes en veldig økning i lakseprisene, samt i liten grad selskapets satsing inn mot hvitfisk. Det eneste året i løpet av perioden som har oppnådd lavere driftsinntekter enn tidligere er 2020. I Lerøy Seafood Group ASA sin årsrapport for 2020 forklares dette i hovedsak med utfordringer som følge av covid-pandemien. Vi kan se at den tidsvektede veksten til selskapet er noe under bransjegjennomsnittet, men at både trenden og snittet korrelerer i stor grad.

Det vil også være interessant å analysere egenkapitalveksten med tanke på at den normalt sett i større grad er stabil enn driftsinntektsveksten. I analyseperioden for Lerøy Seafood Group ASA har derimot egenkapitalen vært preget av en større gjennomsnittlig tidsvektet vekst enn driftsinntektene i samme periode. En stor grunn til dette er økningen fra 2015 til 2016 på grunn av tidligere nevnte oppkjøp.

Lerøy Seafood Group ASA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Egenkapital i 1 000 NOK	7 885 695	12 539 948	13 607 294	16 152 889	16 850 632	16 757 051	
<b>Vekst</b>	<b>8,58 %</b>	<b>59,02 %</b>	<b>8,51 %</b>	<b>18,71 %</b>	<b>4,32 %</b>	<b>-0,56 %</b>	<b>12,22 %</b>

Tabell 8-2. Egenkapitalvekst majoritet 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA

### 8.3 Budsjetthorisont

Valget av budsjetthorisont innebærer hvor lang periode vi skal budsjettere før virksomheten går inn i «steady state» og at man da anvender konstant vekst. «Steady state» eller «stabil utvikling» kan defineres som utviklingen etter at vi har budsjettert alle endringene i budsjettdriverne. Når vi går fra finansregnskapet til «steady state» bør budsjettdriverne bevege seg mot veksten som blir den konstante veksten videre (Knivsflå, 2021i). De to viktigste faktorene ved vurdering av lengden på budsjetthorisonten er kvaliteten på regnskapsføringen og hvor lang tid man estimerer før selskapet er i «steady state». Desto mer målefeil man kan forvente å finne i regnskapet, desto lengre bør tidshorisonten være.

Lerøy Seafood Group ASA leverer årsrapporter som er utarbeidet etter IFRS som er en internasjonalt anerkjent regnskapsstandard. Regnskapet blir også årlig revidert. Dette utgjør et grunnlag som tilsier at kvaliteten på regnskapsføringen er høy og risikoen for målefeil dermed blir tilsvarende lav.

Vurderingen om hvor lang tid det tar før selskapet når «steady state» blir vurderingsgrunnlaget tilnærmet lik som når vi valgte lengden på analyseperioden for regnskapsanalyse i kapittel 4. Her ble det vektlagt det stabile produksjonsnivået til bransjen ved den norske kysten, oppkjøpsaktivitet og næringens sykliske karakter. Kaldestad og Møller (2016, s. 118)) mener at ved sykliske bransjer der virksomheten er regulert vil det være naturlig å anvende en periode ut over fem år. Oppdrettsnæringen er i stor grad regulert av konsesjonssystemet samt krav til biologiske utfordringer slik som rømming, lakselus og avfall. Argumenter som trekker i retning for en lang budsjetthorisont er næringens sykliske karakter samt oppkjøpshistorikken til bransjen og Lerøy Seafood Group ASA som indikerer potensiale for videre vekst. Teknologiske fremskritt som reduserer effekten av de biologiske



utfordringene kan også føre til vekst for bransjen, men det er vanskelig å predikere. Den historisk stabile produksjonsmengden siden 2012 trekker i motsatt retning der man kan argumentere for at bransjen er moden og allerede nærmer seg «steady state».

Etter avveining av disse faktorene vurderes prognoseperioden til syv år som tilsvarer 2021-2027 og dermed en budsjettthorisont som er lik 2027.

## 8.4 Detaljnivå og budsjett drivere

Etter å ha valgt budsjettthorisont må vi også velge en budsjettmodell der vi bestemmer detaljnivået. Detaljnivået blir basert på hvor mange budsjett drivere som anvendes til å utarbeide fremtidsregnskapet. Det er vanskeligere å opprettholde et høyt detaljnivå når budsjettthorisonten er lang, dette kommer av at det blir utfordrende å predikere fremtiden presist over lengre tid. Jeg vurderer budsjettthorisonten på syv år som mellomlang og velger derfor å anvende en fokusert budsjettering. Det vil si at vi fokuserer på de mest sentrale budsjett drivere (Knivsflå, 2021i). På kort sikt vil veksten til budsjett drivere baseres på identifisert historisk utvikling. Videre vil den gradvis bevege seg mot det tidsvektede gjennomsnittet og til slutt på lang sikt konvergeres mot forventet vekst i verdensøkonomien. Konvergeringen må utføres på grunnlag av at veksten i virksomheter er tilbakevendende til gjennomsnittet, en bedrift kan ikke ha høyere langsiktig vekst enn verdensøkonomien (Knivsflå, 2021i). Selve budsjetteringen blir utarbeidet gjennom en syvstegprosess der det estimeres veksten til ni budsjett drivere. De ni driverne som utgjør grunnlaget for fremtidsbudsjettet er oppsummert i figur 8.1.

Budsjett driver
Driftsinntektsvekst
Omløpet til netto driftseiendeler (ONDE)
Netto driftsmargin/netto driftsresultat
Finansiell gjeldsdel
Andel finansielle eiendeler
Finansiell gjeldsrente
Finansiell eiendelsrentabilitet
Minoritetsandel
Netto minoritetsrentabilitet

Figur 8-1. Oppsummering av budsjett drivere

### 8.4.1 Driftsinntekter

Driftsinntekter er som tidligere nevnt den grunnleggende budsjettdriveren og påvirker i stor grad selskapets fremtidige størrelse. Gjennom analyseperioden har Lerøy Seafood Group ASA i noen grad diversifisert inntektskildene ved å satse på villfangst av hvitfisk i tillegg til havbruk. Likevel har inntektene direkte relatert til laks ligget mellom 60-70% under perioden og ved siste år 2020 stammet 63,4% prosent av totalinntektene fra laks. For å estimere fremtidig vekst for inntektene til selskapet blir det derfor naturlig å se på produksjonsveksten og lakseprisen.

Lerøy Seafood Group ASA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Produsert laks (tonn)	136 227	114 939	134 674	137 733	128 699	142 841	
Vekst	2,93 %	-15,63 %	17,17 %	2,27 %	-6,56 %	10,99 %	3,02 %

Tabell 8-3. Slaktet vekt av laks målt i tonn. Lerøy Seafood Group ASA 2015-2020.

Man kan se fra tabell 8-3 at tidsvektet gjennomsnittlig vekst gjennom analyseperioden har vært på 3,02%. Den relativt lave veksten kan forklares ved at store andeler av produksjonen til Lerøy Seafood Group ASA blir produsert i Norge der det tilføres nye tillatelser i veldig liten grad. Bransjen har også hatt utfordringer med å tilpasse seg en endring i luseforskriften fra 2013 som gjør det vanskelig å øke produksjonsvolumet. Selskapet har gjennomført kontinuerlige investeringer for å øke produksjonen av smolt i tidligere nevnte RAS-anlegg som øker produksjonskapasiteten gjennom større og mer robust smolt. Disse investeringene mener Lerøy Seafood Group ASA selv skal kunne øke den totale fremtidige produksjonen innen havbruk og estimerer for 2021 en økning på 12,2% i slaktevolum fra den norske kysten.

Tabell 8-4 viser den tidsvektede gjennomsnittlige veksten for lakseprisen per kilogram under analyseperioden 2015-2020. Her kan vi se at den havner på 2,68% der nesten all vekst stammer fra 2016 som var et rekordår for den norske laksebransjen på grunn av meget høy etterspørsel. Etter dette har den holdt seg relativt stabil før den sank i 2020, der Covid-pandemien preget etterspørselen negativt.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Gjennomsnittlige laksepris	42,22	63,19	60,71	60,71	58,94	55,40	
Vekst	4,42 %	49,67 %	-3,93 %	0,01 %	-2,92 %	-6,00 %	2,68 %

Tabell 8-4. Gjennomsnittlig tidsvektet laksepris 2015-2020. Tallmateriale hentet fra (Fishpool, u.å. a)

Fishpool legger ut forward-priser som estimerer lakseprisen tre år fremover i tid (Fishpool, u.å b). Tabell 8-5 presenterer veksten som de forventer frem til 2023. Den viser oss at lakseprisen er predikert til å øke både i 2021 og 2022, før den reduseres i 2023.

<b>Forward prices</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Gjennomsnittlige laksepris	57,63	62,40	59,51
<b>Vekst</b>	<b>4,02 %</b>	<b>8,26 %</b>	<b>-4,63 %</b>

Tabell 8-5. Gjennomsnittlig laksepris for 2021-2023 estimert av Fishpool.

I desember 2020 ble det meldt fra legemiddelverket.no at vaksiner mot covid-19 var godkjent. Den aller første vaksinedosen produsert av Pfizer ble satt i England den 08.12.2021 (BBC, 2021). De første 10 000 vaksinedosene kom til Norge 26. desember og man startet vaksineringen av befolkningen fortløpende (Kalajdzic, 2021). Det er forventet en massevaksinering av Europas befolkning og resten av verden i løpet av 2021 som med stor sannsynlighet vil ha positive effekter på den globale etterspørselen etter havbruksnæringens produkter. Reduksjonen i driftsinntekter fra 2019 til 2020 forklares i vesentlig grad som en konsekvens av Covid-pandemien og det blir derfor naturlig å tenke at både 2021 og 2022 vil føre til en økning når restriksjonene blir redusert eller forsvinner. I tillegg har bransjen fått tid til å tilpasse seg dagens forhold sammenlignet med de store endringene som oppstod i mars 2020 over veldig kort tid. Dette resonnementet blir støttet av Fishpool's prediksjon om økning av lakseprisen i 2021 og 2022. Jeg velger derfor å legge veksten i 2021 og 2022 til et relativt høyt nivå som gradvis vil bevege seg nedover mot veksten til verdensøkonomien.

Hvitfisksegmentet bidro med 17% av de totale driftsinntektene til Lerøy Seafood Group ASA i 2020. Fangstleddet i dette segmentet er som tidligere nevnt allerede effektivt der de utnytter tillatelsene godt, noe som peker mot svake muligheter for økning av fanget volum i nærstående fremtid. Selskapet er likevel optimistiske for fremtidig vekst som kan komme fra enn mer sesonguavhengig og dermed stabil produksjon gjennom året fra foredlingsanleggene. I tillegg blir det utført investeringer i maskiner og utstyr som skal sikre en mer effektiv drift. En bør også legge til grunn at segmentet er et relativt nytt område for virksomheten og man vil mest sannsynlig erverve verdifull kompetanse samt synergieffekter ved resten av verdikjeden som gir muligheter til å øke veksten til driftsinntektene. Dette kan også beskrives som en potensiell selskapsfordel med tanke på at ingen av de komparative selskapene opererer i samme område.

Veksten til en virksomhet i «steady state» kan ikke være større enn forventet realvekst i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon. Realveksten for verdensøkonomien er predikert til å ligge på rundt 2,2% fremover, mens inflasjonen er predikert til å ligge på 2,1% (Knivsflå, 2021i). På lang sikt presenterer Knivsflå derfor et forsiktig estimat på 3% for langsiktig vekst i verdensøkonomien, derfor vil veksten til Lerøy Seafood Group ASA sine driftsinntekter gradvis bevege seg mot dette nivået.

Etter en avveining av drivere til driftsinntektene er veksten oppsummert i tabell 8-6 der 2028E tilsvarer første år inn i «steady state».

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Driftsinntekter t-1	19 959 652	21 257 029	22 745 021	23 882 273	24 956 975	25 955 254	26 863 688	27 669 598	28 499 686
Vekst	6,50 %	7,00 %	5,00 %	4,50 %	4,00 %	3,50 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Driftsinntekt t	21 257 029	22 745 021	23 882 273	24 956 975	25 955 254	26 863 688	27 669 598	28 499 686	29 354 677

Tabell 8-6. Budsjetterte driftsinntekter for Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029.

#### 8.4.2 Netto driftseiendeler

Ved budsjettering av netto driftseiendeler anvendes driveren omløpet til netto driftseiendeler. Denne blir i budsjettperioden regnet ut på inngående kapital, grunnen til dette er at vi forutsetter at kontantstrømmene blir realisert den 31.12 av praktiske årsaker (Knivsflå, 2021j).

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler identifiseres ved bruk av formlene present i formel 8-2 og 8-3.

$$\text{Omløpshastighet til netto driftseiendeler}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_{t-1}}$$

Formel 8-2. Omløpshastighet til netto driftseiendeler

$$\text{Netto driftseiendeler}_{t-1} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Omløpshastighet til netto driftseiendeler}_t}$$

Formel 8-3. Netto driftseiendeler

Historisk omløpshastighet NDE	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2020 Tidsvektet
Driftsinntekter		17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652
Netto driftseiendeler t-1		11 334 166	16 792 394	16 615 919	19 605 678	20 319 678
Omløpshastighet netto driftseiendeler		1,52	1,11	1,19	1,04	0,98
						1,13

Tabell 8-7. Historisk omløpshastighet for netto driftseiendelene til Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group ASA's historiske omløpshastighet for netto driftseiendeler er beregnet etter formel 8-2 og resultatene presentert i tabell 8-7. Her ser man at gjennomsnittlig tidsvektet omløpshastighet ender opp på 1,13. Ettersom jeg forventer en høyere vekst for driftsinntektene i starten av den budsjetterte perioden blir det naturlig å justere opp omløpshastigheten tilsvarende. Den blir oppjustert fra 0,98 i 2020 til 1,10 i 2021 og 1,12 i 2022 før den stabiliseres fra og med 2023 til «steady state» på nivå med tidsvektet gjennomsnitt på 1,13. Dette demonstreres i tabell 8-8.

