



Verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Lerøy Seafood Group ASA

Jørgen Ueland og Sindre Bang

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Masteroppgave, Regnskap og Revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	8
FORORD	9
1 INNLEDNING	10
1.1 MÅLSETTING	10
1.2 AVGRENSNINGER	10
1.3 STRUKTUR.....	11
2 PRESENTASJON AV LERØY SEAFOOD GROUP ASA OG NÆRINGEN	13
2.1 LERØY SEAFOOD GROUP ASA	13
2.1.1 <i>Historikk</i>	13
2.1.2 <i>Lerøy Seafood Group i dag</i>	13
2.1.3 <i>Organisasjonen</i>	13
2.1.4 <i>Visjon og strategiske målsettinger</i>	15
2.1.5 <i>Bærekraft og ESG</i>	15
2.1.6 <i>Aksjen</i>	17
2.1.7 <i>Nøkeltall og finansiell utvikling</i>	18
2.2 OPPDRETTSNÆRINGEN	19
2.2.1 <i>Historikk</i>	19
2.2.2 <i>Oppdrettsnæringen i dag</i>	20
2.2.3 <i>Oslo Børs</i>	21
2.2.4 <i>Bransjens verdikjede</i>	22
2.3 KOMPARATIVE SELSKAPER.....	29
2.3.1 <i>Mowi ASA</i>	29
2.3.2 <i>SalMar ASA</i>	29
2.3.3 <i>Grieg Seafood ASA</i>	29
2.3.4 <i>Lerøy Seafood sammenlignet med bransjen</i>	30
3 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	31
3.1 INNTJENINGSBASERT TILNÆRMING.....	31
3.1.1 <i>Fundamental verdsettelse</i>	32
3.2 MARKEDSBASERT TILNÆRMING	34

3.3	BALANSEBASERT TILNÆRMING	35
3.4	KOSTBASERT TILNÆRMING	35
3.5	OPSJONSBASERT TILNÆRMING	36
3.6	VALG AV VERDSETTELSESMETODE	36
3.6.1	<i>Valg verdsettelsesmetode</i>	38
3.7	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	38
4	STRATEGISK ANALYSE	41
4.1	INTERN ANALYSE - VRIO	41
4.1.1	<i>Kompetanse</i>	41
4.1.2	<i>Finansiell soliditet</i>	42
4.1.3	<i>Strategisk lokasjon</i>	42
4.1.4	<i>Integrert verdikjede</i>	43
4.2	EKSTERN ANALYSE	44
4.2.1	PESTEL	44
4.2.2	<i>Porters fem krefter</i>	50
4.3	SWOT	53
5	REGNSKAPSANALYSE	55
5.1	ANALYSENIVÅ OG ANALYSEPERIODE	55
5.2	HISTORISK REGNSKAPSINFORMASJON	56
5.3	OMGRUPPERING AV REGNSKAPET	57
5.3.1	<i>Omgruppering av resultatregnskap</i>	57
5.3.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	59
5.3.3	<i>Omgruppering av kontantstrøm</i>	61
5.4	ANALYSE AV JUSTERING OG MÅLEFEIL	61
5.5	OMGRUPPERT REGNSKAP	64
5.6	BRANSJEN OMGRUPPERTE REGNSKAP	65
5.7	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLANALYSE	67
6	ANALYSE AV RISIKO	68
6.1	ANALYSE AV LIKVIDITET	68
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	68
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	69

6.1.3	<i>Finansiell Likviditetsgrad</i>	70
6.1.4	<i>Rentedekningsgrad</i>	71
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO - SOLIDITETSANALYSE	72
6.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	72
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	74
6.2.3	<i>Kapitalstruktur</i>	74
6.3	SYNTETISK RATING	76
7	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	78
7.1	TEORI	78
7.1.1	<i>Bakgrunn</i>	78
7.1.2	<i>Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)</i>	79
7.1.3	<i>Avkastningskrav til egenkapital og minoritetsinteresser</i>	80
7.1.4	<i>Avkastningskrav til netto finansiell gjeld</i>	81
7.2	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	81
7.2.1	<i>Risikofri rente</i>	81
7.2.2	<i>Egenkapitalbeta</i>	82
7.2.3	<i>Markedets risikopremie</i>	84
7.2.4	<i>Andre risikopremier</i>	85
7.3	FINANSIELLE KRAV	86
7.3.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	86
7.3.2	<i>Finansiell gjeldsbeta</i>	87
7.3.3	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	88
7.3.4	<i>Finansiell eiendelsbeta</i>	89
7.3.5	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	89
7.3.6	<i>Netto finansiell gjeldsbeta</i>	90
7.3.7	<i>Egenkapitalbeta og netto driftsbeta</i>	90
7.4	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN, MINORITETEN OG SELSKAPET	91
7.4.1	<i>Avkastningskrav til egenkapital og minoritet</i>	92
7.4.2	<i>Netto driftskrav</i>	92
7.4.3	<i>Sysselsatt kapitalkrav</i>	93

7.5	OPPSUMMERING AV HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV	93
8	LØNNSOMHETSANALYSE.....	95
8.1	SUPERRENTABILITET TIL EGENKAPITALEN	95
8.2	DEKOMPONERING AV STRATEGISK FORDEL.....	97
8.3	STRATEGISK DRIFTSFORDEL.....	98
8.3.1	<i>Bransjefordel.....</i>	<i>99</i>
8.3.2	<i>Ressursfordel.....</i>	<i>99</i>
8.3.3	<i>Gearingfordel.....</i>	<i>100</i>
8.3.4	<i>Oppsummering driftsfordel.....</i>	<i>101</i>
8.4	FINANSIERINGSFORDEL.....	102
8.4.1	<i>Netto finansiell gjeldsfordel.....</i>	<i>103</i>
8.4.2	<i>Minoritetsfordel.....</i>	<i>105</i>
8.4.3	<i>Oppsummering finansieringsfordel.....</i>	<i>105</i>
8.5	OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL.....	105
9	FREMTIDSREGNSKAP.....	107
9.1	RAMMEVERK	107
9.2	BUDSJETTTHORISONT.....	107
9.3	BUDSJETTMODELL	108
9.4	DRIFTSINNTEKTSVEKSTEN	109
9.4.1	<i>Historisk vekst.....</i>	<i>110</i>
9.4.2	<i>Laksepriser.....</i>	<i>111</i>
9.4.3	<i>Volum.....</i>	<i>113</i>
9.5	NETTO DRIFTSEIENDELER.....	115
9.6	NETTO DRIFTSRESULTAT.....	116
9.7	NETTO FINANSIELL GJELD	117
9.7.1	<i>Finansiell gjeldsdel.....</i>	<i>117</i>
9.7.2	<i>Finansiell eiendelsdel</i>	<i>118</i>
9.8	NETTO FINANSRESULTAT	119
9.9	MINORITETSINTERESSER.....	119
9.10	FREMTIDSREGNSKAPET.....	120

9.10.1	<i>Resultatregnskapet</i>	120
9.10.2	<i>Balanseregnskap</i>	121
9.10.3	<i>Kontantstrøm</i>	121
10	FREMTIDSKRAV	122
10.1	RISIKOFRI RENTE.....	122
10.2	MARKEDETS RISIKOPREMIE.....	124
10.3	ILLIKVIDITETSPREMIE	124
10.4	EGENKAPITALBETA.....	124
10.5	EGENKAPITAL- OG MINORITETSKRAV.....	125
10.6	FINANSIELLE KRAV	125
10.6.1	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	125
10.6.2	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	126
10.6.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	126
10.7	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL OG SYSSELSATT KAPITAL	126
10.7.1	<i>Krav til netto driftskapital</i>	126
10.7.2	<i>Krav til sysselsatt kapital</i>	127
11	FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	128
11.1	INNTJENINGSBASERT TILNÆRMING	128
11.1.1	<i>Justering for grunnrenteskatt</i>	128
11.1.2	<i>Kontantstrøm til drift</i>	129
11.1.3	<i>Kontantstrøm til sysselsatt kapital</i>	129
11.1.4	<i>Kontantstrøm til egenkapital</i>	129
11.1.5	<i>Oppsummering av inntjeningsbasert metode</i>	130
11.1.6	<i>Konvergeringsprosess</i>	130
11.2	USIKKERHETSANALYSE.....	131
11.2.1	<i>Monte Carlo simulering</i>	132
11.2.2	<i>Resultat</i>	134
11.2.3	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	135
11.3	MARKEDSBASERT TILNÆRMING	137
11.3.1	<i>P/E</i>	137

11.3.2	<i>EV/EBITDA</i>	138
11.3.3	<i>EV/EBIT</i>	138
11.3.4	<i>P/B</i>	139
11.3.5	<i>Oppsummering av markedsbasert tilnærming</i>	139
12	HANDELSANBEFALING	141
12.1	ANBEFALING FØRSTE HANDELSDAG.....	141
12.2	ANBEFALING ETTER VERDSETTELSESTIDSPUNKT	142
12.3	GRUNNRENTESKATT	144
12.4	KONKLUSJON.....	146
	LITTERATURLISTE	147

Sammendrag

Vi har gjennomført en verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Lerøy Seafood Group ASA. For å komme frem til den estimerte verdien av egenkapitalen til selskapet per 31.12.2022, har vi benyttet en fundamental verdsettelsesmetode i kombinasjon med en komparativ verdsettelsesmetode.

I kapittel 2 - 4 drøftes interne forhold og ressurser i Lerøy Seafood Group. Her tar vi en gjennomgang av oppdrettsnæringen mer generelt samt en kartlegging av tre sammenlignbare selskaper. Kapittel 4 oppsummeres med en strategisk analyse. Det vil bli kommentert styrker knyttet til blant annet stor investeringskapasitet, geografisk spredning, en integrert verdikjede, kompetanse og erfaring. Videre vil investering i ny teknologi og utvikling i valutakurser bli kommentert.

I kapittel 5 - 8 gjennomfører vi en regnskapsanalyse basert på omgrupperte regnskapstall for Lerøy Seafood Group og for et definert bransjeutvalg. Vi bestemmer Lerøy Seafood og bransjens syntetiske rating, oppsummerer kredittrisiko, og benytter dette i fastsettelse av historisk avkastningskrav. Forholdstall knyttet til likviditet og soliditet var nokså like for selskapet og bransjegjennomsnittet og det ble tilegnet samme syntetiske rating. Kapitlene oppsummeres med en lønnsomhetsanalyse, hvor vi identifiserte en tidsvektet strategisk fordel på 3,69 %.

I kapittel 9 og 10 har vi estimert et fremtidsregnskap og fremtidige avkastningskrav. Deretter utfører vi den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11, som er grunnlaget for konklusjonen på problemstillingen. Vi har også utført simulerings- og sensitivitetsanalyser grunnet estimatets iboende usikkerhet. Den komparative verdsettelsen basert på ulike multipler er gjort som en «sense check» på verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. I kapittel 12 presenteres estimatet på verdien av egenkapitalen i Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2022, og kommer med en strategisk handelsanbefaling.

Oppsummert kom vi frem til et verdiestimat på NOK 58,07 per aksje. Basert på Lerøy Seafood Groups aksjekurs per verdsettelsestidspunkt på NOK 54,35, resulterte dette i en hold-anbefaling som vår handelsstrategi.

Forord

Som den avsluttende del av vår mastergrad i Regnskap og Revisjon ved Norges Handelshøyskole, har vi i denne masteroppgaven skrevet en verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Lerøy Seafood Group ASA.

Tema for oppgaven ble valgt da vi begge har hatt en interesse innenfor verdsettelsesfaget. I kombinasjon med å dyrke våre interesser, vil vi også i løpet av en verdsettelse få muligheten til å anvende allerede opparbeidet kunnskap fra et stort spekter av fagområder, samt få mulighet til å anvende teori fra studietiden på et praktisk case. Vi tror og at kunnskap rundt verdsettelse vil komme til nytte som praktiserende revisorer.

Prosessen med oppgaven har vært lang og utfordrende, men også nyttig erfaring og læring. Vi har begge kombinert arbeidet med masteroppgaven med å være revisorer på fulltid, slik at det å ha en god struktur og arbeide målrettet har vært av kausal karakter for sluttresultatet nedenfor.

En fundamental verdsettelse fordrer mange valg og avveininger, anvendelse av kunnskap fra mange fagområder og forskjellige metoder. Vi har basert vår masteroppgave på rammeverket veileder Kjell Henry Knivsflå presenterer i kurset Verdsettelse (ACC421A) ved Norges Handelshøyskole. Ingen av kandidatene har hatt overnevnte kurs, slik at kunnskap derfra har måttet tilegnes i løpet av arbeidet.

Til slutt ønsker vi å takke veileder Kjell Henry Knivsflå som har utarbeidet et solid rammeverk for fundamental verdsettelse og har gitt oss veiledning der hvor vi har etterspurt det.

Stavanger, mai 2023

Sindre Bang

Jørgen Ueland

1 Innledning

1.1 Målsetting

Vi vil gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og en påfølgende fundamental verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA (heretter “LSG”). Basert på vårt estimat på fundamental verdi, vil vi foreta en sammenligning mot gjeldende børskurs, for å kunne gi en strategisk handelsanbefaling. Oppgavens endelige verdiestimat vil være et punkttestimat. Et slikt estimat vil alltid være preget av betydelig usikkerhet. Vi vil derfor foreta kritiske vurderinger av det endelige estimatet, basert på input fra ulike teknikker, analyser og alternative verdsettelsesmetoder.

Oppgavens problemstilling kan oppsummeres som følger:

“Hva er verdien av egenkapitalen til Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2022?”

Motivasjonen for valget av LSG, er blant annet den viktige rollen oppdrettsnæringen har for norsk økonomi. En verdsettelse av et oppdrettsselskap vil både innebære læring om bransjespesifikke forhold, men også gi grunnlag for opparbeidelse av en bredere kunnskap innenfor fagområdet verdsettelse. Denne kunnskapen vil kunne anvendes på et mer generelt grunnlag. Oppdrettsnæringen har vært en bransje i voldsom vekst de siste tiårene, og bransjen er i stadig endring og omstilling. Et moment som gjør en verdsettelse av et lakseselskap ekstra aktuelt, er Regjeringens foreslåtte grunnrenteskatt på laks (Regjeringen, 2023). Grunnrenteskatt vil få store konsekvenser for selskapene og for verdsettelsen. De bransjemessige karakteristikene drøftet ovenfor, samt kandidatenes iboende interesse for verdsettelse, gjorde valget av verdsettelse av LSG naturlig.

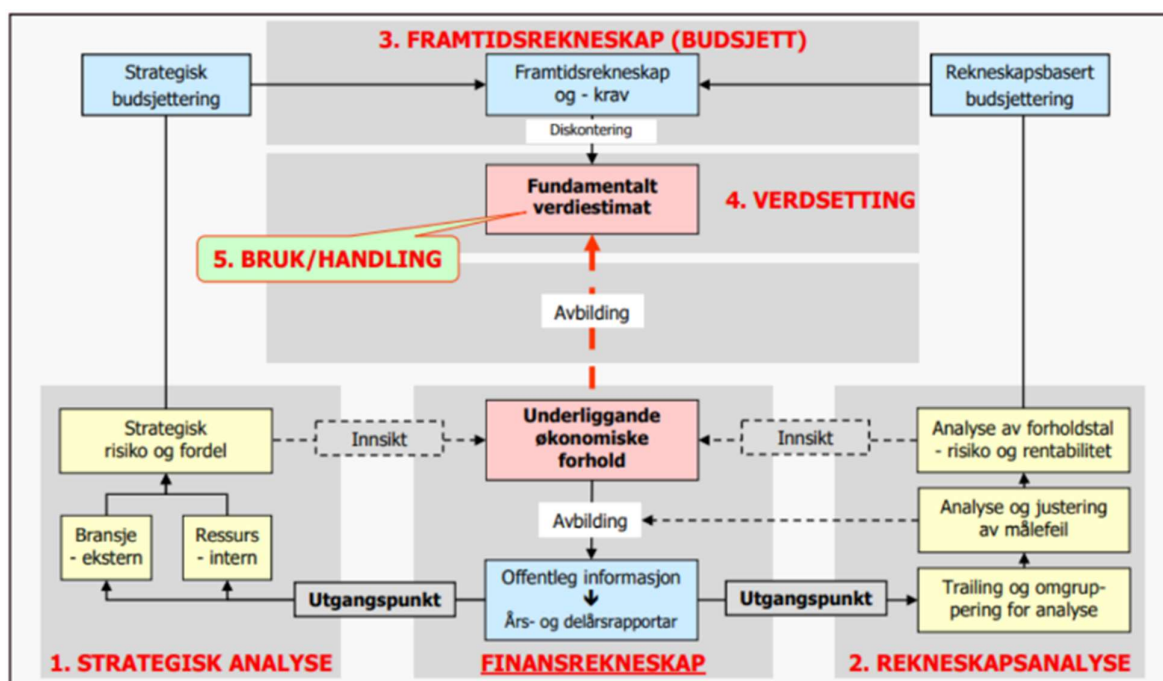
1.2 Avgrensninger

Ingen av kandidatene besitter innsideinformasjon om LSG eller bransjen. Verdsettelsen avgrenses til offentlig tilgjengelig informasjon per 01.05.2023. Da verdsettelsestidspunktet er fastsatt til 31.12.2022, vil benyttet regnskapsinformasjon begrense seg til årsregnskap per 31.12.2022. Hva gjelder sammenligning mellom LSG og komparative selskaper, begrenser vi oss til oppdrettsselskaper notert på Oslo Børs. I kapittel 2 er det gjort en mer konkret vurdering

av valg av sammenlignbare selskaper. Eventuelle ytterligere avgrensninger av oppgaven, vil bli løpende behandlet gjennom oppgaven.

1.3 Struktur

Denne analysen er basert på rammeverket til veileder Kjell Henry Knivsflå, slik det er presentert i kurset ACC421A ved Norges Handelshøyskole. Figur 1.1 er en grafisk fremstilling av det aktuelle rammeverket og er også en grafisk representasjon av oppgavens struktur:



Figur 1.1 - Rammeverk for verdsettelse fra ACC421A (Knivsflå, 2022a)

Vi har også benyttet masteroppgaven til Ulriksen og Johannessen (2022) som inspirasjon til oppgavens struktur. I kapittel 2 - 4 gjennomgås viktig og relevant informasjon, som er grunnlag for denne analysen. Den består av en presentasjon av LSG og bransjen LSG opererer i, en begrunnelse for valg av verdsettelsesmetode og en strategisk analyse. Her er vi særlig opptatt av å vurdere hvorvidt LSG besitter strategiske fordeler som kan medføre konkurransefortrinn.

Kapittel 5 – 8 består av regnskapsanalyse hvor det offentlige regnskapet er justert og tilpasset analyseformål, en analyse av risiko hvor det skilles mellom kortsiktig risiko – likviditet, og langsiktig risiko – soliditet og til slutt et kapittel hvor vi tar for oss estimering av historisk avkastningskrav. Avslutningsvis gjennomføres en lønnsomhetsanalyse for å identifisere og tallfeste LSGs strategiske fordeler.

Kapittel 9 – 11 er fremtidsprognoser, fremtidig regnskap/budsjett og avkastningskrav, den fundamentale verdsettelsen, samt supplerende verdivurderinger som vil være en komparativ verdsettelse basert på multipler. I kapittel 12 presenterer vi vår strategiske handelsanbefaling.

2 Presentasjon av Lerøy Seafood Group ASA og næringen

2.1 Lerøy Seafood Group ASA

LSG var i 2020 verdens nest største lakseoppdretter (Berge, 2020). LSGs kjernevirksomhet er “produksjon av laks og ørret, fangst av hvitfisk, videreforedling, produktutvikling, markedsføring, salg og distribusjon av sjømat” (Lerøy Seafood Group, n.d.a). LSG leverer totalt 1,75 milliarder måltider til 80 forskjellige land i året og har lokaler i Norge, Sverige, Finland, Danmark, Frankrike, Nederland, Portugal, Spania, Italia, Tyrkia, USA, Japan og Kina (Lerøy Seafood Group, 2022).

2.1.1 Historikk

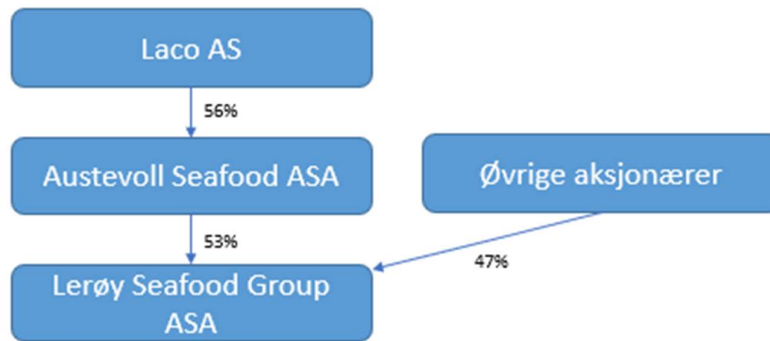
Informasjon om selskapet er hentet fra LSGs egne nettsider (Lerøy Seafood Group, 2022). LSG har røtter helt tilbake til 1800-tallet. Frem til midten av 1990-tallet var selskapet primært familieeid. I 1997 holdt LSG for første gang en rettet emisjon mot eksterne finansielle investorer med den hensikt å skaffe til veie kapital for å utvikle konsernet videre og kunne ta del i den kommende konsolideringen i bransjen. I juni 2002 ble LSG notert på Oslo Børs. Børsnoteringen sikret god tilgang på kapital og derav stor grad av finansiell handlefrihet. God kapitaltilgang kombinert med en solid intern kompetanse har ført til at LSG i dag er et av verdens aller største sjømatkonsern.

2.1.2 Lerøy Seafood Group i dag

Lerøy Seafood Group var i 2020 verdens nest største lakseoppdretter (Berge, 2020), og hadde i 2022 et samlet slaktevolum på 175 000 tonn (Lerøy Seafood Group, 2023). Samlet omsetning for konsernet som helhet var da 26,6 milliarder NOK (Lerøy Seafood Group, 2023).

2.1.3 Organisasjonen

Selskapet Lerøy Seafood Group ASA er notert på Oslo Børs Hovedliste. Austevoll Seafood ASA holder en majoritetsandel i selskapet på 53 %. Resterende 47 % eies av øvrige aksjonærer. Austevoll Seafood ASA er også notert på Oslo Børs, hvor Laco AS eier 56 % av aksjene i selskapet (proff.no, 2022). Laco AS er konsernspiss og ultimate mor i selskapsstrukturen. Se figur 2.1 for en grafisk fremstilling av eierstruktur.



Figur 2.1 - Lerøy Seafood Group ASA - eierstruktur, fritt basert på proff.no (2022)

LSG har også flere datterselskaper, vist i figur 2.2 nedenfor. Som vist i kolonnen for eierandel, eies de aller fleste selskapene er heleid av Lerøy Seafood Group ASA. Flere av datterselskapene har for øvrig også datterselskaper, men det anses rimelig at disse holdes utenfor presentasjonen i figur 2.2. Det høye antallet datterselskaper støtter blant annet opp om Lerøys strategiske målsetting. Se kapittel 2.1.4 for ytterligere informasjon.

Datterselskaper - Lerøy Seafood Group ASA	Eierandel
Lerøy Seafood AS	100%
Lerøy Havfisk AS	100%
Preline Fishfarming Systems AS	96%
Sjømathuset AS	100%
Lerøy Fossen AS	100%
Lerøy Norway Seafoods AS	100%
Lerøy Ocean Harvest AS	100%
Lerøy Norge AS	100%
Lerøy Årskog AS	100%
Lerøy Midt AS	100%
Lerøy Nord AS	51%
Lerøy Aurora AS	100%
Lerøy & Strudshavn AS	100%
Lerøy Vest AS	100%
Norsk Oppdrettservice AS	51%

Figur 2.2 - Lerøy Seafood Group ASA - datterselskaper, fritt basert på proff.no (2022).

2.1.4 Visjon og strategiske målsettinger

LSGs overordnede visjon er å bli den mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat. For å være i stand til å oppnå sin visjon, har Lerøy blant annet utviklet et sett av strategiske målsettinger som i stor grad er basert på bærekraft. To sentrale strategiske mål er "en effektiv og bærekraftig verdikjede" og "bærekraftig vekst" (Lerøy Seafood Group, 2022). All videre informasjon i dette delkapitlet er hentet fra LSGs årsrapport for 2021 (Lerøy Seafood Group, 2022).

For å være i stand til å skape verdens mest effektive og bærekraftige verdikjede for sjømat, har LSG identifisert flere kausale faktorer. En effektiv verdikjede fordrer blant annet stabile relasjoner til både kunder og leverandører. Da er det viktig å ha en god forståelse for kundenes behov for å sikre mest mulig tilfredshet. Forpliktende allianser på leverandørsiden reduserer risikoen for flaskehalser som kan være begrensende for verdikjeden. For å sikre best mulig informasjons- og vareflyt til og fra kunden, mener LSG det er nødvendig med en desentralisert selskapsstruktur. En slik struktur vil muliggjøre en mer effektiv problemløsningsprosess, blant annet for å sikre kundetilfredshet. Det strategiske målet om en desentralisert selskapsstruktur, kommer til syne i konsernstrukturen i LSG ved at man har flere datterselskaper spredt utover et større geografisk område. LSG har selskaper som Lerøy Midt, Lerøy Vest og Lerøy Nord. En desentralisert struktur vil også kunne bidra til å sikre gode relasjoner med og forståelse av kunder og leverandører. Med en slik selskapsstruktur er det desto viktigere å sikre god selskapsintern organisering og samarbeid mellom selskapene i konsernet for å fremme effektivitet i verdikjeden.

LSGs andre overordnede strategiske målsetting er å sikre bærekraftig vekst. Med bærekraftig vekst refererer man overordnet til begreper som blant annet økonomisk, miljømessig og sosial bærekraft. Selskapet har historisk hatt stor vekst og ønsker å vokse ytterligere i fremtiden. For å sikre muligheten til drift på lang sikt, er bærekraftig vekst kausalt, da man i oppdrettsnæringen er avhengig av stabil tilgang på naturressurser for å kunne eksistere. Således anses et mål om bærekraftig vekst passende og nødvendig for at LSG skal være i stand til å oppnå sin visjon.

2.1.5 Bærekraft og ESG

Som oppdrettselskap er LSG avhengig av naturen og dens ressurser for å kunne drive virksomhet. Det kommer godt til syne gjennom både visjon og strategiske målsettinger drøftet

ovenfor. Figur 2.3 nedenfor er hentet fra LSGs årsrapport for 2021 og viser et sett av målsettinger for hvordan selskapet på sikt skal oppnå en bærekraftig vekst.

Bærekraftig vekst

Økonomisk bærekraft	Klima og miljømessig bærekraft	Samfunnmessig bærekraft
<ul style="list-style-type: none"> • inntjening skal over tid generere en årlig avkastning på konsernets sysselsatte kapital på 18 % før skatt. • vi skal ha et syn på syklusene i markedene konsernet opererer i, forstå konsernets viktigste risikoer og sikre en kapitalstruktur som håndterer risiko, men som også sikrer at vi kan utnytte muligheter. 	<ul style="list-style-type: none"> • konsernet har definerte fokusområder og mål. Se status og detaljert oversikt i ESG delen bak i rapporten og i vårt bærekraftsbibliotek på leroyseafood.com. • konsernet arbeider med fornybare ressurser, alle valg i løpende drift og vekstmål skal gjøres fra et bærekraftig perspektiv, gjerne målt etter FN sine aktuelle bærekraftskriterier. 	<ul style="list-style-type: none"> • Lerøy skal være et trygt sted å arbeide og ha kontinuerlig fokus på HMS i alle ledd. • Lerøy skal tilby ordnede arbeidsforhold til alle ansatte og sikre at samarbeidspartnere gjør det samme. • Lerøy skal betale lik lønn for likt arbeid og sikre god opplæring i alle ledd. • Lerøy sin desentraliserte konsernmodell innebærer at konsernet er lokalt, men med et globalt perspektiv. Konsernets virksomhet skal skape ringvirkninger der det har aktivitet.

Figur 2.3 - Hvordan Lerøy Seafood Group skal lykkes med bærekraftig vekst (Lerøy Seafood Group, 2022)

Figur 2.4 er en grafisk fremstilling av LSGs vesentlighetsanalyse, utarbeidet i samsvar med Global Reporting Initiative (GRI). GRI anses å være en standard for rapportering på bærekraft i påvente av en standard for bærekraft som under utvikling av EU. Analysen tar sikte på å identifisere hvilke områder innenfor bærekraft som er viktigst, sett både fra selskapets og andre interessenters ståsted.

Vi ser av figur 2.4 at innenfor den miljømessige kategorien, er temaer som å forebygge rømming og lus, sikre en god fiskehelse og fokus på andre miljømessige faktorer som plast- og medikamentbruk, viktige temaer for LSG. Videre fremgår det at klimamessige temaer relaterer seg til å redusere utslipp av klimagasser og økt fokus på hvilke råvarer fiskeforet består av. Det fremgår tydelig at LSG investerer i og implementerer tiltak for å sikre bærekraftig drift.

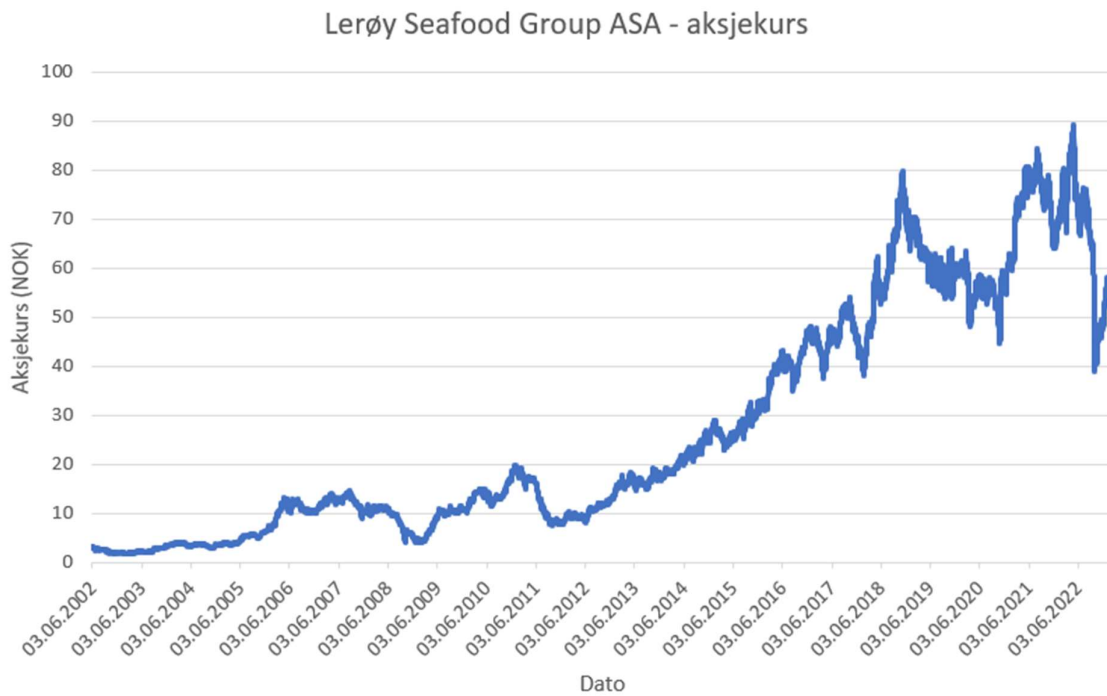


Figur 2.4 - Vesentlighetsanalyse bærekraft (Lerøy Seafood Group, 2022)

2.1.6 Aksjen

LSG er notert på Euronext Oslo Børs hovedliste, og har vært notert på hovedindeksen siden juni 2002. Åpningskursen ved børsnotering var 3,2 NOK per aksje. Som illustrert grafisk i figur 2.5 nedenfor, lå aksjekursen noenlunde stabil fra børsnotering frem til 2013, med et par fluktasjoner blant annet grunnet finanskrisen rundt 2008. Fra 2013 og frem mot 2018, steg aksjekursen betydelig, i takt med oppdrettsnæringens stadig viktigere rolle i norsk økonomi. Fra 2018 falt kursen i flere år, med et bunnpunkt i forbindelse med utbruddet av Covid-19 og de påfølgende konsekvensene av pandemien i 2020. Deretter så man et par år med stigning i aksjekursen, frem til Regjeringens forslag om innføring av grunnrenteskatt i laksenæringen

kom høsten 2022, som resulterte i store fall i aksjekursene til lakseselskapene notert på Oslo Børs (e24.no, 2022). Mot slutten av 2022 hentet kursen seg noe inn igjen.