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Driftsinntekt t + 1	22 745 021	23 882 273	24 956 975	25 955 254	26 863 688	27 669 598	28 499 686	29 354 677	30 235 317
Omløpshastighet NDE t + 1	1,10	1,12	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13
<b>Netto driftseiendeler t</b>	<b>20 677 292</b>	<b>21 323 458</b>	<b>22 085 818</b>	<b>22 969 251</b>	<b>23 773 175</b>	<b>24 486 370</b>	<b>25 220 961</b>	<b>25 977 590</b>	<b>26 756 918</b>

Tabell 8-8. Budsjettert netto driftseiendeler Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029

### 8.4.3 Netto driftsresultat

Netto driftsresultat budsjetteres ved å multiplisere driftsinntekter for år  $t$  med en framskrevet netto driftsmargin. Første steg blir derfor å identifisere netto driftsmargin, denne finnes ved å anvende formel 8-4.

$$\text{Netto driftsmargin}_t = \frac{\text{Netto driftsresultat}_t}{\text{Driftsinntekter}_t}$$

Formel 8-4. Netto driftsmargin

Historisk driftsmargin for Lerøy Seafood Group ASA og bransjeutvalget gjennom analyseperioden er presentert i tabell 8-9. Denne viser en negativ trend siden 2017 som vi også identifiserte ved forholdstallene netto driftsrentabilitet og egenkapitalrentabilitet i soliditetsanalysen. I soliditetsanalysen kommenterte jeg at nøkkeltallene fortsatt er solide for bransjen i forhold til den syntetiske ratingen, og det kan virke som en konvergens mot mer normal lønnsomhet. Jeg velger å vurdere veksten for netto driftsmargin i budsjettperioden med samme forhold som for driftsinntektene og driftseiendelene. Det vil si en økt vekst i 2021 og 2022 sammenlignet med 2020 og at veksten deretter beveger seg ned mot et forsiktig estimat på 10% som ligger litt under den historiske tidsvektede marginen. Selve driftsresultatet i budsjettperioden identifiserer vi ved å bruke formel 8-5 og resultatet er presentert i tabell 8-10.

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Netto driftsmargin}_t * \text{Driftsinntekter}_t$$

### Formel 8-5. Netto driftsresultat

Historisk driftsmargin	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	Tidsvektet
Netto driftsresultat Lerøy	1 127 041	2 514 099	3 248 968	3 078 886	2 323 351	1 645 272	
Driftsinntekter Lerøy	13 450 725	17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	
<b>Netto driftsmargin Lerøy</b>	<b>8,4 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>15,5 %</b>	<b>11,4 %</b>	<b>8,2 %</b>	<b>12,3 %</b>
Netto driftsresultat Bransjen	4 665 754	10 983 157	12 384 828	12 464 571	11 195 487	7 054 794	
Driftsinntekter Bransjen	53 058 108	65 318 366	70 217 420	74 623 122	77 526 674	77 212 584	
<b>Netto driftsmargin Bransjen</b>	<b>8,8 %</b>	<b>16,8 %</b>	<b>17,6 %</b>	<b>16,7 %</b>	<b>14,4 %</b>	<b>9,1 %</b>	<b>13,7 %</b>

Tabell 8-9. Historisk tidsvektet driftsmargin for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen 2015-2020.

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Driftsinntekt	21 257 029	22 745 021	23 882 273	24 956 975	25 955 254	26 863 688	27 669 598	28 499 686	29 354 677
Driftsmargin	11,0 %	12,0 %	11,6 %	11,2 %	10,8 %	10,4 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
<b>Driftsresultat</b>	<b>2 338 273</b>	<b>2 729 403</b>	<b>2 770 344</b>	<b>2 795 181</b>	<b>2 803 167</b>	<b>2 793 824</b>	<b>2 766 960</b>	<b>2 849 969</b>	<b>2 935 468</b>

Tabell 8-10. Budsjettert driftsresultat Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029

## 8.4.4 Finansiell gjeld

For å budsjettere netto finansiell gjeld anvender vi de allerede identifiserte driftseiendelene for budsjettperioden, finansiell gjeldsandel og andel finansielle eiendeler. Først beregnes den historiske finansielle gjeldsandelen ved å se på forholdet mellom finansiell gjeld og netto driftseiendeler. Andelen til Lerøy Seafood Group ASA er presentert i tabell 8-11.

$$\text{Finansiell gjeldsdel} = \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

Formel 8-6. Finansiell gjeldsdel

Lerøy Seafood Group ASA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Finansiell gjeld	3 842 267	5 635 365	5 776 263	5 582 566	5 672 484	6 487 176	
Netto driftseiendeler	11 334 166	16 792 394	16 615 919	19 605 678	20 319 678	21 058 333	
<b>Finansiell gjeldsdel</b>	<b>33,90 %</b>	<b>33,56 %</b>	<b>34,76 %</b>	<b>28,47 %</b>	<b>27,92 %</b>	<b>30,81 %</b>	<b>30,93 %</b>

Tabell 8-11. Tidsvektet finansiell gjeldsdel for Lerøy Seafood Group ASA 2015-2020.

Vi kan se at den finansielle gjeldsdelen har variert i liten grad over analyseperioden og tidsvektet nivå er en del på 30,93%. Denne er vesentlig lavere enn den typiske finansielle gjeldsdelen for selskaper som er registrert på Oslo Børs. Ifølge forelesningsnotatene til Knivsfå (2021j) er det typiske nivået rundt 50%. Med tanke på at veksten til driftsresultatet er estimert til å synke fra og med 2023, samt investeringer er ventet å opprettholdes i lik grad blir det fornuftig å anta at gjeldsdelen vil øke noe mot «steady state». Selskapet har gjennom hele analyseperioden hatt en relativ stabil finansiell gjeldsdel, som også må kunne kalles lav i

forhold til det typiske selskap på Oslo Børs. Dette gjør at jeg vurderer den finansielle gjeldsgraden til å ikke gå helt opp mot gjennomsnittet på børsen, men at den beveger seg tilnærmet lineært fra 2021 til «steady state» der nivået vil ligge på 41%.

Andelen av finansielle eiendeler identifiseres ved å anvende formel 8-7:

$$\text{Andel finansielle eiendeler} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

Formel 8-7. Andel finansielle eiendeler

Lerøy Seafood Group ASA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Finansielle anleggsmidler	24 539	84 698	128 370	75 024	85 058	95 204	
Finansielle omløpsmidler	1 247 614	2 233 700	3 514 096	3 036 154	3 031 052	2 966 409	
Finansielle eiendeler	1 272 153	2 318 398	3 642 466	3 111 178	3 116 110	3 061 613	
Netto driftseiendeler	11 334 166	16 792 394	16 615 919	19 605 678	20 319 678	21 058 333	
<b>Andel finansielle eiendeler</b>	<b>11,22 %</b>	<b>13,81 %</b>	<b>21,92 %</b>	<b>15,87 %</b>	<b>15,34 %</b>	<b>14,54 %</b>	<b>15,66 %</b>

Tabell 8-12. Tidsvektet andel finansielle eiendeler Lerøy Seafood Group ASA 2015-2020

Lerøy Seafood Group ASA har gjennom hele analyseperioden hatt en vesentlig kontantbeholdning som tilsvarer store deler av de finansielle omløpsmidlene. Dette skaper et relativt høyt nivå for den tidsvektede andelen av finansielle eiendeler. Med tanke på at selskapet viser til gode resultater i forbindelse med den utførte likviditetsanalysen ser det ikke ut som det er nødvendig å ha en stor kontantbeholdning. Selskapet har en historikk som tilsier at de både betaler utbytte samt utfører investeringer og det blir dermed naturlig å tenke at deler av den oppsparte kontantbeholdningen vil anvendes til dette i budsjettperioden. Typisk finansiell eiendelsandel er på rundt 20% ifølge Knivsflå (2021j), men dette er et høyt estimat. Jeg velger derfor en vekst som reduseres tilnærmet lineært over budsjettperioden til den når et nivå på 10% i steady state.

Etter vurderingene om fremtidig finansiell gjeldsandel og andel av finansielle eiendeler blir netto finansiell gjeld budsjettert i tabell 8-13.

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Netto driftseiendeler	20 677 292	21 323 458	22 085 818	22 969 251	23 773 175	24 486 370	25 220 961	25 977 590	26 756 918
Finansiell gjeldsdel	31,0 %	34,0 %	36,0 %	38,0 %	39,0 %	40,0 %	41,0 %	41,0 %	41,0 %
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>6 409 961</b>	<b>7 249 976</b>	<b>7 950 895</b>	<b>8 728 315</b>	<b>9 271 538</b>	<b>9 794 548</b>	<b>10 340 594</b>	<b>10 650 812</b>	<b>10 970 336</b>
Netto driftseiendeler	20 677 292	21 323 458	22 085 818	22 969 251	23 773 175	24 486 370	25 220 961	25 977 590	26 756 918
Andel finansielle eiendeler	16,00 %	15,00 %	14,00 %	13,00 %	12,00 %	11,00 %	10,00 %	10,00 %	10,00 %
<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>3 308 367</b>	<b>3 198 519</b>	<b>3 092 015</b>	<b>2 986 003</b>	<b>2 852 781</b>	<b>2 693 501</b>	<b>2 522 096</b>	<b>2 597 759</b>	<b>2 675 692</b>
<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>3 101 594</b>	<b>4 051 457</b>	<b>4 858 880</b>	<b>5 742 313</b>	<b>6 418 757</b>	<b>7 101 047</b>	<b>7 818 498</b>	<b>8 053 053</b>	<b>8 294 645</b>

Tabell 8-13. Budsjettert netto finansiell gjeld, Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029

## 8.4.5 Netto finansresultat

Netto finansresultat budsjetteres ved å identifisere netto rentekostnad og netto finansinntekt. Kostnaden beregnes gjennom å multiplisere den finansielle gjeldsrenten med finansiell gjeld. Det gir oss følgende formel for å estimere netto rentekostnad:

$$\text{Netto rentekostnad}_t = \text{Finansiell gjeldsrente}_t * \text{Finansiell gjeld}_{t-1}$$

*Formel 8-8. Netto rentekostnad.*

Knivsflå (2021j) presenter en rimelig forutsetning for å bestemme den finansielle gjeldsrenten. Dersom kapitalmarkedet er velfungerende og netto finansiell gjeld er balanseført eller justert etter virkelig verdi så vil den finansielle gjeldsrenten være lik gjeldskravet. På grunnlag av at Lerøy Seafood Group ASA er et børsnotert selskap så anses kapitalmarkedet det opererer i som velfungerende. Selskapet følger regnskapsprinsippene til IFRS som tilsier at det skal anvendes virkelig verdi ved balanseføring av den finansielle gjelden. Dermed vurderes den finansielle gjeldsrenten til å være lik gjeldskravet og jeg tar utgangspunkt i nivået på 2% som ble identifisert i kapittel 7.2. I kapittel 10 der vi estimerer fremtidskravet vurderes den risikofrie renten til å øke noe mot «steady state» siden den per 2020 er på et usedvanlig lavt nivå. Videre vil derfor gjeldsrenten konvergeres mot det justerte gjeldskravet i «steady state».

Netto finansinntekt beregnes ved hjelp av formel 8-9 der vi multipliserer den finansielle eiendelsrentabiliteten med inngående verdi på finansielle eiendeler. For å estimere den finansielle eiendelsrentabiliteten som videre anvendes ved framskrivning brukes formel 8-10 (Knivsflå, 2021j). Den tidsvektede rentabiliteten blir presentert i tabell 8-14. Tabellen viser oss at den store kontantbeholdningen til Lerøy Seafood Group ASA skaper en veldig lav finansiell eiendelsrentabilitet i analyseperioden. De finansielle eiendelene består i løpet av perioden av ca. 97% kontanter og kontantekvivalenter, der inntektene stammer fra den lite spesifiserte posten «annen renteinntekt». Jeg velger å anvende den gjennomsnittlige tidsvektede finansielle eiendelsrentabiliteten over hele budsjettperioden, samt inn i «steady state». Dette valget tas på grunnlag av at historikken tilsier at selskapet anvender kapitalen i forbindelse med driften og derfor sannsynligvis ikke plasserer vesentlige deler i aksjer eller lignende verdipapirer. Budsjettet netto finansresultat er presentert i tabell 8-15.

$$\text{Finansiell eiendelsrentabilitet} = \frac{\text{Netto finansinntekt}}{\text{Inngående kapital} + (\text{endring finansielle eiendeler} - \text{netto finansinntekt})/2}$$



Formel 8-9. Finansiell eiendelsrentabilitet

Lerøy Seafood Group ASA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Netto finansinntekt	9 979	15 449	20 248	22 207	32 043	21 803	
Finansielle eiendeler	1 272 153	2 318 398	3 642 466	3 111 178	3 116 110	3 061 613	
<b>Finansiell eiendelsrentabilitet</b>		<b>0,0086</b>	<b>0,0068</b>	<b>0,0066</b>	<b>0,0103</b>	<b>0,0071</b>	<b>0,0079</b>

Tabell 8-14. Tidsvektet gjennomsnittlig finansiell eiendelsrentabilitet for Lerøy Seafood Group ASA 2016-2020.

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Finansiell gjeld t-1	6 487 176	6 409 961	7 249 976	7 950 895	8 728 315	9 271 538	9 794 548	10 340 594	10 650 812
Finansiell gjeldsrente	2,76 %	2,89 %	3,02 %	3,15 %	3,28 %	3,41 %	3,54 %	3,54 %	3,54 %
<b>Netto rentekostnader</b>	<b>179 046</b>	<b>185 248</b>	<b>218 949</b>	<b>250 453</b>	<b>286 289</b>	<b>316 159</b>	<b>346 727</b>	<b>366 057</b>	<b>377 039</b>
Finansielle eiendeler t-1	3 061 613	3 308 367	3 198 519	3 092 015	2 986 003	2 852 781	2 693 501	2 522 096	2 597 759
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,80 %	0,80 %	0,80 %	0,80 %	0,80 %	0,80 %	0,80 %	0,80 %	0,80 %
<b>Netto finansinntekt</b>	<b>24 493</b>	<b>26 467</b>	<b>25 588</b>	<b>24 736</b>	<b>23 888</b>	<b>22 822</b>	<b>21 548</b>	<b>20 177</b>	<b>20 782</b>
<b>Netto finanskostnad</b>	<b>154 553</b>	<b>158 781</b>	<b>193 361</b>	<b>225 717</b>	<b>262 401</b>	<b>293 337</b>	<b>325 179</b>	<b>345 880</b>	<b>356 257</b>

Tabell 8-15. Budsjettert netto finanskostnad Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029.

## 8.4.6 Minoritetsresultat

Utviklingen i minoritetsinteressene fremskrives ved å multiplisere budsjetterte netto driftseiendeler med predikert minoritetsandel (Knivsflå, 2021j). For å estimere minoritetsandelen for budsjettperioden har jeg identifisert den tidsvektede gjennomsnittlige andelen gjennom analyseperioden. Denne er presentert i tabell 8-16 og viser oss at tidsvektet snitt er på 6%. Man kan se en stabil reduksjon fra 2016 og med tanke på at bransjesnittet for minoritetsandelen er vesentlig lavere enn Lerøy Seafood Group ASA's, velger jeg å fremskrive andelen slik at den beveger seg lineært ned mot snittet. Bransjesnittet er presentert i tabell 8-18 og viser oss at det tidsvektede snittet for analyseperioden er på 2,66%. Det kan også nevnes at Lerøy Seafood Group ASA selv er inkludert i bransjegjennomsnittet som dermed drar opp snittet noe.

Lerøy Seafood Group ASA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Ikke kontrollerende eierinteresser	878 357	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718	
Egenkapital	8 764 052	13 475 426	14 482 122	17 134 291	17 763 305	17 632 769	
<b>Minoritetsandel</b>	<b>10,02 %</b>	<b>6,94 %</b>	<b>6,04 %</b>	<b>5,73 %</b>	<b>5,14 %</b>	<b>4,97 %</b>	<b>6,01 %</b>

Tabell 8-16. Gjennomsnittlig tidsvektet minoritetsandel Lerøy Seafood Group ASA 2015-2020

Bransjen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Ikke kontrollerende eierinteresser	997 047	1 082 358	1 018 246	1 139 543	1 705 643	2 033 592	
Egenkapital	34 461 417	42 165 491	48 282 386	58 871 217	60 176 276	61 931 545	
<b>Minoritetsandel</b>	<b>2,89 %</b>	<b>2,57 %</b>	<b>2,11 %</b>	<b>1,94 %</b>	<b>2,83 %</b>	<b>3,28 %</b>	<b>2,66 %</b>

Tabell 8-17. Gjennomsnittlig tidsvektet minoritetsandel for bransjen 2015-2020.

Ved å bruke den estimerte minoritetsdelen kan vi budsjettere minoritetsinteressene:

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Netto driftseiendeler	20 677 292	21 323 458	22 085 818	22 969 251	23 773 175	24 486 370	25 220 961	25 977 590	26 756 918
Minoritetsandel	5,0 %	4,6 %	4,2 %	3,8 %	3,4 %	3,0 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
<b>Minoritetsinteresser</b>	<b>1 033 865</b>	<b>980 879</b>	<b>927 604</b>	<b>872 832</b>	<b>808 288</b>	<b>734 591</b>	<b>655 745</b>	<b>675 417</b>	<b>695 680</b>

Tabell 8-18. Budsjetterte minoritetsinteresser Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029

Videre presenterer Knivsflå (2021j) en rimelig forutsetning for å estimere minoritetsrentabiliteten for budsjettperioden. Denne går ut på at hvis majoriteten klarer å redusere minoriteten dersom det er ønskelig, samt at minoritetsinteressene er balanseførte til tilnærmet virkelig verdi så kan minoritetsrentabiliteten settes til samme nivå som minoritetskravet. Med tanke på den taktfaste reduseringen av minoritetsandelen gjennom analyseperioden ser det ut til at majoriteten har mulighet til å skvise ut minoriteten hvis dette er ønskelig. Minoritetsrentabiliteten blir dermed satt til samme nivå som minoritetskravet estimert i kapittel 10.

Fremskrevet netto minoritetsresultat for Lerøy Seafood Group ASA finner vi ved å anvende formel 8-10 og er presentert i tabell 8-19:

$$\text{Netto minoritetsresultat} = \text{Minoritetsrentabilitet} * \text{Minoritetsinteresser}_{IB}$$

Formel 8-10. Budsjettert netto minoritetsresultat

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Minoritetsinteresser t-1	1 045 846	1 033 865	980 879	927 604	872 832	808 288	734 591	655 745	675 417
Minoritetsrentabilitet	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %
<b>Netto minoritetsresultat</b>	<b>89 524</b>	<b>88 499</b>	<b>83 963</b>	<b>79 403</b>	<b>74 714</b>	<b>69 189</b>	<b>62 881</b>	<b>56 132</b>	<b>57 816</b>

Tabell 8-19. Budsjettert netto minoritetsresultat for Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029

## 8.5 Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet blir utformet ved hjelp av budsjettdriverne som vi har identifisert i dette kapitlet. Det beregnes for budsjettperioden som er fra 2021 til 2027, samt 2028 og 2029 som tilsvarer to år inn i «steady state». Fremtidsregnskapet er presentert i form av fremtidsresultat, framtidbalansen og fremtidig fri kontantstrøm.

## 8.5.1 Fremtidsresultat

På grunn av usikkerheten rundt de unormale postene så er disse ikke prediktert og tatt med i fremtidsresultatet. Det vil si at nettoresultatet til egenkapitalen vil være lik det fullstendige nettoresultatet. Netto utbetalt utbytte er identifisert ved å se på differansen mellom endring i egenkapital og fullstendig nettoresultat. Fremtidsresultatet er presentert i tabell 8-20.

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Driftsinntekter	21 257 029	22 745 021	23 882 273	24 956 975	25 955 254	26 863 688	27 669 598	28 499 686	29 354 677
Netto driftsresultat	2 338 273	2 729 403	2 770 344	2 795 181	2 803 167	2 793 824	2 766 960	2 849 969	2 935 468
Netto finansinntekt	24 493	26 467	25 588	24 736	23 888	22 822	21 548	20 177	20 782
<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>2 362 766</b>	<b>2 755 870</b>	<b>2 795 932</b>	<b>2 819 917</b>	<b>2 827 055</b>	<b>2 816 646</b>	<b>2 788 508</b>	<b>2 870 145</b>	<b>2 956 250</b>
Netto rentekostnad	179 046	185 248	218 949	250 453	286 289	316 159	346 727	366 057	377 039
Netto minoritetsresultat	89 524	88 499	83 963	79 403	74 714	69 189	62 881	56 132	57 816
<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>2 094 196</b>	<b>2 482 123</b>	<b>2 493 019</b>	<b>2 490 061</b>	<b>2 466 052</b>	<b>2 431 297</b>	<b>2 378 900</b>	<b>2 447 957</b>	<b>2 521 395</b>
<b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>2 094 196</b>	<b>2 482 123</b>	<b>2 493 019</b>	<b>2 490 061</b>	<b>2 466 052</b>	<b>2 431 297</b>	<b>2 378 900</b>	<b>2 447 957</b>	<b>2 521 395</b>
Netto utbetalt utbytte	2 309 413	2 732 835	2 484 807	2 435 288	2 274 029	2 326 695	2 282 913	1 945 555	2 003 922
<b>Endring i egenkapital</b>	<b>-215 217</b>	<b>-250 712</b>	<b>8 212</b>	<b>54 773</b>	<b>192 023</b>	<b>104 602</b>	<b>95 987</b>	<b>502 402</b>	<b>517 474</b>

Tabell 8-20. Budsjettert fremtidsresultat for Lerøy Seafood Group ASA

## 8.5.2 Fremtidsbalanse

Fremtidsbalansen deles i to og viser både fremtidig sysselsatt kapital og netto driftskapital. Egenkapitalen identifiseres ved å anvende differansen mellom sysselsatte eiendeler og minoritetsinteressene kombinert med den finansielle gjelden. Tabell 8-21 viser selskapets sysselsatte kapital og tabell 8-22 viser for netto driftskapital.

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Netto driftseiendeler	20 677 292	21 323 458	22 085 818	22 969 251	23 773 175	24 486 370	25 220 961	25 977 590	26 756 918
Finansielle eiendeler	3 308 367	3 198 519	3 092 015	2 986 003	2 852 781	2 693 501	2 522 096	2 597 759	2 675 692
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>23 985 659</b>	<b>24 521 976</b>	<b>25 177 833</b>	<b>25 955 254</b>	<b>26 625 956</b>	<b>27 179 871</b>	<b>27 743 057</b>	<b>28 575 349</b>	<b>29 432 610</b>
Egenkapital majoritet	16 541 834	16 291 122	16 299 334	16 354 107	16 546 130	16 650 732	16 746 718	17 249 120	17 766 593
Minoritetsinteresser	1 033 865	980 879	927 604	872 832	808 288	734 591	655 745	675 417	695 680
Finansiell gjeld	6 409 961	7 249 976	7 950 895	8 728 315	9 271 538	9 794 548	10 340 594	10 650 812	10 970 336
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>23 985 659</b>	<b>24 521 976</b>	<b>25 177 833</b>	<b>25 955 254</b>	<b>26 625 956</b>	<b>27 179 871</b>	<b>27 743 057</b>	<b>28 575 349</b>	<b>29 432 610</b>

Tabell 8-21. Fremskrevet sysselsatt kapital for Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Netto driftseiendeler	20 677 292	21 323 458	22 085 818	22 969 251	23 773 175	24 486 370	25 220 961	25 977 590	26 756 918
Egenkapital majoritet	16 541 834	16 291 122	16 299 334	16 354 107	16 546 130	16 650 732	16 746 718	17 249 120	17 766 593
Minoritetsinteresser	1 033 865	980 879	927 604	872 832	808 288	734 591	655 745	675 417	695 680
Netto finansiell gjeld	3 101 594	4 051 457	4 858 880	5 742 313	6 418 757	7 101 047	7 818 498	8 053 053	8 294 645
<b>Netto driftskapital</b>	<b>20 677 292</b>	<b>21 323 458</b>	<b>22 085 818</b>	<b>22 969 251</b>	<b>23 773 175</b>	<b>24 486 370</b>	<b>25 220 961</b>	<b>25 977 590</b>	<b>26 756 918</b>

Tabell 8-22. Fremskrevet netto driftskapital for Lerøy Seafood Group ASA

## 8.5.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Budsjettert fremtidig fri kontantstrøm for Lerøy Seafood Group ASA er presentert under i tabell 8-23.

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Netto driftsresultat	2 338 273	2 729 403	2 770 344	2 795 181	2 803 167	2 793 824	2 766 960	2 849 969	2 935 468
Endring i netto driftseiendeler	357 614	646 165	762 361	883 433	803 924	713 195	734 591	756 629	779 328
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>1 980 659</b>	<b>2 083 237</b>	<b>2 007 983</b>	<b>1 911 748</b>	<b>1 999 244</b>	<b>2 080 628</b>	<b>2 032 369</b>	<b>2 093 340</b>	<b>2 156 140</b>
Netto finansinntekt	24 493	26 467	25 588	24 736	23 888	22 822	21 548	20 177	20 782
Endring i finansielle eiendeler	246 754	-109 848	-106 504	-106 012	-133 222	-159 280	-171 405	75 663	77 933
<b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>1 758 398</b>	<b>2 219 552</b>	<b>2 140 075</b>	<b>2 042 496</b>	<b>2 156 353</b>	<b>2 262 731</b>	<b>2 225 321</b>	<b>2 037 854</b>	<b>2 098 989</b>
Netto rentekostnad	179 046	185 248	218 949	250 453	286 289	316 159	346 727	366 057	377 039
Endring i finansiell gjeld	-77 215	840 015	700 919	777 421	543 223	523 010	546 046	310 218	319 524
Netto minoritetsresultat	89 524	88 499	83 963	79 403	74 714	69 189	62 881	56 132	57 816
Endring i minoritetsinteresser	-11 981	-52 986	-53 275	-54 773	-64 544	-73 697	-78 846	19 672	20 263
<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>1 400 631</b>	<b>2 732 835</b>	<b>2 484 807</b>	<b>2 435 288</b>	<b>2 274 029</b>	<b>2 326 695</b>	<b>2 282 913</b>	<b>1 945 555</b>	<b>2 003 922</b>

Tabell 8-23. Fremskrevet fri kontantstrøm for Lerøy Seafood Group ASA.

## 9. Fremtidskrav

I dette kapitlet skal jeg estimere fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen og til netto driftskapital. Fremtidskravet utgjør sammen med det budsjetterte regnskapet grunnlaget for å benytte ulike modeller for å beregne den fundamentale verdien til Lerøy Seafood Group ASA.

### 9.1 Fremtidig risikofri rente

Under delkapitlet 7.1 konkluderte jeg med en risikofri rente etter skatt på 1,11%. Dette nivået ble basert på det gjennomsnittlige rentenivået til norske 10-årige statsobligasjoner for analyseperioden fra 2015 til 2020. Med tanke på at styringsrenten i 2020 ble satt rekordlavt til 0 er det stor sannsynlighet for at den vil øke i fremtiden, som også vil påvirke den risikofrie renten. Norges bank presenterer fire ganger i året en pengepolitisk rapport som vurderer den finansielle stabiliteten. Den første rapporten for 2021 predikerer at styringsrenten gradvis vil gå oppover. Renten estimeres til å være på 1,36% i slutten av 2024 (Norges Bank, 2021). På bakgrunn av denne potensielle økningen samt en historisk rente som er vesentlig høyere enn dagens, vurderes den risikofrie renten til å øke i fremtiden. Dette korrelerer med tanken om at den risikofrie renten på lang sikt er tilbakevendende mot gjennomsnittet (Knivsflå, 2021k). Basert på dette vurderes den fremtidige risikofrie renten skjønnsmessig til å utgjøre 2% før skatt ved starten av budsjettperioden, som estimert med skattesatsen for 2020 på 22% tilsvarer en risikofri rente etter skatt på 1,56%. Deretter vil den bevege seg lineært mot et nivå på 3% før skatt ved budsjettthorisonen og dermed nå et nivå på 2,34% etter skatt. Denne utviklingen er basert på at den risikofrie renten bør tilsvare forventet realvekst i verdensøkonomien, som jeg også har benyttet for å estimere fremtidig vekst.

## 9.2 Markedets risikopremie

Ifølge Knivsflå (2021k) sine forelesningsnotater er dagens nivå den beste prediksjonen på den fremtidige markedsrisikopremien etter skatt. Jeg velger dermed videre å anvende markedsrisikopremien på 5% etter skatt som ble identifisert i kapittel 7.

## 9.3 Fremtidig egenkapitalbeta

I kapittel 7.1 fant vi den historiske egenkapitalbetaen til Lerøy Seafood Group ASA ved å identifisere korrelasjonen mellom de komparative selskapene sin aksjekurs mot Oslo Børs. Den ble estimert til et nivå på 0,8 som tilsier at når markedet går opp 1% så tilsvarer det at selskapet gjennomsnittlig går opp 0,8%. For å fastsette den fremtidige egenkapitalbetaen tar jeg utgangspunkt i den historiske, men justerer nok en gang for at den sannsynligvis vil bevege seg mot gjennomsnittet av bransjemarkedet i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Dette gjøres ved å vektlegge den historiske egenkapitalbetaen med 50% og aksjemarkedet sin gjennomsnittsverdi på 1 med tilsvarende 50%. Fremtidig egenkapitalbeta for Lerøy Seafood Group ASA blir dermed 0,9.

## 9.4 Fremtidig egenkapitalkrav

Egenkapitalkravet blir som nevnt i kapittel 7 estimert ved bruk av kapitalverdimodellen. Fremtidig avkastningskrav for egenkapitalen samt minoritetskravet er presentert under i tabell 9-1.