Figur 2.5 - Lerøy Seafood Group ASA (aksjekurs). Utarbeidet basert på data hentet fra Euronext Oslo Børs.

2.1.7 Nøkkeltall og finansiell utvikling

I figur 2.6 presenteres et utvalg nøkkeltall for LSG. Disse gir en kort fremstilling av LSGs finansielle utvikling og prestasjon over årene fra 2017 til 2022.

Nøkkeltall (NOK 1000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Salgsinntekter	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 280	26 645 877
EBIT før verdijustering biologiske eiendeler	3 716 749	3 568 536	2 734 235	1 945 655	2 518 783	3 194 879
EBIT etter verdijustering biologiske eiendeler	2 000 440	4 323 474	2 400 532	1 122 904	3 604 087	4 283 045
Resultat før skatt	2 093 468	4 448 961	2 365 482	986 884	3 531 665	4 066 951
Årsresultat	1 749 484	3 597 959	1 869 739	790 209	2 781 096	3 165 122
Resultat per aksje (NOK)	2,94	5,77	3,12	1,33	4,42	4,88
ROE etter skatt	3,88%	7,13%	3,62%	1,54%	0,49%	5,44%
EBITDA margin	23,10%	21,31%	18,34%	15,58%	16,37%	16,97%
Operating cash flow ratio	0,97	0,67	0,88	0,55	0,77	0,36

Figur 2.6 – Historiske nøkkeltall (basert på historiske årsrapporter).

De driftsinntektene har økt jevnt siden 2017, med unntak av for 2020, hvor hovedårsaken til omsetningsfallet var Covid-19. Verdiskapningen har også vært tilfredsstillende over perioden, med solide årsresultater i alle år, kanskje bortsett fra 2020. Den store omsetningsveksten i 2022 er hovedsakelig drevet av prisøkning, da samlet slaktevolum har falt noe fra 2021 (Lerøy Seafood Group, 2023).

Operating cash flow ratio er et mål på hvor mange ganger et selskap kan betale ned sin kortsiktige gjeld med kontantstrømmen fra operasjonelle aktiviteter i samme år. Her ser vi en noe fallende trend over tid, som indikerer at LSGs kortsiktige gjeld som andel av kontantstrøm fra drift har økt i senere år.

2.2 Oppdrettsnæringen

Oppdrettsnæringen har lenge vært en vesentlig bidragsyter innen norsk økonomi. Tidligere bestod næringen av mange små selskaper med lav produksjon. I dag er imidlertid situasjonen en helt annen. I dag ser man færre selskaper, som ofte er av betydelig størrelse.

2.2.1 Historikk

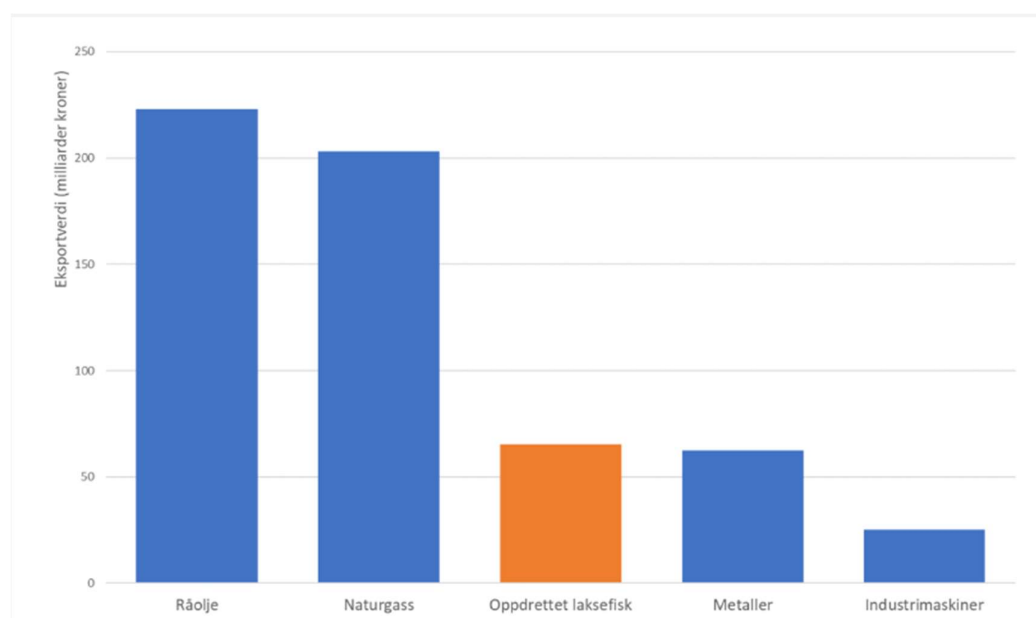
Norge har en lang historie som fiskerinasjon, men det var ikke før på 1970-tallet at bøndene startet med fiskeoppdrett som en tilleggsnæring til gårdsdriften. Det ble da oppdaget at det var mer effektivt og lønnsomt å ha oppdrett av laks og ørret i merder i de norske fjordene enn det

var ved landbasert drift. De påfølgende årene så vi en stor økning i antall foretak som drev med fiskeoppdrett. I 1990 gikk regelverket over fra å bare tillate en bevilling per selskap til å tillate flere. Deretter har en sett en stor økning i størrelsen på foretakene som driver oppdrett og et stort fall i antall produsenter (Store Norske Leksikon, 2023). Ved tusenårsskiftet så vi for første gang at førstehåndsverdien til fisk fra oppdrett oversteg den fra konvensjonelt havfiske. (SSB, 2017).

Kina dominerer det internasjonale markedet for sjømatproduksjon ved oppdrett og de står for nærmere 75 % av all produksjon. Det er Norge som produserer mest laks, over halvparten av verdens lakseproduksjon. Chile er nest størst og produserer omkring $\frac{1}{4}$ av all lakseproduksjon (SSB, 2017).

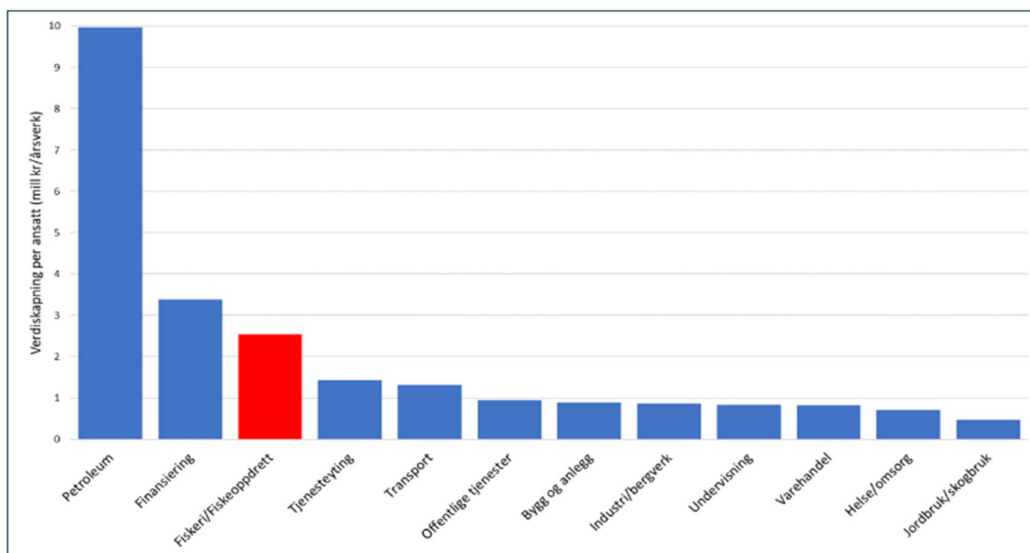
2.2.2 Oppdrettsnæringen i dag

I dag er oppdrett av laks en av Norges største eksportvarer. Som vist i figur 2.6 er det bare olje og gass som gir større eksportinntekter enn laks.



Figur 2.7 - Eksportverdi fra viktige næringer (Store Norske Leksikon, 2023)

Oppdrettsnæringen sin verdiskapning per årsverk er blant den høyeste innenfor norsk økonomi som vist i figur 2.7.



Figur 2.8 - Verdiskapning per årsverk for ulike næringer (millioner 2018 kroner) (Store Norske Leksikon, 2023)

Majoriteten av sjømaten som produseres i Norge blir eksportert. I 2022 ble det satt rekord i eksport av sjømat, over 150 milliarder kroner. Økningen på 30 milliarder kroner skyldes i hovedsak prisøkningene som vi har sett i 2022. De største markedene er hhv. Polen, Danmark og USA. (Norges Sjømatråd, 2023).

2.2.3 Oslo Børs

Det ble en eierkonsentrasjon av oppdrettsnæringen på 1990-tallet, og i dag ser vi enkelte store selskaper som også er notert på børs. Oslo Børs har blitt en sentral børs for oppdrettsselskaper med en høy konsentrasjon av investorer. (ilaks.no, 2021).

Det er høy omsetning av sjømataksjer på Oslo Børs. Derfor beregnes en egen sjømatindeks, OBSFX, bestående av aksjekursene til ni selskaper. Utviklingen i sjømatindeksen i forhold til Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX), er vist på figur 2.8.

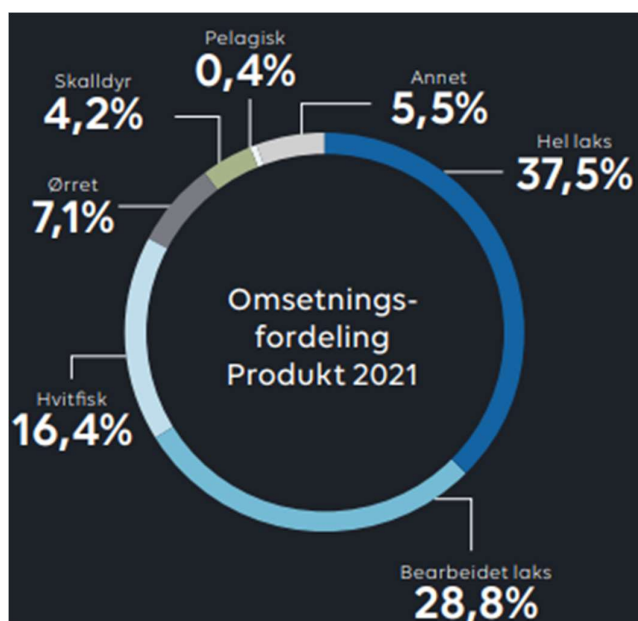


Figur 2.9 – Historisk sammenligning mellom OSEBX og OBSFX

Veksten i sjømatindeksen forteller blant annet at næringen har god lønnsomhet. Sjømatindeksen har de siste tre årene vært jevn og i takt med OSEBX. Fallet i indeksen rundt september 2022 skyldes planen om å innføre grunnrentebeskatning på havbruk. Deretter har indeksen hentet seg noe inn igjen, men i påvente av ytterligere informasjon om grunnrenteskatten og effekten på oppdrettsnæringen, har indeksen ikke nådd de verdiene som var på forsommeren.

2.2.4 Bransjens verdikjede

Dagens oppdrettsselskaper er store selskaper med en vertikalt integrert verdikjede, hvor selskapene gjør alt fra å produsere eget fiskefôr til avl av fisk, sløyting og videreforedling. Flere selskaper driver også med tradisjonelt fiske og andre typer oppdrett, men der produseres klart mest laks. I figur 2.8 nedenfor kan en se at 66 % av omsetningen i 2021 stammer fra laks.



Figur 2.10 – Sammensetning av LSGs produksjon, målt ved omsetning (Lerøy Seafood Group, 2022).

Oppdrettsnæringen markedsfører ofte at de tilbyr produkt fra fjord til bord. Med dette menes det at oppdrettselskapene også sløyer, foredler og selger fisken de produserer. Selskapene har ofte egne distribusjonskanaler i flere land for å nå de internasjonale markedene på en effektiv måte. Figur 2.10 nedenfor illustrerer selskapets verdikjede.



Figur 2.11 – Verdikjede (basert på Lerøy Seafood Group, 2022)

Laksens livssyklus

Atlanterhavslaksen, som vi har i Norge, starter livet sitt i elvene hvor befruktete egg klekkes. Parren, som laksen kalles i dette stadiet, tilbringer omtrent et år i elvene hvor den vokser seg større og etter hvert gjennomgår en fysiologisk endring som gjør den tilpasset å leve i saltvann. Laksen har da nådd smolt-stadiet og er klar til å vandre ned elvene og ut i havet. Laksen kan bli alt fra ett til fem år i havet, hvor den vokser og blir klar til å vandre tilbake til elvene. Laks har en tendens til å vandre tilbake til de elvene hvor de selv ble klekket, for å selv gyte og legge egg (Havforskningsinstituttet, 2019).

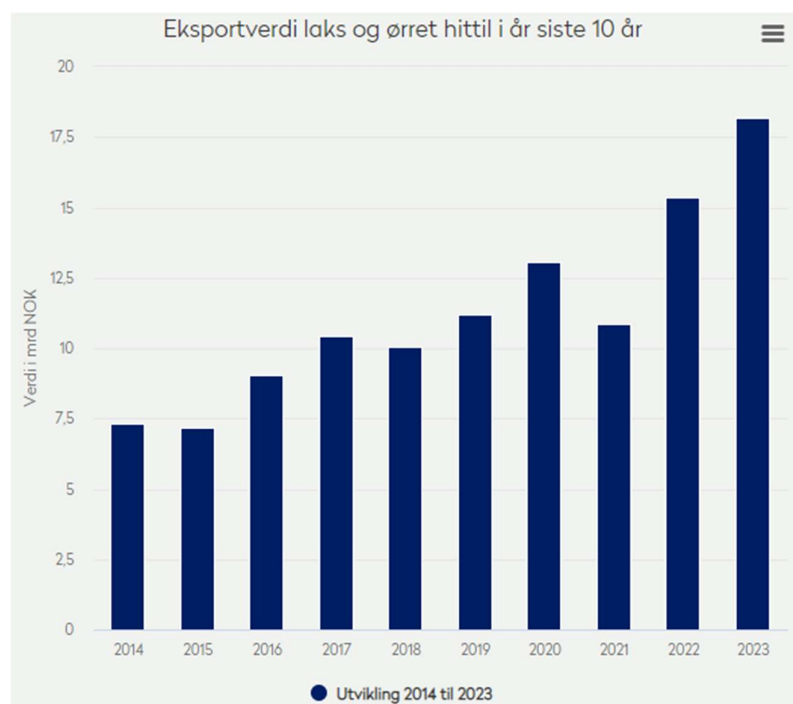
Livssyklusen til oppdrettslaks skiller seg noe fra villaksen. Først vil laksen strykes for rogn og rognen befruktes med melke. Deretter vil rognen oppbevares på en spesifikk måte som fremmer veksten av larven. Så vil laksen klekke og etter en stund begynner den å ta til seg føde. Laksen vokser seg større og vil også etter hvert smoltifiseres og være klar for å settes ut i merdene i sjøen. Laksen vil i oppdrett bare bruke 2 år på å bli slakteklar (Erko Seafood, n.d).

Slakt og foredling (VAP)

Selskaper som LSG har egne foredlingsanlegg hvor det sløyes fisk fra egen oppdrett og fiskeri og noen ganger fra samarbeidspartnere. En del sløyning og foredling foregår ved norske anlegg, mens mye skjer i utlandet. Særlig Danmark og Polen er store på videreforedling av norsk fisk (Lerøy Seafood Group, 2022).

Distribusjon

Norsk laks og ørret har lenge hatt en økende andel i det internasjonale fiskemarkedet. Andre europeiske land har også bygget opp store industrier som baserer seg på foredling av norsk laks. Norsk laks selges til over 100 land og omtrent 80 % av all oppdrettslaks forlater Norge uten å være foredlet. Eksport av fisk i stor skala fasiliteres av selskapenes integrerte verdikjede, hvor de er til stede i landene via fabrikker og salgskontorer. Lokal tilstedeværelse til markedene gir selskapene konkurransefortrinn (Lerøy Seafood Group, 2022).



Figur 2.12 – Eksportverdi av laks og ørret (Norges Sjømatråd, 2023).

Laks som produkt

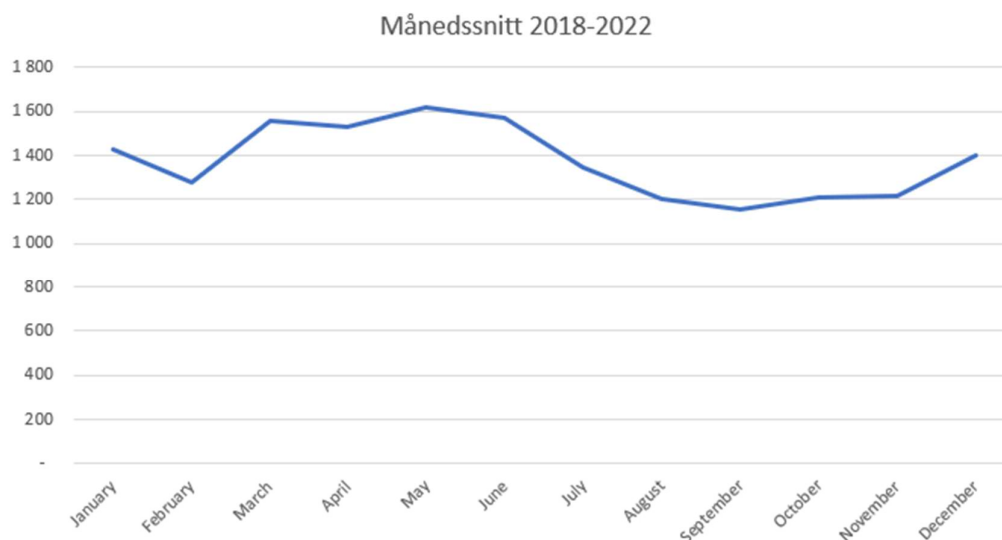
Norsk laks finner veien til middagstallerkener verden rundt. I dag er laks verdens mest populære fisk, og det er norsk laks som dominerer markedet. Suksessen til den norske laksen kan delvis begrunnes med tradisjoner med å leve av havet, samt at norsk laks produseres under “den norske modellen”, hvor næringen, myndigheter og forskning er tett knyttet sammen. Det bidrar til å gjøre norsk laks til et overlegent produkt, samtidig som det gir bransjen et konkurransefortrinn overfor utenlandske aktører (Norges Sjømatråd, 2021).

Konsum av laks kan begrunnes med både helsefremmende effekter og smakelighet. Helsemyndigheter anbefaler et relativt høyt konsum av fete fiskearter, herunder laks og ørret, da de inneholder sunne fettsyrer, vitamin B12, jod og selen. Konsum av fisk kan knyttes til reduksjon av for eksempel hjerte og karsykdommer (Nasjonalt råd for næring, 2011).

Et annet aspekt som fremmer produksjon av laks er at det krever langt mindre fôr og genererer mindre klimautslipp enn produksjon av for eksempel storfe. Laks behøver omtrent 2 kg potensiell menneskemat for å gi oss 1 kg med mat (forskning.no, 2018).

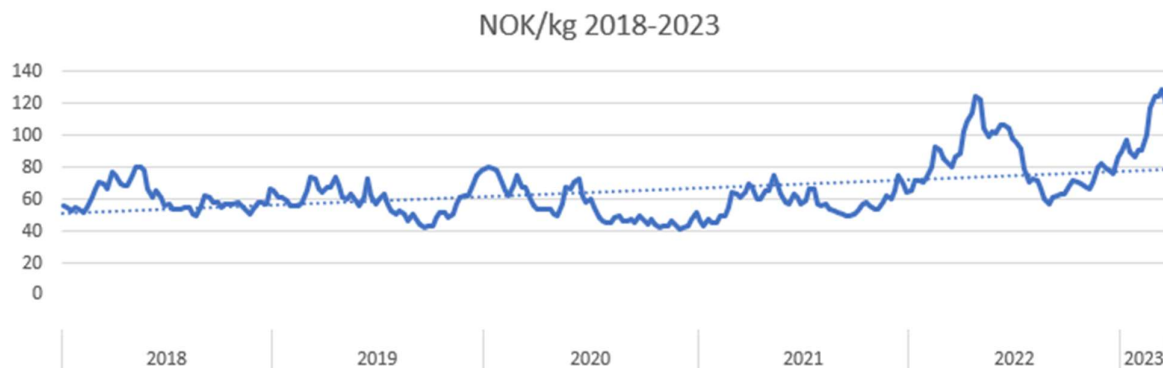
Prisdannelse

Oppdrettsselskapene er kraftig eksponert for volatiliteten i lakseprisene. Historisk har lakseprisen vist en syklisk variasjon gjennom året. Nedenfor kan en se månedlige gjennomsnittspriser for de siste fem årene. En kan se at markedsprisen har en syklisk utvikling gjennom året. Laks har en produksjonstid på 2-3 år, noe som gjør det vanskelig å tilpasse tilbudet etter etterspørsel på kort sikt.



Figur 2.13 – Gjennomsnittlig laksepris fra 2018 til 2022 (basert på tall fra Fish Pool).

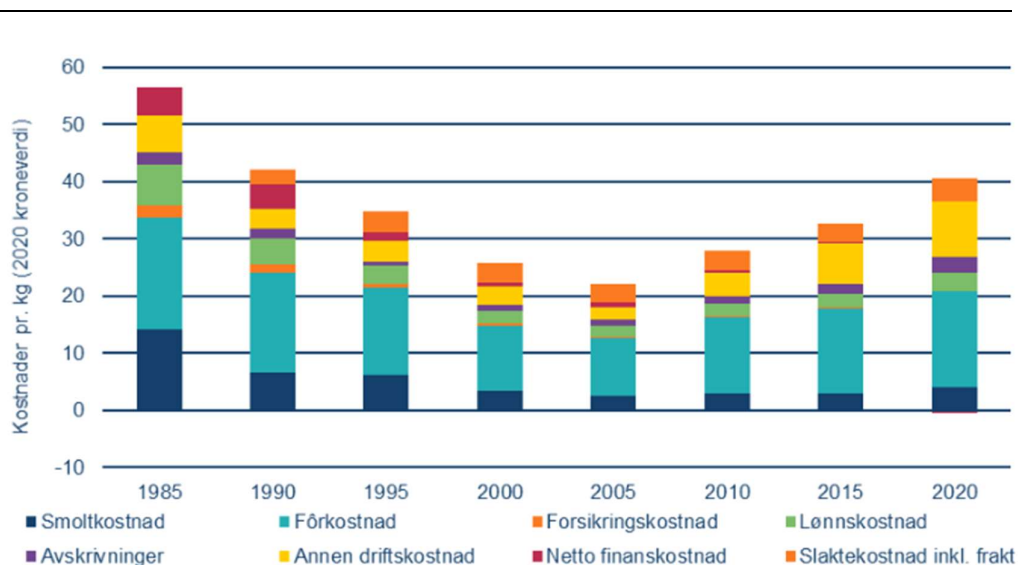
Figur 2.13 viser utviklingen i laksepris siden 2018. Tallene er hentet fra laksebørsen Fish Pool. Grafen viser en stigende trend, som til dels kan forklares av de høyere lakse-, og matvareprisene i kjølvannet av Russlands invasjon av Ukraina. Prisene har lenge hatt en stigende trend, som blant annet reflekterer den økende etterspørselen etter norsk laks. En kan også her se at prisen svinger syklisk gjennom året.



Figur 2.14 – Laksepris fra 2018 til mars 2023 (basert på tall fra Fish Pool).

Kostnadsdrivere

De største kostnadsdriverne i oppdrettsbransjer er fôr, smoltproduksjon og slakt. En kan se i figur 2.14 at næringen har effektivisert driften over tid, men at kostnadene likevel har blitt presset opp de siste 10 årene. Fordelingen av kostnader viser at fôr utgjør den største kostnaden ved fiskeoppdrett. Kostnadene for smolt har økt noe, som kan skyldes at flere selskaper nå selger større smolt. Annen driftskostnad har også hatt en betydelig økning de siste årene, som blant annet er et resultat av økt fokus på fiskenes helse, miljø og vedlikehold. (Fiskeridirektoratet, 2021).



Figur 2.15 – kostnader knyttet til oppdrett over tid (Fiskedirektoratet, 2021).

Utfordringer ved fiskeoppdrett

Lakselus, fiskens helse, utslipp av næringssalter og rømming er de største utfordringene som oppstår ved oppdrett.

Lakselus

Lakselus er et krepsdyr som fester seg på laksefisk, og finnes i alle hav på den nordlige halvkule. Lakselusen fester seg på laksens hud og lever av å spise hud, slim eller blod fra laksen, og gjør laksen mottakelig for sopp og infeksjoner. I norsk lakseoppdrett har forekomsten av lakselus vært et økende problem. Da norsk oppdrett stort sett foregår i åpne merder i sjøen, kan lakselusen vandre fra oppdrettsanlegg til villaks. Oppdrett av laks har ført til at lakselusen har betydelig flere potensielle verter, noe som igjen har medført at bestanden av lakselus har økt vesentlig (Havforskningsinstituttet, 2021).

Utfordringene knyttet til lakselus har ført til at en rekke tiltak har blitt iverksatt. En kan dele tiltak mot lakselus inn i to kategorier. Først har man medikamentelle tiltak, hvor laksen gjennomgår en behandling med legemidler for å bekjempe lakselus. Dette kan gjøres ved å tilsette legemiddel i foret eller ved å gi laksen et bad. Badet kan skje ved at en dekker til merden og tilsetter et legemiddel, eller ved at laksen pumpes over til eksempelvis en brønnbåt hvor den kan behandles. Ikke-medikamentelle tiltak benyttes også, hvor en kan benytte leppefisk, berggylte eller rognkjeks i merden som spiser lusen av laksen. Et annet ikke-medikamentelt tiltak er å benytte lasere som brenner lusen av laksen i det den svømmer forbi (Veterinærinstituttet, n.d).

Helse

Som nevnt ovenfor, gjør lus laksen mer mottakelig for sykdom og soppinfeksjon. Laksen kan også få andre sykdommer. De mest vanlige sykdommene som rammer norsk laks er infeksjøs lakseanemi, pancreas disease, vintersår og amøbegjellesykdom. All laks som oppdrettes i Norge i dag, blir vaksinert. Vaksineringsen av laks har bidratt til at andre sykdommer som tidligere førte til høy dødelighet, nå er under kontroll. Tidligere ble det benyttet antibiotika for å bekjempe bakterielle infeksjoner i fisken, men i dag er det ingen laks som kommer til markedet som er behandlet med antibiotika. Næringen bruker mye kapital på å bedre laksens helse (laksefakta, 2023).

Utslipp av næringssalter

Laksenæringen har ved sin utbredelse langs norskekysten blitt den største tilførselen av ikke-naturlig forekommende fosfor i fjordene. En av grunnene til den store økningen er at fiskeforet i dag består av opptil 70 % materiale som kommer fra land. Laksen klarer ikke fordøye dette foret like godt som før som kommer fra havet. Utslippene kan føre til at det forekommer større produksjon av alger, noe som kan bidra til lavere oksygenivåer og dårligere forhold for dyrelivet på bunnen. Denne forurensningen medfører som regel ikke vesentlige problemer for fjordene da næringssaltene stort sett forblir under og rundt merdene. Likevel kan en se overgjødning i de fjorder der det er grunn terskel og dermed lavere utskifting av vann. Oppdrettsnæringen har nå større fokus på forurensing, og tiltak som bedrer føringsrutiner og overvåkning hjelper med å redusere utslippene. Som konsekvens av det økte fokuset, ser en at forurensing per produsert vekt har falt (Miljødirektoratet, 2022).

Rømming

Rømming av laks fra norske oppdrettsanlegg er et tema som ofte tas frem i diskusjoner om næringen. Laks kan rømme fra landanlegg, gjennom avløp, eller havanlegg ved forskjellige hendelser. Rømming fra merdene kan skje for eksempel ved slitasje av not, uhell, dårlig vær eller ved håndtering av laksen. Argumenter for hvorfor rømming er problematisk koker ofte ned til at dersom den rømte laksen gyter i norske elver vil genene blandes med villaksens, som kan gjøre villaksen som art mindre robust. Tiltak mot rømming består først og fremst av forebygging, herunder er forsiktighet fra oppdretterne og vedlikehold av utstyr kausalt. Det er iverksatt overvåking for å avdekke hvor mye rømt laks som finner veien opp norske elver. Oppdrettere er lovpålagt å bistå med finansiering av fiske dersom nivået for rømt laks blir for høyt i vassdragene (Barentswatch, 2023).

2.3 Komparative selskaper

Ved valg av komparative selskaper, har vi plukket ut lignende norske oppdrettsselskaper notert på Oslo Børs. Vi ønsker å avdekke hvorvidt LSG besitter konkurransefortrinn og benytter en analyseperiode på 6 år (2017-2022). Dette valget er begrunnet i kapittel 5.1. Basert på denne vurderingen, velger vi selskapene Mowi ASA, SalMar ASA og Grieg Seafood ASA som komparative selskaper. Nedenfor vil vi kort presentere hvert av selskapene.

2.3.1 Mowi ASA

Mowi er verdens største produsent av atlantehavslaks målt etter både omsetning og volum. Driftsinntektene er omtrent det doble av LSG (Mowi, 2023). Selskapet har ca. 12 000 ansatte og driver virksomhet i 25 land. Nedenfor gis en kort presentasjon av nøkkeltall (omgrupperte tall).

Nøkkeltall

Mowi ASA (NOK 1000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	34 038 319	36 579 755	40 746 826	40 311 976	42 714 523	49 921 843
Driftsresultat fra egen virksomhet	4 078 741	8 615 468	5 804 226	2 144 140	6 653 878	11 120 462
Driftsmargin	12 %	24 %	14 %	5 %	16 %	22 %

Figur 2.16 – Nøkkeltall Mowi

2.3.2 SalMar ASA

SalMar ASA er noe mindre enn LSG (Berge, 2020). Nedenfor gis en kort presentasjon av nøkkeltall (omgrupperte tall).

Nøkkeltall

SalMar ASA (NOK 1000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342	15 043 945	20 158 279
Driftsresultat fra egen virksomhet	4 747 052	5 228 847	3 069 238	3 038 622	2 930 540	4 501 213
Driftsmargin	44 %	46 %	25 %	24 %	19 %	22 %

Figur 2.17 – Nøkkeltall SalMar

2.3.3 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood er det minste av disse selskapene og har hatt en svakere utvikling enn de øvrige (Berge, 2020). Nedenfor gis en kort presentasjon av nøkkeltall (omgrupperte tall).

Nøkkeltall

Grieg Seafood ASA (NOK 1000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330	7 195 446
Driftsresultat fra egen virksomhet	815 001	1 074 989	1 073 103	234 494	450 608	1 727 557
Driftsmargin	12 %	14 %	22 %	5 %	10 %	24 %

Figur 2.17 – Nøkkeltall Grieg

2.3.4 Lerøy Seafood sammenlignet med bransjen

LSG sine nøkkeltall er sm følger.

LSG (NOK 1000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 280	26 645 877
Driftsresultat fra egen virksomhet	3 720 675	3 526 195	2 705 889	1 944 637	2 463 368	3 188 498
Driftsmargin	20 %	18 %	13 %	10 %	11 %	12 %

Figur 2.18 – Nøkkeltall LSG

Når man ser på utviklingen i driftsmargin basert på omgrupperte tall, ser man at det er svingninger i driftsmargin fra år til år. Marginene varierer ulikt for selskapene. Imidlertid har LSG vært selskapet med høyest grad av stabilitet i driftsmargin, selv om den for hvert år isolert sett ikke er like høy som for de sammenlignbare selskaperes beste år.

Bransjesnitt for perioden

I figuren nedenfor har vi beregnet et bransjegjennomsnitt.

Bransjesnitt (NOK 1000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	16 658 743	18 066 296	18 463 044	18 158 106	19 730 423	25 388 083
Driftsresultat fra egen virksomhet	3 884 209	3 953 664	3 263 957	2 057 344	2 587 112	4 244 022
Driftsmargin	23 %	22 %	18 %	11 %	13 %	17 %

Figur 2.19 – Bransjesnitt

For analyseperioden ser vi at LSG ligger noe under bransjesnitt for driftsmargin.