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Risikofri rente etter skatt	1,56 %	1,69 %	1,82 %	1,95 %	2,08 %	2,21 %	2,34 %	2,34 %	2,34 %
Egenkapitalbeta	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Risikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Egenkapitalkrav	6,06 %	6,19 %	6,32 %	6,45 %	6,58 %	6,71 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %
<b>Egenkapitalkrav</b>	<b>6,06 %</b>	<b>6,19 %</b>	<b>6,32 %</b>	<b>6,45 %</b>	<b>6,58 %</b>	<b>6,71 %</b>	<b>6,84 %</b>	<b>6,84 %</b>	<b>6,84 %</b>
<b>Minoritetskrav</b>	<b>6,06 %</b>	<b>6,19 %</b>	<b>6,32 %</b>	<b>6,45 %</b>	<b>6,58 %</b>	<b>6,71 %</b>	<b>6,84 %</b>	<b>6,84 %</b>	<b>6,84 %</b>

Tabell 9-1. Egenkapital – og minoritetskrav Lerøy Seafood Group ASA

## 9.5 Fremtidig krav til netto driftskapital

Kravet til netto driftskapital kan identifiseres ved å anvende formel 9-1. Netto finansielt gjeldskrav er vurdert med utgangspunkt i det historiske gjeldskravet som ble estimert i kapittel 7.2. Deretter er det oppjustert for å hensynta den fremtidige risikofrie renten estimert i kapittel 9.1, samt en økt kredittrisikopremie etter skatt som tilsvarer en syntetisk rating for en svak «A». Netto finansielt gjeldskrav for starten av budsjettperioden er presentert i tabell 9-2,

mens utviklingen er presentert i tabell 9-3. Kravet til netto driftskapital er oppsummert i tabell 9-3.

$$\text{Netto driftskrav} = \text{Krav EK} * \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Netto driftskapital}} + \text{Krav MI} * \frac{\text{Minoritetsinteresser}}{\text{Netto driftskapital}} + \text{NFGK} * \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftskapital}}$$

Formel 9-1. Netto driftskrav

Risikofri rente etter skatt ved start av budsjettperiode	1,56 %
Lang kredittrisikopremie etter skatt for A- rating	1,20 %
<b>Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b>2,76 %</b>

Tabell 9-2. Netto finansielt gjeldskrav. (KRP hentet fra forelesningsnotatene til Knivsflå, 2021h)

Lerøy Seafood Group ASA	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Egenkapitalkrav	6,06 %	6,19 %	6,32 %	6,45 %	6,58 %	6,71 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %
EK/NDK	0,80	0,76	0,74	0,71	0,70	0,68	0,66	0,66	0,66
Minoritetskrav	6,06 %	6,19 %	6,32 %	6,45 %	6,58 %	6,71 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %
MI/NDK	0,050	0,046	0,042	0,038	0,034	0,030	0,026	0,026	0,026
Netto finansielt gjeldskrav	2,76 %	2,89 %	3,02 %	3,15 %	3,28 %	3,41 %	3,54 %	3,54 %	3,54 %
NFG/NDK	0,150	0,190	0,220	0,250	0,270	0,290	0,310	0,310	0,310
<b>Netto driftskapitalkrav</b>	<b>5,57 %</b>	<b>5,56 %</b>	<b>5,59 %</b>	<b>5,63 %</b>	<b>5,69 %</b>	<b>5,75 %</b>	<b>5,82 %</b>	<b>5,82 %</b>	<b>5,82 %</b>

Tabell 9-3. Netto driftskrav for Lerøy Seafood Group ASA

## 10. Fundamental verdsettelse

Etter å ha identifisert fremtidskravene og budsjettert resultat, balanse og kontantstrømmer kan vi verdsette Lerøy Seafood Group ASAs egenkapital ved bruk av fundamental verdsettelse. Her vil jeg anvende kontantstrømmodellen og residualinntekt/superprofitt modellen. Ved utarbeidelse av modellene til verdsettelsen forutsettes det konstant vekst og horisontverdien beregnes dermed gjennom Gordons vekstformel. Vekstformelen er definert i det siste leddet av formel 10-1.

### 10.1 Fri kontantstrømmodellen

Denne modellen gir oss verdien på egenkapitalen i dag ved å estimere nåverdien av forventet fremtidig fri kontantstrøm til egenkapital, som diskonteres med kravet til egenkapitalen. Ved konstant vekst kan verdien (VEK) beregnes etter formel 10-1 (Knivsflå, 2021h).

<i>FKE = Fri kontantstrøm til egenkapital</i>
<i>ekk = Egenkapitalkrav</i>
<i>ekv = Egenkapitalvekst i steady state</i>

$$VEK = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \dots (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \dots (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

### Formel 10-1. Fri kontantstrømmodell

Budsjettperioden strekker seg som tidligere nevnt fra 2021 til siste året 2027 som tilsvarer «T» i formelen. «T+1» vil dermed være 2028 og selskapet vil fra og med her gå inn i «steady state». Diskonteringsfaktoren er egenkapitalkravet som ble identifisert i tabell 9-1.

Horisontverdien estimeres ved å dele fri kontantstrøm til egenkapital for første år i «steady state» på egenkapitalkravet for det siste budsjettåret minus den «evige veksten» til egenkapitalen. Nivået til denne veksten er basert på Knivsflås (2021i) sitt forsiktige estimat på 3% for langsiktig vekst i verdensøkonomien. Man kan se i tabell 8-23 at den frie kontantstrømmen til egenkapitalen øker med dette nivået i «steady state» fra 2028 til 2029. Basert på dette er verdien til egenkapitalen estimert i tabell 10-1 og man kan se verdien per aksje per 31.12.2020 er på 74,32 NOK. Alle tall i tabellen er i 1 000 NOK bortsett fra selve aksjeprisen.

Fri kontantstrømmodell	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Fri kontantstrøm til EK	1 400 631	2 732 835	2 484 807	2 435 288	2 274 029	2 326 695	2 282 913	1 945 555	2 003 922
Diskonteringsfaktor	1,061	1,128	1,202	1,284	1,375	1,476	1,589		
Nåverdi frem til budsjetthorisont	12 374 228	1 320 602	2 423 518	2 067 511	1 896 565	1 653 551	1 575 828	1 436 654	
Horisontverdi								31 884 172	
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>44 258 400</b>								
Utestående aksjer per 31.12.2020	595 476								
<b>Verdi per aksje</b>	<b>74,32</b>								

Tabell 10-1. Estimert verdi Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020 ved bruk av fri kontantstrømmodell

## 10.2 Residualinntekt/superprofittmetoden

Residualinntekt er en verdivurderingsmodell som forsøker å ta hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen. Verdien beregnes som den investerte kapitalen samt nåverdien av avkastningen den samme kapitalen genererer i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 42). Modellen tar hensyn til alternativkostnaden for den investerte kapitalen ved å anvende en superprofitt i beregningen der meravkastningen som følger kapitalen reduseres med alternativkostnaden. Verdien av egenkapitalen beregnes ved å ta balanseført verdi av egenkapitalen i dag pluss nåverdien av den forventede fremtidige superprofitten til egenkapitalen. Metoden uttrykkes i formel 10-2 (Knivsflås, 2021i), der «SPE» er superprofitten til egenkapitalen.

$$SPE = \text{Netto driftsresultat til EK} - \text{egenkapitalkrav} * \text{inngående balanse EK}$$

$$VEK = EK = \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) \dots (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \dots (1 + ekk_T)} * (ek - ekv)$$

Formel 10-2. Residualinntekt/superprofittmetoden

Residualinntekt/superprofitt	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	
Balanseført egenkapital	16 757 051	16 541 834	16 291 122	16 299 334	16 354 107	16 546 130	16 650 732	16 746 718	17 249 120	17 766 593
Netto driftsresultat til EK	2 094 196	2 482 123	2 493 019	2 490 061	2 466 052	2 431 297	2 378 900	2 447 957	2 521 395	
Kapitalkostnad	1 002 435	1 008 420	1 030 118	1 054 840	1 088 735	1 117 264	1 145 476	1 179 840		
Egenkapitalkrav	6,06 %	6,19 %	6,32 %	6,45 %	6,58 %	6,71 %	6,84 %	6,84 %		
Superprofitt	1 091 761	1 473 702	1 462 901	1 435 221	1 377 317	1 314 033	1 233 424	1 268 117		
Diskonteringsfaktor	1,061	1,128	1,202	1,284	1,375	1,476	1,589			
Nåverdi	7 338 915	1 029 380	1 306 901	1 217 223	1 117 728	1 001 510	889 970	776 203		
Horisontverdi	20 782 169								20 782 169	
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>44 878 135</b>									
Utestående aksjer per 31.12.2020	595 476									
<b>Verdi per aksje</b>	<b>75,37</b>									

Tabell 10-2. Estimert verdi Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020 ved bruk av residualinntekt/superprofitt metoden.

Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 44) skal fri kontantstrømmodellen og residualinntekt/superprofitt metoden gi det samme verdiesimatet. Vi kan se fra tabell 10-1 og 10-2 at det er en liten differanse mellom verdiesimatene, som sannsynligvis stammer fra avrundinger eller feil i grunnlaget. Etter omfattende feilsøking ble det ikke klart hva dette skyldtes, men på grunn av at differansen er så liten velger jeg å løse dette ved å bruke gjennomsnittsverdien. Oppsummert ser vi at verdsettelsen gjennom disse to egenkapitalmetodene gir oss en estimert aksjepris per 31.12.2020 på 74,84 NOK.

### 10.3 Netto driftskapitalmetoden

Et alternativ til å verdsette direkte til egenkapital er å estimere den residualt ved å trekke fra gjeld og minoritetsinteresser. Ved bruk av selskapskapitalmetoden kan man anvende to forskjellige mål, enten netto driftskapital eller sysselsatt kapital. Med tanke på at beregningene som er gjort til nå har hatt mest fokus på drift og netto driftskapital, velger jeg å benytte meg av netto driftskapitalmetoden.

### 10.4 Netto driftskapitalmetoden - kontantstrømmodellen

Kontantstrømmodellen for netto driftskapital har en relativ lik fremgangsmåte som for egenkapitalen. Forskjellen er at vi bruker tall for netto driftskapital, samt i tillegg må identifisere verdien av minoritetsinteressene for å trekke dette ut fra verdiesimatet. Verdien



av minoritetsinteressene presenteres i tabell 10-3 og blir estimert med følgende formel: (Knivsflå, 2021m).

<b>VMI</b> = Verdi av minoritetsinteresser	<b>mik</b> = minoritetskrav
<b>FKMI</b> = Fri kontantstrøm til minoritet	<b>miv</b> = minoritetsvekst i steady state

$$VMI_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKMI_t}{(1 + mik_1) \dots (1 + mik_t)} + \frac{FKMI_{T+1}}{(1 + mik_1) \dots (1 + mik_T) * (mik - miv)}$$

Formel 10-3. Verdi av minoritetsinteresser.

Fri kontantstrøm til minoritet	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Netto minoritetsresultat	89 524	88 499	83 963	79 403	74 714	69 189	62 881	56 132	57 816
Endring i minoritetsinteresser	-11 981	-52 986	-53 275	-54 773	-64 544	-73 697	-78 846	19 672	20 263
Fri kontantstrøm til minoritet	101 506	141 484	137 238	134 176	139 258	142 886	141 727	36 459	37 553
Diskonteringsfaktor	1,0606	1,1276	1,2018	1,2841	1,3752	1,4765	1,5890		
Nåverdi frem til budsjetthorisont	727 086	95 706	125 470	114 190	104 494	101 261	96 774	89 190	
Horisontverdi	597 505							597 505	
<b>Verdi av minoritet</b>	<b>1 324 591</b>								

Tabell 10-3. Verdi av minoritet

Verdien til driftskapitalen blir beregnet ved samme formel som ble brukt for å estimere egenkapitalverdien, bortsett fra at tallgrunnet og kravet som brukes er relatert til driftskapitalen. Diskonteringsfaktoren er driftskapitalkravet som ble identifisert i tabell 9-3. Beregningen er utarbeidet i tabell 10-4.

Fri kontantstrømmodell	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Fri kontantstrøm til netto driftskapital	1 980 659	2 083 237	2 007 983	1 911 748	1 999 244	2 080 628	2 032 369	2 093 340	2 156 140
Diskonteringsfaktor	1,056	1,114	1,177	1,245	1,319	1,399	1,486		
Nåverdi frem til budsjetthorisont	11 358 655	1 876 246	1 869 456	1 705 463	1 516 061	1 487 436	1 368 089		
Horisontverdi	50 022 428							50 022 428	
Verdi av minoritet	1 324 591								
Netto finansiell gjeld	3 425 563								
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>56 630 929</b>								
Utestående aksjer per 31.12.2020	595 476								
<b>Verdi per aksje</b>	<b>95,10</b>								

Tabell 10-4. Estimert verdi Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020 ved bruk av fri kontantstrømmodellen for driftskapital.

## 10.5 Netto driftskapitalmetoden – residualinntekt/superprofitt

Superprofittmodellen ved bruk av driftskapitalen er også tilnærmet lik beregningen som ble anvendt for å estimere egenkapitalen gjennom superprofitt. Forskjellen her er at etter utarbeidelse av nåverdien og horisontverdien til driftskapitalen må netto finansiell gjeld og minoritetsverdien trekkes ut for å identifisere egenkapitalverdien. Verdien på minoritetsinteresse blir den samme som estimert i tabell 10-3. Egenkapitalverdien til Lerøy

Seafood Group ASA estimert ved superprofittmodellen gjennom driftskapitalen er presentert i tabell 10-5. Tabellen viser oss at også her er det en liten differanse mellom verdiestimatet fra fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen, som det i utgangspunktet ikke skal være. Jeg løser dette på samme måte som for egenkapitalmetoden ved å anvende gjennomsnittet av de to modellene videre. Vi kan se at verdsettelsen utarbeidet gjennom de to driftskapitalmetodene resulterer i en estimert aksjepris per 31.12.2020 på 94,81 NOK.

Residualinntekt/superprofitt		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Balanseført netto driftskapital	21 058 333	20 677 292	21 323 458	22 085 818	22 969 251	23 773 175	24 486 370	25 220 961	25 977 590	26 756 918
Netto driftsresultat		2 338 273	2 729 403	2 770 344	2 795 181	2 803 167	2 793 824	2 766 960	2 849 969	2 935 468
Kapitalkostnad		1 150 691	1 186 224	1 235 481	1 292 020	1 352 456	1 408 701	1 467 103	1 511 116	
Netto driftskrav		0,0557	0,0556	0,0559	0,0563	0,0569	0,0575	0,0582	0,0582	
Superprofitt		1 187 582	1 543 179	1 534 863	1 503 161	1 450 711	1 385 123	1 299 857	1 338 852	
Diskonteringsfaktor		1,056	1,114	1,177	1,245	1,319	1,399	1,486		
Nåverdi	7 986 380	1 124 977	1 384 818	1 303 623	1 207 643	1 100 100	990 221	874 998		
Horisontverdi	31 993 200								31 993 200	
Verdi av minoritet	1 324 591									
Netto finansiell gjeld	3 425 563									
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>56 287 759</b>									
Utestående aksjer per 31.12.2020	595 476									
<b>Verdi per aksje</b>	<b>94,53</b>									

Tabell 10-5. Estimert verdi Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020 ved bruk av superprofittmodellen for driftskapital.

## 10.6 Oppsummering av den fundamentale verdsettelsen

Etter å ha utarbeidet en verdsettelse ved bruk av fri kontantstrømmodell og superprofittmetoden for både egenkapitalen og driftskapitalen kan vi nå sammenligne resultatene. Tabell 10-6 presenterer estimert aksjepris for Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020. Man kan se en vesentlig forskjell i estimatet ved bruk av metodene. Dette skyldes i stor grad at det estimerte driftskapitalkravet er lavere enn egenkapitalkravet som påvirker horisontverdien. Den estimerte aksjeprisen blir fastsatt ved å ta gjennomsnittet fra de to teknikkene. Aksjeprisen tilsier at selskapet er undervurdert siden den reelle aksjeprisen på dette tidspunktet er 60,56. Vi skal videre utføre en sensitivitetsanalyse for å belyse hvor stor effekt en endring i de mest vesentlige driverne har på estimatet.

Estimert aksjepris egenkapitalmetoden	74,84
Estimert aksjepris driftskapitalmetoden	94,81
<b>Estimert aksjepris fundamental verdsettelse per 31.12.2020</b>	<b>84,83</b>

Tabell 10-6. Estimert aksjepris per 31.12.2020 for Lerøy Seafood Group ASA

## 10.7 Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet som ble identifisert gjennom den fundamentale analysen er et punkttestimat. Dette vil si at verdien er basert på forventet utvikling til budsjettdriverne og fremtidskravet,

men siden denne utviklingen er usikker vil verdierestimatet ha en fordeling rundt dette punktet (Knivsflå, 2021n). Selv om fremtidsbudsjettet og fremtidskravene er beregnet etter beste evne ved bruk av strategisk regnskapsanalyse, vil det være knyttet stor usikkerhet til beregningene. For å identifisere hvor sensitiv den fundamentale verddivurderingen er for endringer skal jeg utarbeide en enkel sensitivitetsanalyse. Her vil jeg gå nærmere inn på de tre viktige budsjettdriverne; driftsinntekter, omløpshastigheten til netto driftseiendeler og driftsmargin. På grunn av at investorer kan ha et ulikt syn på forholdet mellom risiko og avkastning, samt at avkastningskravene som er brukt er estimert etter skjønn vil jeg også se på sensitiviteten til verdierestimatet i forbindelse med egenkapital – og driftskapitalkravet.

Selve analysen er utarbeidet ved å endre veksten til budsjettdriverne i Excel-modellen som er anvendt for å estimere verdien gjennom fri kontantstrøm og superprofittmodellen. Aksjeprisen blir beregnet ved at hver driver endres fra -4 til +4 prosentpoeng, mens de andre driverne holdes konstant. Dette blir gjort for fri kontantstrømmodellen til egenkapital og superprofittmodellen til driftskapital og deretter beregnes den gjennomsnittlige endringen. Veksten blir endret for hele budsjettperioden samt budsjettthorisonen som vil si at både nåverdien og horisontverdien vil bli påvirket. Endringen er basert på avviket mellom verdien ved testet vekst mot verdien som er estimert i den utførte verdsettelsen.

### 10.7.1 Omløpshastighet til netto driftseiendeler

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler blir brukt til å budsjettere driveren netto driftseiendeler i fremtidsregnskapet. Den vurderes sammen med driftsinntektene og driftsmarginen til å være vesentlig for selskapets verdierestimat. Tabell 10-7 viser oss at omløpshastigheten påvirker verdien per aksje i liten grad. Hvis den reduseres med fire prosentpoeng over hele perioden vil det resultere i en verdi som er tilnærmet 3% lavere enn det originale estimatet. Ved samme endring i motsatt retning vil det påvirke verdien noe mindre, her vil en 4% økning i omløpshastigheten føre til en 2,3% økning i verdi.

Endring <b>ONDE</b>	-4,0 %	-3,0 %	-2,0 %	-1,0 %	-0,5 %	<b>0,0 %</b>	0,5 %	1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %
Verdi per aksje	82,45	83,03	83,60	84,16	84,44	<b>84,83</b>	84,99	85,25	85,79	86,31	86,82
Endring fra originalt estimat	-2,81 %	-2,12 %	-1,45 %	-0,79 %	-0,46 %	<b>0,00 %</b>	0,18 %	0,50 %	1,13 %	1,74 %	2,35 %

Tabell 10-7. Sensitivitetsanalyse omløpshastighet netto driftseiendeler.

### 10.7.2 Driftsinntekter

Veksten til driftsinntektene ble vurdert i kapittel 8.4. Her konkluderte jeg med at Lerøy Seafood Group ASA mest sannsynlig vil oppnå en relativ høy vekst i 2021 og 2022 i forhold

til den tidsvektede økningen for analyseperioden. Grunnen til dette er en predikert økt laksepris samtidig som at selskapet selv forventer en økning i lakseproduksjonen på hele 12% fra 2020 til 2021. En forventet stabil etterspørsel samt vekst i produksjonsvolum sammen med potensiell fremgang i effektiviteten rundt hvitfisk-segmentet veide mot en vekst over verdensøkonomien på mellomlang sikt frem til veksten stabiliserer seg rundt predikert fremtidsnivå for verdensøkonomien på 3%. Virksomheten opererer som tidligere nevnt i en syklisk bransje og det er derfor utfordrende å konstatere en fremtidig vekst. Tabell 10-8 viser endringen i aksjeprisen dersom veksten til driftsinntektene blir annerledes enn predikert.

Endring driftsinntekter	-4,0 %	-3,0 %	-2,0 %	-1,0 %	-0,5 %	<b>0,0 %</b>	0,5 %	1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %
Verdi per aksje	55,46	62,08	69,14	76,68	80,63	<b>84,83</b>	88,93	93,28	102,40	112,11	122,44
Endring fra originalt estimat	-34,63 %	-26,82 %	-18,49 %	-9,61 %	-4,95 %	<b>0,00 %</b>	4,83 %	9,96 %	20,71 %	32,16 %	44,34 %

Tabell 10-8. Sensitivitetsanalyse driftsinntekter

Vi kan se at en endring i veksten til driftsinntektene gjennom budsjettperioden og budsjettthorizonten har stor innvirkning på selskapets verdi. En endring på 1% tilsvarer en endring i aksjeprisen på nesten 10%.

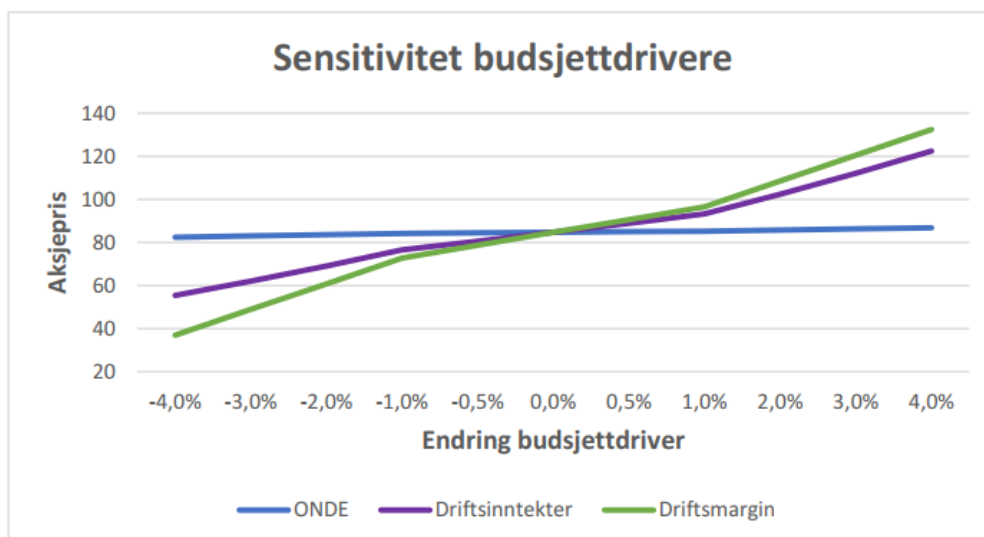
### 10.7.3 Driftsmargin

Driftsmarginen er en budsjettdriver som direkte påvirker størrelsen til netto driftsresultatet og nivået til driveren vil derfor naturligvis ha en stor innvirkning på verdiestimatet. Tabell 10-9 viser hvor sensitiv verdsettelsen er for endringer i driftsmargin. Vi kan se at dette er den driveren som påvirker verdiestimatet i størst grad, der en reduksjon på 1% resulterer i en aksjepris som er ca 14% lavere enn originalt estimat. Dette tilsier at Lerøy Seafood Group ASA er svært sensitiv for lavere laksepriser og større uttakskostnader som kan oppstå ved økte førkostnader eller andre faktorer som påvirker produksjonseffektiviteten.

Endring driftsmargin	-4,0 %	-3,0 %	-2,0 %	-1,0 %	-0,5 %	<b>0,0 %</b>	0,5 %	1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %
Verdi per aksje	37,00	48,93	60,86	72,79	78,75	<b>84,83</b>	90,68	96,64	108,57	120,50	132,42
Endring fra originalt estimat	-56,38 %	-42,32 %	-28,26 %	-14,20 %	-7,17 %	<b>0,00 %</b>	6,89 %	13,92 %	27,98 %	42,04 %	56,10 %

Tabell 10-9. Sensitivitetsanalyse driftsmargin

Sensitiviteten til alle tre budsjettdriverne er oppsummert visuelt i figur 10-1 der man kan se hvor stor påvirkning en reduksjon og økning hver driver har på verdiestimatet.



Figur 10-1. Oppsummering av sensitiviteten til verdiestimatet ved endring av; omløpshastigheten til netto driftseiendeler, driftsinntekter og driftsmargin.

#### 10.7.4 Endring i avkastningskrav

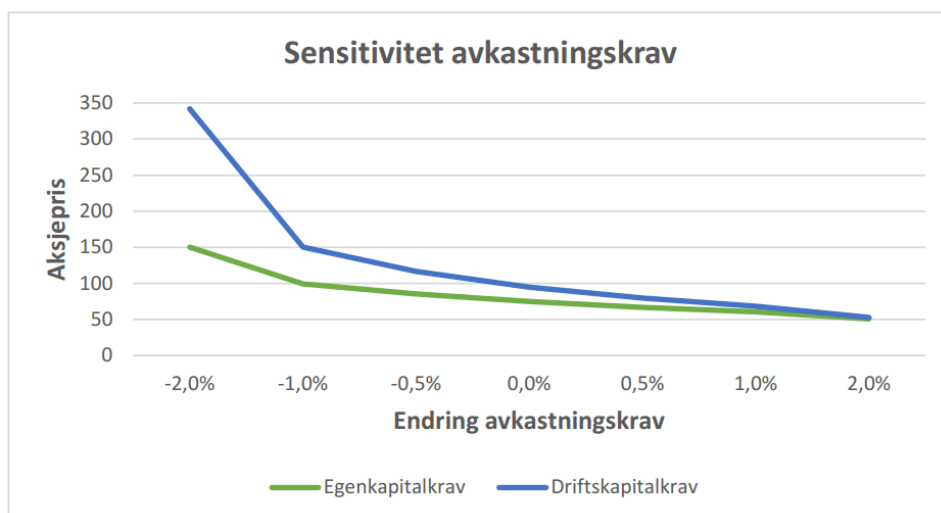
Fremtidskravet til egenkapitalen og driftskapitalen ble vurdert i kapittel 10 og havnet på henholdsvis 6,06% og 5,57% ved starten av budsjettperioden og beveger seg til 6,84% og 5,82% når selskapet når «steady state». Disse nivåene er i vesentlig grad basert på antakelser og vurderinger etter skjønn utført med grunnlag i teori. Det er derfor knyttet stor usikkerhet til estimeringen og som følge av dette blir det naturlig å se på sensitiviteten til verdiestimatet i forhold til kravene. Endringen på aksjeprisen til Lerøy Seafood Group ASA ved endring av avkastningskravene er presentert under i tabell 10-10 og 10-11.

Endring <b>egenkapitalskrav</b>	-2,0 %	-1,0 %	-0,5 %	<b>0,0 %</b>	0,5 %	1,0 %	2,0 %
Verdi per aksje	150,15	99,31	85,26	<b>74,84</b>	66,81	60,42	50,88
Endring fra originalt estimat	100,62 %	32,68 %	13,91 %	<b>0,00 %</b>	-10,73 %	-19,27 %	-32,02 %

Tabell 10-10. Sensitivitetsanalyse egenkapitalkrav

Endring <b>driftskapitalkrav</b>	-2,0 %	-1,0 %	-0,5 %	<b>0,0 %</b>	0,5 %	1,0 %	2,0 %
Verdi per aksje	341,96	150,41	116,62	<b>94,81</b>	79,58	68,33	52,82
Endring fra originalt estimat	260,67 %	58,63 %	23,00 %	<b>0,00 %</b>	-16,07 %	-27,94 %	-44,29 %

Tabell 10-11. Sensitivitetsanalyse driftskapitalkrav



Figur 10-2. Oppsummering av sensitiviteten til verdiestimatet ved endring av avkastningskrav

Diagrammet presentert i figur 10-2 viser oss at verdiestimatet er særdeles sensitivt for endringer i avkastningskravene. Vi ser at en reduksjon i kravene fører til størst endring for driftskapitalen. Deler av dette kan mest sannsynlig forklares ved at prisen øker tilnærmet eksponentielt og driftskapitalkravet er lavere enn egenkapitalkravet i punkt 0. Majoriteten av økningen i aksjeprisen kommer som følge av en horisontverdi som stiger voldsomt ved reduksjon i kravet.

Endringen er mye større når kravet går ned, mens den er mer stabil ved økning av kravet. Både egenkapitalkravet og driftskapitalkravet som jeg anvendte ved verdsettelsen ligger på et relativt lavt nivå. Jeg ser det derfor som mest sannsynlig at avkastningskravet er estimert for lavt enn motsatt.

## 11. Komparativ verdsettelse

Sensitivitetsanalysen belyste at verdiestimatet er svært sensitivt for endringer i både avkastningskravet og veksten til budsjettdriverne. Derfor suppleres verddivurderingen med en markedsbasert tilnærming i tillegg. Denne tilnærmingen estimerer verdien basert på hva sammenlignbare selskaper omsettes for i markedet. Metoden er relativ enkel å utføre og brukes derfor mye i praksis, men gir grove estimater. Selve verddivurderingen utføres ved å sammenligne multipler slik som for eksempel omsetning, resultat og eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221).

I motsetning til den fundamentale verdsettelsen estimeres nåverdien gjennom den markedsbaserte tilnærmingen indirekte ved at man tar utgangspunkt i prisingen på andre

selskap. Derav forutsetter vi at markedet allerede har estimert en verdi på fremtidig kontantstrøm og at det samme forholdet mellom verdi og faktoren vi ser på gjelder for selskapet man verdsetter (Kaldestad & Møller, 2016).

For å utføre en multippelvurdering ved best mulig måte bør man normalisere tallene man anvender. I kapittel 4 omgrupperte vi resultatet, balansen og kontantstrømmene til Lerøy Seafood Group ASA og de komparative selskapene til en mer investorvennlig oppstilling. Dette ble gjort for å danne et sterkere fokus på kildene som bidrar til normal inntjening, verdiskapning og utdeling. Tallmaterialet som videre vil anvendes i den komparative verdsettelsen vil derfor hentes fra det omgrupperte regnskapet. Da får vi også et mer konsistent tallgrunnlag for aktørene som er en viktig faktor man bør strebe etter når man skal utføre en komparativ verdsettelse. Alle tall som videre presenteres gjelder for 31.12.2020.