3 Valg av verdsettelsesteknikk

Det finnes flere forskjellige fremgangsmåter man kan benytte for å gjennomføre en verdsettelse. Derfor vil vi i kapittel 3 presentere de vanligste verdsettelsesmetodene fra faglitteraturen, samt reflektere rundt hvilke verdsettelsesmetodikker vi vil ta nytte av i det videre arbeidet med oppgaven. I boken “Verdivurdering” presenterer Kaldestad og Møller flere forskjellige verdsettelsesmetoder, som er oppsummert i figur 3.1.

Metode	Inntjeningsbasert tilnærming	Markedsbasert tilnærming	Balansebasert tilnærming	Kostbasert tilnærming	Opsjonsbasert tilnærming
Verdi	Verdi settes lik nåverdi av fremtidige kontantstrømmer (DCF)	Verdi settes basert på prising av sammenlignbare virksomheter	Verdi settes lik hva man kan få solgt eiendeler for, fratrukket gjeld	Verdi settes lik kostnaden som påløper ved å anskaffe eiendeler	Fundamentalverdi - man tar utgangspunkt i en DCF, for deretter å legge til verdi av særlig fleksibilitet

Figur 3.1 - verdsettelsesteknikker (basert på Kaldestad og Møller, 2016, s. 28)

Forfattere innenfor verdsettelsesfaget som Damodaran (2012) og Penman (2013), fremstiller de forskjellige metodene noe forskjellig fra hverandre og Kaldestad og Møller, men essensen i metodene er i hovedsak sammenfallende.

Man har i faglitteraturen noenlunde konsensus hva gjelder hvilke verdsettelsesteknikker man kan anvende. Alle metodene i figur 3.1 vil gi tilnærmet samsvarende verdi for det selskapet som verdsettes. Valg av metode skal ikke ha vesentlig innvirkning på den beløpsmessige verdien man beregner seg frem til ved verdsettelsen. Samtlige metoder har både styrker og svakheter, og det vil variere fra situasjon til situasjon (og selskap til selskap) hvilken verdsettelsesteknikk som er den foretrukne. Derfor vil vi diskutere de ulike verdsettelsesmetodene, både fordeler og ulemper med hver metode, for deretter å konkludere på hvilken verdsettelsesmetode vi vil anvende videre i oppgaven ved verdsettelsen av LSG. Til slutt vil vi presentere en kort beskrivelse av hvordan vi skal anvende valgt verdsettelsesteknikk for å komme frem til et beløpsmessig verdiestimat på egenkapitalen til LSG per 31.12.2022.

3.1 Inntjeningsbasert tilnærming

Den inntjeningsbaserte verdsettelsesmetoden for verdsettelse legger vekt på de forventede fremtidige kontantstrømmene til det aktuelle selskapet som skal verdsettes. Videre bestemmes verdien av selskapet ved å neddiskontere estimerte fremtidige kontantstrømmer slik at man kommer frem til nåverdi, som representerer et estimat på selskapets verdi per i dag.

$$Verdi = \sum \frac{\textit{kontantstr\o{m}}}{(1 + \textit{avkastningskrav})^n}$$

Formel 3.1 - Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer

Formel 3.1 er en enkel formel med tilsynelatende få variabler. Utfordringene ved en inntjeningsbasert verdsettelsesmetode ligger ikke i den matematiske kompleksiteten, men i det å komme frem til rimelige og fornuftige estimater på både avkastningskrav og fremtidige kontantstrømmer. Det kreves stor grad av skjønn og subjektive vurderinger ved estimering av kausal input i modellen - både teller og nevner i formelen. I påfølgende delkapitler vil vi utdype ytterligere rundt estimering av fremtidig kontantstrøm og avkastningskrav.

3.1.1 Fundamental verdsettelse

For å være i stand til å komme frem til et pålitelig estimat på selskapets fremtidige kontantstrømmer, er det essensielt at man tilegner seg en bred kunnskap om, og forståelse av det aktuelle selskapet. Videre vil også bransje og øvrige omgivelser være av relevans for estimering av fremtidige kontantstrømmer. Det finnes flere forskjellige verktøy man kan anvende for å opparbeide seg et slikt grunnlag. Vi har tatt utgangspunkt i en fundamental verdsettelsesmetode. Metoden fremstilles av forskjellige forfattere på varierende vis, men essensen er stort sett den samme. Penman (2013) deler den fundamentale verdsettelsen inn i 5 overordnede steg.

- 1) Strategisk analyse - opparbeide forståelse av virksomheten.
- 2) Analysere regnskapsinformasjon, samt eventuelle viktige opplysninger som ikke er representert i regnskapet, men som kan ha innvirkning på verdsettelse.
- 3) Valg av finansielle nøkkeltall for analyseformål.
- 4) Estimere verdi på selskapet man analyserer, basert på den finansielle analysen.
- 5) Konkludere med en investeringsbeslutning

Basert på vår forståelse av valgt virksomhet er vi i stand til å se strategiske muligheter og trusler som kan være grunnlag for konkurransefortrinn. En slik innsikt er viktig input ved estimering av fremtidige kontantstrømmer.

Fremtidige kontantstrømmer

Man kan estimere et selskaps fremtidige kontantstrøm på flere forskjellige måter. Skillet går hovedsakelig på «hva» man beregner kontantstrøm til. Man kan beregne kontantstrøm til for

eksempel egenkapitalen eller totalkapitalen. Forskjellen mellom en estimert kontantstrøm til egenkapitalen og til totalkapitalen, er at kontantstrømmen til egenkapitalen hensyntar virksomhetens finansiering, i form av at den inkluderer eventuell nedbetaling av gjeld. Kontantstrømmen til totalkapitalen tar ikke hensyn til finansiering. Uavhengig av hvilken metode man anvender, skal man imidlertid i teorien komme frem til samme verdi til slutt. Et selskaps verdi bør ikke avhenge av hvilken verdsettelsesmetode en anvender i arbeidet. Det er for øvrig viktig å være klar over at avkastningskravet man benytter ved neddiskontering vil variere ut fra hvilken kontantstrøm man benytter for verdsettelsen, da en kontantstrøm til egenkapitalen må neddiskonteres med et avkastningskrav til egenkapitalen, og vice versa.

Kontantstrøm til totalkapitalen

Dersom man benytter kontantstrømmen til totalkapitalen for verdsettelsesformål, vil man initielt verdsette hele selskapet samlet sett. For så å komme frem til verdien av egenkapitalen i selskapet, trekker man fra gjelden. Utgangspunktet for kontantstrøm til totalkapitalen vil typisk være EBIT (driftsresultatet). Videre foretar man helst justeringer knyttet til skatt, avskrivninger og investeringer, for å komme frem til det som kalles fri kontantstrøm (FCF) (Kaldestad og Møller, 2016, s. 41).

Kontantstrøm til egenkapitalen

Som drøftet kort ovenfor, skiller kontantstrømmen til egenkapitalen seg fra totalkapitalen ved at kontantstrømmen til egenkapitalen hensyntar selskapets finansiering, og således kan benyttes til å finne verdien av egenkapitalen direkte ved verdsettelse. Verdien av egenkapitalen blir simpelthen nåverdien av alle fremtidige dividender.

Tidsaspekt for verdsettelsen

Ved beregning av et selskaps fundamentale verdi ved hjelp av neddiskonterte kontantstrømmer, vil det teoretisk sett mest riktige være å operere med en uendelig tidshorisont, under forutsetning om fortsatt drift for selskapet. Det vil imidlertid være en tidkrevende prosess, og under enkelte forutsetninger vil den heller ikke gi noe særlig mer nytte enn en mer avgrenset periode med et terminalledd. Hvis man imidlertid forutsetter at den aktuelle virksomhets frie kontantstrøm har konstant vekst, vil det være mulig å anvende Gordons formel for verdsettelse (Penman, 2013):

$$EV = \frac{FCF}{WACC - g}$$

Hvor EV står for enterprise value, FCF står for free cash flow, WACC står for weightet average cost of capital (avkastningskrav til total kapitalen) og g står for growth.

For at man skal kunne anvende Gordons formel for uendelig annuitet for å komme frem til verdien av et selskap, foreligger det som nevnt ganske omfattende forutsetninger. En forutsetning om at veksten i kontantstrømmen vil være konstant i uendelig fremtid, er en nokså streng forutsetning, som sjelden vil være reell. Til tross for det benyttes ofte Gordons omskrevne formel for uendelig annuitet ofte ved verdsettelse, som en forenklet tilnærming.

3.2 Markedsbasert tilnærming

Dersom man benytter en markedsbasert tilnærming for verdsettelsesformål, innebærer det at man ser på hva tilsvarende/sammenlignbare selskaper verdsettes til. LSG er et børsnotert foretak på en børs hvor flere børsnoterte oppdrettsselskaper er notert, slik at antallet komparative selskaper er relativt høyt. Rent praktisk vil man ved en markedsbasert tilnærming ta utgangspunkt i verdsettelsen til et sammenlignbart selskap, for deretter å foreta justeringer der hvor det anses hensiktsmessig. Man foretar typisk justeringer der det eksisterer forskjeller mellom det selskapet man ønsker å verdsette og det komparative selskapet, som har en innvirkning på verdsettelsen. En slik markedsbasert tilnærming kan begrunnes basert på en tanke om at sammenlignbare eiendeler burde verdsettes noenlunde likt, justert for forskjeller som eventuelt måtte foreligge mellom dem.

Ved en markedsbasert verdsettelsesmetode tar man utgangspunkt i multipler, som gjør det mulig å sammenligne selskaper og andre eiendeler. Multipler er et annet ord for finansielle forholdstall. Noen eksempler på vanlige multipler er P/B (price/book), P/E (price/earnings) og EV/EBITDA (enterprise value/earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) (Kaldestad og Møller, 2016, s. 221).

Vurdering

En komparativ verdsettelsesmetode basert på multipler er en verdsettelsesmetode som krever mindre grad av skjønn og estimering enn for eksempel en fundamental verdsettelse. Det er imidlertid betydelig risiko for feil knyttet til blant annet å sammenligne med "feil" selskap i form av manglende likhet, eller manglende justering for forskjeller mellom selskaper man burde justert for. Da metoden er enkel, vil det heller ikke være enkelt å avdekke slike potensielle feil. Basert på arbeidsomfanget som ligger bak en markedsbasert verdsettelse,

anses det heller ikke passende å kun benytte seg av en slik verdsettelsesmetode i vår masteroppgave. Vi anser imidlertid en multippeltilnærming å være en god “sense-check” av den beregnede verdien vi kommer frem til i oppgaven.

3.3 Balansebasert tilnærming

Dersom man benytter en balansebasert verdsettelsesmetode, tar man utgangspunkt i selskapets eiendeler. Deretter vil man estimere hva eiendelene kan selges for i dagens marked. For å komme frem til en verdsettelse av selskapet, summerer man verdien av alle selskapets eiendeler, og trekker fra selskapets gjeld (Kaldestad og Møller, 2016, s. 31).

En slik verdsettelsesmetode er igjen nokså enkel, og har følgelig flere svakheter. Metoden tar for eksempel ikke hensyn til at et selskaps eiendeler skaper merverdier sammen, eller fremtidig vekst og verdiskapning. I tillegg vil verdien av et selskap også avhenge av mange immaterielle faktorer som ikke vil bli tatt hensyn til ved en balansebasert tilnærming. Eksempler her er varemerke, mennesker/intern kompetanse, omdømme/relasjoner, mm. Dette er typiske poster som inngår i goodwill ved oppkjøp.

Vurdering

Grunnet verdsettelsesmetodens betydelige svakheter, har vi valgt å ikke benytte oss av en balansebasert tilnærming ved verdsettelsen. En av de få situasjonene hvor en slik verdsettelsesmetode kan være hensiktsmessig, vil være der hvor et selskap er svært nær eller er under avvikling, noe LSG ikke er.

3.4 Kostbasert tilnærming

En kostbasert verdsettelse har mange likhetstrekk med den balansebaserte tilnærmingen. Den viktigste forskjellen er at man ved en kostbasert verdsettelse ser på kostpris fremfor dagens verdi. Det kan altså på mange måter betraktes som en “historisk kost”-metode.

Vurdering

Basert på samme argumentasjon som ved balansebasert tilnærming, er også en kostbasert tilnærming en forenklet verdsettelsesmetode, med flere vesentlige svakheter. Ved å benytte kostnaden man har pådratt seg ved erverv av eiendeler, tar man ikke hensyn til markedets

prising av eiendelene, som tross alt er verdiene ved realisering. Derfor mener vi at verdsettelsesmetoden ikke er aktuell for verdsettelsen av LSG.

3.5 Opsjonsbasert tilnærming

Noen selskaper kan ha en opsjon på for eksempel å utføre større prosjekter i fremtiden. Da det er en opsjon, har man per definisjon en rett, men ikke en plikt til å gjennomføre det tiltenkte prosjektet i fremtiden. Derav vil man kunne frasi seg prosjektet dersom det ikke skulle bli lønnsomt ved et senere tidspunkt. En slik opsjon (mulighet til å avvente beslutningen) har åpenbart en verdi for selskapet. En opsjonsbasert verdsettelsesmetode vil ta utgangspunkt i en fundamental verdsettelsesmetode, hvor man også legger til verdien av den mulige opsjonen selskapet eventuelt har, for å komme frem til en estimert verdi på selskapet (Kaldestad og Møller, 2016, s. 32).

3.5.1.1 Vurdering

Dersom selskapet man skal verdsette skulle sitte på en slik vesentlig opsjon, vil det uten tvil være aktuelt å benytte en opsjonsbasert verdsettelsesmetode ved verdsettelsen av selskapet. Vi er imidlertid ikke kjent med at LSG besitter en slik opsjon.

3.6 Valg av verdsettelsesmetode

Vi har ovenfor gitt en kort presentasjon av de vanligste verdsettelsesmetodene. Da alle metodene har både fordeler og ulemper, og vi ikke kan anvende samtlige metoder i vår masteroppgave, vil vi i her gi en begrunnelse for hvilken verdsettelsesmetode vi har valgt for verdsettelsen av LSG.

Kaldestad og Møller (2016, s. 33) har postulert et sett av vurderingskriterier slik at den verdsettelsesmetoden man ender opp med passer formålet. De fem kriteriene kan oppsummeres som følger:

- 1) Informasjonstilgang
- 2) Tid til rådighet
- 3) Krav til pålitelighet
- 4) Bransje
- 5) Stadium i livssyklus

1) Informasjonstilgang

Vi besitter ikke tilgang til all relevant informasjon om LSG. Vår kjennskap til og kunnskap om selskapet basert på selskapets offentlig publiserte informasjon, som årsrapporter og regnskap, samt relevante artikler etc. publisert i media. God tilgang på informasjon er viktig for arbeidet med å estimere LSGs fremtidige økonomiske stilling. Da LSG er notert på Oslo Børs, foreligger det strenge regulatoriske krav til hva selskapet skal rapportere på. Det resulterer i omfattende årsrapporter og et bredt og detaljert utvalg av annen tilgjengelig informasjon. I tillegg publiseres det ofte artikler om Lerøy i for eksempel Dagens Næringsliv. Dette bidrar til god tilgang på relevant informasjon. Vi er av den oppfatning av at det er tilstrekkelig informasjon til vårt videre arbeid med verdsettelsen.

2) Tid til rådighet

En verdsettelse kan kreve en betydelig grad av tid og ressurser. Da denne oppgaven er en masteroppgave som skrives over et helt semester, mener vi at vi har tilstrekkelig tid til rådighet.

3) Krav til pålitelighet

Dataene vi benytter oss av i vår verdsettelse vil i all hovedsak være årsrapporter og årsregnskap, som for LSGs vedkommende er revidert av PwC. Vi vil påse at det ikke foreligger noen modifiserte beretninger hva gjelder årsregnskap, årsrapport eller ESG rapport. Da LSG og de fleste relevante konkurrenter er børsnoterte, vil det være meget skadelig for aksjekursen dersom det skulle komme frem at selskapet rapporterer upålitelig informasjon. Vi anser derfor kravet til pålitelighet som oppfylt.

4) Bransje

Bransjen selskapet opererer i, vil være bestemmende for selskapets karakteristika. alle verdsettelsesmetodene presentert ovenfor har styrker som vil være mer passende i enkelte bransjer fremfor andre. En eiendelsbasert verdsettelsesmetode være svært passende ved verdsettelse av et selskap som eier eiendom, da det meste av selskapets verdier ligger i eiendommene. Metoden vil ikke være like relevant å benytte i oppdrettsnæringen, da andre verdier er vesentlige.

5) Stadium i livssyklus

Hvor langt et selskap har kommet i sin livssyklus, vil kunne ha betydning for verdsettelsen. Dersom selskapet er i en oppstartsfase, vil det kunne være vanskeligere å utforme en analyse.

Man har gjerne høye kostnader og svak inntjening, og det foreligger generelt stor usikkerhet. Videre vil det også kunne være utfordrende å benytte enkelte verdsettelsesmetoder, som for eksempel en fundamental verdsettelsesmetodikk, for selskaper som er helt i slutten av livssyklusen sin. Dersom selskapet er nær slutten, gir det lite mening å benytte en metode som vektlegger økonomiske trender langt frem i tid. Da vil kanskje en eiendelsbasert/ balansebasert verdsettelse være mer passende.

LSG er hverken i starten eller i slutten av sin livssyklus. Selskapet har eksistert i over 100 år, og det foreligger fortsatt store muligheter for fremtidig drift og vekst. Da LSG ser ut til å være i en modningsfase, anser vi det som hensiktsmessig å benytte en verdsettelsesmetode som tillater å predikere økonomisk prestasjon fremover i tid, som f.eks. en fundamental verdsettelsesmetode.

3.6.1 Valg verdsettelsesmetode

LSG er et stabilt selskap og opererer innenfor en stabil bransje. Oppdrettsnæringen er strukturert slik at de forskjellige selskapene enkelt vil kunne sammenlignes med hverandre, særlig når selskapene er relativt like. Videre anses selskapet å være et sted rundt midt i sin livssyklus, som bidrar til at det er enklere å gjøre en vurdering av fremtidig finansiell prestasjon.

Basert på momentene drøftet i ovenfor, er vi av den oppfatning at det vil være passende å gjennomføre arbeidet med verdsettelsen av LSG basert på en fundamental verdsettelsesmetode. Da graden av sammenlignbarhet mellom konkurrerende selskaper i Norge er stor, vil vi også benytte en multipelbasert verdsettelsesmetode for å kontrollere verdien vi kommer frem til ved verdsettelsen av LSG.

3.7 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Verdsettelsen av LSG utarbeides basert på en fundamental verdsettelsesmetode og vi vil følge et fem-stegs rammeverk. Vi mener rammeverket er hensiktsmessig å benytte, da andre forfattere innenfor verdsettelsesfaget følger en sammenlignbar struktur ved utarbeidelsene av rammeverk (Penman, 2013; Kaldestad og Møller, 2016).

Vi vil ta for oss hvert trinn av rammeverket i figur 1.1, og kort beskrive trinnets innhold. De fem stegene er som følger:

- 1) Strategisk analyse (kapittel 4)
- 2) Regnskapsanalyse (kapittel 5 til 8)
- 3) Fremtidsregnskap og fremtidig avkastningskrav (kapittel 9 og 10)
- 4) Fundamental verdsettelse (kapittel 11)
- 5) Bruk av verdierestimater (kapittel 12)

1) Strategisk analyse

En strategisk analyse handler om å foreta en analyse av selskapet en skal verdsette utover tilgjengelig regnskapsinformasjon og andre finansielle data. Det er med andre ord en kvalitativ analyse hvor man studerer ikke-finansiell informasjon med den hensikt å bygge opp en helhetlig forståelse av selskapet. Man ville ikke vært i stand til å tilegne seg en like god forståelse dersom man utelukkende studerer finansiell informasjon. En slik strategisk analyse vil blant annet bidra til å identifisere eventuelle muligheter og trusler, som vil kunne være av betydning for selskapets fremtidige utvikling.

I henhold til Kaldestad og Møller (2016) er det tre overordnede steg i en strategisk analyse:

- Forstå bransjen og verdikjeden
- Vurdere lønnsomheten i bransjen
- Vurdere selskapets lønnsomhet opp mot lønnsomheten i bransjen

2) Regnskapsanalyse

Neste steg vil være regnskapsanalyse, hvor vi studerer historiske regnskapstall. Regnskapsanalysen er den kvantitative delen av analysen vår. Regnskapet slik det utstedes av LSG, er ikke særlig egnet for analyseformål, da grupperingen av regnskapsposter ikke skiller mellom drifts- og finansieringsaktiviteter. Derfor vil omklassifisering av regnskapsposter være viktig for at vi skal kunne gjøre en god regnskapsanalyse (Koller, Goedhart & Wessels, 2020, s. 205).

Etter å ha reklassifisert regnskapene til LSG og konkurrerende selskaper for sammenligningsformål, vil vi se på forskjellige forholdstall i en risikoanalyse for å bestemme kredittrisiko, som vil benyttes i vurderingen av avkastningskrav.

Videre vil vi foreta beregninger av historiske avkastningskrav. Avkastningskrav kan betraktes som en kapitalkostnad, altså den avkastningen forskjellige typer kapital (gjeld eller egenkapital) krever for at investeringen skal være attraktiv. I et selskap hvor det foreligger stor

risiko rundt fremtidig inntjening vil som regel ha et høyere avkastningskrav enn et stabilt selskap som leverer jevne overskudd hvert år. Avkastningskravet vil være sentralt ved vår verdsettelse, da man benytter seg av avkastningskravet ved neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer for å finne nåverdi.

Avslutningsvis vil vi gjøre en analyse for å avdekke rentabilitet og sammenligne økonomisk prestasjon mot konkurrerende selskaper.

3) Fremtidsregnskap og fremtidig avkastningskrav

For å kunne komme med en prognose på fremtidig regnskap og avkastningskrav, vil vi dra nytte av kunnskapen vi har opparbeidet oss. Fremtidsregnskapet begynner der hvor den historiske rapporteringen stopper. Fremtidig avkastningskrav baseres på historiske krav, med relevante justeringer for fremtidige forhold. Når fremtidig regnskap og avkastningskrav er estimert, kan man videre beregne selskapets fremtidige strategiske fordel (Knivsflå, 2022a).

4) Fundamental verdivurdering

Målet med den fundamentale verdsettelsen er å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer med det fremtidige avkastningskravet, for å komme frem til en nåverdi som representerer et estimat på selskapets verdi. De tekniske aspektene ved verdsettelsesmetoden ble presentert i kapittel 3.1.1. I oppgaven vil det beregnes fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen, totalkapitalen og sysselsatt kapital. De forskjellige metodene kan gi avvikende estimater, som delvis elimineres ved en konvergensprosedyre (Knivsflå, 2022a). For estimeringen av fremtidige kontantstrømmer, vil vi i tråd med finansteori estimere 2023 frem til og med 2029 eksplisitt, for deretter å beregne et terminalledd basert på Gordons vekstformel. Den neddiskonterte kontantstrømmen vil gi en nåverdi, som vil være estimatet på selskapets verdi per ønsket tidspunkt. Avslutningsvis vil vi gjennomføre en simulerings- og sensitivitetsanalyse, blant annet for å illustrere hva som skjer dersom man endrer de forskjellige input variablene i verdsettelsen, fordi verdsettelsen er preget av stor grad av estimering og skjønn (Damodaran, 2012, s. 908).

5) Bruk av verdiestimat

Oppgaven vil oppsummeres med en anbefaling basert på resultatet av verdsettelsen. Anbefalingen er begrenset til å omfatte eksterne forhold.

4 Strategisk analyse

4.1 Intern analyse - VRIO

Den interne analysen viser hvordan de interne aspektene ved LSG og deres strategi legger til rette for fremtiden deres. Vi har valgt å benytte VRIO-rammeverket for å gi en strukturert oversikt over LSGs ressurser og hvordan de evner å benytte seg av disse ressursene. VRIO-rammeverket er et verktøy for å analysere ressursene et selskap besitter, og benyttes til å vurdere verdien, sjeldenheten, imiterbarheten, samt selskapets evne til å anvende hver ressurs. Vi har i arbeidet vårt avdekket følgende sentrale ressurser for LSG; kompetanse, finansiell soliditet, strategisk lokasjon og en integrert verdikjede.

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Imiterbar?	Organisering?
Kompetanse	Ja	Nei	Ja	Ja
Finansiell soliditet	Ja	Nei	Nei	Ja
Strategisk lokasjon	Ja	Nei	Ja	Ja
Integrert verdikjede	Ja	Nei	Ja	Ja

Figur 4.1 – VRIO-analyse LSG

4.1.1 Kompetanse

LSGs suksess kan i stor grad henføres til kompetansen de har opparbeidet gjennom mer enn et århundre med erfaring fra fisk og oppdrett. Selskapet tar stolthet i den kompetansen som de ansatte i selskapet besitter og omtaler de ansatte som den viktigste ressursen de har (Lerøy Seafood Group, 2022). LSG vil utvilsomt ha tilegnet seg bred kompetanse innenfor sjømatnæringen, inkludert fangst, oppdrett, videreforedling, markedsføring og distribusjon av sjømatprodukter. Oppdrettsnæringen er en kompetitiv bransje hvor høy kompetanse er en viktig ressurs for å kunne gi et selskap et konkurransefortrinn. De ansatte og deres kompetanse er selvsagt en verdifull ressurs, da den også bidrar til at selskapet kan utvikle alle deler av verdikjeden for å opprettholde selskapets konkurransefortrinn. Kompetansen som de ansatte besitter er trolig ikke å se på som sjelden og det vil være naturlig at øvrige selskaper gjør tilsvarende vurderinger av egen kompetanse.

På den annen side har selskapet, sammen med de ansatte, tilegnet seg en betydelig mengde erfaring. Erfaringen som er opparbeidet mellom selskapet og de ansatte er kanskje ikke like

enkel å imitere eller anskaffe som kompetanse drøftet i avsnittet ovenfor. Det er tydelig at selskapet er organisert på en måte som utnytter de ansattes kompetanse i alle deler av verdikjeden. Det bekreftes av selskapets posisjon i markedet, og hvordan de har kapret markedsandeler.

4.1.2 Finansiell soliditet

Som tidligere nevnt varierer etterspørselen etter laks syklisk over året. Det fordrer at selskapene har soliditet. Soliditet betyr at selskapet har tilstrekkelig egenkapital til å finansiere driften. Oppdrettsnæringen er kapitalkrevende, og med økende fokus på forskning og innovasjon, vil en se et enda større behov for soliditet hos markedsaktørene. Selskaper med svakere soliditet vil være avhengig av ekstern finansiering for å kunne investere og implementere ny teknologi. Det er ikke gitt at et selskap klarer å skaffe til veie slik kapital i tide. Derav vil de selskapene som har god soliditet kanskje kunne skaffe seg fortrinn på konkurrenter med svakere soliditet. Soliditeten til LSG anses å være meget god da den per 2021 var på over 70 %. En faktor som påvirker selskapets soliditet i større grad, er utbyttepolitikk. LSG har som mål å dele ut 30-40 % av resultat etter skatt, men tar forbehold om at utbytte kan reduseres eller holdes tilbake slik at selskapet er sikret å kunne gjennomføre lønnsomme investeringer (Lerøy Seafood Group, 2022).

Selskapets motstandsdyktighet i sykliske endringer samt evnen til å gjennomføre større investeringer der muligheter byr seg, gjør finansiell soliditet til en verdifull ressurs. Finansiell soliditet er en ressurs som ikke anses å være sjelden, da flere av bedriftene i bransjeutvalget anses å være solide. Soliditet er derimot en ressurs som anses å være vanskelig å imitere, da det er noe selskaper må opparbeide gjennom konkurransefortrinn. Mindre selskaper kan også være solide, men mangle størrelse på kapital i absolutte termer til å gjennomføre samme type investeringer som de større aktørene. Gjennom selskapets utbyttepolitikk, historiske investeringer og herunder resultater, kan en se at LSG i stor grad evner å anvende soliditeten sin til å etablere konkurransefortrinn.

4.1.3 Strategisk lokasjon

Norskekysten med sine dype fjorder og oksygenrikt vann med tjenlig temperatur, har gjort Norge til en naturlig leder i oppdrettsbransjen (NOU 2019:18). LSG har gjennom sin vekst etablert seg langs store deler av kysten og produksjonen er i all hovedsak basert på fisk fra Norge (Lerøy Seafood Group, 2022). En sentral risiko for selskapet er risiko for sykdommer,

sopp og parasitter, og denne biologiske risikoen kan medføre store kostnader og dårlig lønnsomhet for selskapene. LSGs geografiske spredning reduserer konsekvensen av sykdommer som sprer seg mellom merder som ligger tett på hverandre. Videre hjelper spredningen av oppdrettsanlegg å redusere risikoen for at naturkatastrofer ødelegger store mengder materiell eller biomasse.

Som nevnt har selskapet etablert videreforedlingsanlegg og salgskontorer på global basis. Det har også gitt LSG muligheten til å ekspandere distribusjonsnettverket til markeder som tidligere var utfordrende å nå. Da majoriteten av oppdrett og fiske foregår i Norge, er selskapet derimot påvirket av regulatorisk risiko. Den risikoen er blitt tydelig i forbindelse med forslag om grunnrenteskatt for havbruksnæringen, samt gjennom regulering av konsesjoner og kvoter. Oppdrett og fiske i andre land ville gjort LSG mer robust mot de regulatoriske risikoene. Vi har gått mer i dybden på både miljømessig og regulatorisk risiko i PESTEL-analysen.

LSGs geografiske lokasjoner anses å være en verdifull ressurs for selskapet. Spredningen av råvareproduksjon har gjort virksomheten motstandsdyktig mot flere andre risikoer. Lønnsomheten i de norske fjordene er betydelig bedre enn i andre land. Ressursen kan neppe anses å være sjelden, og en ser at flere av konkurrentene til LSG har lignende spredning av oppdrettsanlegg langs norskekysten. Konkurrenter vil også enkelt kunne imitere ressursen, da det allerede finnes kompetanse langs hele kysten. Sentralisert produksjon er ofte et ønske da det gir effektivitet for selskapet, men det er tydelig at LSG er organisert på en måte hvor effektiviteten opprettholdes til tross for den store geografiske spredningen.

4.1.4 Integrert verdikjede

Like før tusenårsskiftet hadde LSG en størrelse som muliggjorde en ytterligere integrasjon av verdikjeden i selskapet. Selskapet har foretatt flere oppkjøp og investeringer innenfor områdene videreforedling, salg og distribusjon, noe som igjen har gjort selskapet til en helintegrert virksomhet. Investeringene LSG historisk har gjort i videreforedling har ført til en stor portefølje av produkter som igjen åpner opp for muligheter til å etablere seg i flere markeder. Gjennom oppkjøpet av Havfisk ASA og Norway Seafood AS i 2016 sikret LSG markedsandeler også i markedet for hvitfisk. Verdikjeden kan i utgangspunktet deles inn i tre segment: Havbruk, Villfangst og VAP, Salg og Distribusjon. Havbruk står for produksjon av rød fisk, samt rensfisk. Havbruk kan videre deles inn i tre helintegrerte verdikjeder, som begrenses til de geografiske områdene Nord-, Midt-, og Vest-Norge. Villfangst består av verdikjeden som ble ervervet i forbindelse med nevnte oppkjøp. VAP (Value added product)

står for enkel foredling av egne råvarer, samt råvarer fra konsernets samarbeidspartnere. Salg og Distribusjon gir selskapet nærhet til markedene gjennom internasjonale salgskontorer (Lerøy Seafood Group, 2022).

LSGs verdikjede er en betydelig ressurs for selskapet og ansees å være verdifull. Verdikjeden har fasilitert vekst, slik at LSG har blitt en av de største tilbyderne av sjømatprodukter i verden. Imidlertid er en integrert verdikjede noe man ser hos flere av konkurrentene til LSG, og anses derfor å være mulig å imitere. Det er fremkommer tydelig av den eksterne analysen at LSG organiserer seg på en måte som utnytter potensialet av verdikjeden.

4.2 Ekstern analyse

4.2.1 PESTEL

PESTEL-rammeverket er et verktøy man kan benytte for å analysere eksterne faktorer som påvirker et selskaps fremtid. Kategoriene er politiske (P), økonomiske (E), sosiokulturelle (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og juridiske (L) faktorer.