Selskapene man sammenligner multiplene mot bør være likest mulig i forhold til størrelse, vekstmuligheter og strategi. Jeg har tidligere i kapittel 2 begrunnet hvorfor valget falt på Mowi, Salmar og Grieg Seafood. Multiplene jeg har valgt å bruke er; P/B, P/E, EV/Sales og EV/EBIT som videre skal forklares og beregnes. På grunn av at valget for bransjeutvalg ble utført tidlig i oppgaven og dermed før jeg startet på den komparative verdsettelsen reduseres effekten av en ulempe som ofte kan oppstå ved denne metoden. Den er i utgangspunktet enkel å misbruke i form av at man for eksempel kan påvirke verdien ved å kun velge høyt prisede sammenlignbare selskaper, slik at bedriften som verdsettes dermed oppnår en høyere verdi.

Jeg vil i utgangspunktet anvende et ujustert gjennomsnitt samt medianen til de komparative selskapene sine multipler for å identifisere multippelnivået som skal anvendes ved beregning av Lerøy Seafood Group ASAs verdiestimat. Grunnen til dette er at et ujustert gjennomsnitt er en god løsning dersom man ønsker å benytte bransjestørrelser (Kaldestad & Møller, 2016). Ved ekstreme avvik velger jeg likevel å justere eller utelate et selskap fra gjennomsnittet for å redusere effekten av ekstremverdier som ikke er normale over tid.

## **11.1 Pris/Bok**

Pris/Bok er en balanseorientert multiplenummer som er markedsverdien av egenkapital dividert på bokført verdi av egenkapital. Fordelen med denne multippelen er at den er enkel å bruke og kan gi en indikasjon på selskapets evne til å skape verdier. En høy ratio for denne multippelen tilsier at markedet forventer at selskapet er i stand til å skape merverdier på selskapets eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016). En ulempe er at den ikke hensyntar regnskapsmessige effekter som for eksempel ulik avskrivningsprofil hos de sammenlignbare virksomhetene.

Beregningen er utført under i tabell 11-1. Vi kan se at Lerøy Seafood Group ASA har den laveste ratioen og estimert aksjepris vil dermed oppjusteres ved å anvende snittmutippelen til de sammenlignbare selskapene. Salmar har et utpreget høyt forhold mellom markedsverdi og bokført verdi. Dette kan for eksempel bety at markedet forventer at selskapet har en bedre evne til å skape merverdier enn resterende aktører. Det kan også tilsi at enten Salmar sin verdi er overvurdert eller Lerøy Seafood Group ASA sin verdi er undervurdert.

Pris/Bok	Lerøy	Salmar	Mowi	Grieg	Gjennomsnitt	Median	Snitt
Aksjekurs 30.12.2020	60,56	503,60	191,00	85,00			
Antall aksjer per 31.12.2020	595 774	113 300	517 111	113 447			
Markedsverdi EK	36 080 054	57 057 879	98 768 218	9 642 999			
Bokført EK	17 632 769	10 986 902	28 940 956	4 370 918			
Pris/Bok	2,046	5,193	3,413	2,206	3,215	2,809	3,012
Markedsverdi EK ved multipl	53 110 387						
<b>Aksjekurs</b>	<b>89,15</b>						

Tabell 11-1. Estimert aksjekurs per 31.12.2020 ved bruk av Pris/Bok

## 11.2 Pris/Resultat etter skatt

Pris/Resultat etter skatt er en resultatorientert multipl som ser på forholdet mellom selskapets markedsverdi og resultat etter skatt. Dette er en svært populær multipl på grunn av enkelheten rundt utarbeidelse. Den kan gi et bra bilde på kontantstrømmen til egenkapitalen for selskaper som har nådd en stabil vekstfase. Lerøy Seafood Group ASA og de sammenlignbare selskapene har som tidligere nevnt hatt en rimelig stabil produksjon gjennom analyseperioden, som vil tilsi at denne metoden i utgangspunktet bør gi et relativt riktig bilde på verdien til selskapene. Resultatene til alle virksomhetene i utvalget bortsett fra Salmar har blitt betydelig redusert fra 2019 til 2020 som konsekvens av et år preget av covid-pandemien. Dette vil sannsynligvis påvirke nivået til multipl. Aksjekursen har til en viss grad fulgt denne utviklingen. Jeg har valgt å holde forholdet til Grieg Seafood utenfor beregningen på grunn av et ekstremt lavt resultat i 2020 i forhold til resten av analyseperioden som fører til en meget høy pris/resultat etter skatt. Anvendt nettoresultat er før unormale poster. Aksjekurs basert på denne multipl er presentert i tabell 11-2.

Pris/Resultat etter skatt	Lerøy	Salmar	Mowi	Grieg	Gjennomsnitt	Median	Snitt
Markedsverdi EK	36 080 054	57 057 879	98 768 218	9 642 999			
Nettoresultat EK	1 487 352	2 144 437	2 159 733	57 037			
Pris/Resultat etter skatt	24,258	26,607	45,732	169,064	32,199	26,607	29,403
Markedsverdi EK ved multipl	43 732 891						
Antall aksjer per 31.12.2020	595 774						
<b>Aksjekurs</b>	<b>73,41</b>						

Tabell 11-2. Estimert aksjekurs per 31.12.2020 ved bruk av Pris/Resultat etter skatt



### 11.3 Enterprise Value/Driftsinntekter

Ulempen ved å anvende EV/Sales er at man får en veldig grov sammenligning. Den forutsetter implisitt at selskapene som sammenlignes har samme margin. Dette vil si at den fungerer dårlig for en bransje der aktørene har vesentlig forskjell i fortjenesten man oppnår på produktene. Dette gjelder ikke i stor grad for havbruksnæringen der bransjeutvalget oppnår store deler av sine driftsinntekter gjennom salg av laks som i hovedsak blir solgt i forhold til markedspris. På grunn av at metoden gir et grovt estimat, anbefaler Kaldestad & Møller (2016) kun å benytte den sammen med andre multipler. Estimater er utarbeidet i tabell 11-3. Vi ser at også her har Lerøy Seafood Group ASA lavest nivå på multiplene og vil dermed oppnå en oppjustert aksjekurs når driftsinntektene blir multiplisert med den estimerte snittmultiplene. Når vi anvender multipler som ser på forholdet til Enterprise Value må vi trekke fra netto rentebærende gjeld fra den estimerte verdien for å finne verdien på egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016).

Enterprise value/Driftsinntekter	Lerøy	Salmar	Mowi	Grieg	Gjennomsnitt	Median	Snitt
Markedsverdi EK	36 080 054	57 057 879	98 768 218	9 642 999			
Netto finansiell gjeld	3 425 563	5 735 091	15 336 895	2 443 420			
Enterprise value	39 505 617	62 792 970	114 105 114	12 086 419			
Driftsinntekter	19 959 652	12 856 778	40 011 797	4 384 357			
EV/DI	1,979	4,884	2,852	2,757	3,118	2,804	2,961
Markedsverdi EK ved multiplene	55 676 994						
Antall aksjer per 31.12.2020	595 774						
Aksjekurs	93,45						

Tabell 11-3. Estimert aksjekurs per 31.12.2020 ved bruk av Enterprise Value/Driftsinntekter

### 11.4 Enterprise Value/EBIT

Denne multiplene beregnes ved å se på forholdet mellom Enterprise Value og «Earnings before interest and tax» som tilsvarer selskapets driftsresultat. Fordelen er at sammenligner virksomhetenes underliggende drift, samt til en viss grad hensyntar investeringsbehovet ved å inkludere avskrivninger. Ulik regnskapspraksis kan slå inn ved beregning av denne multiplene i form av at hvis for eksempel avskrivninger behandles annerledes fra selskap til selskap. Grunnlaget for EBIT hentes fra det omgrupperte resultatregnskapet for hver av bedriftene i bransjeutvalget og tilsvarer linjen «driftsresultat fra egen virksomhet». Beregningen av aksjekursen er presentert i tabell 11-4. Her ser vi at problemstillingen rundt Grieg Seafood sitt svake resultat i 2020 igjen fører til et høyt nivå. Den er ikke like ekstrem som for resultat etter skatt og jeg velger derfor å beholde den for å opprettholde utvalget.

Enterprise Value/EBIT	Lerøy	Salmar	Mowi	Grieg	Gjennomsnitt	Median	Snitt
Markedsverdi EK	36 080 054	57 057 879	98 768 218	9 642 999			
Netto finansiell gjeld	3 425 563	5 735 091	15 336 895	2 443 420			
Enterprise value	39 505 617	62 792 970	114 105 114	12 086 419			
EBIT	1 944 637	2 983 058	3 404 894	205 806			
EV/EBIT	20,315	21,050	33,512	58,727	<b>33,401</b>	<b>27,281</b>	<b>30,341</b>
Markedsverdi EK ved multipl	55 576 732						
Antall aksjer per 31.12.2020	595 774						
<b>Aksjekurs</b>	<b>93,28</b>						

Tabell 11-4. Estimert aksjekurs per 31.12.2020 ved bruk av Enterprise Value/EBIT

Etter å ha utført beregninger ved fire forskjellige metoder kan vi bruke resultatene til å utarbeide et ferdig verdiestimat basert på den komparative verdsettelsen. Dette identifiseres som gjennomsnittet av aksjekursene presentert for hver multipl og er oppsummert i tabell 11-5.

Verdiestimat	P/B	P/E	EV/DI	EV/EBIT	Gjennomsnitt
<b>Aksjekurs per 31.12.2020</b>	89,15	73,41	93,45	93,28	<b>87,32</b>

Tabell 11-5. Estimert aksjekurs per 31.12.2020 gjennom komparativ verdsettelsesmetode.

Den komparative verdsettelsen gir oss dermed en estimert aksjekurs på 87,32 per 31.12.2020. Verdien er veldig nærme verdien på 85,40 som ble estimert gjennom den fundamentale analysen og forsvarer dermed dette estimatet. Aksjeprisen for Lerøy Seafood Group ASA var 60,56 per 31.12.2020 som betyr at verdsettelsen tilsier at den er undervurdert.

Modellen har en del begrensninger som bør hensyntas når vi skal forholde oss til estimatet. Tallgrunnlaget til vurderingen er kun basert på historiske tall i motsetning til den fundamentale verdsettelsen der man predikerer og fremskriver budsjettregnskap. Den er også en relativt enkel som fører til en viss risiko rundt at man ignorerer betydningsfull informasjon. Metoden er veldig avhengig av sammenlignbare selskaper som har mye til felles med selskapet man verdsetter. Dette er ofte en utfordring på grunn av at bedriftene som regel har flere ulikheter der størrelse og drivssegmentene er av vesentlig betydning. I Lerøy Seafood Group ASA sitt tilfelle er Salmar et veldig godt sammenligningsgrunnlag basert på størrelse, men der Lerøy Seafood Group ASA er delvis diversifisert ved hvitfisk-segmentet fokuserer Salmar i sin helhet på laks. Mowi skiller seg ut fra bransjeutvalget ved å ha driftsinntekter som er større enn resten av bransjeutvalget til sammen. Både Mowi og Grieg Seafood skiller seg også noe fra Lerøy Seafood Group ASA ved å ha større deler av produksjonen utenfor Norge.

Selv om vi må ta hensyn til disse faktorene gir estimatet oss en god pekepinn på hvordan selskapet er priset i forhold til andre aktører i bransjen. Den gir oss også et sammenligningsgrunnlag for verdien estimert gjennom fundamental analyse. Basert på funnene gjennom den fundamentale og komparative verdsettelsen vil jeg i det neste kapitlet presentere et ferdig estimat.

## **12. Oppsummering og handlingsstrategi**

Målsettingen til denne utredningen var å estimere Lerøy Seafood Group ASAs aksjepris per 31.12.2020. Oppgaven bygger på en fundamental verdsettelse som er supplert med en komparativ verdivurdering. I dette kapitlet vil jeg presentere en kort oppsummering av oppgaven og til slutt foreslå en handlingsstrategi basert på identifisert verdiestimat.

### **12.1 Oppsummering**

Gjennom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden utførte jeg i kapittel 10 en fundamental analyse der estimert aksjekurs for Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020 endte på 84,83 NOK. For å sjekke i hvor stor grad endringer i relevante budsjett drivere påvirket det ferdige estimatet utførte jeg deretter en kort sensitivitetsanalyse. Denne analysen tilsier at verdien er svært sensitiv for endringer i veksten til driftsinntekter og driftsmargin. Endringer i nivået til avkastningskravene vil også påvirke verdiestimatet i vesentlig grad. Dette er alle faktorer som er fastsatt gjennom oppgaven etter beste evne, men er basert på antakelser om fremtiden og bidrar til usikkerhet rundt den estimerte verdien. For å finne et rimelig sammenligningsgrunnlag utarbeidet jeg dermed også en komparativ verdsettelse gjennom multiplikatormodellen. Deretter ble verdien estimert ved bruk av fire kjente multipler. Estimert aksjekurs per 31.12.2020 gjennom den komparative verdsettelsesteknikken endte opp på 87,32 NOK.

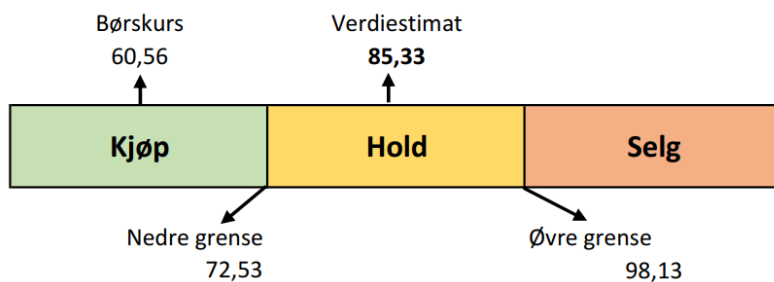
For å sette et endelig verdiestimat må vi til slutt foreta en vekting av resultatet fra den fundamentale og den komparative verdsettelsen. På grunn av at den førstnevnte metoden er grundigere og anvender både kvalitativ og kvantitativ informasjon vil denne vektes tyngst. Metoden har dog sine svakheter i form av at den er preget av subjektive antakelser og vurderinger. Ved valg av verdsettelsesteknikk i kapittel 3.4 nevnte jeg at det er fornuftig å anvende flere tilnærminger når man utfører en verdsettelse, jeg velger derfor skjønnsmessig å vekte den komparative verdsettelsen med 20% og dermed den fundamentale verdsettelsen merd 80%. Endelig verdiestimat er presentert i tabell 12-1.