4.2.1.1 Politiske faktorer

Politiske og regulatoriske spørsmål om oppdrettsbransjen har vært hyppig diskutert i media . Næringen baserer sin eksistens på å høste av felles naturressurser. For at bransjen skal kunne drive virksomhet i fremtiden, er det kausalt at det ikke forekommer overbruk av naturressursene. Dette gir myndighetene et insentiv til å regulere bransjen og derved redusere sjømatelskapenes vekstmuligheter.

Trafikklyssystemet ble innført i 2022 for å kategorisere bestanden av lakselus i forskjellige regioner i Norge. Lakselus er en utfordring for oppdrettsnæringen, da den enkelt sprer seg i merdene, reduserer kvaliteten på laksen og kan virke ødeleggende for det biologiske livet rundt oppdrettsanleggene. Trafikklyssystemet er en fargekoding av regioner som indikerer om regjeringen ønsker mer, mindre eller lik aktivitet for å kontrollere bestanden av lakselus (Regjeringen, 2022). Systemet utgjør en risiko for LSG og deres konkurrenter, da man ved høy forekomst av lakselus, vil måtte redusere aktiviteten på bekostning av inntjening. Likevel gir det nye systemet insentiver til produsentene om å finne løsninger som bekjemper lakselus, også ved høyt aktivitetsnivå.

Økende fokus på det grønne skiftet kan føre til økt regulering av næringen. Regjeringen har i sin klimaplan besluttet å pålegge krav for havbruksnæringen til blant annet å ta i bruk lav- og nullutslippskjøretøy. Det gjelder i hovedsak servicefartøy i forbindelse med oppdrett (Regjeringen, 2021). Slike krav anses å være en risiko for oppdrettsnæringen, da de vil måtte bytte ut store deler av flåten sin for å sikre compliance med regulatoriske krav.

I september 2022 varslet regjeringen innføring av grunnrenteskatt på havbruk. Grunnrenteskatten anses å ha vesentlige konsekvenser for lønnsomheten i bransjen. Grunnrenteskatt og de effektene av dette er diskutert i kapittel 12.3.

4.2.1.2 Økonomiske faktorer

Ifølge Norsk Sjømatråd var verdiskapningen for norsk sjømat 120 milliarder kroner i 2021. Skatteeffekten av omsetningen var rundt 34 milliarder kroner. Næringen sysselsetter over 100 000 arbeidstakere (Laksefakta, 2022).

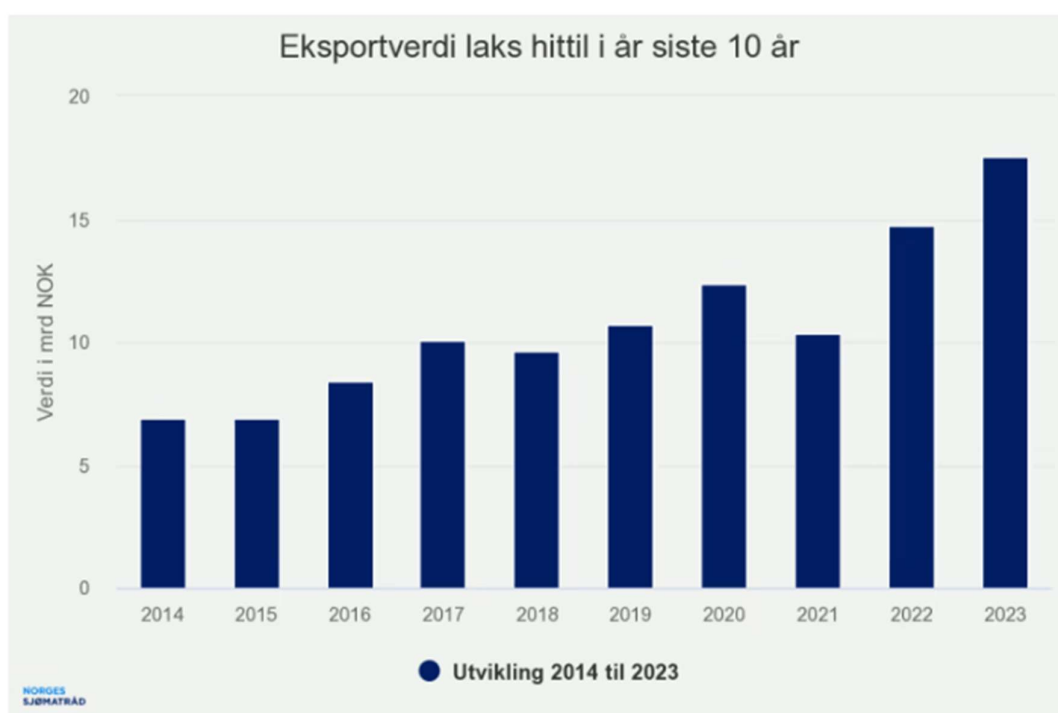
En så stor næring som opererer nasjonalt og internasjonalt er eksponert for en rekke økonomisk relaterte risikoer. Næringen er kapitalintensiv og flere av aktørene henter kapital både fra finansmarkedene og kredittinstitusjoner. LSG er notert på børs, noe som gir dem relativt enkel tilgang på kapital, men som også gjør dem avhengige av tillit i markedet. Dersom tilliten i markedet faller bort, vil LSG slite med å benytte seg av finansmarkedene for å hente kapital til både lønnsomme investeringer og allerede etablert virksomhet. Samtidig som selskaper er utsatt for denne finansielle risikoen, utgjør rentenivåer også en risiko da LSG benytter kredittinstitusjoner til å hente kapital hvor gjelden til selskapet som regel har flytende rentebetingelser. Norges Bank fastsetter styringsrenten som et viktig virkemiddel for å stabilisere blant annet inflasjon i Norge. Styringsrenten påvirker lånerenten mellom banker (NIBOR), og det påvirker igjen rentene som tilbys til bankenes kunder (NB, n.d.). Ved høy prisvekst vil et høyere rentenivå øke kostnader for LSG, selv om inntekter kanskje også øker. Selskapet benytter ulike metoder for å begrense risikoen for at rentesvingninger påvirker selskapet. Blant annet benyttes fastrente for å gi forutsigbarhet (Lerøy Seafood Group, 2022). Lån i ulike valutaer hjelper også selskapet med å sikre seg mot store rentesvingninger i de ulike markedene.

Valutarisiko kan som nevnt være en sikring mot volatilitet i individuelle markeder, men gjør samtidig selskapet eksponert for endringer i valutakursene. Selskapet eksporterer størsteparten av sjømaten som produseres, og inntjeningen er sterkt avhengig av lakseprisen. Variasjon i pris kan forsterkes av valutaforskjeller, som kan gi selskapet både høy og lav omsetning. Det

siste året har den norske kronen svekket seg mot USD og euro – valutaer som står for nær 70 % av omsetningen. Dette har bidratt til en stor verdiøkning for eksport av laks (Norsk sjømatråd, 2023). Endringene vi har sett i valutakursene det siste året har økt selskapets inntjening. Videre sikrer selskapet seg noe mot svingningene i valutakurser ved at en gitt andel av omsetning skjer gjennom kontraktssalg.

4.2.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Etterspørsel etter laks har hatt en betydelig økning i flere år, som gjenspeiles i økningen i eksportverdi vist i figur 4.2. Følgelig anser vi det som sannsynlig at etterspørselen vil fortsette å øke i fremtiden.



Figur 4.2 – Eksportverdi for laks fra 2014-2023.

Vi ser et økende fokus på bærekraftig mat samtidig som at maten skal være sunn. Som tidligere nevnt, ansees laks som mer miljøvennlig enn andre former av kjøtt, eksempelvis beregner en bare 20 % av CO2-ekvivalentene for laks som for storfe (Norges Sjømatråd, 2021b). En vil trolig se at etterspørselen etter laks vil fortsette å øke da det er et mer miljøvennlig protein. Samtidig er det mange empiriske studier som viser helsefordelene med å konsumere fet fisk. Dette vil nok bidra til at vi spiser mer fisk i fremtiden og dermed skape større marked for LSG og konkurrentene.

Likevel ser vi også at yngre har et ønske om å spise mer vegetarmat, som er et miljøvennlig alternativ til både kjøtt og fisk. Forskning viser dog at ønsket om mindre kjøtt ikke stemmer med faktisk forbruk, da de har et høyt forbruk av kjøttprodukter. Videre viser forskningen at ønsket er langt større hos den yngre befolkningen enn den eldre (forskning.no, 2019). Dersom mattrendene skifter bort fra animalske proteinkilder, vil vi muligens se at markedet for laks slutter å vokse. Likevel er det trolig at dersom verden ønsker å spise “grønnere”, så vil laks og andre fiskeprodukter være en attraktiv erstatning til andre animalske kilder.

4.2.1.4 Teknologiske faktorer

Bransjen som helhet bruker betydelige ressurser på forskning og utvikling for å fremme produksjon, både på kort og lang sikt. Høy grad av FoU på tvers av næringen gjør bransjen dynamisk, hvor det er viktig at selskaper holder følge for å ikke miste opparbeidede konkurransefortrinn. Dersom LSG skal beholde sin store markedsandel i fremtiden, vil det være avgjørende å ligge i front på utvikling av ny teknologi.

Historisk har oppdrett av laks skjedd i åpne merder i fjordene. Da oppdrettsnæringen er utsatt for trusler som blant annet lakselus, sykdommer, utslippsregulering og rømming, søker samtlige aktører etter teknologiske nyvinninger som kan redusere nevnte risikoer. En ny form for produksjonsteknologi er oppdrett i lukkede anlegg på havet. Det brukes ofte ved oppdrett av yngre laksefisk, men kan også brukes til frem til slaktemoden størrelse. Lukkede anlegg på sjø har en tett vegg mellom merden og sjøen rundt, og hindrer således lus i å finne laksen, samt spre seg til andre merder. Utskifting av vann skjer ved å hente vann fra dypet hvor lusen ikke lever. Lukkede anlegg på sjø slipper ofte avfallsstoffer ut i havet igjen, men avfall kan også samles opp (Barentswatch.no, n.d.).

Lukkede anlegg på land er en annen produksjonsteknikk hvor en kan unngå lus, rømming eller utslipp av avfallsstoffer. Utslipp reduseres ved at anleggene resirkulerer nesten alt av vannet som benyttes, hvor avfallet samles opp, og videre kan benyttes til blant annet å lage gjødsel. Et selskap som på sikt vil basere sin virksomhet på nettopp det, er Auke Fertilizer AS (Proff.no, 2023b). Lukkede anlegg er ikke enda i bruk i stor skala da de er kostbare og kompliserte. Imidlertid har selskaper som blant annet Hima Seafood i gang med etablering av verdens største landbaserte oppdrettsanlegg for ørret (Hima Seafood, 2022). Landbaserte anlegg har krevd store mengder kapital å utvikle, og vil kreve mye kapital for å ta nytte av. En annen ulempe med lukkede anlegg på land er at sykdommer og parasitter kan spre seg hurtig

ettersom det er begrenset plass og utskifting av vann. Følgelig vil det være behov for god kompetanse og kontroll for at anleggene skal ha god fiskevelferd (Barentswatch.no, n.d.).

Selskaper som LSG er avhengig av digitale løsninger og annen IT-infrastruktur. Vi har de siste årene sett en økende trussel fra hacking for både små og store bedrifter. I 2019 ble for eksempel Norsk Hydro rammet av et stort cyberangrep med alvorlige konsekvenser for driften (Hydro, 2020). Hackingen består ofte av såkalt løsepengevirus hvor inntrengerne krypterer IT-systemer og krever løsepenger for å gi tilgang til systemene igjen. Ettersom LSG er avhengig av IT-infrastruktur, kan et slikt angrep være svært ødeleggende for økonomi, omdømme og lekkning av virksomhetskritisk informasjon. For at selskapet best mulig skal sikre seg mot slike angrep, kreves det høyt fokus på forebyggende arbeid, herunder gode rutiner, overvåking og planer for hvordan de skal håndtere et eventuelt angrep.

4.2.1.5 Miljømessige faktorer

Oppdrett av laks skjer i områder hvor anleggene kan bli utsatt for krevende vær. Forskning viser at det har vært en økning i ekstremvær trolig som følge av menneskerelaterte utslipp og man vil trolig også se en ytterligere økning i fremtiden. Ekstremvær kan være økt temperatur i luft og i vann, ekstremnedbør og stormer (Miljødirektoratet, 2023). Faren for økte temperaturer innebærer en annen risiko, nemlig økt bestand av lakselus. Det er en sterk korrelasjon mellom hvor hyppig lakselus formerer seg og temperaturen i vannet (Havforskningsinstituttet, 2021b). En økning i bestanden av lus vil føre til økte kostnader for oppdrettsselskapene, samtidig som trafikklyssystemet kan medføre restriksjoner for produksjon på enkelte områder. Samtidig vil en trolig se økte kostnader i forbindelse med bekjempelse av lusen.

Ekstremværet kan også i seg selv utgjøre en risiko for næringen, da anleggene ligger utsatt til. Dersom man ser en økning i antall stormer i fremtiden, vil oppdrettsanleggene trolig pådras høyere slitasje, som kan føre til uhell, nedetid eller økte vedlikeholdskostnader. Skulle materiell eller biomasse gå tapt, vil LSG potensielt påføres betydelige finansielle tap. Selskapet kan forebygge slike hendelser, blant annet ved å investere i bedre og mer holdbart utstyr, eller økt fokus på landbasert oppdrett.

4.2.1.6 Juridiske faktorer

Oppdrettsnæringen i Norge er underlagt akvakulturloven, som stiller krav til at oppdrett skal drives forsvarlig sett fra et miljømessig ståsted. Blant annet stilles det krav til miljøovervåking, fjerning av rømt laks, opprydding ved avvikling av drift og verving av enkelte områder. Det

er Mattilsynet som har hovedansvar for å etterse overholdelse av loven, men også Fiskeridirektoratet, Kystverket, Fylkesmannen og NVE er involvert i kontroll av at selskapene overholder krav knyttet til miljømessig forsvarlighet (Laksefakta, 2021).

Som tidligere nevnt i analysen, er det flere juridiske forhold som er tett knyttet opp mot de politiske faktorene. Vi ser et økt fokus på bærekraft og det grønne skiftet, som igjen kan føre til nye reguleringer av bransjen. Vi anser trusselen for fremtidige juridiske reguleringer i forbindelse med miljø som relativt lav, samt at bransjen klarer å omstille seg til eksempelvis kravene om miljøvennlige fartøy og anlegg, selv om det vil kunne medføre økte kostnader.

4.2.1.7 Konklusjon

Gjennom analysen har vi identifisert enkelte eksterne forhold som potensielt kan være av stor betydning for LSG og deres konkurrenter:

- Myndigheter i Norge har et ønske om at drift foregår miljømessig forsvarlig og benytter politiske virkemidler til å regulere bransjen. Reguleringene vil kunne stå i veien for selskapets fremtidige inntjeningspotensiale. LSG investerer mye i FoU, herunder tiltak som reduserer eksponeringen for nevnte risikoer.
- LSG er eksponert for en rekke økonomiske faktorer som kan ha store innvirkninger på både inntjening og kostnader. Selskapets salg foregår i stor grad utenfor Norge, og inntektene er dermed utsatt for endringer i valutakurser. Selskapets salg skjer i en rekke utenlandske valutaer, som sikrer dem noe for svingningene. Lån med flytende rente kan føre til økte kostnader, men sikres også ved å benytte forskjellige valutaer.
- Etterspørselen etter laks har lenge vært stigende, og vil trolig også fortsette å vokse. Det er økt fokus på en sunnere livsstil og det foreligger mye empiri som viser helsefordeler ved å spise fet fisk, slik som for eksempel laks. Det økende fokuset på miljø har også fått flere til å vurdere vegetarmat som et alternativ til kjøtt. Likevel tror vi ikke at det vil påvirke etterspørselen etter laks betydelig negativt, da laks er mer miljøvennlig enn andre typer proteinkilder.
- Bransjen som helhet investerer betydelige summer i produksjonsteknologi for å utvikle konkurransefortrinn. LSG er en av de største aktørene i verden, og ligger i teten på FoU. Investeringer i både fiskens velvære og produksjon i lukkede anlegg i sjø eller på land, er noen av investeringene som selskapet har i fokus. LSG vil trolig klare å holde

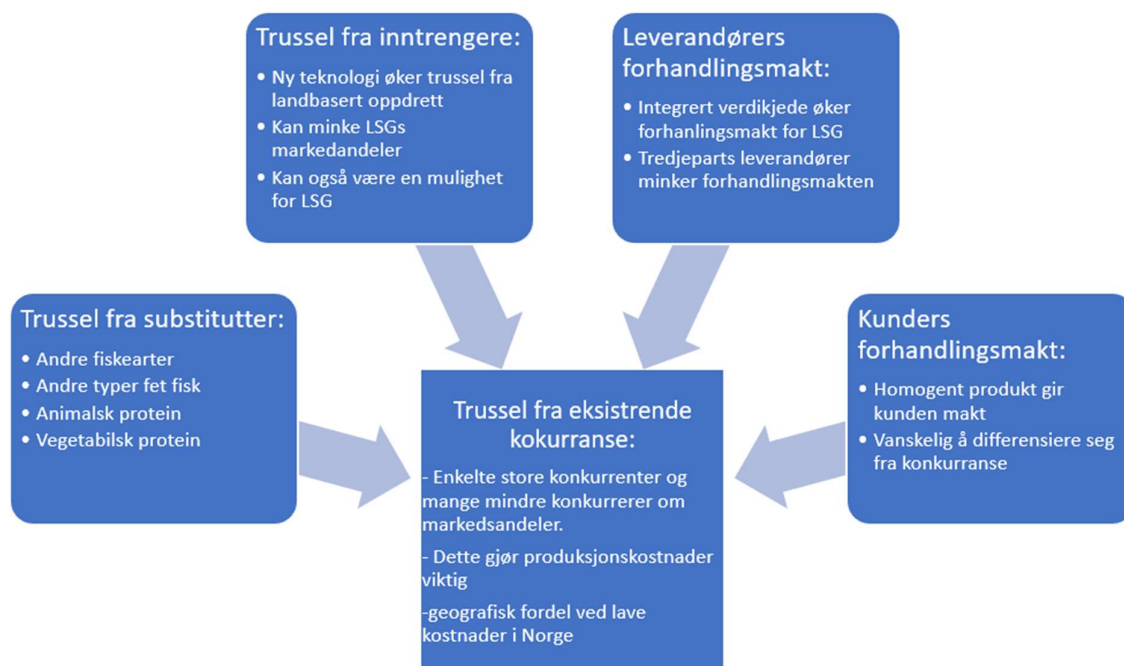
følge med resten av bransjen og derav ikke miste allerede opparbeidede konkurransefortrinn.

- Vi anser de klimamessige risikoene som størst for LSG, da for eksempel økt temperatur kan føre til forhøyet bestand av lakselus, som igjen kan føre til strengere reguleringer av produksjon. LSG kan da eventuelt bli nødt til å investere tungt i lukkede anlegg på sjø eller land. Økt temperatur virker uunngåelig i fremtiden, og vi tror at selskapets satsing på ny produksjonsteknologi er avgjørende for om de vil kunne fortsette å produsere i like stor skala også i fremtiden.
- De juridiske faktorene er tett knyttet opp mot de allerede diskuterte miljømessige og politiske faktorene.

Analysen viser at det er foreliggende flere eksterne faktorer som kan være både til hinder og fordel for LSG i fremtiden. Så lenge selskapet følger opp disse risikoene tett og gjør investeringer for å redusere potensiell risiko, anser vi det som sannsynlig at selskapet vil opprettholde konkurransefortrinnet sitt også i fremtiden.

4.2.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter er et rammeverk som kan benyttes for å analysere konkurransekraftene i en bransje. Analysen kan hjelpe å identifisere substitutter til selskapets produkter, konkurranse i markedet, trusler knyttet til inntrengere i markedet, samt kundenes og leverandørens forhandlingsmakt. Porters fem krefter kan på mange måter benyttes til å forklare et selskaps profittmarginer. Eksempelvis vil profittmarginen til en virksomhet hvor det ikke foreliggende substitutter, det er lav trussel fra inntrengere, kunder og leverandører har lav forhandlingsmakt, og det er lite konkurranse i markedet, være høyere enn dersom situasjonen var motsatt. Samhandlingen mellom de eksterne kreftene vil avgjøre selskapets potensial, og hvordan de håndterer disse truslene vil bestemme om de klarer å oppnå sitt fulle potensiale.



Figur 4.3 – Porters fem krefter

4.2.2.1 Substitutter

Et substitutt kan beskrives som et alternativt produkt som kan utgjøre samme nytte for en kunde som det originale produktet. Det eksisterer flere forskjellige substitutter til laks. Dersom man anser laks som en spesifikk fiskeart, vil andre fiskearter, som eksempelvis torsk og steinbit, kunne være mulige substitutter. En risiko ved det er at dersom prisen for laks stiger betydelig, vil forbrukeren enkelt bytte over til hvit fisk. Det er trolig en av grunnene til LSG gjorde oppkjøpene av Havfisk ASA og Norway Seafood AS, som gav dem tilgang til trålere og produksjon av hvitfisk. Slik sikret man seg en mer diversifisert inntektsstrøm. Hvis man ser på nytten av laks som tilgang til omega-3 fettsyrer, kan vi betrakte makrell eller ørret som substitutter. Man kan også bare se på laks som en proteinkilde. Vi har tidligere diskutert animalske og plantebaserte kilder til proteiner som kan virke som substitutter til laks. Det er klart at LSG er utsatt for risikoen ved at substitutter tar over markedene de opererer i. Den diversifiserte produktporteføljen som laks, ørret og en mengde hvitfiskprodukter, sikrer imidlertid selskapet delvis mot substitutter, og det ansees ikke å være en betydelig trussel per nå.

4.2.2.2 Konkurransen

LSGs konkurranse kommer i hovedsak fra andre oppdrettselskaper. Næringen består av flere store aktører som produserer betydelige mengder oppdrettslaks og sjømat. Den største

konkurrenten til selskapet er utvilsomt Mowi ASA, som er den største produsenten av atlantehavslaks i verden, og produserer mer enn dobbelt så mye som LSG. Andre store konkurrenter er SalMar, Cermaq og AquaChile, som alle er mindre enn LSG (Berge, 2020). Ettersom markedet er okkupert av direkte konkurrenter til LSG, ansees det å være en trussel til stede fra konkurrenter. Vi går mer i dybden på noen av LSGs konkurrenter i kapittelet for bransjeutvalg.

Norge er velegnet for oppdrett av laks, med tilgang på råvarer, passelig temperatur i vannet og dype fjorder med høy grad av utskifting av vann. I en studie av *Aquaculture* ble det avdekket at produksjonskostnadene for laks er relativt lave i Norge sammenlignet med andre land. Studien indikerer at Norges store markedsandel i verden til dels skyldes de lave kostnadene (Iversen et al., 2020). Lave produksjonskostnader gir naturligvis de norske selskapene et konkurransefortrinn. De lave kostnadene i Norge reduserer risikoen for internasjonal konkurranse, og gjør norsk laks mer konkurransedyktig enn for eksempel kanadisk, skotsk eller chilensk laks. På den annen side hjelper det ikke LSG med å skape et konkurransefortrinn ovenfor de andre norske selskapene.

4.2.2.3 Inntrengere

I dag er det sjøbaserte oppdrettsanlegg som står for nesten all produksjon av laks. Det gjør produksjonen eksponert for lus, sykdommer, rømming og fører til større utslipp. Disse risikomomentene er noen av årsakene til at vi ser økte investeringer iblant annet landbaserte anlegg. Ny teknologi gjør også landbaserte anlegg mer lønnsomme (Lekang et al., 2016). Dette vil kunne utgjøre en trussel for LSG hvis inntrengende selskaper klarer å lage mer profitable oppdrettsanlegg enn dem. Dersom en slik aktør får fotfeste i markedet, vil en kunne forvente at LSG mister konkurransefortrinnet sitt og derav mister markedsandeler, sammen med flere av de andre konkurrentene. På den annen side investerer LSG også i slik teknologi, hvilket reduserer risikoen for at potensielle nye inntrengere spiser markedsandeler. Det er også tenkelig at størrelsen til LSG gir dem mulighet til å kjøpe opp mindre konkurrenter dersom de skulle besitte bedre løsninger. Trusselen fra inntrengere ansees å være relativt lav grunnet selskapets størrelse og fokus på innovasjon.

4.2.2.4 Kunders forhandlingsmakt

Man kan anta at LSGs produkter er homogene med konkurrentenes. Dette innebærer at LSG ikke produserer laks av betydelig bedre eller dårligere kvalitet enn sine konkurrenter, og dermed ikke gir sluttbruker økt nytte i den forstand. At det settes en lik pris gjennom Fish Pool

for all laks bekrefter at produktene til forskjellige produsenter er svært sammenlignbare. Det betyr også at LSG ikke har mulighet til å ta høyere priser for produktene sine, da en forbruker enkelt kan bytte tilbyder. Følgelig vil kundene til LSG ha forhandlingsmakt over selskapet, og vi vil se at prisen for laks bestemmes ved markedstilpasningen mellom tilbud og etterspørsel på tvers av næringen, nesten som i et frikonkurransemarked.

4.2.2.5 Leverandørers forhandlingsmakt

Oppdrettsbransjen benytter store mengder spesialisert utstyr, noe som ofte betyr at det er få leverandører, og de kan ta høyere priser for produktene sine. LSG har en godt vertikalt integrert verdikjede, som gir dem god tilgang på utstyr, prosesser og råvarer (Lerøy Seafood Group, 2022). Følgelig vil leverandører være i en dårlig posisjon til å forhandle om priser. Derimot står den integrerte verdikjeden bare for omtrent 50 % av selskapets kjøp og selskapet er derav tvunget til å kjøpe også fra eksterne leverandører. Trusselen knyttet leverandørers forhandlingsmakt anses derfor å være moderat, da selskapet er delvis selvforsynt, men også er nødt til å gjøre anskaffelser fra eksterne leverandører.

4.3 SWOT

. SWOT-rammeverket benyttes til å kartlegge hvilke faktorer som er styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T). Våre funn fra analysene med VRIO, PESTEL og Porters fem krefter vurderes i SWOT-rammeverket. Analysen tar for seg interne forhold som styrker og svakheter, samt eksterne muligheter og trusler.

<p>Styrker:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Selskapet kan foreta store investeringer • Selskapets geografiske spredning diversifiserer risiko • Integrert verdikjede gir konkurransefortrinn • Kompetanse og lang erfaring har gitt selskapet store markedsandeler 	<p>Svakheter:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Geografisk spredning gir høyere kostnader • Homogene produkter eliminerer selskapets mulighet til å skille seg fra konkurransen
<p>Muligheter:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Investering i teknologi kan gi store vekstmuligheter • Dette spesielt ved økende reguleringer som følge av miljømessige endringer • Investeringer i ny teknologi har vist seg å ha godt potensiale • Norsk krone har lav kurs og gir større inntjening ved eksport 	<p>Trusler:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Regulatoriske trusler virker økende • Klimaendringer vil trolig føre til mer lakselus • Vil igjen føre til mer regulering og dermed lavere inntjening • Flere aktører satser på landbasert oppdrett, viktig å være tidlig ute • Eksterne leverandører har høy makt

Figur 4.4 – SWOT-analyse

Den strategiske analysen har som formål å belyse de aspektene ved selskapet som gir dem en strategisk fordel. Gjennom VRIO-analysen har vi avdekket noen av de sentrale ressursene

selskapet besitter, og hvordan de anvender dem. Ved hjelp av PESTEL-rammeverket har vi identifisert enkelte makroforhold som gir muligheter for selskaper, samt andre som utgjør trusler. Til sist har vi brukt Porters fem krefter for å vise hvilke markedsspesifikke forhold som bestemmer LSGs potensiale. Basert på den strategiske analysen vurderer vi LSG til å ha en strategisk fordel samlet sett. Det er også noe som vises igjen i selskapets historiske overtak på majoriteten av sine konkurrenter.

5 Regnskapsanalyse

Vi vil som tidligere nevnt i kapittel 5 gjennomføre en regnskapsanalyse, basert på omgrupperte regnskapstall for analyseformål, hvor formålet med analysen er å gjennomføre en kvantitativ analyse av selskapets historiske finansielle prestasjon. Den kvantitative analysen i kapittel 5 vil supplere den kvantitative analysen i kapittel 4, og innsikt opparbeidet fra begge analysene vil sammen benyttes i arbeidet med verdsettelses av LSG.

5.1 Analysenivå og analyseperiode

Vi må først velge hvilket analysenivå regnskapsanalyse skal utarbeides basert på. Det innebærer at det må foretas en vurdering rundt om man skal analysere tall på konsernnivå, eller om man skal dele opp konsernet i flere underenheter, og deretter analysere hver definert underenhet for seg selv. Vi velger å foreta en regnskapsanalyse på konsern-nivå, da vi er av den oppfatning at konsernregnskapet på en bedre måte reflekterer omfanget av virksomheten bedre (Knivsflå, 2022b). LSG har i tråd med sin strategi fordelt sin virksomhet på flere forskjellige selskaper basert på geografiske lokasjoner. I arbeidet med analysen er vi hovedsakelig interessert i å analysere den finansielle prestasjonen til LSG som helhet, og ikke per underenhet. En analyse av per underenhet vil kanskje kunne neglisjere eventuelle fordeler som stammer fra integrasjoner innad i et større sjømatkonsern. Basert på momentene drøftet ovenfor kombinert med begrenset tilgang på finansiell informasjon per underenhet, vil den videre regnskapsanalysen basere seg på LSGs konsernregnskap.

Videre må det også defineres en ønsket analyseperiode. Standard praksis for valg av analyseperiode er normalt sett 5 år, dersom det ikke foreligger sykliske tendenser i bransjen man analyserer. Da vil det kanskje være hensiktsmessig å forlenge analyseperioden med et par år (Hitchner, 2011, s. 86). Det har heller ikke vært vesentlige strukturelle eller organisatoriske endringer i LSG de siste par årene, som kunne talt for en kortere analyseperiode. Eldre historisk finansiell informasjon mister mye av sin verdi for analyseformål dersom virksomheten man analyserer i dag skiller seg vesentlig fra hvordan virksomheten så ut for 5 år siden. Imidlertid er det grunn til å anta at Covid-19 pandemien har påvirket regnskapstallene og vi ønsker derfor å utvide analyseperioden til 6 år.

5.2 Historisk regnskapsinformasjon

Nedenfor presenteres resultatregnskap og balanseoppstilling for LSG-konsernet for perioden 2017 til 2022. Tallene er hentet fra tilgjengelige historiske årsrapporter. Årsrapport for 2022 ble publisert 28.04.2023, og vi har følgelig ikke hatt behov for å benytte kvartalsrapporter eller utføre en trailing av årsregnskapet.

Videre har vi i årsrapporten påsett at regnskap og annen rapportering i 2022 har mottatt en ren beretning fra revisor. Derav anser vi tilgjengelig finansiell informasjon å være pålitelig og ikke inneholde feil av vesentlig karakter.

	NOK 1 000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter		18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 280	26 645 877
Andre gevinster og tap		-3 927	42 341	27 245	6 569	62 814	6 380
Varekjøp		9 916 876	11 008 753	11 284 327	11 344 160	12 836 975	16 064 207
Beholdningsendring biologiske eiendeler til selvkost, råvarer og ferdigvarer		-262 665	-630 477	-101 135	-237 156	-94 868	-1 656 202
Lønn og andre personalkostnader		2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129	3 473 829	3 815 833
Andre driftskostnader		2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293	3 142 642	3 907 502
Driftsresultat før avskrivninger og verdjusteringer knyttet til biologiske eiendeler (EBITDA)		4 300 013	4 228 205	3 746 276	3 108 795	3 777 416	4 520 918
Amortisation and depreciation		583 265	659 669	1 013 141	1 159 140	1 257 734	1 326 039
Driftsresultat før verdjusteringer knyttet til biologiske eiendeler		3 716 749	3 568 536	2 734 235	1 949 655	2 518 783	3 194 879
Verdjustering knyttet til biologiske eiendeler		-1 716 309	754 938	-333 703	-826 751	1 085 304	1 088 166
Driftsresultat (EBIT)		2 000 440	4 323 474	2 400 532	1 122 904	3 604 087	4 283 045
Inntekt fra tilknyttede selskaper		302 651	286 573	179 749	105 359	121 502	65 675
Netto finansposter		-209 623	-161 087	-214 799	-241 378	-193 924	-281 769
Resultat før skattekostnad		2 093 468	4 448 961	2 365 482	986 884	3 531 665	4 066 951
Sum skattekostnad		-343 984	-851 002	-495 743	-196 974	-750 569	-901 829
Årsresultat		1 749 484	3 597 959	1 869 739	790 209	2 710 965	3 165 122

Figur 5.1 – Resultatregnskap i analyseperioden (data hentet fra historiske årsrapporter).

	NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Anleggsmidler og Omløpsmidler							
Utsatt skattefordel		28 852	14 311	2 932	18 110	40 847	92 865
Immaterielle eiendeler		8 019 627	8 166 075	8 150 610	8 307 280	8 553 522	8 550 168
Bruksretteeiendeler				2 378 102	2 429 037	2 660 643	2 863 969
Varige driftsmidler		5 148 271	6 606 948	6 230 105	6 797 080	7 297 480	7 487 389
Aksjer i tilknyttede selskaper		960 587	1 015 556	950 017	1 055 463	1 348 072	1 424 638
Andre investeringer		5 534	7 247	13 825	15 917	20 974	16 699
Langsiktige fordringer		122 836	67 777	71 233	79 287	88 027	123 314
Sum anleggsmidler		14 285 707	15 877 914	17 796 824	18 702 174	20 009 565	20 559 041
Biologiske eiendeler		4 458 095	5 564 447	5 574 921	4 913 512	5 955 092	7 617 593
Andre varer		991 186	1 315 292	1 031 155	1 094 571	1 256 689	2 307 897
Kundefordringer		1 972 438	2 152 414	2 244 348	1 867 505	2 174 193	2 716 977
Andre kortsiktige fordringer		436 590	426 511	511 131	618 928	595 023	555 273
Kontanter og kontantekvivalenter		3 514 096	3 036 154	3 031 052	2 966 409	4 203 146	3 304 878
Sum omløpsmidler		11 372 405	12 494 818	12 392 607	11 460 925	14 184 143	16 502 618
SUM EIENDELER		25 658 112	28 372 732	30 189 431	30 163 099	34 193 708	37 061 660

Figur 5.2 – Balanseoppstilling (eiendeler) i analyseperioden (data hentet fra historiske årsrapporter).

	NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aksjekapital		59 577	59 577	59 577	59 577	59 577	59 577
Egne aksjer		-30	-30	-30	-30	-30	-30
Overkurs		4 778 346	4 778 346	4 778 346	4 778 346	4 778 346	4 778 346
Opptjent egenkapital		8 769 401	11 314 996	12 012 739	11 919 158	13 359 032	14 870 817
Ikke-kontrollerende eierinteresser		874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 314 983
Sum egenkapital		14 482 122	17 134 290	17 763 306	17 632 769	19 323 102	21 023 693
Pensjonsforpliktelser		3 113	3 566	2 689	2 670	3 393	3 029
Utsatt skatt		2 313 950	2 443 957	2 474 530	2 320 370	2 575 120	2 576 287
Leieforpliktelser ovenfor kredittinstitusjoner		4 946 254	4 550 698	838 270	1 041 812	989 773	881 201
Leieforpliktelser ovenfor andre enn kredittinstitusjoner				1 041 322	858 164	1 091 062	1 272 906
Obligasjonslån				0	0	1 492 431	1 493 656
Lån fra kredittinstitusjoner				3 628 044	3 992 432	3 835 289	3 441 073
Lån fra andre				1 449	1 246	889	658
Andre langsiktige forpliktelser		96 202	62 843	30 857	34 176	6 225	5 678
Sum langsiktig gjeld		7 359 519	7 061 064	8 017 161	8 250 870	9 994 182	9 674 488
Kortsiktig del av langsiktig gjeld				816 679	837 138	835 369	999 206
Kassekreditt og andre kortsiktige kreditter		830 009	1 031 868	585 128	815 120	582 390	1 104 780
Leverandørgjeld		1 310 098	1 486 119	1 554 071	1 194 471	1 690 434	2 076 939
Skyldige offentlige avgifter mv.		233 982	226 513	279 333	252 629	364 468	334 934
Betalbar skatt		819 884	678 075	448 813	349 562	519 662	952 991
Annen kortsiktig gjeld		622 498	754 803	724 941	830 540	884 100	894 629
Sum kortsiktig gjeld		3 816 471	4 177 378	4 408 965	4 279 460	4 876 423	6 363 479
SUM EGENKAPITAL OG GJELD		25 658 112	28 372 732	30 189 432	30 163 099	34 193 707	37 061 660

Figur 5.3 – Balanseoppstilling (egenkapital og gjeld) i analyseperioden (data hentet fra historiske årsrapporter).

5.3 Omgruppering av regnskapet

Regnskapsinformasjon tilpasset IFRS-rapportering er ikke optimalisert for analyseformål. Balansen slik den er fremstilt i årsregnskapet blander sammen drifts- og finansrelaterte eiendeler og gjeld. Det gjør det vanskelig å tilegne seg innsikt i selskapets operasjonelle drift ved hjelp av regnskapsanalyse (Koller, Goedhart og Wessels, 2. 205). Vi har derfor foretatt nødvendige korreksjoner og omgrupperinger, slik at regnskapet blir mer ‘investorfokusert’ (Penman, 2013).

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskap

Vi foretar omgrupperingen av regnskapet basert på Knivsflå sine fire ulike steg for omklassifisering, hvor hovedformålet blir å identifisere og skille ut kilder til såkalt «normal» verdiskaping.

Steg 1 – identifiser fullstendig nettoresultat til EK

Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen består av årsresultat, OCI-poster (other comprehensive income), samt potensielt «dirty surplus» (Knivsfå, 2022c). LSGs årsresultat til majoritet og andre resultatkomponenter henter vi fra LSGs historiske årsrapporter. Et såkalt dirty surplus oppstår når det skjer føringer direkte mot egenkapitalen. Det innebærer at inntekter/kostnader ikke er inkludert i resultatregnskapet, som bryter med kongruensprinsippet for resultatregnskaper. Mulige årsaker til dirty surplus for selskaper som avlegger regnskap etter IFRS er endring av regnskapsprinsipp eller emisjonskostnader (Knivsfå, 2022c). Vi har for øvrig ikke identifisert noe dirty surplus for LSGs vedkommende i analyseperioden.

Steg 2 – Fordeling av fullstendig nettoresultat på kapitalytterne

I steg 2 vil vi fordele fullstendig nettoresultat på de forskjellige kildene til kapital. Hensikten med steg 2 er at hver «kapital» skal få sitt eget resultat. Her skilles det mellom drift og finans, hvor vi deretter fordeler resultatet på resultat til egenkapital, minoritetsinteresser, skattekostnad og finanskostnader.

Steg 3 – Fordele resultat på normale og unormale poster

I steg 3 vil vi fordele resultatet på normale og unormale poster. Såkalte normale poster innebærer at postene er til stede over flere år. Det vil være ønskelig å identifisere et slikt normalresultat, da det vil danne grunnlaget for den videre projiseringen i fremtiden. Tilsvarende vil unormale poster typisk være engangsposter, som vil kunne skape støy ved projisering av fremtidige resultater. Det gjør postene lite egnede for analyse. Vi ønsker derfor å fjerne slike unormale poster fra resultatet.

Steg 4 – Fordele selskapets skattekostnad på de forskjellige resultatene

Omgrupperingens siste steg vil være å fordele skattekostnaden på de ulike postene, som resulterer i et nettoresultat per post. Vi vil også her skille mellom normal og unormal skattekostnad. Den identifiserte normale skattekostnaden vil videre fordeles slik at normalt driftsresultat blir tildelt normal og unormal driftsskatt, skatt på unormalt driftsresultat, skatt på normal finans- kostnad og inntekt, samt skatt på unormalt finansresultat (Knivsfå, 2022c).

Omgruppert resultatregnskap

Nedenfor i figur 5.4 presenteres omgruppert resultatregnskap for LSG fra 2017-2022, som er utarbeidet basert på de fire stegene ovenfor.

LSG (NOK 1 000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 280	26 645 877
Varekost	9 654 211	10 378 276	11 183 192	11 107 004	12 742 107	14 408 005
Lønnskostnader	2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129	3 473 829	3 815 833
ADK	2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293	3 142 642	3 907 502
Avskrivninger	583 265	659 669	1 013 141	1 157 589	1 251 334	1 326 039
Driftsresultat fra egen virksomhet	3 720 675	3 526 195	2 705 889	1 944 637	2 463 368	3 188 498
Driftsrelatert skatt	343 984	851 002	495 743	196 974	750 569	901 829
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	3 376 691	2 675 193	2 210 146	1 747 663	1 712 799	2 286 669
Netto resultat fra TS	302 651	286 573	179 749	105 359	121 502	65 675
Netto driftsresultat	3 679 342	2 961 766	2 389 895	1 853 022	1 834 301	2 352 344
Netto finansinntekt	-	-	-	-	-	-
Nettoresultat til SSK	3 679 342	2 961 766	2 389 895	1 853 022	1 834 301	2 352 344
Netto finanskostnad	209 623	161 087	214 799	241 378	193 924	281 769
Netto minoritetsresultat	11	-160 917	-12 567	4 126	-148 725	-258 341
Nettoresultat til EK	3 469 708	2 961 596	2 187 663	1 607 518	1 789 102	2 328 916
Netto unormalt driftsresultat	-108 117	-158 408	-46 564	-26 933	-71 363	2 512
Netto unormalt finansresultat	-163 506	-125 648	-167 543	-188 275	-151 261	-219 780
Fullstendig nettoresultat til EK	3 198 085	2 677 541	1 973 556	1 392 310	1 566 478	2 111 648
Netto utbetalt utbytte	-834 151	-949 516	-1 272 246	-924 332	-1 202 478	-1 559 907
Endring EK	4 032 236	3 627 057	3 245 802	2 316 642	2 768 956	3 671 555

Figur 5.4 – Omgruppert resultatregnskap for LSG fra 2017-2022.

5.3.2 Omgruppering av balansen

Formålet med omklassifiseringen av balansen er å gjøre den mer investororientert. Det første som da må gjøres, er å omklassifisere balansen for å identifisere netto driftsinvestering og netto driftskapital (Knivsflå, 2022d). Omgrupperingen av balansen vil, som for resultatregnskapet, også følge fire steg.

Steg 1 – Et eventuelt avsatt utbytte reklassifiseres

Dersom det er avsatt utbytte, må det reklassifiseres fra gjeld til egenkapital. Da LSG rapporterer etter IFRS, faller imidlertid steg 1 bort, da det ikke foreligger adgang til å avsette for utbytte i det balanseorienterte rammeverket.

Steg 2 – Skille mellom drift og finansiering

Vi må ved omgruppering av balansen skille mellom drifts- og finansieringsposter, blant annet for å sikre intern konsistent omgruppering av resultatregnskapet. En eiendel anses å være driftsrelatert dersom den inngår i LSGs operasjonelle aktiviteter. Eiendelen må være en del av selskapets driftssyklus. Finansielle eiendeler defineres følgelig som en residual og består av eiendeler som ikke er knyttet til selskapets drift (Knivsflå, 2022d). Det generelle kriteriet for klassifisering, vil være hvorvidt selskapet kan selge den aktuelle eiendelen uten at det påvirker operasjonelle aktiviteter. Eksempelvis vil immaterielle eiendeler som for eksempel

konsesjoner være driftsrelaterte eiendeler, da man ikke kan drive oppdrett av fisk i fravær av konsesjoner.

Steg 3 – Omklassifisere total kapital til sysselsatt kapital

I steg 3 omgrupperes totalbalansen som ble identifisert i steg 2 til sysselsatt kapital. Bakgrunnen for omgrupperingen er at balansen i steg 2 behandler den driftsrelaterte gjelden som sysselsatt kapital. Den driftsrelaterte gjelden er hverken rentebærende eller holdt for aktiv plassering i kapitalmarkedene, hvilket medfører at presentasjonen slik den fremgår av steg 2 blir feil (Knivsflå, 2022d). Vi foretar derfor en nettoføring av driftsrelaterte eiendeler og gjeld, slik at sysselsatt kapital kommer til syne. Figur 5.5 nedenfor oppsummerer steg 3.

LSG (NOK 1 000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsanleggsmidler	5 148 271	6 606 948	8 608 207	9 226 117	9 958 123	10 351 358
Driftsrelatert AK	7 555 934	8 317 440	7 983 642	7 181 465	9 307 720	10 139 139
Netto driftseiendeler	12 704 205	14 924 388	16 591 849	16 407 582	19 265 843	20 490 497
Finansielle eiendeler	966 121	1 022 803	963 842	1 071 380	1 369 046	1 441 337
Sysselsatte eiendeler	13 670 326	15 947 191	17 555 691	17 478 962	20 634 889	21 931 834
EK	14 482 122	17 134 290	17 763 306	17 632 769	19 323 102	21 023 693
Minoritetsinteresser	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 314 983
Finansiell gjeld	7 359 519	7 061 064	8 017 161	8 250 870	9 994 182	9 674 488
SSK	22 716 469	25 176 755	26 693 141	26 759 357	30 443 461	32 013 164

Figur 5.5 – Sysselsatt kapital for LSG i perioden 2017-2022.

Steg 4 – Sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i selskapets drift. For å komme frem til netto driftskapital, må vi foreta en nettoføring av finansielle eiendeler og gjeld. Figur 5.6 viser denne nettoføringen, samt netto driftskapital.

LSG (NOK 1 000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsanleggsmidler	5 148 271	6 606 948	8 608 207	9 226 117	9 958 123	10 351 358
Driftsrelatert AK	7 555 934	8 317 440	7 983 642	7 181 465	9 307 720	10 139 139
Netto driftseiendeler	12 704 205	14 924 388	16 591 849	16 407 582	19 265 843	20 490 497
EK	14 482 122	17 134 290	17 763 306	17 632 769	19 323 102	21 023 693
Minoritetsinteresser	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 314 983
Netto finansiell gjeld	6 393 398	6 038 261	7 053 319	7 179 490	8 625 136	8 233 151
Netto driftskapital	21 750 348	24 153 952	25 729 299	25 687 977	29 074 415	30 571 827

Figur 5.6 – Netto driftskapital for LSG i perioden 2017-2022.

5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm

Kontantstrømoppstillingen er likviditetsfokusert og kreditororientert. Årsaken til utarbeidelse av ny kontantstrømoppstilling, er at vi også her ønsker et definert skille mellom drift og finansiering (Knivsflå, 2022d).

Vi begynner med netto driftsresultat. Deretter korrigerer vi for nødvendige investeringer og reinvesteringer LSG må gjennomføre, som tas hensyn til gjennom netto driftseiendeler. Videre legger vi til kontantstrømeffekter fra finansielle poster, før vi til slutt foretar justeringer knyttet til minoritetsinteressene. Figur 5.7 nedenfor illustrerer fremgangsmåte, og oppsummerer beregningen av fri kontantstrøm til egenkapitalen.

LSG (NOK 1 000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	3 679 342	2 961 766	2 389 895	1 853 022	1 834 301	2 352 344
Netto unormalt driftsresultat	-108 117	-158 408	-46 564	-26 933	-71 363	2 512
Endring i netto driftseiendeler		2 220 183	1 667 461	-184 267	2 858 261	1 224 654
Fri KS drift	3 571 225	583 175	675 870	2 010 356	-1 095 323	1 130 202
Netto finansinntekt	-	-	-	-	-	-
Netto unormalt finansresultat	-163 506	-125 648	-167 543	-188 275	-151 261	-219 780
Endring i netto finansielle eiendeler		56 682	-58 961	107 538	297 666	72 291
Fri KS SSK	3 407 719	400 846	567 288	1 714 543	-1 544 250	838 131
Netto finanskostnad	209 623	161 087	214 799	241 378	193 924	281 769
Endring i netto finansiell gjeld		-355 137	1 015 058	126 171	1 445 646	-391 985
Netto minoritetsresultat	11	-160 917	-12 567	4 126	-148 725	-258 341
Endring i minoritetsinteresse		106 573	-68 727	-36 956	250 459	188 806
Fri KS EK	3 617 331	474 286	1 740 985	2 041 010	494 504	1 175 062

Figur 5.7 – Utarbeidet fri kontantstrøm til egenkapitalen for LSG i perioden 2017-2022.

5.4 Analyse av justering og målefeil

Regnskapstallene etter omgrupperingen ovenfor er nå mer passende for analyseformål. Det er viktig å presisere at vi har ikke endret på noen av tallene i årsregnskapet. Vi har kun foretatt en omgruppering med formål om å tilegne oss en dypere innsikt i LSG og de andre bransjeselskaperens underliggende økonomiske tall (Knivsflå, 2022d).

Et annet viktig tema i den forbindelse er målefeil. Målefeil kan defineres som differansen mellom rapporterte tall og de virkelige tallene (Knivsflå, 2022e). Det finnes tre typer av målefeil; «the good», «the bad» og «the ugly» (Knivsflå, 2022e). Nedenfor presenteres de forskjellige typene målefeil kort.

Målefeil type 1 – «the good»

Målefeil av type 1, ofte omtalt som «the good» vil kunne være et resultat av selskapets strategiske fordel, under forutsetningen om at selskapet benytter en historisk kost metode til å måle verdi (Knivsflå, 2022e). I en slik situasjon vil den strategiske fordelten komme til syne som differansen mellom rentabiliteten til egenkapitalen og avkastningskravet til egenkapitalen (superprofitt/rentabilitet). Derfor vil målefeil ved bruk av en historisk kostmetode være nyttig, da den vil gi viktig informasjon om selskapets strategiske fordel. Dersom selskapet anvender den andre mulige verdimalingsmetoden, virkelig verdi, vil målefeil av type 1 elimineres. Da vil det ikke være noen forskjell mellom rapporterte verdier og virkelige verdier, og målefeil av type 1 mister sin informative verdi.

Målefeil type 2 – «the bad»

Type 2 målefeil forekommer ved måling i henhold til forskjellige finansielle rammeverk, som for eksempel GRS eller IFRS (Knivsflå, 2022e). Årsaken til målefeilen er som regel at de finansielle rammeverkene må hensynta flere forskjellige regnskapsbrukere, og ikke bare en investor. Ofte er kreditor hovedfokus, hvilket er tilfellet for eksempel innenfor IFRS, hvor kreditors interesser tillegges stor vekt. Det kan medføre at regnskapsspråket ofte er på den konservative siden når det kommer til måling. Innenfor GRS har man for eksempel et eget forsiktighetsprinsipp (rskl. § 4-1). Innenfor IFRS har man gått litt bort fra å være forsiktig ved måling i regnskapet. Det sies blant annet at estimater skal være nøytrale, altså hverken forsiktige eller offensivt. Videre benytter man ord som «prudence» fremfor forsiktig i IFRS, for å belyse at man ikke følger et konservativt forsiktighetsprinsipp ved etterlevelse av IFRS. Det vil imidlertid trolig være slik at den finansielle rapporteringen vil bære preg av at IFRS legger stor vekt på kreditors interesser, som kan forstyrre analyser sett fra en investors perspektiv. Den vanligste type 2-feilen er knyttet til manglende adgang til å balanseføre eiendeler knyttet til blant annet immaterielle eiendeler innenfor et balanseorientert rammeverk som IFRS, slik at den beregnede rentabiliteten blir overvurdert (Knivsflå, 2022e). Målefeil av type 2 er vi typisk interessert i å justere for, slik at analysen blir mer hensiktsmessig sett fra et investorståsted.

Målefeil type 3 – «the ugly»

Målefeil av type 3 er relatert til bokføring som ikke samsvarer med det gjeldende finansielle rammeverket virksomheten rapporterer etter. Det menes altså bokføring som enten grunnet misligheter eller feil, ikke er riktig sett ut fra det konkrete finansielle rammeverket. Målefeil

av type 3 omtales ofte som «kreativ bokføring». Slike feil vil påvirke forskjellige avkastningsberegninger i uønsket grad (Knivsflå, 2022e). Det er imidlertid slik at grunnet manglende innsideinformasjon, det faktum at LSG er underlagt årlig revisjon, samt annen regulering i forbindelse med å være notert på Oslo Børs, velger vi å se bort fra målefeil av type 3.

Oppsummering

Basert på diskusjonen ovenfor, kombinert med det faktum at LSG rapporterer etter IFRS, vil vi kun justere for målefeil av type 2 («the bad»). I all hovedsak for LSG, et lakseselskap, vil den kanskje viktigste justeringen være knyttet til IAS 41 (biologiske eiendeler). Etter IAS 41 skal laks, som er en biologisk eiendel, måles til virkelig verdi. Virkelig verdi måling skaper her støy ved beregning av en eventuell superrentabilitet som kommer fra virksomhetens langsiktige drift. Virkelig verdijusteringene vil, som vi vil se senere, kunne ha store utslag i lakseselskapenes resultater fra år til år. Vi anser det derfor for analyseformål, mest hensiktsmessig å måle laksen i regnskapet til historisk kost for analyseformål. Vi vil derfor foreta korrigeringer for virkelig verdijusteringen knyttet til virkelig verdi på laks fra år til år. Nedenfor i figur 5.8 presenteres omgruppert regnskap for LSG, hvor virkelig verdijustering knyttet til biologiske eiendeler ikke er hensyntatt:

NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 280	26 645 877
Varekost	9 654 211	10 378 276	11 183 192	11 107 004	12 742 107	14 408 005
Lønnskostnader	2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129	3 473 829	3 815 833
ADK	2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293	3 142 642	3 907 502
Avskrivninger	583 265	659 669	1 013 141	1 157 589	1 251 334	1 326 039
Driftsresultat fra egen virksomhet	3 720 675	3 526 195	2 705 889	1 944 637	2 463 368	3 188 498
Driftsrelatert skatt	343 984	851 002	495 743	196 974	750 569	901 829
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	3 376 691	2 675 193	2 210 146	1 747 663	1 712 799	2 286 669
Netto resultat fra TS	302 651	286 573	179 749	105 359	121 502	65 675
Netto driftsresultat	3 679 342	2 961 766	2 389 895	1 853 022	1 834 301	2 352 344

Figur 5.8 – Justering for virkelig verdijustering av biologiske eiendeler.

Manglende balanseføring ofte forbundet med målefeil type 2. IAS 38 for immaterielle eiendeler har en rekke kriterier som må oppfylles før det foreligger adgang til å aktivere immaterielle eiendeler. Kort forklart skal kostnader knyttet til immaterielle eiendeler resultatføres i inneværende regnskapsår, med mindre det kan argumenteres godt for at det er sannsynlig at det vil foreligge fremtidige økonomiske fordeler knyttet til den immaterielle eiendelen som vil tilflyte selskapet, og at kostnaden forbundet med eiendelen kan måles pålitelig. Manglende balanseføring dersom man ikke oppfyller kriteriene for balanseføring, vil

kunne medføre undervurdert rentabilitet i årene kostnadene tas i resultatregnskapet, men igjen overvurdert rentabilitet i fremtidige år når all kostnad er tatt, men de fremtidige økonomiske fordelene knyttet til enedelen nå tilflyter selskapet. Således vil man kunne få et feil inntrykk av at virksomhetens rentabilitet bedrer seg over tid, når bedringen egentlig er et resultat av at man tar for mye kostnader tidlig i den immaterielle eiendelens livssyklus. Slike feil er ønskelig å unngå. Vi har imidlertid ikke grunnlag for å foreta noe særlig justering for slike momenter, grunnet manglende informasjon og noteopplysninger.

5.5 Omgruppert regnskap

Omgrupperte regnskaper for LSG presenteres nedenfor:

Omgrupper resultatregnskap NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 280	26 645 877
Varekost	9 654 211	10 378 276	11 183 192	11 107 004	12 742 107	14 408 005
Lønnskostnader	2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129	3 473 829	3 815 833
ADK	2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293	3 142 642	3 907 502
Avskrivninger	583 265	659 669	1 013 141	1 157 589	1 251 334	1 326 039
Driftsresultat fra egen virksomhet	3 720 675	3 526 195	2 705 889	1 944 637	2 463 368	3 188 498
Driftsrelatert skatt	343 984	851 002	495 743	196 974	750 569	901 829
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	3 376 691	2 675 193	2 210 146	1 747 663	1 712 799	2 286 669
Netto resultat fra TS	302 651	286 573	179 749	105 359	121 502	65 675
Netto driftsresultat	3 679 342	2 961 766	2 389 895	1 853 022	1 834 301	2 352 344
Netto finansinntekt	-	-	-	-	-	-
Nettoresultat til SSK	3 679 342	2 961 766	2 389 895	1 853 022	1 834 301	2 352 344
Netto finanskostnad	209 623	161 087	214 799	241 378	193 924	281 769
Netto minoritetsresultat	11	-160 917	-12 567	4 126	-148 725	-258 341
Nettoresultat til EK	3 469 708	2 961 596	2 187 663	1 607 518	1 789 102	2 328 916
Netto unormalt driftsresultat	-108 117	-158 408	-46 564	-26 933	-71 363	2 512
Netto unormalt finansresultat	-163 506	-125 648	-167 543	-188 275	-151 261	-219 780
Fullstendig nettoresultat til EK	3 198 085	2 677 541	1 973 556	1 392 310	1 566 478	2 111 648
Netto utbetalt utbytte	-834 151	-949 516	-1 272 246	-924 332	-1 202 478	-1 559 907
Endring EK	4 032 236	3 627 057	3 245 802	2 316 642	2 768 956	3 671 555

Figur 5.9 – Omgruppert resultatregnskap for perioden 2017 – 2022.

Sysselsatt kapital NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsanleggsmidler	5 148 271	6 606 948	8 608 207	9 226 117	9 958 123	10 351 358
Driftsrelatert AK	7 555 934	8 317 440	7 983 642	7 181 465	9 307 720	10 139 139
Netto driftseiendeler	12 704 205	14 924 388	16 591 849	16 407 582	19 265 843	20 490 497
Finansielle eiendeler	966 121	1 022 803	963 842	1 071 380	1 369 046	1 441 337
Sysselsatte eiendeler	13 670 326	15 947 191	17 555 691	17 478 962	20 634 889	21 931 834
EK	14 482 122	17 134 290	17 763 306	17 632 769	19 323 102	21 023 693
Minoritetsinteresser	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 314 983
Finansiell gjeld	7 359 519	7 061 064	8 017 161	8 250 870	9 994 182	9 674 488
SSK	22 716 469	25 176 755	26 693 141	26 759 357	30 443 461	32 013 164

Figur 5.10 – Omgruppert sysselsatt kapital balanse for perioden 2017 – 2022.

Justert netto driftskapital NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsanleggsmidler	5 148 271	6 606 948	8 608 207	9 226 117	9 958 123	10 351 358
Driftsrelatert AK	7 555 934	8 317 440	7 983 642	7 181 465	9 307 720	10 139 139
Netto driftseiendeler	12 704 205	14 924 388	16 591 849	16 407 582	19 265 843	20 490 497
EK	14 482 122	17 134 290	17 763 306	17 632 769	19 323 102	21 023 693
Minoritetsinteresser	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 314 983
Netto finansiell gjeld	6 393 398	6 038 261	7 053 319	7 179 490	8 625 136	8 233 151
Netto driftskapital	21 750 348	24 153 952	25 729 299	25 687 977	29 074 415	30 571 827

Figur 5.11 – Omgruppert netto driftskapital balanse for 2017 – 2022.

Fri kontantstrøm til EK NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	3 679 342	2 961 766	2 389 895	1 853 022	1 834 301	2 352 344
Netto unormalt driftsresultat	-108 117	-158 408	-46 564	-26 933	-71 363	2 512
Endring i netto driftseiendeler		2 220 183	1 667 461	-184 267	2 858 261	1 224 654
Fri KS drift	3 571 225	583 175	675 870	2 010 356	-1 095 323	1 130 202
Netto finansinntekt	-	-	-	-	-	-
Netto unormalt finansresultat	-163 506	-125 648	-167 543	-188 275	-151 261	-219 780
Endring i netto finansielle eiendeler		56 682	-58 961	107 538	297 666	72 291
Fri KS SSK	3 407 719	400 846	567 288	1 714 543	-1 544 250	838 131
Netto finanskostnad	209 623	161 087	214 799	241 378	193 924	281 769
Endring i netto finansiell gjeld		-355 137	1 015 058	126 171	1 445 646	-391 985
Netto minoritetsresultat	11	-160 917	-12 567	4 126	-148 725	-258 341
Endring i minoritetsinteresse		106 573	-68 727	-36 956	250 459	188 806
Fri KS EK	3 617 331	474 286	1 740 985	2 041 010	494 504	1 175 062

Figur 5.12 – Omgruppert fri kontantstrøm til egenkapitalen for perioden 2017 – 2022.

5.6 Bransjen omgrupperte regnskap

Bransjeregnskapet presentert nedenfor består av et vektet gjennomsnitt av de finansielle tallene for de komparative selskapene presentert i kapittel 2.3. Regnskapet for bransjegyennomsnittet vil i det videre analysearbeidet benyttes som sammenligningsgrunnlag for

LSGs finansielle nøkkeltall for å være i stand til å foreta en god regnskapsanalyse. Vi har utført de samme omgrupperingshandlingene for de komparative selskapene, som ble gjort for LSG. Vi har også foretatt valutajusteringer i henhold til IAS 21; resultatposter omregnes basert på gjennomsnittskurs og balanseposter omregnes basert på valutakurs per 31.12.

Bransjesnitt NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	16 658 743	18 066 296	18 463 044	18 158 106	19 730 423	25 388 083
Varekost	8 078 906	8 850 291	9 002 203	9 363 641	10 187 036	12 622 216
Lønnskostnader	1 949 768	2 174 046	2 397 493	2 535 440	2 619 454	3 075 286
ADK	2 238 090	2 526 843	2 658 251	2 830 254	2 926 990	3 821 742
Avskrivninger	507 770	561 453	1 141 140	1 371 428	1 409 832	1 624 818
Driftsresultat fra egen virksomhet	3 884 209	3 953 664	3 263 957	2 057 344	2 587 112	4 244 022
Driftsrelatert skatt	398 730	864 190	615 451	196 262	656 474	1 055 942
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	3 485 479	3 089 473	2 648 506	1 861 082	1 930 637	3 188 080
Netto resultat fra TS	197 376	234 437	181 839	88 961	263 327	180 743
Netto driftsresultat	3 682 855	3 323 910	2 830 345	1 950 044	2 193 964	3 368 823
Netto finansinntekt	187 710	-307 713	205 898	3 157	148 173	60 305
Nettoresultat til SSK	3 870 565	3 016 197	3 036 242	1 953 201	2 342 137	3 429 128
Netto finanskostnad	202 089	204 027	285 869	347 903	277 330	331 397
Netto minoritetsresultat	-1 014	-42 359	1 761	5 551	-23 900	43 496
Nettoresultat til EK	3 669 490	2 854 529	2 748 613	1 599 746	2 088 708	3 054 234
Netto unormalt driftsresultat	576 759	314 531	-46 954	-74 335	46 748	11 146
Netto unormalt finansresultat	-132 707	264 184	-29 417	-38 301	-70 895	-12 514
Fullstendig nettoresultat til EK	4 113 542	3 433 245	2 672 243	1 487 110	2 064 561	3 052 867
Netto utbetalt utbytte	1 574 228	1 827 496	1 860 322	1 653 987	1 652 270	1 848 269
Endring EK	2 539 313	1 605 748	811 920	-166 877	412 290	1 204 597

Figur 5.13 – Omgruppert resultatregnskap bransjegjennomsnitt.

Sysselsatt kapital NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsanleggsmidler	9 692 177	11 959 208	14 508 412	15 766 680	17 737 792	24 833 276
Driftsrelatert AK	6 241 820	7 703 865	9 680 147	10 084 542	11 888 346	14 846 507
Netto driftseiendeler	15 933 997	19 663 074	24 188 559	25 851 221	29 626 138	39 679 782
Finansielle eiendeler	600 862	607 497	1 050 140	963 386	1 400 118	2 064 174
Sysselsatte eiendeler	16 534 858	20 270 571	25 238 698	26 814 607	31 026 256	41 743 956
EK	11 124 003	13 792 959	14 260 536	14 143 887	16 996 662	22 002 254
Minoritetsinteresser	265 159	293 013	450 784	528 481	867 094	2 020 578
Finansiell gjeld	4 770 841	5 533 762	7 835 905	9 038 484	9 266 365	13 901 983
SSK	16 160 002	19 619 734	22 547 225	23 710 852	27 130 122	37 924 816

Figur 5.14 – Omgruppert sysselsatt kapital balanse for bransjen i perioden 2017 – 2022.