	Aksjekurs	Vekt
Verdiestimat fra fundamental verdsettelse	84,83	80 %
Verdiestimat fra komparativ verdsettelse	87,32	20 %
<b>Endelig verdiestimat</b>	<b>85,33</b>	

Tabell 12-1. Endelig verdiestimat per 31.12.2020

## 12.2 Handlingsstrategi

Handlingsstrategien baseres på en sammenligning av estimert verdi som er identifisert i løpet av oppgaven mot børskursen til Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020. For å ta hensyn til usikkerheten rundt verdiestimatet velger jeg å sette en øvre og nedre grense på 15% før det blir anbefalt salg eller kjøp av aksjen. Dette betyr at en aksjekurs mellom 72,53 og 98,13 vil oppnå en hold-strategi. Vi ser at børskursen per 31.12.2020 ligger et stykke under den nedre grensen som er en verdi 15% fra det estimerte verdiestimatet. Anbefalt handlingsstrategi på dette tidspunktet blir dermed å kjøpe aksjen.



Figur 12-1. Handlingsstrategi for Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020

# Litteraturliste

## Bøker

Kaldestad, Y & Møller, B. (2016) *Verdivurdering - Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.

Selnes, F. (2012) *Innføring i markedsføringsledelse*. Oslo: Akademika forlag.

## Forelesningsnotater

Knivsflå, K.H (2021). Kurs: BUS440A - *Verdivurdering*

Forelesningsnotatene er tilgjengelig med passord fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/index.htm>

Knivsflå, K.H (2021a) - *Introduksjon til regnskapsanalyse og trailing*

Knivsflå, K.H (2021b) – *Omgruppering av resultatoppstilling*

Knivsflå, K.H (2021c) – *Omgruppering av balanse og kontantstrøm*

Knivsflå, K.H (2021d) – *Målefeil*

Knivsflå, K.H (2021e) – *Justering av målefeil*

Knivsflå, K.H (2021f) – *Kredittvurdering*

Knivsflå, K.H (2021g) – *Strategisk rentabilitetsanalyse*

Knivsflå, K.H (2021h) – *Avkastningskrav – målestokk for rentabilitet*

Knivsflå, K.H (2021i) – *Framtidsregnskap – ramme og vekstanalyse*

Knivsflå, K.H (2021j) – *Framtidsregnskap – drift og finans*

Knivsflå, K.H (2021k) – *Fremtidskrav*

Knivsflå, K.H (2021l) – *Fundamental verdsetting – Praksis, metoder og modeller*

Knivsflå, K.H (2021m) – *SK-metoden og verdikonvergens*

Knivsflå, K.H (2021n) – *Uvisse i verdiestimatet*

Knivsflå, K.H (2021o) – *Verdivurdering*

Knivsflå, K.H (2021p) – *Strategi, regnskap og verdi*

## Artikler

Barney, J (1991/1993). *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. Hentet fra [https://scholar.google.com/citations?view\\_op=view\\_citation&hl=en&user=vGSZsWcAAAAJ&citation\\_for\\_view=vGSZsWcAAAAJ:u5HHmVD\\_uO8C](https://scholar.google.com/citations?view_op=view_citation&hl=en&user=vGSZsWcAAAAJ&citation_for_view=vGSZsWcAAAAJ:u5HHmVD_uO8C)

BBC (08.12.2020). *Covid-19 vaccine. First person receives Pfizer jab in the UK*. Hentet fra <https://www.bbc.com/news/uk-55227325>

Berge, A. (27.12.2019). *Russland stopper import av norsk laks og ørret via Hviterussland*. Hentet fra <https://ilaks.no/russland-stopper-import-av-norsk-laks-og-orret-via-hviterussland/>

Bringslid, M-M (18.03.2021). *Mowi-sjefen har ikke tro på lukkede anlegg. Varsler satsing på digitalisering. E24*. Hentet fra <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/jBmo6A/mowi-sjefen-har-ikke-tro-paa-lukkede-anlegg-varsler-satsing-paa-digitalisering>

Bugge, W. (10.06.2021). *Mowi venter høyere etterspørsel enn tilbudsveksten de neste fem årene. Finansavisen*. Hentet fra <https://finansavisen.no/nyheter/sjomat/2021/06/10/7687252/mowi-venter-hoyere-ettersporsel-enn-tilbudsveksten-de-neste-fem-arene>

Deloitte (u.å.) *Hva er IFRS?* Hentet i oktober 2021 fra <https://www2.deloitte.com/no/no/pages/audit/articles/hva-er-ifrs.html>

Fagerbakke, C (04.02.2020). *Dette er trafikklyssystemet*. Hentet fra <https://www.hi.no/hi/nyheter/2020/februar/trafikklys>

Furuset, A (12.07.2021). *Ny massedød-hendelse hos Atlantic Sapphire*. Hentet fra <https://www.fiskeribladet.no/havbruk/ny-massedod-hendelse-hos-atlantic-sapphire/2-1-1038614>

Giæver, H & Christensen, J (12.05.2020). *Regjeringen dropper omstridt skatt – foreslår avgift på 500 millioner i stedet. Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/politikk/oppdrett/skatt/grunnrenteskatt/regjeringen-dropper-omstridt-skatt-foreslar-avgift-pa-500-millioner-i-stedet/2-1-806910>

Grefsrud, E-S, Karlsen, Ø, Svåsand, T (06.07.2020). *Risikorapport norsk fiskeoppdrett 2020*. Hentet fra <https://www.hi.no/hi/nettrapporter/fisken-og-havet-2020-4>

Hommedal, S (17.03.2021). *Trafikklys: Dette er kunnskapsgrunnlaget vårt*. Hentet fra <https://www.hi.no/hi/nyheter/2021/mars/trafikklys-dette-er-kunnskapsgrunnlaget-vart>

Iversen, A, Hermansen, Ø, Nystøyl, R, Hess, E-J, Rolland, K-H, Garshol, L-D, Marthinussen, A (Desember 2019). *Kostnadsutvikling og forståelse av drivkrefter i norsk lakseoppdrett*. Hentet fra <https://www.fhf.no/prosjekter/prosjektbasen/901335/>

Jensen, B-A. (25.09.2020). *Russland åpner for norsk laks via Hviterussland*. Hentet fra <https://www.intrafish.no/nyheter/russland-apner-for-norsk-laks-via-hviterussland/2-1-882223>

Johansen, A-M (30.11.2020). *Fremtidens oppdrettsanlegg vil ligge på land*. Hentet fra <https://forskning.no/fiskehelse-innovasjon-nofima/fremtidens-oppdrettsanlegg-vil-ligge-pa-land/1773470>

Kalajdzic, P, Kirsebom Thommesen, J, Halvorsen Rossholt, H, Scharff Thommesen, L (27.12.2020). *Svein (67) fikk Norges første koronavaksine: - Som å være den første på månen*. Hentet fra <https://www.nrk.no/norge/norges-forste-koronavaksine-settes-1.15304159>

Lilleby, J (15.05.2016). *Massiv fiskedød skaper kaos i Chile – og prisbonanza på laks*. E24. Hentet fra <https://e24.no/boers-og-finans/i/4daAma/massiv-fiskedoed-skaper-kaos-i-chile-og-prisbonanza-paa-laks>

Mauren, A. (25.02.2021). *Syv uker ut i brexit: Slik går det med norske varer inn til Storbritannia*. E24. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/gWzda/syv-uker-ut-i-brexit-slik-gaar-det-med-norske-varer-inn-til-storbritannia>

Misund, B. (18.02.2021). *Fiskeoppdrett. Store norske leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/fiskeoppdrett>

Nodland, E (21.02.2017). *Oppkjøpet av Norway Seafoods og Havfisk vil endre Lerøy for alltid*. Hentet fra <https://ilaks.no/oppkjopet-av-norway-seafoods-vil-trolig-endre-leroy-for-alltid/>

Porter, M-E (1979). *How competitive forces shape strategy*. Hentet i september fra <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>

Reuters (07.12.2020). *Chile central bank keeps benchmark interest rate unchanged at 0.5 pct*. Hentet fra <https://www.reuters.com/article/chile-rates-idUSC0N28F01T>

Vikøren, B & Pihl, A. (26.07.2021). *SWOT-analyse*. *Store norske leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/SWOT-analyse>

## Nettsider

Biomar (u.å.) *Om Biomar*. Hentet i september fra <https://www.biomar.com/no/norway/om-biomar/>

Corporatefinanceinstitute (u.å.) *Enterprise value vs Equity value*. Hentet i oktober 2021 fra <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/enterprise-value-vs-equity-value/>

Euronext (u.å.) *Oslo børs*. Hentet i oktober 2021 fra <https://live.euronext.com/nb/markets/oslo>

EWOS (u.å.) *Fish First – For welfare and performance*. Hentet i september fra <https://www.ewos.com/no>

Fishpool (u.å. a) *Price history – weekly, monthly and annual average*. Hentet i september 2021 fra <https://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>

Fishpool (u.å. b). *Forward prices*. Hentet i november 2021 fra <https://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

fisk.no (06.01.2021). *Stabil sjømateksport i 2020 til tross for koronapandemien*. Hentet fra <https://fisk.no/fiskeri/7301-stabil-sjomateksport-i-2020-til-tross-for-koronapandemien>

Fiskeridirektoratet (u.å. a). *Utviklingstillatelser*. Hentet i september 2021 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>

Fiskeridirektoratet (u.å. b). *Oversikt over søknader om utviklingstillatelser*. Hentet i oktober 2021 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Status-ja-nei-antall-og-biomasse>

Fiskeridirektoratet (u.å. c). *Tildelingsprosessen*. Hentet i september 2021 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>



Fiskeridirektoratet (u.å. d). *Akvakulturstatistikk: Matfiskproduksjon av laks, regnbueørret og ørret*. Hentet i september 2021 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret/Matfiskproduksjon>

Fiskeridirektoratet (u.å. e). *Auksjon august 2020*. Hentet i september 2021 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Auksjon-av-produksjonskapasitet/Auksjon-august-2020>

Helsedirektoratet (24.10.2016). *Kostrådene*. Hentet i september 2021 fra <https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer/kostrad-for-befolkningen>

Infront (u.å.) *Levered/Unlevered Beta of Leroy Seafood Group ASA*. Hentet i oktober 2021 fra <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/30208SN/Leroy-Seafood-Group-ASA/Beta>

KPMG (01.02.2021). *Beskatning av havbruk*. Hentet fra <https://verdtavite.kpmg.no/beskatning-av-havbruk/?s>

Laks.no (u.å.) *Norsk laks fra fjord til bord*. Hentet i september 2021 fra <https://laks.no/lakseproduksjon/>

Laksefakta (04.10.2021). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Hentet fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

Lerøy Seafood Group (u.å. a). *Lerøy – et globalt sjømatelskap «Value Chain»*. Hentet i september 2021 fra <https://leryrsrapport.desti.no/ler%C3%B8y-et-globalt-sj%C3%B8matselskap>

Lerøy Seafood Group (u.å. b). *Villfangst/Hvitfisk*. Hentet i september 2021 fra <https://leryrsrapport.desti.no/villfangst-hvitfisk#>

Mattilsynet (20.09.2016). *Fakta om lakselus og lakselusbekjempelse*. Hentet fra [https://www.mattilsynet.no/fisk\\_og\\_akvakultur/fiskehelse/fiske\\_og\\_skjellsykdommer/lakselus/fakta\\_om\\_lakselus\\_og\\_lakselusbekjempelse.23766](https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/fakta_om_lakselus_og_lakselusbekjempelse.23766)

Miljødirektoratet (u.å.). *Salg av fisk fra fiskeoppdrett*. Hentet i september 2021 fra <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>

Mowi (2021). *Salmon Farming Industry Handbook 2021*. Hentet fra

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

Nordnet (u.å.) *Børs og market*. Hentet i oktober 2021 fra <https://www.nordnet.no/market>

Norges Bank (18.03.2021) *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 1/2021*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/2021/ppr-12021/>

Norges Bank (u.å. a.) *Styringsrenten*. Hentet i september 2021 fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank (u.å. b) *Valutakurser*. Hentet i oktober 2021 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR>

Norges Bank (u.å. c) *Statsobligasjoner årgjennomsnitt*. Hentet i oktober 2021 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Argjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Sjømatråd (16.09.2021). *Toppforskere ber verden spise enda mer sjømat*. Hentet fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/toppforskere-ber-verden-spise-enda-mer-sjomat/>

Norsk Røyeforum (u.å.) *RAS – Recirculation Aquaculture Systems*. Hentet i september 2021 fra <https://royeforum.no/oppdrett/ras/>

PWC (u.å.) *Risikopremien i det norske markedet 2020*. Hentet i oktober 2021 fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Regjeringen (15.12.2020). *Skattesatser 20201*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/>

Regjeringen (13.10.2021). *Det europeiske frihandelsforbund*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/nfd---innsiktsartikler/frihandelsavtaler/efta/id438841/>

Skretting (u.å.) *Hva innebærer det å produsere fôr?* Hentet i september fra <https://www.skretting.com/no/aapenhet-og-tillit/hva-innebaerer-det-aa-produsere-for/>

Stern.nyu (u.å.) *Betas by Sector (US)*. Hentet i oktober 2021 fra

[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

Worldgovernmentbonds (u.å.). *World Credit Ratings*. Hentet i oktober 2021 fra

<http://www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/>

WTO (u.å.). *The WTO*. Hentet i september 2021 fra

[https://www.wto.org/english/thewto\\_e/thewto\\_e.htm](https://www.wto.org/english/thewto_e/thewto_e.htm)

## Årsrapporter

Grieg Seafood ASA, 2014-2020. Hentet fra <https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations>

Grieg Seafood ASA (2020). *Annual report 2020*. Hentet fra

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

Lerøy Seafood Group ASA, 2014-2020. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Lerøy Seafood Group ASA (2020). *Årsrapport 2020*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA (2014). *Årsrapport 2014*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2014.pdf>

Mowi, 2014-2020. Hentet fra <https://mowi.com/investors/reports/>

Mowi (2020). *Integrated annual report 2020*. Hentet fra

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

Salmar, 2014-2020. Hentet fra <https://www.salmar.no/feedposts/arsrapporter/>

Salmar (2020). *Årsrapport 2020*. Hentet fra <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/71580791-96ae-45cf-b37b-a83a9c2129a3>

## **Tabelloversikt**

Tabell 4-1: Kostnadsstrukturen for produksjon av laks i perioden 2011-2020.....	27
Tabell 5-1. Resultatregnskap 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA.....	39
Tabell 5-2. Balanseregnskap 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA.....	39
Tabell 5-3. Egenkapital og gjeld 2015 -2020 for Lerøy Seafood Group ASA.....	40
Tabell 5-4. Endring i egenkapital 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA.....	40
Tabell 5-5. Fullstendig nettoresultat for majoritet 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA....	41
Tabell 5-6. Fullstendig driftsresultat før skatt 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	42
Tabell 5-7. Fullstendig finansresultat før skatt 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	42
Tabell 5-8. Sum unormalt driftsresultat 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	43
Tabell 5-9. Sum unormalt finansresultat 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	44
Tabell 5-10. Selskapsskattesats 2015-2020 (regjeringen, 2020).....	45
Tabell 5-11. Finansinntektsskattesats 2015-2020.....	45
Tabell 5-12. Driftsskattesats 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	45
Tabell 5-13. Fordeling av skattekostnad 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	45
Tabell 5-14. Omgruppert resultat 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	46
Tabell 5-15. Omgruppering eiendeler 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	49