Netto driftskapital NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsanleggsmidler	9 692 177	11 959 208	14 508 412	15 766 680	17 737 792	24 833 276
Driftsrelatert AK	6 241 820	7 703 865	9 680 147	10 084 542	11 888 346	14 846 507
Netto driftseiendeler	15 933 997	19 663 074	24 188 559	25 851 221	29 626 138	39 679 782
EK	11 124 003	13 792 959	14 260 536	14 143 887	16 996 662	22 002 254
Minoritetsinteresser	265 159	293 013	450 784	528 481	867 094	2 020 578
Netto finansiell gjeld	4 169 979	4 926 265	6 785 765	8 075 098	7 866 247	11 837 810
Netto driftskapital	15 559 141	19 012 236	21 497 086	22 747 466	25 730 004	35 860 642

Figur 5.15 – Omgruppert netto driftskapital balanse for bransjen i perioden 2017 – 2022.

Fri kontantstrøm til EK NOK 1000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	3 682 855	3 323 910	2 830 345	1 950 044	2 193 964	3 368 823
Netto unormalt driftsresultat	576 759	314 531	-46 954	-74 335	46 748	11 146
Endring i netto driftseiendeler	-	3 729 077	4 525 485	1 662 663	3 774 916	10 053 645
Fri KS drift	4 259 613	-90 636	-1 742 094	213 046	-1 534 205	-6 673 675
Netto finansinntekt	187 710	-307 713	205 898	3 157	148 173	60 305
Netto unormalt finansresultat	-132 707	264 184	-29 417	-38 301	-70 895	-12 514
Endring i netto finansielle eiendeler	-	6 636	442 642	-86 754	436 732	664 056
Fri KS SSK	4 314 616	-140 800	-2 008 255	264 655	-1 893 658	-7 289 940
Netto finanskostnad	202 089	204 027	285 869	347 903	277 330	331 397
Endring i netto finansiell gjeld	-	756 286	1 859 501	1 289 333	-208 851	3 971 562
Netto minoritetsresultat	-1 014	-42 359	1 761	5 551	-23 900	43 496
Endring i minoritetsinteresse	-	27 854	157 771	77 697	338 613	1 153 485
Fri KS EK	4 517 719	889 726	293 125	1 974 037	-1 462 665	-1 876 992

Figur 5.16 – Omgruppert fri kontantstrøm til egenkapitalen for bransjen i perioden 2017 – 2022.

5.7 Rammeverk for forholdstallanalyse

Den omgrupperte regnskapsinformasjonen er nå klar for forholdstallanalyse. Forholdstall er et forhold mellom to finansielle tall, som basert på sitt relative forhold mellom hverandre gir innsikt i et selskaps underliggende forhold (Knivsfå, 2022f). For at et forholdstall skal ha informativ verdi i vår analyse, må det sammenlignes mot blant annet bransjegjennomsnittet. Videre eksisterer det tre ulike målestokker for den videre analysen; tidsserieanalyse, bransjeanalyse og teoretisk analyse.

En tidsserieanalyse går ut på at man analyserer utviklingen i relevante forholdstall over tid for det selskapet man ønsker å verdivurdere over den valgte analyseperioden (Knivsfå, 2022f). Vi foretar en vekting av årene i analyseperioden slik at de senere år tillegges mer vekt enn de foregående årene. Da oppdrettsnæringen er en bransje i stadig utvikling, mener vi at historiske tall vil være mindre relevante og informative enn nyere finansielle tall. Tidsvekting vil også bli foretatt tilsvarende for bransjegjennomsnittet.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tidsvekting	5 %	8 %	12 %	20 %	25 %	30 %

Figur 5.17 – Tidsvekting av regnskapsperioder for perioden 2017 – 2022.

6 Analyse av risiko

Kortsiktig likviditetsrisiko måles ved en likviditetsanalyse for å vurdere hvorvidt kortsiktige forpliktelser kan innfris innen de forfaller. For analyse av den langsiktige kredittrisikoen vil vi side benytte en soliditetsanalyse for å se om LSGs finansiering er slik at man er i stand til å tåle perioder med negative resultater. Avslutningsvis vil vi gi LSG en kredittrating, hvor AAA er den beste ratingen og D er den svakeste ratingen. Kredittratingen vil i all hovedsak være basert på analyse av forholdstall for LSG målt mot bransjegjennomsnittet. Denne syntetiske ratingen vil senere benyttes ved beregning av avkastningskrav.

6.1 Analyse av likviditet

Ved likviditetsanalysen vil vi beregne forholdstall som blant annet likviditetsgrad 1 og 2, med det formål å avdekke hvorvidt LSG løpende er i stand til å innfri sine kortsiktige forpliktelser ved forfall. Helt overordnet vil en høy likviditetsgrad være å foretrekke ovenfor en lav likviditetsgrad, da man ved høyere likviditetsgrad har mer omløpsmidler sett relativt opp mot kortsiktig gjeld, som innebærer at man mest sannsynlig er i bedre stand til å innfri sine løpende forpliktelser.

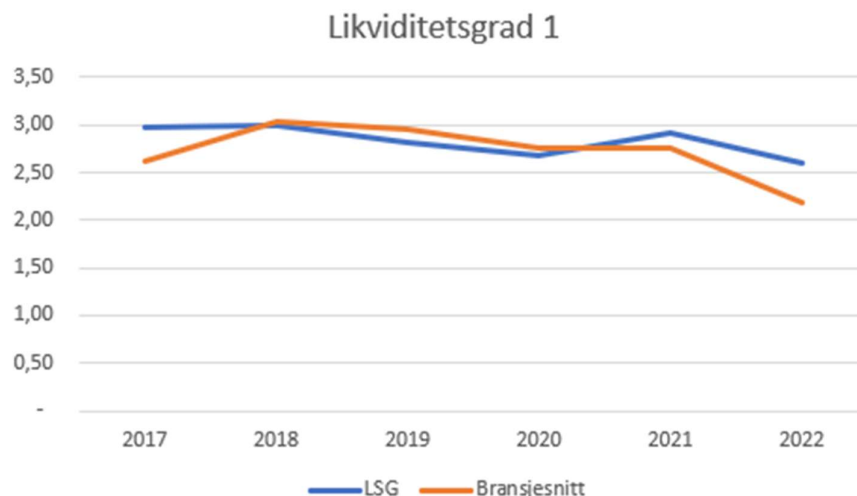
6.1.1 Likviditetsgrad 1

Formelen for beregning av likviditetsgrad 1 kan generelt presenteres som følger:

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

Man kan også foreta en ytterligere oppdeling i driftsrelatert likviditetsgrad og finansiell likviditetsgrad (Knivsflå, 2022f).

For å kunne si noe om LSGs likviditetsgrad, vil vi foreta en sammenligning opp mot bransjegjennomsnittet over tid. Det anses ikke relevant å sammenligne mot mer generelle tall uavhengig av bransje, da betydelige deler av omløpsmidlene innenfor oppdrettsbransjen består av varelager, som har lang tilvirkningstid. Det ville medført at forholdstallet ble overvurdert dersom man hadde sammenlignet mot andre bransjer, hvilket ikke ville vært hensiktsmessig.



Likviditetsgrad 1	2017	2018	2019	2020	2021	2022
LSG	2,98	2,99	2,81	2,68	2,91	2,59
Bransjesnitt	2,61	3,04	2,97	2,76	2,77	2,19

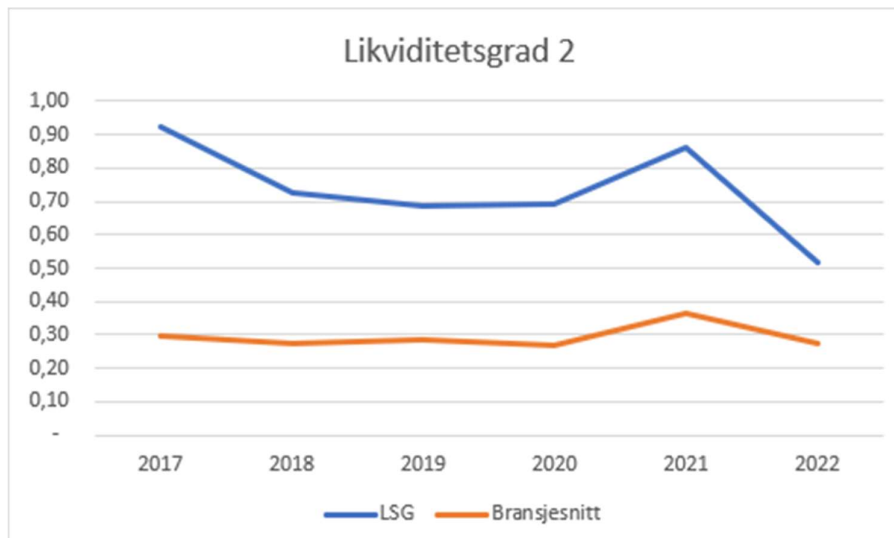
Figur 6.1 – Utvikling i likviditetsgrad 1 for Lerøy Seafood og bransjen.

Likviditetsgraden til LSG ligger over snittet for bransjen i store deler årene vi analyserer, og har ligget noenlunde stabilt med en liten nedadgående trend de siste par årene. Det at likviditetsgrad 1 for LSG i store deler av perioden ligger over bransjesnittet, leder naturlig nok også til en høyere tidsvektet likviditetsgrad 1 for LSG målt mot bransjen. Tidsvektet likviditetsgrad 1 for LSG er 2,77, og for bransjen 2,63. Generelt ser vi at oppdrettsnæringen har en god likviditetsgrad målt mot mange andre bransjer, og LSG er ingen unntak her, med en tilfredsstillende likviditetsgrad 1 over analyseperioden.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er et forholdstall hvor man tar utgangspunkt i formelen for likviditetsgrad 1, men justerer for de minst likvide omløpsmidlene. Typisk vil den justeringen være varelager, som vil holdes utenfor, da det er mindre likvid. I denne oppgaven vil vi imidlertid benytte en variant av Knivsflå, hvor man kun inkluderer de finansielle omløpsmidlene, noe som er nærmere likviditetsgrad 3 i generell økonomisk litteratur (Knivsflå, 2022f):

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



Likviditetsgrad 2	2017	2018	2019	2020	2021	2022
LSG	0,92	0,73	0,69	0,69	0,86	0,52
Bransjesnitt	0,29	0,27	0,28	0,27	0,36	0,27

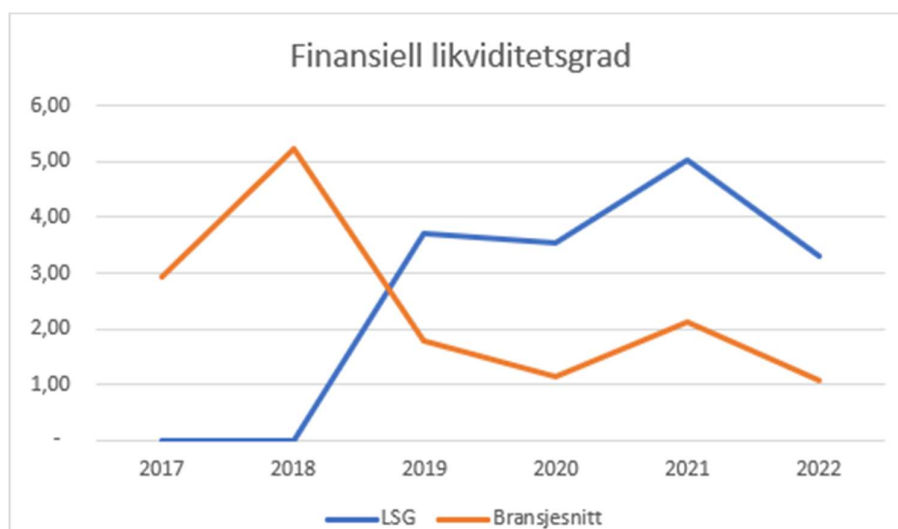
Figur 6.2 – Utvikling i likviditetsgrad 2 for Lerøy Seafood og bransjen.

Vi ser at likviditetsgrad 2 for LSG har vært betydelig høyere enn bransjegjennomsnittet over analyseperioden. Det reflekterer at LSG besitter en relativt sett høyere andel svært likvide omløpsmidler målt opp mot kortsiktig gjeld. Man ser dog en nedadgående trend for LSG. Tidsvektet likviditetsgrad 2 var i gjennomsnitt for LSG 0,70, og for bransjen 0,30. Sammenligningen av likviditetsgrad 2 for LSG mot bransjesnittet tilsier isolert sett at LSG har en god likvid situasjon sett opp mot sammenlignbare selskaper.

6.1.3 Finansiell Likviditetsgrad

Finansiell likviditetsgrad måler et selskaps evne til å dekke kortsiktig finansiell gjeld med finansielle omløpsmidler (Knivsflå, 2022f). Finansiell likviditetsgrad anses som regel å være et bedre mål på selskapets likviditet, da likviditetsproblemer som regel har rot i finansielle forhold (Knivsflå, 2022f). Som kortsiktig finansiell gjeld inkluderer vi kortsiktig del av både langsiktig rentebærende gjeld og leasinggjeld.

$$\text{Finansiell likviditetsgrad} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$



Finansiell likviditetsgrad	2017	2018	2019	2020	2021	2022
LSG	N/A	N/A	3,71	3,54	5,03	3,31
Bransjesnitt	2,92	5,22	1,79	1,13	2,11	1,08

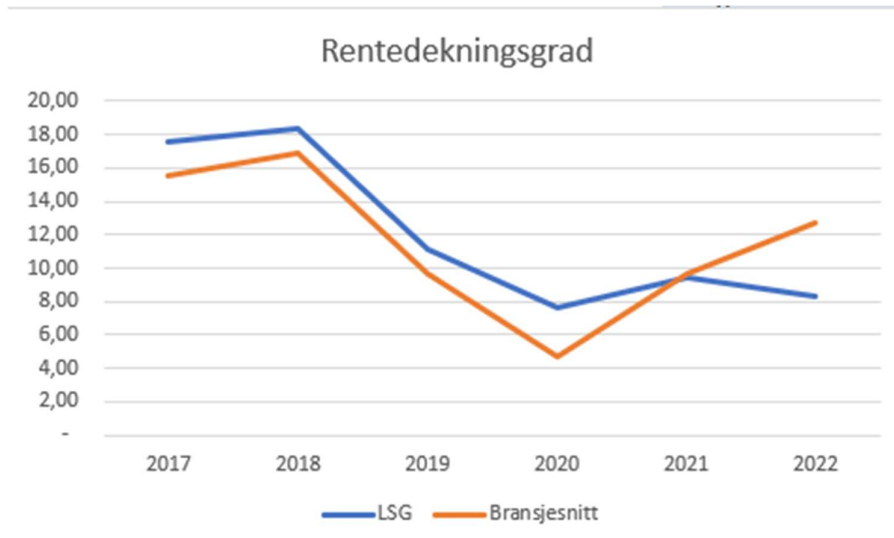
Figur 6.3 – Utvikling i finansiell likviditetsgrad for Lerøy Seafood og bransjen.

LSG hadde ikke kortsiktig finansiell gjeld i 2017 og 2018, slik vi har definert finansiell kortsiktig gjeld, hvilket medfører at det ikke var mulig å beregne finansiell likviditetsgrad for de to årene. Vi fokuserer derfor på tallene fra 2019 og videre og ser at LSG ligger betydelig over bransjesnittet, hvilket indikerer en relativt sett god likviditet. Tidsvektet finansiell likviditetsgrad var for LSG 3,4 (2019-2022) og for bransjen 1,86 (2017-2022). Vi anser derfor risikoen for at LSG skal havne i likviditetsproblemer på kort sikt som lav.

6.1.4 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgrad måler selskapets evne til å dekke finanskostnader med normalisert nettoresultat fra den sysselsatte kapitalen (Knivsflå, 2022f). En høy rentedeckningsgrad innebærer at det aktuelle selskapet tåler høyere finanskostnader i form av renteøkninger, uten at det nødvendigvis leder til likviditetsproblemer. Det er imidlertid verdt å merke seg at forholdstallet kun tar hensyn til betaling av renter, ikke avdrag.

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



Rentedekningsgrad	2017	2018	2019	2020	2021	2022
LSG	17,55	18,39	11,13	7,68	9,46	8,35
Bransjesnitt	15,58	16,93	9,63	4,73	9,64	12,74

Figur 6.4 – Utvikling i rentedeckningsgrad for Lerøy Seafood og bransjen.

LSGs rentedeckningsgrad følger i all hovedsak bransjesnittet tett over hele perioden, og har med det en sterk positiv korrelasjon med bransjesnittet. Mot slutten av analyseperioden ser det ut til at grafene skiller lag. Tidsvektet rentedeckningsgrad var i gjennomsnitt for LSG 10,09, og for bransjen 10,46. LSGs rentedeckningsgrad anses imidlertid å være tilfredsstillende for hele analyseperioden, sett opp mot bransjesnittet, og dens absolutte størrelse.

6.2 Analyse av langsiktig risiko - Soliditetsanalyse

Vi vil analysere LSGs soliditet og den langsiktige kredittrisikoen, hvilket innebærer evnen til å tåle økonomiske tap over en lengre periode. Vi velger å avgrense analysen til forholdstall knyttet til egenkapitalen fordi økonomiske tap vil tappe egenkapitalen. Videre vil vi også analysere driftsrentabilitet og finansieringsstruktur.

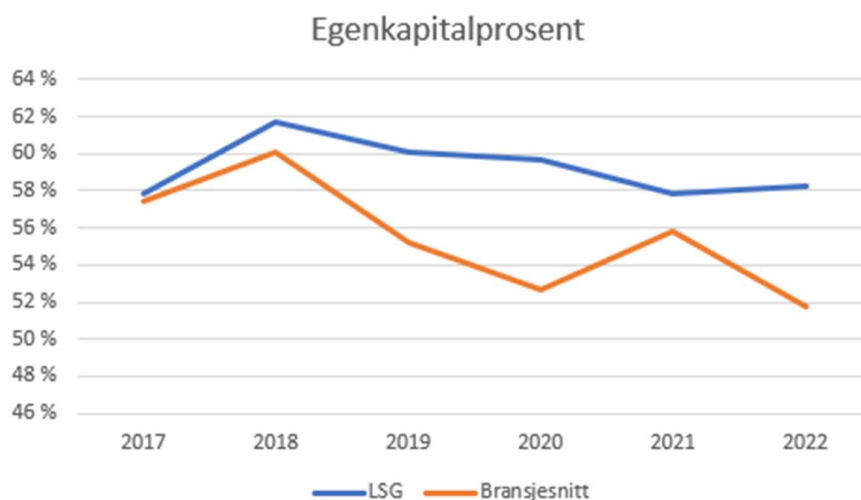
6.2.1 Egenkapitalprosent

Kalkulering av egenkapitalprosent gir et mål på hvor stor andel av totalkapitalen som består av egenkapital. En høy egenkapitalprosent vil isolert sett innebære at selskapet kan tåle perioder med økonomiske tap. En høy egenkapitalprosent vil også kunne resultere i bedre

finansieringsbetingelser ved opptak av lån, samt større investeringsfrihet. Egenkapitalprosent beregnes nedenfor basert på følgende formel:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Egenkapitalen består av egenkapital og minoritetsinteresser, og totalkapital består av sysselsatt kapital og driftsrelatert gjeld (Knivsflå, 2022f).



Egenkapitalprosent	2017	2018	2019	2020	2021	2022
LSG	58 %	62 %	60 %	60 %	58 %	58 %
Bransjesnitt	57 %	60 %	55 %	53 %	56 %	52 %

Figur 6.5 – Utvikling i egenkapitalprosent for Lerøy Seafood og bransjen.

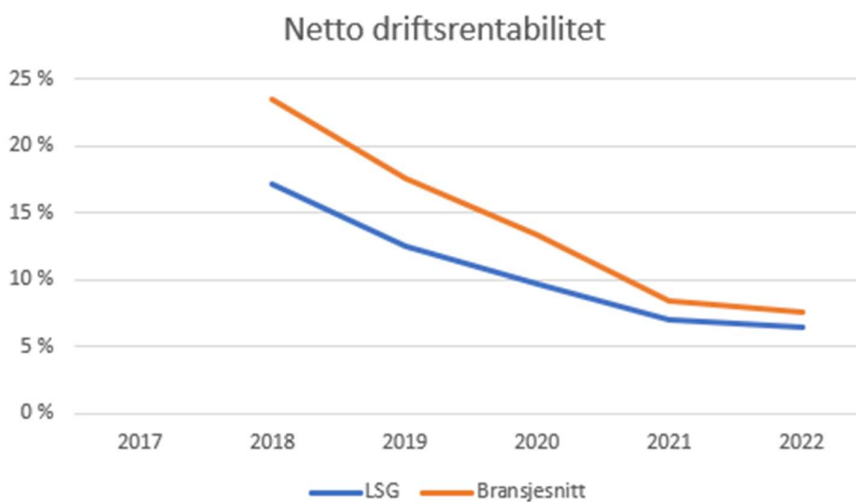
Vi ser at egenkapitalen til LSG ligger over bransjesnittet historisk. Egenkapitalprosenten er imidlertid nokså stabil over tid både for bransjegjennomsnittet og for LSG isolert sett. Tidsvektet gjennomsnitt for LSG er følgelig 59 %, og 54 % for bransjesnittet. Basert på en sammenligning mot bransjesnittet og generelle standard krav til egenkapitalprosent (35 - 40 %), anser vi egenkapitalprosenten til LSG som relativt høy. Det innebærer god mulighet til å tåle økonomiske tap over tid, samt muligheter for gode finansieringsbetingelser og stor grad av investeringsfrihet.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er et mål på soliditetsrisiko, da forholdstallet måler den underliggende lønnsomheten i selskaps drift (Knivsflå, 2022g). Dersom netto driftsrentabilitet er negativ, vil underliggende drift tappe selskaps egenkapital over tid. Formel for beregning av netto driftsrentabilitet er vist nedenfor:

Netto driftsrentabilitet

$$= \frac{\text{Netto driftsresultat } t1}{\text{Netto driftskapital } t0 + (\text{endring netto driftskapital}/2)}$$



Netto driftsrentabilitet	2017	2018	2019	2020	2021	2022
LSG		17,14 %	12,47 %	9,64 %	7,00 %	6,40 %
Bransjesnitt		23,57 %	17,64 %	13,38 %	8,43 %	7,54 %

Figur 6.6 – Utvikling i netto driftsrentabilitet for Lerøy Seafood og bransjen.

LSG og bransjegjennomsnittet har i hele analyseperioden positiv netto driftsrentabilitet, hvilket isolert sett indikerer lønnsom drift. LSG ligger her litt under bransjesnittet, med en tidsvektet netto driftsrentabilitet på 8,47 %, mål mot tidsvektet bransjesnitt på 11,05 %. Imidlertid anser vi en positiv netto driftsrentabilitet over hele analyseperioden å være et positivt aspekt knyttet til soliditetsrisiko.

6.2.3 Kapitalstruktur

Vi har gjennomført en statisk finansieringsanalyse for å studere kapitalstrukturen både i LSG og for bransjegjennomsnittet. Analysen bidrar til at vi ser hvordan bransjen finansierer

eiendelene sine, fordelt mellom langsiktig og kortsiktig kapital på et konkret tidspunkt (Knivsflå, 2022f). Analysen oppsummeres i en finansieringsmatrise nedenfor, hvor eiendelers finansiering fremkommer. Vi har benyttet finansiering per 2022 for analysen. Eiendeler er delt opp basert på likviditet, hvor det overordnet skilles mellom anleggsmidler og omløpsmidler, og videre mellom finansielle og driftsrelaterte anleggsmidler og omløpsmidler. Hva gjelder finansieringskilder, skiller vi mellom egenkapital, minoritetsinteresser, langsiktig driftsrelatert og finansiell gjeld og kortsiktig driftsrelatert og finansiell gjeld.

LSG						
Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG
DAM	90 %	5 %	5 %			
FAM			100 %			
DOM			16 %	65 %	19 %	
FOM					31 %	69 %

Figur 6.7 – Finansieringsmatrise for Lerøy Seafood Group i 2022.

Bransjen						
Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG
DAM	81 %	5 %	14 %			
FAM			100 %			
DOM			10 %	64 %	26 %	
FOM					27 %	73 %

Figur 6.8 – Finansieringsmatrise for Bransjesgjennomsnittet i 2022.

Overordnet vil egenkapitalfinansierte eiendeler ha lavere risiko sett i forhold til soliditet, og eiendeler finansiert med kortsiktig gjeld vil ha en høyere risiko. Det fremkommer ovenfor at LSG og bransjesnittet har nokså tilsvarende finansieringsmatriser. LSG har imidlertid noe mer egenkapitalfinansiering, i tråd med en høyere egenkapitalprosent. LSG finansierer de driftsrelaterte anleggsmidlene med 9 prosentpoeng mer egenkapital enn bransjen, og følgelig 9 prosentpoeng mindre langsiktig driftsrelatert gjeld. LSGs finansiering av DAM anses derfor å være tillagt mindre risiko enn bransjesnittet, men det er ikke store forskjeller. Finansielle anleggsmidler finansieres likt i både LSG og i bransjesnittet, med 100 % langsiktig driftsrelatert gjeld. LSG har finansiert en større andel av de driftsrelaterte omløpsmidlene med langsiktig driftsrelatert gjeld (6 prosentpoeng), som innebærer lavere risiko for LSG. Finansieringen knyttet til finansielle omløpsmidler er noenlunde lik mellom LSG og bransjesnittet, med kortsiktig gjeldsfinansiering.

Overordnet sett virker både finansieringen i LSG og for bransjen generelt å være sunn, og det har følgelig ikke dukket opp såkalte «red flags» ved analysen. Vi vil imidlertid også påpeke at LSG ser ut til å være finansiert med litt mindre risiko i 2022.

6.3 Syntetisk rating

I siste del av kapittel 6 oppsummerer vi analysene ovenfor, samt fastsetter syntetisk rating. Syntetisk rating er en måte å tildele et selskap en karakter (fra AAA til D), som skal gi et bilde på hvilken risikoklasse det aktuelle selskapet tilhører (Knivsflå, 2022f).

Grunnlaget for den syntetiske ratingen er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Historiske studier viser en sammenheng mellom nevnte forholdstall og syntetisk rating (Knivsflå, 2022f). Ratingen for de fire forholdstallene er basert på verdier fra rammeverket til Knivsflå. Syntetisk rating per år presenteres i figur 6.10 og 6.11 nedenfor.

Rating	Likviditetsgrad	Rentedekningsgrad (etter skatt)	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,4	16,9	0,934	0,33
	8,7	11,6	0,886	0,288
AA	6	6,3	0,837	0,246
	4,4	4,825	0,738	0,196
A	2,8	3,35	0,638	0,146
	2,15	2,755	0,527	0,111
BBB	1,5	2,16	0,417	0,076
	1,25	1,69	0,358	0,062
BB	1	1,22	0,3	0,048
	0,85	1,06	0,252	0,034
B	0,7	0,9	0,204	0,02
	0,55	0,485	0,162	0,006
CCC	0,4	0,07	0,12	-0,008
	0,35	-0,345	0,096	-0,022
CC	0,3	-0,76	0,073	-0,036
	0,25	-1,17	0,028	-0,05
C	0,2	-1,58	-0,018	-0,064
	0,15	-1,995	-0,09	-0,078
D	0,1	-2,41	-0,161	-0,092

Figur 6.9 – Oversikt over forholdstall for fastsetting av syntetisk rating (Knivsflå, 2022f).

LSG	2017		2018		2019		2020		2021		2022	
Likviditetsgrad 1	2,98	A	2,99	A	2,81	A	2,68	BBB+	2,91	A	2,59	BBB
Rentedekningsgrad	17,55	AAA	18,39	AAA	11,13	AA	7,68	AA	9,46	AA	8,35	AA
Egenkapitalprosent	58 %	BBB	62 %	BBB	60 %	BBB	60 %	BBB	58 %	BBB	58 %	BBB
Netto driftsrentabilitet	N/A	N/A	17,14 %	A	12,47 %	BBB	9,64 %	BBB	7 %	BB	6,40 %	BB
Gjennomsnitt	A-		A		A-		BBB		BBB		BBB	

Figur 6.10 – Syntetisk rating per år i analyseperioden for Lerøy Seafood Group.

Bransjesnittet	2017		2018		2019		2020		2021		2022	
Likviditetsgrad 1	2,61	BBB	3,04	A	2,97	A	2,76	BBB	2,77	BBB	2,19	BBB
Rentedekningsgrad	15,58	AA	16,93	AAA	9,63	AA	4,73	A	9,64	AA	12,74	AA
Egenkapitalprosent	57 %	BBB	60 %	BBB	55 %	BBB	53 %	BBB	56 %	BBB	52 %	BBB
Netto driftsrentabilitet	N/A	N/A	23,57 %	A	17,64 %	A	13,38 %	BBB	8,43 %	BBB	7,54 %	BB
Gjennomsnitt	BBB		A		A		BBB		BBB		BBB	

Figur 6.11 – Syntetisk rating per år i analyseperioden for bransjegjennomsnittet.

Basert på forholdtallene og rammeverket for tilegning av risikoklasse ovenfor, ender vi på en syntetisk rating på BBB for både LSG og bransjesnittet (tidsvektet gjennomsnitt endte tilsvarende på BBB for begge). Vi er samtidig av den oppfatning at andre forholdstall analysert i kapittel 6 understøtter denne gode syntetiske ratingen. Oppdrettsnæringen er kapitalintensiv, men basert på analysene ovenfor ser det ut til at både LSG og bransjen en relativt sett sunt finansiert, og har en god likviditet og soliditet. Vi vil i kapittel 6.3 også understreke at resultater fra SWOT-analysen i kapittel 4.3 ikke har vesentlige momenter som påvirker ratingen. Vi konkluderer derfor med en syntetisk rating for LSG på BBB.

7 Historisk avkastningskrav

I kapittel 7 vil vi beregne historisk avkastningskrav for LSG. Vi vil også her benytte oss av definert analyseperiode i delkapittel 5.1 (2017-2022). Perioden kan synes å være kort for beregning av historiske avkastningskrav. Vi ser imidlertid situasjonen slik at oppdrettsnæringen har vært i en såpass stor endring, at en lengre tidsperiode vil kunne resultere i at vi risikerer å ta hensyn til irrelevant informasjon videre i estimeringen av fremtidig avkastningskrav.

I kapittel 7.1 vil vi kort oppsummere teoretiske aspekter knyttet til avkastningskrav. Deretter i kapittel 7.2 estimerer vi egenkapitalkravet, og i kapittel 7.3 estimeres netto finansielt gjelds-krav. Kapittel 7 avsluttes med kapittel 7.4, hvor vi setter sammen de estimerte avkastningskravene fra kapittel 7.2 og 7.3, til ett samlet avkastningskrav til totalkapitalen (WACC).

7.1 Teori

Formålet med kapittel 7.1 er som tidligere definert å gjøre rede for hvordan man beregner det historiske avkastningskravet til LSG.

7.1.1 Bakgrunn

Et avkastningskrav kan tolkes som den avkastning/kompensasjon som kreves for å bære risikoen ved å investere i f.eks. en aksje. Kompensasjonen skal følgelig dekke inflasjon, tidsverdi av penger og risiko knyttet til investeringen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). Det medfører at dersom investeringen er mer risikabel, vil avkastningskravet følgelig være høyere enn dersom investeringen var mindre risikabel.

Risiko som begrep kan ytterligere deles inn i to kategorier; markedsrisiko og selskapsspesifikk risiko. I henhold til finansteori, kan man bli kvitt selskapsspesifikk risiko gjennom diversifisering – spre investeringen sin over flere forskjellige investeringer. Siden man kan bli kvitt den selskapsspesifikke risikoen, vil ikke en investor kompenseres for slik risiko. På grunn av det, vil man ved estimeringen av avkastningskrav, bare hensynta markedsrisiko.

7.1.2 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

Det skal estimeres et avkastningskrav til samtlige finansieringskilder i LSG. Det er da viktig å ta hensyn til at de forskjellige kildene til finansiering ikke har samme risiko. Nettopp derfor benyttes i de aller fleste tilfeller WACC (Weighted Average Cost of Capital) som mål på avkastningskrav til totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). WACC vil også benyttes i vår oppgave, og kan presenteres som følger:

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

E = Markedsverdi av egenkapitalen

D = Markedsverdi av gjelden

R_e = Egenkapitalkostnad

R_d = Gjeldskostnad

T = Nominell selskapsskatt

Det finnes to forskjellige måter å beregne avkastningskrav til totalkapitalen på (Knivsflå, 2022g). Man kan enten estimere avkastningskrav til netto driftskapital eller til sysselsatt kapital. Vi vil i arbeidet med oppgaven benytte oss av begge metodene, slik at begge presenteres nedenfor:

Avkastningskrav til netto driftskapital

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFK}{NDK}, \text{ hvor}$$

EK = Egenkapital

MI = Minoritetsinteresser

NFG = Netto Finansiell Gjeld

NDK = Netto driftskapital

ekk = Egenkapitalkravet

mik = Minoritetskravet

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav

Avkastningskrav til sysselsatt kapital

$$ssk = ekk * \frac{EK}{SSK} + mik * \frac{MI}{SSK} + fgk * \frac{FG}{SSK}, \text{ hvor}$$

SSK = Sysselsatt kapital

FG = Finansiell gjeld

fgk = Finansielt gjeldskrav

I henhold til modellen må man først finne avkastningskravene til både egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Deretter vekter man disse kravene basert på kapitalstruktur, og ender med et samlet avkastningskrav til total kapitalen.

7.1.3 Avkastningskrav til egenkapital og minoritetsinteresser

Vi vil i denne oppgaven estimere avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av CAPM (Capital Asset Pricing Model). Modellen forklarer forholdet mellom markedsrisiko (beta) og forventet avkastning på en eiendel. CAPM presenteres i formel nedenfor:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f), \text{ hvor}$$

R_f = Risikofri rente

β = Selskapets egenkapitalbeta

R_m = Avkastningen til markedsporteføljen

$(R_m - R_f)$ = Markedets risikopremie (MRP)

Kort oppsummert vil avkastningskravet til egenkapitalen være kompensasjon for pengers tidsverdi og inflasjon, samt en risikojustert meravkastning for at man tar en viss grad av risiko fremfor en risikofri investering (premie for å ta markedsrisiko).

CAPM som modell, er basert på at en rekke forutsetninger holder, som i praksis sjelden vil være 100 % oppfylt. Konsekvensen av at forutsetningene ikke holder, kan lede til markedssvikt, hvor all usystematisk risiko (selskapsspesifikk risiko) ikke kan fjernes. En slik situasjon kan til dels løses ved å legge til enkelte risikofaktorer i beregningen (Knivsflå, 2022g). Avkastningen til egenkapitalen bør i tillegg hensynta skatt, slik at endelig formel for avkastningskrav til egenkapitalen blir (Knivsflå, 2022g):

$$R_e = R_f(1 - s) + \beta * erp + arp_{EK}, \text{ hvor}$$

R_f = Risikofri rente

S = skattesats

β = Selskapets egenkapitalbeta

erp = egenkapitalens risikopremie

arp_{EK} = summen av andre risikopremier

Erp i formelen ovenfor er en forkortelse for meravkastning og markedets premie trukket fra den risikofrie premien etter skatt. Markedspremien vil allerede være justert for skatteeffekter, hvilket innebærer at vi i formelen kun justerer risikofri premie.

Avkastningskravet til minoritetsinteressene vil estimeres ved bruk av mer eller mindre samme metode. Derfor vil avkastningskrav til både egenkapitalen og minoritetsinteressene beregnes i samme delkapittel nedenfor.

7.1.4 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Kreditorenes avkastning på «investert» kapital kommer i form av renteinntekter. Det innebærer at risikoprofilen til kreditorene skiller seg fra investorer som har gått inn med egenkapital. En kreditor vil bare oppleve manglende avkastning ved mislighold av det ytede lånet. Da kreditor ikke er i stand til å diversifisere bort risikoen knyttet til mislighold av renter og lån, må man legge til en kredittrisikopremie på renten i avkastningskravet til gjelden.

Det avkastningskravet vi skal estimere nedenfor, er avkastningskravet til netto finansiell gjeld. Da kravet skal beregnes netto, må vi først estimere avkastningskrav til finansielle eiendeler og finansiell gjeld separat. Etter at vi har funnet begge kravene, vil det være mulig å vekte de to kravene slik at vi kommer frem til avkastningskravet for netto finansiell gjeld.

7.2 Avkastningskrav til egenkapitalen

I kapittel 7.2 skal vi identifisere input for beregning av historisk avkastningskrav til egenkapitalen. Nødvendig input er som forklart i kapittel 7.1.3, risikofri rente, egenkapital-beta, avkastningen i markedet, samt andre potensielle premier. Vi vil også foreta nødvendige skattejusteringer der hvor det er nødvendig (benyttet skattesats vil være sammenfallende med alminnelig skattesats på 22 %).

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente kan betraktes som en tiltenkt avkastning på en investering/plassering som er helt fri for risiko (ingen konkurs- eller misligholdsrisiko) (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156).

I begrepet risikofri rente, ligger det at det er uttrykk for en «garantert» avkastning. En investor vil følgelig kreve en høyere avkastning enn risikofri rente så fort han eller hun eksponeres mot risiko knyttet til en investering.

Som en forenklet tilnærming til valg av risikofri rente i vår oppgave, vil vi anvende renten på tiårige norske statsobligasjoner. Valgt risikofri rente støttes blant annet av en undersøkelse gjort av PwC i 2021, vedørende valg av risikofri rente for verdsettelsesformål. Det ble funnet at den mest anvendte risikofrie renten blant finansanalytikere i Norge, nettopp var tiårige norske statsobligasjoner (PwC, 2022). Den norske stat vil trolig være mer eller mindre så nær definisjonen på risikofri det i praksis er mulig å komme (basert på en stor utenlandsformue, inkluderende politiske og økonomiske institusjoner, mm). Vi anser derfor eventuelle risikopåslag uaktuelt. Norge har også i flere år hatt best mulig kredittvurdering (Norges Bank, 2023). Historisk risikofri rente etter skatt for 2017-2022 er presentert i figur 7.1 nedenfor. Vi ser at risikofri rente etter skatt har vært relativt stabil gjennom analyseperioden, med et bunnpunkt rundt utbruddet av Covid-19, og en foreløpig topp i 2022. Resultatene her samsvarer med nivået på styringsrenten over analyseperioden.

Risikofri rente	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kredittrating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Selskapsskatt	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Obligasjonsrente	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,82 %	1,40 %	2,84 %
Kredittrisikopremie	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Rf før skatt	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,82 %	1,40 %	2,84 %
Skatt	0,39 %	0,43 %	0,33 %	0,18 %	0,31 %	0,62 %
Rf etter skatt	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,09 %	2,21 %

Figur 7.1 – Risikofri rente for perioden 2017-2022, basert på data fra Norges Bank.

7.2.2 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen representerer den ikke diversifiserbare markedsrisikoen. Dermed vil en egenkapitalbeta på 1 innebære at for eksempel aksjen i gjennomsnitt beveger seg i takt med markedet generelt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Skulle egenkapitalbetaen på en aksje imidlertid være 2, vil aksjen i gjennomsnitt svinge mer enn markedet generelt. Dersom egenkapitalbetaen er lavere enn 1, vil da aksjen i gjennomsnitt svinge mindre enn markedet generelt.

Vi har estimert månedlig avkastning til LSG og OSEBX (Oslo Børs) fra 2017 til 2022. Deretter har vi gjennomført en regresjonsanalyse, for å estimere gjennomsnittlig egenkapitalbeta for LSG i definert periode. Resultatene for regresjonsanalysen er presentert i figur 7.2 nedenfor. Vi ser av outputen fra regresjonsanalysen ovenfor at betaverdien er 0,899.

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,457
R Square	0,209
Adjusted R Square	0,208
Standard Error	0,019
Observations	1492

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,146	0,146	392,505	0,000
Residual	1490	0,555	0,000		
Total	1491	0,701			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,000	0,000	-0,199	0,842	-0,001	0,001
X Variable 1	0,899	0,045	19,812	0,000	0,810	0,987

Figur 7.2 – Regresjonsanalyse LSG mot OSEBX i perioden 2017-2022.

Forklaringskraften til regresjonsmodellen ovenfor identifiseres ved justert R^2 . Her finner vi at modellen (utvikling i OSEBX) i gjennomsnitt forklarer 20,8 % av variasjonen i månedlig avkastning for LSG. Resterende 79,2 % vil følgelig være selskapsespesifikke forhold, som en investor ikke vil kunne diversifisere vekk.

Videre vil vi foreta en justering av betaverdiene funnet ved regresjonsanalysene, for å bøte på såkalt «mean reversion», nemlig at beta over tid vil bevege seg mot beta til markedsporteføljen (lik 1) (Corporate Finance Institute, 2022). I figur 7.3 nedenfor presenterer vi justerte betaverdier for LSG, sammenlignbare selskaper og gjennomsnittet. Det fremkommer at justerte betaverdier er nærmere 1, i tråd med teorien om mean reversion.

	LSG	MOWI	SALMAR	GRIEG	Average
Ujustert beta	0,899	0,813	0,782	0,958	0,863
Justert beta	0,932	0,875	0,855	0,972	0,909

Figur 7.3 – Justerte betaverdier for LSG, bransjen og sammenlignbare selskaper.

Samtlige justerte betaer ovenfor er lavere enn 1, som gir indikasjoner på at avkastningen i oppdrettsnæringen er mindre volatil enn avkastningen til markedet generelt (OSEBX).

Imidlertid er OSEBX tungt preget av oljeselskapene som er notert her. Derav er det ikke uforventet at oppdrettsnæringen i gjennomsnitt avviker noe fra markedet.

7.2.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie (MRP) kan kort forklares som den premien en investor krever for å heller investere i markedet enn en risikofri investering (Hitchner, 2011, s. 197). MRP er med andre ord en meravkastning en investor krever for å ta mer risiko ved å investere i markedet. Avkastningen til markedsporteføljen kan følgelig utledes som følger (Knivsflå, 2022g):

$$MRP = R_m - R_f * (1 - s), \text{ hvor}$$

MRP = Markedets risikopremie

R_m = Avkastningen til markedsporteføljen

R_f = Risikofri rente

S = Skattesats

Den kanskje mest vanlige metoden for estimering av MRP er sammenligning av historisk avkastning i markedet mot avkastningen på statsobligasjoner, som anses risikofri (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Da sammenligner man markedsavkastning mot tilnærmet risikofri avkastning for å finne meravkastningen oppnådd ved å ta del i markedet. Man kan også beregne normalisert risikopremie etter skatt (Knivsflå, 2022g). Videre publiserer PwC i samråd med Norske Finansanalytikeres Forening hvert år en undersøkelse over risikoepremien i det norske markedet (PwC, 2022). MRP er svært vanskelig å fastsette presist, men det vil være rimelig å anta at MRP vil ligge et sted mellom 4-6 % (Kinserdal, 2022). I vår oppgave velger vi å anvende oss av det vektete snittet for MRP fra 2017-2022 fra PwCs årlige undersøkelse knyttet til risikopremien i det norske markedet (PwC, 2022). Følgelig vil vi benytte en gjennomsnittlig MRP lik 4,9 %, i tråd med tallene i figur 7.4 nedenfor.

Markedsrisikopremie

Nivået på markedsrisikopremien i det norske markedet for 2022 ligger på 5 prosent. Størrelsen på markedsrisikopremien har vært stabil i perioden undersøkelsen har vært gjennomført.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vektet snitt	5,2 %	5,2 %	4,9 %	5,0 %	5,0 %	4,9 %	4,8 %	4,8 %	4,9%

Figur 7.4 – Risikopremien i det norske markedet (PwC, 2022).

7.2.4 Andre risikopremier

CAPM forutsetter et perfekt marked, som generelt ikke eksisterer fullt ut i praksis. Som et resultat av det, kan en investor velge å legge til andre premier ved kalkulering av sitt avkastningskrav, for å ta hensyn til også andre forhold av relevans.

Ved estimering av beta verdier ovenfor, kom det frem at variasjonen i avkastningen i aksjemarkedet (OSEBX) forklarer 20 % av variasjonen i avkastningen til LSG (historisk). Den noe lave prosenten er en indikasjon på at også usystematisk risiko dikterer avkastningen. Da en investor ikke er i stand til å diversifisere bort all usystematisk risiko, mener vi det foreligger indikasjoner som innebærer at andre risikopremier burde vurderes.

Det har i analysene i foregående kapitler ikke blitt avdekket selskapsspesifikke forhold som skulle tilsi påslag i form av en ekstra risikopremie. Imidlertid er det slik at Austevoll Seafood ASA holder en majoritetsandel i LSG, med en eierandel på 53 %. Således kan man kanskje si at det foreligger en viss innlåsningsrisiko. Imidlertid er det stor omsetning av LSGs aksjer på Oslo Børs, i likhet med de andre noterte oppdrettsselskapene. Det reduserer risikoen for innlåsing.

Valget av illikviditetspremie fastsettes basert på en skjønnsmessig vurdering. Basert på effekten av usystematisk risiko avdekket under estimeringen av beta, mener vi en premie på 0,5 % for majoritet er hensiktsmessig. Premien holdes relativ lav grunnet aksjens høye omsetning i markedet. Minoritetsandelen vil på den andre siden også bære en viss innlåsningsrisiko så lenge Austevoll Seafood ASA alene er majoritetsaksjonær. Derav fastsettes premie for minoritetsandel skjønnsmessig til 1 %.

7.3 Finansielle krav

I kapittel 7.3 vil vi identifisere nødvendig input for å estimere den andre delen av avkastningskravet til totalkapitalen, nemlig gjeldskostnaden.

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav er et mål på renten LSG må anta at kreditorer vil kreve for å yte lån til selskapet. Det finansielle gjeldskravet kan estimeres på følgende måte (Knivsflå, 2022g):

$$Fgk = R_f + krp, \text{ hvor}$$

Fgk = Finansielt gjeldskrav

R_f = Risikofri premie etter skatt

krp = Kredittrisikopremie

Kredittrisikopremie er basert på selskapets syntetiske rating, som ble estimert i delkapittel 6.3 ovenfor. Vi vil i våre beregninger ta utgangspunkt i Knivsflås oppsett for premie innenfor de ulike syntetiske ratingene.

Rating	Kort krp etter skatt	Lang krp etter skatt
AAA	0,20 %	0,40 %
AA	0,40 %	0,60 %
A	0,60 %	0,90 %
BBB	1,10 %	1,40 %
BB	2,90 %	3,30 %
B	4,40 %	4,90 %
CCC	8,60 %	9,20 %
CC	15,70 %	16,40 %
C	22,80 %	23,60 %
D	29,90 %	30,70 %

Figur 7.5 – Kredittrisikopremie (Knivsflå, 2022g).

Det vesentligste av LSGs gjeld er langsiktig, og vi har ikke funnet noe som indikerer at situasjonen vil endre seg i fremtiden. Vi vil basert på det benytte lang kredittrisikopremie etter skatt som kredittrisikopremie ved estimering av gjeldskrav. Figur 7.6 nedenfor oppsummerer gjeldskrav for LSG i perioden 2017-2022.

Finansielt gjeldskrav	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rf etter skatt	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,09 %	2,21 %
Kredittrisikopremie	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %
Finansielt gjeldskrav etter skatt	2,65 %	2,85 %	2,56 %	2,04 %	2,49 %	3,61 %

Figur 7.6 – Finansielt gjeldskrav for LSG i perioden 2017-2022.

Det fremkommer av figur 7.6 at som følge av god syntetisk rating (vi har forenklet og benyttet BBB for samtlige år), har LSG hatt en relativt lav kredittrisikopremie på 1,4 %. Vi ser at for 2022 har finansielt gjeldskrav økt noe sammenlignet med tidligere år, drevet av en økning i risikofri rente.

7.3.2 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta er et mål på kreditorens systematiske risiko ved å utstede kreditt. Betaverdien beregnes ved følgende formel (Knivsflå, 2022g):

$$i\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{erp}, \text{ hvor}$$

mrd = Markedsrisikodel

krp = Kredittrisikopremie

erp = Markedets risikopremie

Finansiell gjeldsbeta	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Lansiktig kredittrisikopremie	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %
Markedsrisikodel	6,95 %	6,95 %	6,95 %	6,95 %	6,95 %	6,95 %	6,95 %
Markedpremie	5,00 %	5,00 %	4,90 %	4,80 %	4,80 %	4,90 %	4,90 %
Finansiell gjeldsbeta	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

Figur 7.7 – Finansiell gjeldsbeta for LSG i perioden 2017-2022.

Finansiell gjeldsbeta for LSG oppsummeres i figur 7.7 ovenfor. Det fremkommer at gjennomsnittlig finansiell gjeldsbeta over analyseperioden er 0,02 (samme verdi for alle år). Grunnet god syntetisk rating, er finansiell gjeldsbeta som forventet svært lav.

7.3.3 Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler er som tidligere definert eiendeler som ikke utgjør en del av selskapets operasjonelle drift, eksempelvis overskuddsbeholdning i bank, finansielle investeringer, etc. Det finansielle eiendelskravet kan finnes ved følgende formel (Knivsflå, 2022g):

$$fek = rf_{es} * \frac{KON}{FE} + (rf_{es} + kr\rho_{FOR}) * \frac{FOR}{FE} + (rf_{es} + \beta_{INV} * mrp + arp_{INV}) * \frac{INV}{FE}, \text{ hvor}$$

rf_{es} = Risikofri rente etter skatt

KON = Kontanter

FE = Finansielle Eiendeler

$kr\rho_{FOR}$ = Kredittrisikopremie på finansielle fordringer

FOR = Finansielle fordringer

β_{INV} = Investeringsbeta

mrp = Markedsrisikopremie

arp_{INV} = Andre risikopremier

INV = Finansiell investering

Det har for LSG ikke vært finansielle fordringer i analyseperioden, hvilket medfører at vi fokuserer på investeringer og kontanter. Kontanter betraktes som risikofritt, slik at forventet avkastning settes lik risikofri rente. For investeringer legger vi til markeds- og illikviditetspremie for å reflektere risiko i markedet. I figur 7.8 nedenfor har vi estimert finansielt eiendelskrav for LSG i analyseperioden.

Finansielt eiendelskrav	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Kontantkrav	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,09 %	2,21 %	1,30 %
Andel kontanter	78,44 %	74,80 %	75,87 %	73,47 %	75,43 %	69,63 %	74,61 %
investeringskrav	1,38 %	1,58 %	1,30 %	0,78 %	1,23 %	2,35 %	1,44 %
Andel investeringer	21,56 %	25,20 %	24,13 %	26,53 %	24,57 %	30,37 %	25,39 %
Finansielt eiendelskrav	1,28 %	1,48 %	1,20 %	0,68 %	1,12 %	2,25 %	1,33 %

Figur 7.8 – Finansielt eiendelskrav for LSG i perioden 2017-2022.

En viktig forutsetning for at man skal kunne benytte risikofri premie etter skatt ved beregning av avkastningskravet for finansielle eiendeler, er at investeringsbeta er lik 1, og at illikviditetspremie er 0 (Knivsflå, 2022g).

7.3.4 Finansiell eiendelsbeta

Finansiell eiendelsbeta estimeres ved å benytte formelen nedenfor (Knivsflå, 2022g):

$$\beta_{FE} = \beta_{KON} * KON + \beta_{FOR} * FOR + \beta_{INV} * INV, \text{ hvor}$$

β_{KON} = Kontantenes betaverdi

β_{FOR} = Finansielle fordringers betaverdi

β_{INV} = Finansielle investeringers betaverdi

Forutsetninger tatt ved beregning av finansiell eiendelsbeta, er først og fremst at kontanter er risikofrie, og derav ikke har beta (lik 0). Videre legger vi til grunn en forutsetning om investeringsbeta lik 1. Finansielle fordringer er som kommentert ovenfor ikke aktuelt for LSG. Estimering av finansiell eiendelsbeta oppsummeres i figur 7.9 nedenfor.

Finansiell eiendelsbeta	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Andel kontanter	78,44 %	74,80 %	75,87 %	73,47 %	75,43 %	69,63 %	74,61 %
Beta kontanter	0	0	0	0	0	0	-
Andel investeringer	21,56 %	25,20 %	24,13 %	26,53 %	24,57 %	30,37 %	25,39 %
Betaverdi investeringer	1	1	1	1	1	1	1,00
Finansiell eiendelsbeta	0,22	0,25	0,24	0,27	0,25	0,30	0,25

Figur 7.9 – Finansiell eiendelsbeta for LSG i perioden 2017-2022.

Som vist i figur 7.9 ovenfor, vil nivået på finansiell eiendelsbeta variere med andelen kontanter og andelen andre investeringer, hvor den vil øke dersom andelen i investeringer øker (Da beta her er lik 1). Det fremkommer at finansiell eiendelsbeta har holdt seg relativt stabil gjennom analyseperioden, med en liten topp i 2022.

7.3.5 Netto finansielt gjeldskrav

I de fire foregående delkapitlene har vi estimert finansielt gjelds- og eiendelskrav. I kapittel 7.3.5 vil vi estimere netto finansielt gjeldskrav. Det gjør vi ved å vekte gjelds- og eiendelskravet mot netto finansiell gjeld. Beregningen av netto finansielt gjeldskrav oppsummeres i figur 7.10 nedenfor.

Netto finansielt gjeldskrav	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Finansielt gjeldskrav	2,65 %	2,85 %	2,56 %	2,04 %	2,49 %	3,61 %	2,70 %
Vektet andel finansiell gjeld	1,15	1,17	1,14	1,15	1,16	1,18	1,16
Finansielt eiendelskrav	1,28 %	1,48 %	1,20 %	0,68 %	1,12 %	2,25 %	1,33 %
Vektet andel finansielle eiendeler	0,15	0,17	0,14	0,15	0,16	0,18	0,16
Netto finansielt gjeldskrav	2,85 %	3,08 %	2,75 %	2,24 %	2,71 %	3,85 %	2,91 %

Figur 7.10 – Netto finansielt gjeldskrav for LSG i perioden 2017-2022.

Det fremkommer av figur 7.10 at det netto finansielle gjeldskravet for LSG i analyseperioden har lugget relativt stabilt, med en bunn rundt 2020 og en topp i 2022, i tråd med utviklingen i rentemarkedet generelt.

7.3.6 Netto finansiell gjeldsbeta

Tilsvarende som for gjeldskravet i delkapittel 7.3.5, må også den finansielle gjeldsbetaen vektet. Netto finansiell gjeldsbeta estimeres basert på følgende formel (Knivsflå, 2022g):

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}, \text{ hvor}$$

NFG = Netto finansiell gjeld

FG = Finansiell gjeld

FE = Finansielle eiendeler

Estimering av netto finansiell gjeldsbeta for LSG i analyseperioden er presentert i figur 7.11 nedenfor. Som figuren viser, har netto finansiell gjeldsbeta vært mer eller mindre 0 over hele analyseperioden.

Netto finansiell gjeldsbeta	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Finansiell gjeldsbeta	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Vektet andel finansiell gjeld	1,15	1,17	1,14	1,15	1,16	1,18	1,16
Finansiell eiendelsbeta	0,22	0,25	0,24	0,27	0,25	0,30	25,39 %
Vektet andel finansielle eiendeler	0,15	0,17	0,14	0,15	0,16	0,18	0,16
Netto finansiell gjeldsbeta	-0,01	-0,02	-0,01	-0,02	-0,02	-0,03	-0,02

Figur 7.11 – Netto finansiell gjeldsbeta for LSG i perioden 2017-2022.

7.3.7 Egenkapitalbeta og netto driftsbeta

I delkapittel 7.2.2 ovenfor fant vi en gjennomsnittlig justert beta for LSG lik 0,932. Nedenfor vil vi benytte denne gjennomsnittlige betaverdien for å beregne netto driftsbeta, oppsummert

i figur 7.12. Netto driftsbeta er beregnet ved å multiplisere relevant beta med tilhørende vekting, for deretter å summere opp andelen.

Netto driftsbeta	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Aksjebeta	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
EK/NDK	0,67	0,71	0,69	0,69	0,66	0,69	0,68
EK beta minoritet	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
MI/NDK	0,04	0,04	0,04	0,03	0,04	0,04	0,04
Netto finansiell gjeldsbeta	-0,01	-0,02	-0,01	-0,02	-0,02	-0,03	-0,02
Netto finansiell gjeldsvekt	0,29	0,25	0,27	0,28	0,30	0,27	0,28
NDE-Beta	0,66	0,69	0,67	0,67	0,65	0,67	0,67

NDE-Beta	0,67
Vekt NDB	0,50
Bransjebeta	0,91
Vekt bransjebeta	0,50
Netto driftsbeta	0,79

Figur 7.12 – Netto driftsbeta for LSG i perioden 2017-2022.

Netto driftsbeta skal i henhold til Miller og Modigliani være konstant over hele perioden (lik 0,79), da den ikke avhenger av selskapets finansielle struktur. Årlig egenkapitalbeta utledes videre basert på netto driftsbeta for perioden (0,79), oppsummert i figur 7.13 nedenfor.

EK-Beta	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
NDK-beta	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
EK/NDK	0,67	0,71	0,69	0,69	0,66	0,69	0,68
EK beta minoritet	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
MI/NDK	0,04	0,04	0,04	0,03	0,04	0,04	0,04
Netto finansiell gjeldsbeta	-0,01	-0,02	-0,01	-0,02	-0,02	-0,03	-0,02
Netto finansiell gjeldsvekt	0,29	0,25	0,27	0,28	0,30	0,27	0,28
EK-Beta	1,12	1,06	1,09	1,10	1,13	1,09	1,10

Figur 7.13 – Egenkapitalbeta for LSG i perioden 2017-2022.

7.4 Avkastningskrav til egenkapitalen, minoriteten og selskapet

Vi har i løpet av kapittel 7 estimert nødvendige input-verdier for å kunne estimere de historiske avkastningskravene til egenkapitalen, minoriteten og selskapet totalt sett. Først, i delkapittel 7.4.1, vil vi benytte CAPM til å estimere krav til egenkapital og minoritet. Deretter vil vi estimere det historiske selskapskravet (WACC).

7.4.1 Avkastningskrav til egenkapital og minoritet

I figur 7.14 nedenfor har vi estimert avkastningskrav til egenkapital og minoritetsandel basert på input fra foregående delkapitler.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
RF etter skatt	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,09 %	2,21 %
Justert EK-beta	1,12	1,06	1,09	1,10	1,13	1,09
Markedsrisikopremie	5,00 %	5,00 %	4,90 %	4,80 %	4,80 %	4,90 %
EK-krav (CAPM)	6,85 %	6,74 %	6,51 %	5,93 %	6,50 %	7,56 %
Illikviditetspremie majoritet	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
EK-krav	7,35 %	7,24 %	7,01 %	6,43 %	7,00 %	8,06 %
Illikviditetspremie minoritet	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Minoritetskrav	8,35 %	8,24 %	8,01 %	7,43 %	8,00 %	9,06 %

Figur 7.14 – Egenkapital- og minoritetskrav for LSG i perioden 2017-2022.

Det fremkommer av figur 7.14 ovenfor at avkastningskravene har vært noenlunde stabile over hele analyseperioden. Igjen ser vi en bunn rundt 2020, og en foreløpig topp i 2022, som er drevet av utviklingen i det generelle rentenivået, og således er forventet. Vi ser at endelige krav avviker noe fra kravet beregnet etter CAPM, på grunn av illikviditetspremiene vi la på kravet for henholdsvis majoritet og minoritet ovenfor.

7.4.2 Netto driftskrav

I figur 7.15 nedenfor har vi estimert netto driftskrav for LSG i perioden 2017-2022. Kravet har vært noenlunde stabilt i analyseperioden, med et gjennomsnittlig selskapskrav lik 6,04 %.

Netto driftskrav	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EK krav	7,35 %	7,24 %	7,01 %	6,43 %	7,00 %	8,06 %
EK/NDK	0,67	0,71	0,69	0,69	0,66	0,69
Minoritetskrav	8,35 %	8,24 %	8,01 %	7,43 %	8,00 %	9,06 %
MI/NDK	0,04	0,04	0,04	0,03	0,04	0,04
Netto finansielt gjeldskrav	2,85 %	3,08 %	2,75 %	2,24 %	2,71 %	3,85 %
NFG/NDK	0,29	0,25	0,27	0,28	0,30	0,27
Netto driftskrav	6,07 %	6,24 %	5,88 %	5,29 %	5,77 %	6,97 %

Figur 7.15 – Netto driftskrav for LSG i perioden 2017-2022.

7.4.3 Sysselsatt kapitalkrav

I figur 7.16 nedenfor har vi estimert avkastningskravet til sysselsatt kapital for perioden 2017-2022. Kravet har igjen vært noenlunde stabilt over analyseperioden, med et gjennomsnittlig krav lik 5,84 %.

SSK-krav	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EK Krav	7,35 %	7,24 %	7,01 %	6,43 %	7,00 %	8,06 %
EK/SSK	0,64	0,68	0,67	0,66	0,63	0,66
Minoritetskrav	8,35 %	8,24 %	8,01 %	7,43 %	8,00 %	9,06 %
MI/SSK	0,04	0,04	0,03	0,03	0,04	0,04
Finansielt gjeldskrav	2,65 %	2,85 %	2,56 %	2,04 %	2,49 %	3,61 %
FG/SSK	0,32	0,28	0,30	0,31	0,33	0,30
SSK-Krav	5,87 %	6,05 %	5,71 %	5,11 %	5,56 %	6,75 %

Figur 7.16 – Sysselsatt kapitalkrav for LSG i perioden 2017-2022.

7.5 Oppsummering av historiske avkastningskrav

I figur 7.17 nedenfor har vi oppsummert samtlige avkastningskrav utledet for LSG ovenfor. Vi presenterer også tilsvarende beregnede krav for bransjegenomsnittet, for sammenligningsformål.

LSG	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EK-krav	7,35 %	7,24 %	7,01 %	6,43 %	7,00 %	8,06 %
Minoritetskrav	8,35 %	8,24 %	8,01 %	7,43 %	8,00 %	9,06 %
Finansielt gjeldskrav	2,65 %	2,85 %	2,56 %	2,04 %	2,49 %	3,61 %
Finansielt eiendelskrav	1,28 %	1,48 %	1,20 %	0,68 %	1,12 %	2,25 %
Netto finansielt gjeldskrav	2,85 %	3,08 %	2,75 %	2,24 %	2,71 %	3,85 %
Netto driftskrav	6,07 %	6,24 %	5,88 %	5,29 %	5,77 %	6,97 %
SSK-krav	5,87 %	6,05 %	5,71 %	5,11 %	5,56 %	6,75 %

Bransjesnitt	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EK-krav	6,95 %	7,09 %	7,17 %	6,80 %	6,90 %	8,36 %
Minoritetskrav	7,95 %	8,09 %	8,17 %	7,80 %	7,90 %	9,36 %
Finansielt gjeldskrav	2,65 %	2,85 %	2,56 %	2,04 %	2,49 %	3,61 %
Finansielt eiendelskrav	2,22 %	2,52 %	2,60 %	2,05 %	2,38 %	3,66 %
Netto finansielt gjeldskrav	2,71 %	2,89 %	2,56 %	2,04 %	2,51 %	3,60 %
Netto driftskrav	5,83 %	6,02 %	5,73 %	5,13 %	5,59 %	6,85 %
SSK-krav	5,70 %	5,91 %	5,59 %	5,01 %	5,43 %	6,97 %

Figur 7.17 – Oppsummering historiske avkastningskrav for LSG og bransjegjennomsnittet.

Det fremkommer på generell basis av figur 7.17 at LSGs krav mer eller mindre konsekvent ligger noe over kravet til bransjesnittet, som blant annet henger sammen med det faktum at LSG har en høyere egenkapitalandel enn bransjen, som trekker avkastningskravet opp gjennom vektingen mellom gjeld og egenkapital. Egenkapital er, som vist av kravene ovenfor, «dyrere» enn gjeld. Gjennomsnittlig netto driftskrav for LSG i analyseperioden var 6,04 %, mens det for bransjesnittet var 5,86 %.