Tabell 5-16. Omgruppert egenkapital og gjeld 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	50
Tabell 5-17. Omgruppert sysselsatt kapital 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	51
Tabell 5-18. Netto driftskapital 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	52
Tabell 5-19. Omgruppert kontantstrøm 2015-2020, Lerøy Seafood Group ASA.....	52
Tabell 5-20. Omgruppert resultatregnskap for bransjen 2015-2020.....	53
Tabell 5-21. Omgruppert balanse til sysselsatt kapital for bransjen 2015-2020.....	53
Tabell 5-22. Netto driftskapital for bransjen 2015-2020.....	53
Tabell 5-23. Tidsvekting av forholdstall.....	56
Tabell 6-1. Likviditetsgrad 1 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	57
Tabell 6-2. Likviditetsgrad 2 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	59
Tabell 6-3. Finansiell gjeldsdekningsgrad for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	59
Tabell 6-4. Rentedekningsgrad 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	60
Tabell 6-5. Egenkapitalprosent 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	62
Tabell 6-6. Netto driftsrentabilitet 2016-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen...	63
Tabell 6-7. Egenkapitalrentabilitet 2016-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen...	64
Tabell 6-8. Finansieringsmatrise for 2020 i tall og prosent, Lerøy Seafood Group.....	65
Tabell 6-9. Finansieringsmatrise for 2020 i tall og prosent, bransjen.....	65
Tabell 6-10. Syntetisk rating 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA.....	66
Tabell 6-11. Syntetisk rating 2015-2020 for bransjen.....	66
Tabell 7-1. Gjennomsnittlig rente for norske statsobligasjoner 2015-2020.....	70
Tabell 7-2. Justert egenkapitalbeta 2017-2020 for Salmar, Mowi og Grieg Seafood.....	72
Tabell 7-3. Egenkapitalbeta Lerøy Seafood Group ASA.....	73
Tabell 7-4. Markedets risikopremie 2015-2020 fra årlig undersøkelse PwC.....	74
Tabell 7-5. Kapitalstruktur til Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020.....	75

Tabell 8-1. Tidsvektet driftsinntektsvekst for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	76
Tabell 8-2. Egenkapitalvekst majoritet 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA.....	77
Tabell 8-3. Slaktet vekt av laks målt i tonn. Lerøy Seafood Group ASA 2015-2020.....	79
Tabell 8-4. Gjennomsnittlig tidsvektet laksepris 2015-2020.....	79
Tabell 8-5. Gjennomsnittlig laksepris for 2021-2023 estimert av Fishpool.....	80
Tabell 8-6. Budsjetterte driftsinntekter for Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029.....	81
Tabell 8-7. Historisk omløpshastighet for netto driftseiendeler til Lerøy Seafood Group.....	81
Tabell 8-8. Budsjettert netto driftseiendeler Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029.....	82
Tabell 8-9. Historisk tidsvektet driftsmargin for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	83
Tabell 8-10. Budsjettert driftsresultat Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029.....	83
Tabell 8-11. Tidsvektet finansiell gjeldsdel for Lerøy Seafood Group ASA 2015-2020.....	83
Tabell 8-12. Tidsvektet andel finansielle eiendeler Lerøy Seafood Group ASA 2015-2020...	84
Tabell 8-13. Budsjettert netto finansiell gjeld, Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029.....	84
Tabell 8-14. Tidsvektet gjennomsnittlig finansiell eiendelsrentabilitet for Lerøy Seafood.....	86
Tabell 8-15. Budsjettert netto finanskostnad Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029.....	86
Tabell 8-16. Gjennomsnittlig tidsvektet minoritetsandel Lerøy Seafood Group ASA.....	86
Tabell 8-17. Gjennomsnittlig tidsvektet minoritetsandel for bransjen 2015-2020.....	86
Tabell 8-18. Budsjetterte minoritetsinteresser Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029.....	87
Tabell 8-19. Budsjettert netto minoritetsresultat for Lerøy Seafood Group ASA 2021-2029...	87
Tabell 8-20. Budsjettert fremtidsresultat for Lerøy Seafood Group ASA.....	88
Tabell 8-21. Fremskrevet sysselsatt kapital for Lerøy Seafood Group ASA.....	88
Tabell 8-22. Fremskrevet netto driftskapital for Lerøy Seafood Group ASA.....	88
Tabell 8-23. Fremskrevet fri kontantstrøm for Lerøy Seafood Group ASA.....	89
Tabell 9-1. Egenkapital – og minoritetskrav Lerøy Seafood Group ASA.....	90

Tabell 9-2. Netto finansielt gjeldskrav.....	91
Tabell 9-3. Netto driftskrav for Lerøy Seafood Group ASA.....	91
Tabell 10-1. Estimert verdi Lerøy Seafood Group per ved bruk av fri kontantstrømmodell...	92
Tabell 10-2. Estimert verdi Lerøy ved bruk av residualinntekt/superprofitt metoden.....	93
Tabell 10-3. Verdi av minoritet.....	94
Tabell 10-4. Estimert verdi Lerøy ved bruk av fri kontantstrømmodellen for driftskapital.....	94
Tabell 10-5. Estimert verdi Lerøy ved bruk av superprofittmodellen for driftskapital.....	95
Tabell 10-6. Estimert aksjepris per 31.12.2020 for Lerøy Seafood Group ASA.....	95
Tabell 10-7. Sensitivitetsanalyse omløpshastighet netto driftseiendeler.....	96
Tabell 10-8. Sensitivitetsanalyse driftsinntekter.....	97
Tabell 10-9. Sensitivitetsanalyse driftsmargin.....	97
Tabell 10-10. Sensitivitetsanalyse egenkapitalkrav.....	98
Tabell 10-11. Sensitivitetsanalyse driftskapitalkrav.....	98
Tabell 11-1. Estimert aksjekurs per 31.12.2020 ved bruk av Pris/Bok.....	101
Tabell 11-2. Estimert aksjekurs per 31.12.2020 ved bruk av Pris/Resultat etter skatt.....	102
Tabell 11-3. Estimert aksjekurs per 31.12.20 ved bruk av Enterprise Value/Driftsinntekter	102
Tabell 11-4. Estimert aksjekurs per 31.12.2020 ved bruk av Enterprise Value/EBIT.....	103
Tabell 11-5. Estimert aksjekurs per 31.12.2020 gjennom komparativ verdsettelsesmetode.	103
Tabell 12-1. Endelig verdiestimat per 31.12.2020.....	105

## **Figuroversikt**

Figur 2-1: Salg av fisk fra norsk fiskeoppdrett mellom 1998-2019. (Miljødirektoratet, 2021).	3
Figur 2-2. Laksepris 2012-2020. (Fishpool u.å. a).....	4
Figur 2-3. Verdikjeden til Lerøy Seafood Group ASA. (Lerøy Seafood Group u.å. a).....	6

Figur 4-1 «Faglig sluttrapport» produsert av FHF og Nofima AS (Iversen,2019).....	18
Figur 4-2. Utvikling styringsrente 2008 – desember 2020. (Norges Bank, u.å. a).....	19
Figur 4-3: Porters femkraftsmodell, fritt.....	24
Figur 4-4. Selskaper som har tillatelse til å drive med oppdrett i Norge.....	25
Figur 4-5. Relativ prisforskjell på kjøttprodukter i forhold til laks i perioden 2011-2020.....	30
Figur 4-6. Utslipp av kg Co2 i forhold til produksjon av 1kg kjøtt for laks og substitutter....	30
Figur 4-7: Oppsummering av interne ressurser.....	35
Figur 4-8. SWOT-analyse.....	36
Figur 5-1. Fritt etter rammeverk for regnskapsanalyse av Knivsflå, 2021c.....	38
Figur 5-2. Omgruppering fra kreditororientert balanse til investestororientert balanse.....	47
Figur 5-3. Til sysselsatt kapital.....	50
Figur 5-4. Til Netto driftskapital.....	51
Figur 6-1. Likviditetsgrad 1 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	57
Figur 6-2. Likviditetsgrad 2 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	58
Figur 6-3. Finansiell gjeldsdekningsgrad for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	60
Figur 6-4. Rentedekningsgrad 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	61
Figur 6-5. Egenkapitalprosent 2015-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen.....	63
Figur 6-6. Netto driftsrentabilitet 2016-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen....	64
Figur 6-7. Egenkapitalrentabilitet 2016-2020 for Lerøy Seafood Group ASA og bransjen....	65
Figur 7-1. Gjennomsnittlig rente for statsobligasjoner 2010-2020 (Norges Bank, u.å. c).....	71
Figur 7-2. Regresjon for egenkapitalbeta til Lerøy Seafood Group ASA, 2017-2020.....	73
Figur 8-1. Oppsummering av budsjett drivere.....	79
Figur 10-1. Oppsummering av sensitiviteten til verdierestimater ved budsjett drivere.....	99
Figur 10-2. Oppsummering av sensitiviteten til verdierestimater ved endring av krav.....	100



Figur 12-1. Handlingsstrategi for Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020.....	106
---	-----

## **Formler**

Formel 3-1: Komparativ verdsettelse.....	10
Formel 3-2: Opsjonsbasert verdsettelse.....	11
Formel 5-1. Finansinntektsskattesats og driftsskattesats.....	44
Formel 6-1. Likviditetsgrad 1 og 2.....	57
Formel 6-2. Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	59
Formel 6-3. Rentedekningsgrad.....	61
Formel 6-4. Egenkapitalprosent.....	62
Formel 6-5. Netto driftsresultat.....	63
Formel 7-1. WACC.....	69
Formel 7-2. Kapitalverdimodellen.....	69
Formel 7-3. Forretningsbeta.....	73
Formel 8-1. Vekst driftsinntekter.....	77
Formel 8-2. Omløpshastighet til netto driftseiendeler.....	82
Formel 8-3. Netto driftseiendeler.....	82
Formel 8-4. Netto driftsmargin.....	83
Formel 8-5. Netto driftsresultat.....	84
Formel 8-6. Finansiell gjeldsdel.....	84
Formel 8-7. Andel finansielle eiendeler.....	85
Formel 8-8. Netto rentekostnad.....	86
Formel 8-9. Finansiell eiendelsrentabilitet.....	86
Formel 8-10. Budsjettert netto minoritetsresultat.....	88

Formel 9-1. Netto driftskrav.....	92
Formel 10-1. Fri kontantstrømmodell.....	93
Formel 10-2. Residualinntekt/superprofittmetoden.....	94
Formel 10-3. Verdi av minoritetsinteresser.....	95

## **Refleksjonsnotat Eirik Kristensen. «International»**

Som avslutning på min toårige masterutdannelse i regnskap og revisjon ved Universitet i Agder har jeg utarbeidet en masteroppgave der formålet har vært å verdsette selskapet Lerøy Seafood Group ASA. Problemstillingen har vært: «Hva er egenkapitalverdien til Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2020?».

Denne problemstillingen ble valgt som følge av at jeg ønsket å utføre en verdsettelse, samt at det virket spennende å ta et dypdykk i havbruksnæringen. Bransjen står i nåværende tid ovenfor utfordringer rundt biologiske faktorer som lakselus, rømming, avfall samt kritikk rundt høy dødelighetsrate for laksen som blir produsert gjennom oppdrett. Næringen har likevel samlet sett levert positive driftsresultater helt siden 2004, og flere aktører oppnår svært gode resultater. I nyere tid har dessverre produksjonen stagnert på grunn av disse biologiske problemene. Det arbeides stadig rundt løsninger innenfor ny teknologi, men det er fortsatt ikke utarbeidet noe som kan føre til en stor økning i nærmeste fremtiden.

Havbruksnæringen i Norge sto i 2020 for ca. 10% av landets totale eksport og er derav en viktig kilde til bruttonasjonalproduktet, sysselsetting og skatter som kommer velferdssamfunnet til gode. Ser vi bort ifra lønnsomhet er havbruket en viktig bidragsyter til å produsere næringsrik mat, noe en økende verdensbefolkning behøver.

Internasjonalisering er utvilsomt en viktig faktor som har spilt inn til næringens suksess. Som jeg kommer innpå i løpet av oppgaven nyter aktører i Norge godt av EØS-samarbeidet med EU-land. I 2020 stammet ca. 70% av Lerøy Seafood Group ASAs inntekter fra salg til land i Europa, 21% fra Amerika og 9% fra Asia. Internasjonal handel er utvilsomt viktig for oppdrettsnæringen i Norge siden det produseres mye mer sjømat enn befolkningen behøver eller ønsker. Med tanke på at enhetskostnadene per kilogram laks reduseres i stor grad som følge av stordriftsfordelene som oppstår ved økt produksjon, kan man argumentere for at havbruk ville vært lite lønnsomt hvis man ikke hadde globale handelsavtaler.

Organisasjonen FN (De forente nasjoner) estimerer en økning i verdenspopulasjonen på tilnærmet 3 milliarder mennesker innen 2100. I 2020 teller verdens befolkning ca. 7,7 milliarder som betyr at man vil være rundt 10,8 milliarder mennesker på kloden rundt 2100. Denne økningen fører naturligvis til en økt etterspørsel etter næringsrik mat. Kapasiteten rundt sjømat man på internasjonal basis kan oppnå gjennom fiske i åpen sjø er allerede på bristepunktet og man står i fare for overfiske. Havbruk er derfor en bransje det er naturlig å se til om man ønsker en økt global produksjon av produktene den tilbyr.

Laks fra oppdrett er en vesentlig mer klimavennlig produksjon i forhold til vannbruk og Co2 utslipp per kilogram hvis man sammenligner med storfe og svin. I en verden der man stadig ser rapporter om ekstremvær som stammer fra menneskeskapte utslipp kan dette være en vesentlig faktor for å pådrive til en økning innenfor denne bransjen. Parisavtalen er et godt eksempel på tiltak satt i gang av flere internasjonale aktører. Denne avtalen setter krav til klimarapportering fra en meget stor andel av verdens nasjoner, samt har satt et mål om en klimanøytral klode en gang mellom 2050 og 2100. Oppdrettsnæringen kan potensielt spille en viktig rolle innenfor dette området.

I masteroppgaven er jeg også kort innom en teknologi omtalt som «RAS» innenfor havbruk som etter hvert kan muliggjøre effektiv produksjon av matfisk inne på land. Dette vil fjerne store deler av utfordringene knyttet til næringen, samt man kan drive produksjon i store deler av verden. Dette kan redusere konkurransefortrinnet som norske aktører har ved den norske kysten, men kan føre til en økt global produksjon som har muligheten til å dekke større deler av verdens matbehov på en bærekraftig måte.