8 Lønnsomhetsanalyse

Vi har i oppgaven ovenfor analysert selskapet, regnskapet og det historiske avkastningskravet. Kapittel 8 vil bestå av en lønnsomhetsanalyse, eller en strategisk rentabilitetsanalyse, som vil være det siste steget før vi går i gang med arbeidet med verdsettelsen fra kapittel 9. Rentabilitet kan tolkes som lønnsomhet, eller avkastningen på en investering.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultatet til kapitalen}}{\text{Kapitalen}}$$

Informasjonen vi tilegner oss ved analyse av historisk rentabilitet, vil være en viktig input kilde ved estimering av fremtidsregnskap i kapittel 9. For å kunne gjennomføre en rentabilitetsanalyse, må man ha et sammenligningsgrunnlag (Knivsflå, 2022h). Her vil vi benytte det samme bransjegjennomsnittet som i foregående kapitler. Videre vil vi anvende enkelte avkastningskrav estimert i kapittel 7 i analysen nedenfor.

Da vi i kapittel 9 skal knytte analysen av lønnsomhet opp mot estimering av fremtidsregnskap, må vi skrive om del generelle formelen for rentabilitet ovenfor (Knivsflå, 2022h).

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert resultat}}{\text{Inngående kapital}}$$

Bakgrunn for å benytte normalisert resultat er begrunnet tidligere . Årsaken til at man ønsker å benytte normalisert resultat, er at unormale resultatposter som vil kunne variere stort fra år til år, vil skape støy ved estimeringen av fremtidsregnskapet (Koller, Goedhart & Wessels, 2020).

8.1 Superrentabilitet til egenkapitalen

Egenkapitalrentabilitet benyttes ofte for å måle lønnsomhet. Prinsippet for måling av lønnsomhet ved bruk av egenkapitalrentabilitet, er at dersom egenkapitalrentabiliteten er høyere enn avkastningskravet til egenkapitalen, vil det foreligge en superrentabilitet. Med superrentabilitet menes en avkastning på investert egenkapital (egenkapitalrentabilitet), utover den avkastningen man krever på den investerte kapitalen (kapitalkravet til egenkapitalen). Således kan man utlede følgende sammenheng:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} > \text{egenkapitalkravet} = \text{Superrentabilitet}$$

Avkastningskravet til egenkapitalen estimerte vi i kapittel 7 ovenfor. Formel for estimering av egenkapitalrentabilitet presenteres nedenfor (Knivsflå, 2022h).

$$ekr = ndr + finansiering$$

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg + (ndr - mir) * mig, \text{ hvor}$$

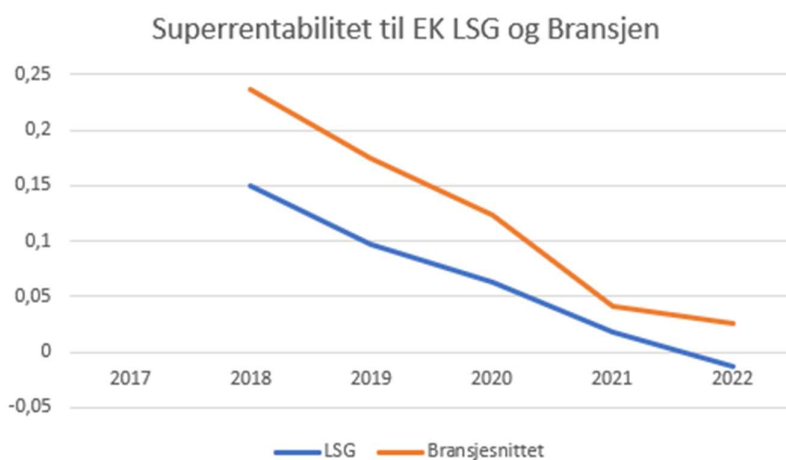
ndr = Netto driftsrentabilitet
 nfgr = Netto finansiell gjeldsrente
 nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad
 mir = Rentabilitet til minoritet
 mig = Minoritetsgrad

I figur 8.1 nedenfor har vi estimert egenkapitalrentabilitet for LSG og bransjen, samt estimert superrentabiliteten per år. Vi har ikke hentet inn tall for 2016, slik at vi ikke har kunnet beregne netto driftsrentabilitet for 2017. Følgelig vil beregninger nedenfor også være begrenset fra 2018 til 2022. I figur 8.2 er superrentabilitet for LSG og bransjesnittet presentert grafisk.

LSG	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	N/A	22,28 %	16,79 %	12,70 %	8,76 %	6,74 %	10,55 %
Egenkapitalkrav	N/A	7,24 %	7,01 %	6,43 %	7,00 %	8,06 %	6,87 %
Superrentabilitet til EK LSG	N/A	15,0 %	9,8 %	6,3 %	1,8 %	-1,3 %	3,68 %

Bransjesnittet	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	N/A	30,71 %	24,60 %	19,10 %	10,98 %	10,98 %	15,27 %
Egenkapitalkrav	N/A	7,09 %	7,17 %	6,80 %	6,90 %	8,36 %	7,02 %
Superrentabilitet til EK Bransjen	N/A	23,6 %	17,4 %	12,3 %	4,1 %	2,6 %	8,25 %

Figur 8.1 – Superrentabilitet til egenkapitalen for LSG og bransjesnittet i perioden 2018-2022.



Figur 8.2 – Superrentabilitet til egenkapitalen for LSG og bransjesnittet i perioden 2018-2022.

Det fremkommer av figur 8.2 ovenfor at superrentabiliteten innenfor oppdrettsnæringen er fallende. Det kan være naturlig da bransjen kanskje begynner å bli «mettet», ved at flere aktører ønsker å ta del i den store lønnsomheten man i tidligere år har sett i oppdrettsnæringen. Når det kommer flere konkurrenter inn på markedet, vil det være vanskeligere å opprettholde en superprofitt. En annen faktor som reduserer superrentabiliteten er det faktum at egenkapitalkravet har økt mot slutten av analyseperioden, mye grunnet et høyere generelt rentenivå. Videre fremkommer det av grafene ovenfor at korrelasjonen mellom superrentabiliteten til LSG og superrentabiliteten til bransjen svært høy (0,98). Vi har dermed ikke funnet belegg for å påstå at superrentabiliteten til LSG er bedre enn for bransjen som helhet, representert ved bransjesnittet.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

I kapittel 8.2 vil vi foreta en dekomponering av superrentabiliteten til egenkapitalen, også kalt den strategiske eierfordelen. Dekomponeringen vil gjennomføres ved hjelp av følgende formel (Knivsflå, 2022h):

$$\text{Strategisk fordel} = ekr - ekk$$

$$\text{Strategisk fordel} = \text{strategisk driftsfordel} - \text{finansieringsfordel}$$

$$\text{Strategisk fordel} = \text{bransjefordel} + \text{ressursfordel} - \text{gearingfordel}$$

Hvor:

Strategisk driftsfordel = Meravkastning fra driftsaktiviteter/operasjonelle aktiviteter

Bransjefordel = Meravkastning som følge av bransje

Ressursfordel = Meravkastning fra egne ressurser utover bransjefordeler

Gearingfordel = Skalerer opp driftsfordel basert på finansiering (Knivsflå, 2022h)

Finansieringsfordel = Fordel per gjeldsfinansierte krone (Knivsflå, 2022h)

Driftsfordelen ovenfor kan videre deles opp i tre deler; bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Finansieringsfordelen er slik at dersom den er positiv, vil eierne tjene penger på å lånefinansiere drift, fordi lånerenten da vil være lavere enn gjeldskravet (Knivsflå, 2022h).

Den strategiske fordel estimerer vi i kapittel 8.3 nedenfor, og finansieringsfordelen vil vi beregne i kapittel 8.4. Figur 8.3 nedenfor oppsummerer LSGs strategiske fordel/superrentabilitet fordelt på strategisk driftsfordel og finansieringsfordel.

LSG	2018	2019	2020	2021	2022
Strategisk driftsfordel	15,36 %	9,43 %	6,13 %	1,83 %	-0,78 %
Finansieringsfordel	-0,32 %	0,33 %	0,17 %	-0,07 %	-0,51 %
Strategisk fordel	15,0 %	9,8 %	6,3 %	1,8 %	-1,3 %

Figur 8.3 – Strategisk fordel for LSG i perioden 2018-2022 (egenprodusert).

Det fremkommer av figur 8.3 at LSG i snitt har en strategisk driftsfordel, som et resultat av avkastning fra drift overstiger kravet. Videre er finansieringsfordelen både positiv og negativ over perioden, hvilket innebærer at lånefinansiering er lønnsomt for eierne i enkelte år, og ikke lønnsomt i andre.

8.3 Strategisk driftsfordel

Strategisk driftsfordel er som definert ovenfor summen av bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Vi vil først estimere ren driftsfordel, som er gitt ved følgende formel (Knivsflå, 2022h):

$$\text{Ren driftsfordel} = \text{Netto driftsrentabilitet} - \text{Netto driftskrav}$$

I figur 8.4 nedenfor har vi estimert ren driftsfordel for LSG innenfor definert analyseperiode.

LSG	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	17,14 %	12,47 %	9,64 %	7,00 %	6,40 %	8,47 %
Netto driftskrav	6,24 %	5,88 %	5,29 %	5,77 %	6,97 %	5,79 %
Ren driftsfordel	10,90 %	6,60 %	4,35 %	1,23 %	-0,56 %	2,67 %

Figur 8.4 – Ren driftsfordel for LSG i perioden 2018-2022 (egenprodusert).

LSG har hatt en positiv ren driftsfordel for alle år, bortsett fra for 2022, hvor den er noe negativ. Tidsvektet driftsfordel blir følgelig 2,67 %. Driftsfordelen i de siste par årene kan tenkes å bli påvirket av blant annet Covid-19 med påfølgende nedstengninger mm., økte råvarepriser, logistikkproblemer i kjølvannet av Covid-19 og den pågående konflikten mellom

Russland og Ukraina. Videre i de neste delkapitlene vil vi foreta en oppdeling av driftsfordel i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel (Knivsflå, 2022i):

$$\text{Driftsfordel} = \text{bransjefordel} + \text{ressursfordel} + \text{gearingfordel}$$

8.3.1 Bransjefordel

Bransjefordel illustrerer oppdrettsnæringens superrentabilitet, da den gir et bilde på avkastning målt opp mot avkastningskravet. Bransjefordelen kan estimeres ved å beregne driftsfordelen for bransjesnittet, ved følgende formel (Knivsflå, 2022i):

$$\text{Bransjefordel} = \text{Netto driftsrentabilitet bransje} - \text{Netto driftskrav bransje}$$

Bransjesnittet	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	23,57 %	17,64 %	13,38 %	8,43 %	7,54 %	11,05 %
Netto driftskrav	5,83 %	6,02 %	5,73 %	5,13 %	5,59 %	5,30 %
Ren driftsfordel	17,74 %	11,62 %	7,65 %	3,29 %	1,94 %	5,75 %

Figur 8.5 – Strategisk driftsfordel for bransjesnittet i perioden 2018-2022 (egenprodusert).

Det fremkommer av figur 8.5 ovenfor at bransjefordelen har vært positiv gjennom hele analyseperioden, og har en relativt jevn avtakende størrelse, tilsvarende det vi så for LSGs driftsfordel ovenfor. Overordnet har driftsfordelen til bransjesnittet vært på et noe høyere nivå enn hva tilfellet er for LSG, som resulterer i en høyere tidsvektet driftsfordel for bransjen. Resultatet knyttet til oppdrettsnæringens driftsfordel er i samsvar med konklusjonene i kapittel 4 ovenfor, hvor det ble avdekket at bransjen er lønnsom.

8.3.2 Ressursfordel

Ressursfordelen er et mål på et selskaps driftsfordel, og estimeres ved at man sammenligner driftsrentabilitet og driftskrav for selskapet og bransjen selskapet opererer i (Knivsflå, 2022i).

$$\begin{aligned} \text{Ressursfordel} \\ = \text{Netto driftsrent LSG} - \text{Netto driftsrent bransje} \\ + \text{Netto driftskrav bransje} - \text{Netto driftskrav LSG} \end{aligned}$$

Estimert rentabilitetsfordel for LSG i figur 8.6 nedenfor, illustrerer hvorvidt avkastningen på drift i LSG overstiger bransjesnittet eller ikke. Det fremkommer av figur 8.6 at det ikke er

tilfellet. Over perioden har driftsrentabiliteten til LSG vært noe lavere enn for bransjen, men de siste par årene har forskjellen blitt redusert.

Netto driftsrentabilitet	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
LSG	17,14 %	12,47 %	9,64 %	7,00 %	6,40 %	8,47 %
Bransjen	23,57 %	17,64 %	13,38 %	8,43 %	7,54 %	11,05 %
Rentabilitetsfordel drift	-6,44 %	-5,17 %	-3,74 %	-1,42 %	-1,13 %	-2,58 %

Figur 8.6 – Rentabilitetsfordel for LSG i perioden 2018-2022 (egenprodusert).

Estimert kravfordel for LSG i figur 8.7 nedenfor, illustrerer hvorvidt LSG har hatt et lavere netto driftskrav enn bransjesnittet. Her ser vi relativt små forskjeller mellom selskapet og bransjesnittet. 2022 er det eneste året differansen er over 1 prosentpoeng. Kravet for LSG trekkes blant annet opp som følge av høyere egenkapitalandel.

Netto driftskrav	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Bransjen	5,83 %	6,02 %	5,73 %	5,13 %	5,59 %	5,30 %
LSG	6,24 %	5,88 %	5,29 %	5,77 %	6,97 %	5,79 %
Kravfordel drift	-0,41 %	0,14 %	0,44 %	-0,63 %	-1,37 %	-0,50 %

Figur 8.7 – Kravfordel LSG i perioden 2018-2022.

LSGs ressursfordel er summen av kravfordel fra drift og rentabilitetsfordel fra drift hvert inneværende år, og oppsummeres i figur 8.8 nedenfor. Vi ser at ressursfordelen er negativ over samtlige år i analyseperioden.

Ressursfordel	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Kravfordel drift	-0,41 %	0,14 %	0,44 %	-0,63 %	-1,37 %	-0,50 %
Rentabilitetsfordel drift	-6,44 %	-5,17 %	-3,74 %	-1,42 %	-1,13 %	-2,58 %
Ressursfordel	-6,84 %	-5,03 %	-3,30 %	-2,06 %	-2,51 %	-3,08 %

Figur 8.8 – Ressursfordel for LSG i perioden 2018-2022.

8.3.3 Gearingfordel

Gearingfordel benyttes for å skalere den strategiske driftsfordelen. Formelen for gearingfordel er gitt ved (Knivsflå, 2022i):

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * \text{gearing}$$

$$\text{Gearing} = \text{nfgg} + \text{mig}, \text{ hvor}$$

ndr = Netto driftsrentabilitet
 ndk = Netto driftskrav
 nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad
 mig = Minoritetsgrad

Ren driftsfordel fra kapittel 8.3 representerer superrentabilitet dersom man ikke hensyntar finansiering, og derav antar at selskapet er 100 % egenkapitalfinansiert. Så lenge driftsfordelen er positiv (avkastningen fra drift > avkastningskravet fra drift), vil det være lønnsomt å finansiere drift med gjeld (Knivslå, 2022i).

I figur 8.9 og 8.10 nedenfor estimerer vi gearingfordel og deretter samlet driftsfordel for LSG innenfor definert analyseperiode.

LSG	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Ren driftsfordel	10,90 %	6,60 %	4,35 %	1,23 %	-0,56 %	2,67 %
Gearing	0,41	0,43	0,41	0,48	0,39	0,40
Gearingfordel drift	4,47 %	2,84 %	1,77 %	0,59 %	-0,22 %	1,13 %

Figur 8.9 – Gearingfordel drift for LSG i perioden 2018-2022.

LSG	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Ren driftsfordel	10,90 %	6,60 %	4,35 %	1,23 %	-0,56 %	2,67 %
Gearingfordel drift	4,47 %	2,84 %	1,77 %	0,59 %	-0,22 %	1,13 %
Driftsfordel	15,36 %	9,43 %	6,13 %	1,83 %	-0,78 %	3,81 %

Figur 8.10 – Oppsummering samlet driftsfordel for LSG i perioden 2018-2022.

LSG har en vektet driftsfordel på 3,81 %. Av de 3,81 %, kan 2,67 % henføres til egenkapitalen, mens 1,13 % kan henføres til fremmedkapital. Imidlertid er det slik at under Miller og Modigliani vil det være slik at selskapets endelige verdi er uavhengig av finansieringsstruktur. Således vil ikke gearingfordelen skape verdi for selskapet, da man ved høyere gearing vil ende med økt risiko for egenkapitalen, som øker avkastningskravet til egenkapitalen, som vil redusere ren driftsfordel like mye som gearingfordelen øker den samlede driftsfordelen (Knivslå, 2022i). Derfor vil det være slik at i analyseperioden vil ikke gearingfordelen ha effekt ved økt samlet driftsfordel, da den reduserer ren driftsfordel tilsvarende.

8.3.4 Oppsummering driftsfordel

I figur 8.11 nedenfor presenteres en oppsummering av LSGs driftsfordel.

LSG	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Bransjefordel	17,74 %	11,62 %	7,65 %	3,29 %	1,94 %	5,75 %
Ressursfordel	-6,84 %	-5,03 %	-3,30 %	-2,06 %	-2,51 %	-3,08 %
Gearingfordel	4,47 %	2,84 %	1,77 %	0,59 %	-0,22 %	1,13 %
Driftsfordel	15,36 %	9,43 %	6,13 %	1,83 %	-0,78 %	3,81 %

Figur 8.11 – Oppsummering driftsfordel LSG.

LSG besitter en driftsfordel (med unntak av for 2022), som for det meste stammer fra bransjefordelen beregnet i kapittel 8.3.1. Vi ser at særlig bransjefordelen har falt over de siste par årene. Det er trolig relatert til blant annet restriksjoner og logistikkproblemer i forbindelse med Covid-19 og særlig for 2022 generell uro i verdensbildet, med den pågående konflikten i Ukraina som en mulig hovedårsak.

Det tidsvektede gjennomsnittet for bransjefordelen på 5,75 % er et mål på superrentabiliteten i bransjen. LSGs egne ressurser på den andre siden, gir en ulempe på vektet 3,08 %. Gearingfordelen er også noe redusert de siste årene. Det henger blant annet sammen med en økning i omgruppert egenkapitalandel, som har gått fra ca 14m NOK i 2017 til ca 21 mNOK i 2022.

8.4 Finansieringsfordel

Et selskaps finansieringsfordel består av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser, og kan presenteres ved følgende formel (Knivsflå, 2022i):

$$\text{Finansieringsfordel} = \text{Netto finansiell gjeldsfordel} + \text{minoritetsfordel}$$

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

Hvor:

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav
 nfgr = Netto finansiell gjeldsrente
 nfgg = netto finansiell gjeldsgrad
 mik = Minoritetskrav
 mir = Minoritetsrentabilitet
 mig = Minoritetsgrad

Formelen for finansieringsfordel ovenfor illustrerer at en positiv finansieringsfordel foreligger dersom renten er lavere enn kravet. Det innebærer at en eventuell finansieringsfordel ses fra

egenkapitalen, og ikke fra fremmedkapitalen, hvor tilfellet ville vært motsatt. Vi vil i de videre kapitlene foreta en oppdeling, slik at vi i kapittel 8.4.1 vil estimere netto finansiell gjeldsfordel, og i kapittel 8.4.2 vil estimere minoritetsfordelen.

8.4.1 Netto finansiell gjeldsfordel

Under forutsetning om at gjeldsmarkedene er effisiente og konkurransen i markedet er høy, kombinert med at netto finansiell gjeld etter omgrupperingen ligger til virkelig verdi, vil nullhypotesen være at netto finansiell gjeldsfordel skal være tilnærmet lik null (Knivsflå, 2022h). Finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld kan dekomponeres iht Knivsflå (2022h):

$$FFNFG = FFFG + FFFE$$

$$FFNFG = (fgk - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg, \text{ hvor}$$

FFFG = Finansiell fordel fra finansiell gjeld
 FFFE = Finansiell fordel fra finansielle eiendeler
 fgk = Finansielt gjeldskrav
 fgr = Finansiell gjeldsrente
 fgg = Finansiell gjeldsgrad
 fer = Finansiell eiendelsrentabilitet
 fek = Finansielt eiendelskrav
 feg = Finansiell eiendelsgrad

Av formelen ovenfor ser man at finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld kan dekomponeres til fordel fra finansiell gjeld minus fordel fra finansielle eiendeler. Som tidligere forklart vil det fra egenkapitalens ståsted være en fordel dersom gjeldsrenten er lavere enn kravet, og dersom eiendelsrentabiliteten er høyere enn kravet. I figur 8.12 nedenfor presenteres første del av den utledede formelen ovenfor:

LSG	2018	2019	2020	2021	2022
Finansielt gjeldskrav	2,85 %	2,56 %	2,04 %	2,49 %	3,61 %
Finansiell gjeldsrente	2,81 %	3,45 %	3,80 %	2,67 %	3,49 %
Finansiell gjeldsrentefordel	0,04 %	-0,89 %	-1,76 %	-0,18 %	0,12 %
Finansiell gjeldsgrad	0,32	0,33	0,33	0,34	0,32
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,01 %	-0,29 %	-0,59 %	-0,06 %	0,04 %

Figur 8.12 – Finansieringsfordel finansiell gjeld for LSG i perioden 2018-2022.

Figur 8.12 ovenfor illustrerer en finansieringsulempe for samtlige år bortsett fra for 2018 og 2022, hvor den er tilnærmet lik 0. En potensiell årsak til den estimerte ulempen er at vi har tilegnet LSG en overvurdert syntetisk rating i kapittel 6 ovenfor.

Videre har vi beregnet en p-verdi i forbindelse med en t-test, hvor H_0 samsvarer med momentene drøftet innledningsvis i kapittel 8.4.1. T-testens tilhørende p-verdi var 0,2077 som er høyere enn 0,10. Vi har derfor ikke funnet noe som skulle tilsi at H_0 om at finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld er tilnærmet lik null burde forkastes.

I figur 8.13 nedenfor har vi tilsvarende beregnet finansieringsfordel fra finansielle eiendeler. Det fremkommer at LSG har hatt en positiv finansieringsfordel fra finansielle eiendeler over analyseperioden.

LSG	2018	2019	2020	2021	2022
Finansiell eiendelsrentabilitet	3,64 %	6,38 %	6,76 %	5,33 %	3,86 %
Finansielt eiendelskrav	1,48 %	1,20 %	0,68 %	1,12 %	2,25 %
Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	2,16 %	5,18 %	6,08 %	4,21 %	1,61 %
Finansiell eiendelsgrad	0,06	0,05	0,06	0,07	0,07
Finansieringsfordel fra finansielle eiendeler	0,13 %	0,28 %	0,37 %	0,30 %	0,11 %

Figur 8.13 – Finansieringsfordel fra finansielle eiendeler for LSG i perioden 2018-2022.

Vi har også for finansielle eiendeler utført en tilsvarende t-test som for finansiell gjeld. Her ble den beregnede p-verdien 0,011, som igjen er lavere enn 0,10. Vi forkaster derfor nok en gang H_0 om ingen finansieringsfordel.

I figur 8.14 nedenfor presenteres en oppsummering av estimatene ovenfor, hvor vi også har foretatt en summering for å identifisere netto finansiell gjeldsfordel.

LSG	2018	2019	2020	2021	2022
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,01 %	-0,29 %	-0,59 %	-0,06 %	0,04 %
Finansieringsfordel fra finansielle eiendeler	0,13 %	0,28 %	0,37 %	0,30 %	0,11 %
Netto finansiell gjeldsfordel	0,14 %	-0,01 %	-0,22 %	0,24 %	0,15 %

Figur 8.14 – Netto finansiell gjeldsfordel for LSG i perioden 2018-2022.

Vi ser av figur 8.14 at netto finansiell gjeldsfordel er relativt lav over hele analyseperioden, som stemmer godt med resonnementene tidligere i kapittelet om at netto finansiell gjeldsfordel skal være noenlunde i nærheten av null.

8.4.2 Minoritetsfordel

Vi forventer en viss størrelse på finansieringsfordel fra minoritet, da minoritetsgraden i LSG har vært høyere enn for bransjesnittet over analyseperioden, med unntak av for 2022. I 2022 trekkes bransjesnittet hovedsakelig opp av en økning i minoritetsandel i SalMar. Resultatene presenteres i figur 8.15 nedenfor.

LSG	2018	2019	2020	2021	2022
Minoritetskrav	8,24 %	8,01 %	7,43 %	8,00 %	9,06 %
Minoritetsrentabilitet	16,40 %	1,38 %	-0,47 %	13,21 %	19,65 %
Superrentabilitet på minoritet	-8,16 %	6,63 %	7,90 %	-5,20 %	-10,59 %
Minoritetsgrad	0,06	0,05	0,05	0,06	0,06
Finansieringsfordel minoritet	-0,47 %	0,34 %	0,39 %	-0,30 %	-0,66 %

Figur 8.15 – Finansieringsfordel minoritetsinteresser for LSG i perioden 2018-2022.

8.4.3 Oppsummering finansieringsfordel

Figur 8.16 nedenfor oppsummerer LSGs samlede finansieringsfordel over analyseperioden. LSG har hatt en finansieringsulempe i 2018, 2021 og 2022, og en finansieringsfordel i 2019 og 2020.

LSG	2018	2019	2020	2021	2022
Netto finansiell gjeldsfordel	0,14 %	-0,01 %	-0,22 %	0,24 %	0,15 %
Finansieringsfordel minoritet	-0,47 %	0,34 %	0,39 %	-0,30 %	-0,66 %
Finansieringsfordel	-0,32 %	0,33 %	0,17 %	-0,07 %	-0,51 %

Figur 8.16 – Oppsummering finansieringsfordel LSG i perioden 2018-2022.

8.5 Oppsummering strategisk fordel

Vi har i de foregående kapitlene analysert LSG strategiske fordel ved en dekomponering av driftsfordel og finansieringsfordel, som sammen utgjør strategisk fordel. LSG har gjennom analyseperioden en tidsvektet strategisk fordel tilsvarende 3,69 %. Da den tidsvektede finansieringsfordelen er svakt negativ, er det tidsvektet driftsfordel som utgjør grunnlaget for den strategiske fordelen.

Driftsfordelen kan videre deles opp i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Tidsvektet bransjefordel er 5,75 %, tidsvektet ressursfordel er -3,08 % og tidsvektet gearingfordel er

1,13 %. Bransjefordelen samsvarer med det vi fant i kapittel 4, at oppdrettsnæringen er en lønnsom bransje, blant annet knyttet til høye inngangsbarrierer da bransjen er meget kapitalintensiv, samt bruk av konsesjonsordninger. Ressursulempen illustrerer at LSG ikke besitter interne ressurser som er mer fordelaktige enn bransjen generelt. Gearingfordelen er ikke en strategisk fordel i seg selv, jf. kommentarer i kapittel 8.3.3, og benyttes utelukkende for estimering av strategisk fordel. Resultatene fra kapittel 8 oppsummeres i figur 8.17 nedenfor.

LSG	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Bransjefordel	17,74 %	11,62 %	7,65 %	3,29 %	1,94 %	5,75 %
Ressursfordel	-6,84 %	-5,03 %	-3,30 %	-2,06 %	-2,51 %	-3,08 %
Gearingfordel	4,47 %	2,84 %	1,77 %	0,59 %	-0,22 %	1,13 %
Driftsfordel	15,36 %	9,43 %	6,13 %	1,83 %	-0,78 %	3,81 %
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,01 %	-0,29 %	-0,59 %	-0,06 %	0,04 %	-0,16 %
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,13 %	0,28 %	0,37 %	0,30 %	0,11 %	0,23 %
Finansieringsfordel minoritet	-0,47 %	0,34 %	0,39 %	-0,30 %	-0,66 %	-0,19 %
Finansieringsfordel	-0,32 %	0,33 %	0,17 %	-0,07 %	-0,51 %	-0,12 %
Strategisk fordel	15,0 %	9,8 %	6,3 %	1,8 %	-1,3 %	3,69 %

Figur 8.17 – Oppsummering strategisk fordel for LSG i perioden 2018-2022.

9 Fremtidsregnskap

Gjennom den strategiske analysen og regnskapsanalysen av LSG har vi tilegnet oss informasjon slik at vi med høyere presisjon kan utarbeide en forventning om selskapets fremtid. Fremtidsregnskapet gir grunnlag for DCF-verdsettelse da verdien beregnes ved nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Fremtidsregnskapet tar utgangspunkt i det omgrupperte regnskapet vårt, hvor vi vil budsjettere vekst i en gitt tidshorisont. Vi har i påfølgende kapittel vurdert hensiktsmessig budsjetthorisont, metode for ekstrapolering, gjort en vekstanalyse og presenterer til slutt vårt fremtidsregnskap.

9.1 Rammeverk

For utarbeiding av fremtidsregnskapet har vi benyttet Knivsflå sitt rammeverk. Rammeverket består av følgende steg:

1. Valg av budsjetthorisont
2. Valg av budsjettmodell
3. Valg av budsjetteringsmetode og håndtering av usikkerhet

Til sist vil vi presentere fremtidsregnskapet.

9.2 Budsjettthorisont

I utarbeidelsen av fremtidsregnskap må man vurdere hvor lang horisonten T skal være. Første steg i valg av budsjetthorisont er å først vurdere om det er planlagt avvikling av selskapet. Hvis ja vil budsjetthorisonten være frem til avviklingen. Hvis man ikke avdekker at det er planlagt avvikling av selskapet, vil man legge budsjetthorisonten lik to til tre år inn i steady state (Knivsflå, 2023i). Hva steady state innebærer går vi mer i dybden på i neste avsnitt. Gjennom arbeidet vår med verdsettelsen har vi ikke avdekket noen signaler som tyder på at selskapet planlegger avvikling, vi går derfor videre med vurdering av budsjetthorisont og steady state.

Steady state kalles også for stabil utvikling og er det stadiet som et selskap er i når man har budsjettert inn alle endringer i budsjettdriverne. Budsjetteringen vil ta basis i informasjon tilegnet gjennom analysene i del 2. Når selskapet er i steady state vil de ha en stabil utvikling og alle budsjettdriverne vil være konstante. En må også budsjettere fremtidsregnskapet frem

til steady state, hvor en vurderer selskapets vekst i nær fremtid basert på analysene som er utført. Deretter må det vurderes hvor mange år i steady state som er hensiktsmessig å inkludere (Knivsflå, 2023i). Vi har tidligere understreket at oppdrettsbransjen er syklisk og er eksponert for konjunkturer. Dette taler for at vi skal benytte en lengre budsjett horisont, slik at vi jevner ut veksten til selskapet i motsetning til å se på på kort sikt hvor en må forsøke å etterligne konjunktorene. På den annen side er oppdrettsbransjen velutviklet og preget av reguleringer, som indikerer at budsjett horisonten kan holdes lav.

Ettersom bransjen er moden og en ikke kan forvente en vesentlig vekst i fremtiden anser vi det som hensiktsmessig å benytte en kortere horisont. Likevel vil det ikke være aktuelt å bruke en for kort horisont, slik at vi kan ta hensyn til usikkerhetene og fremtidsmulighetene vi ser i markedet for tiden. på bakgrunn av dette anser vi $T = 7$ til å være en hensiktsmessig horisont før en kan anta budsjett driverne til å stabilisere seg. Vi har også besluttet å inkludere to år for steady state, $T+1$ og $T+2$, for å gi et bedre bilde av verdien av langsiktige investeringer i selskapet.

9.3 Budsjettmodell

Etter valg av horisont må vi vurdere budsjettmodell, og herunder detaljnivå på budsjetteringen og budsjett driverne, samt vurdere om finans skal budsjetteres. Desto kortere T er satt, desto flere budsjett drivere er aktuelt å inkludere. Dersom man velger en lengre horisont vil en kunne forenkle budsjetteringen til de viktige regnskapslinjene. Målet med høyere detaljnivå er at en mer kompleks budsjettmodell skal returnere et mer presist budsjett. Likevel er det tvilsomt at dette er tilfellet, og en heller lager større usikkerhet rundt estimatene når en forsøker å simulere alle mulige budsjett drivere (Knivsflå, 2023i). Vår budsjett horisont er satt til $7 + 2$ år, dette kan anees som en mellomlang horisont og dermed vil en normalt inkludere litt flere budsjett drivere. Likevel anser vi usikkerheten rundt selskapet og bransjen som relativt høy, samt at vi har tilegnet oss kunnskap om de underliggende økonomiske forholdene til selskapet, og betrakter det derfor som mer hensiktsmessig å fokusere på de sentrale budsjett driverne.

Neste steg i valg av budsjettmodell er hvilken metode som skal benyttes for estimeringen av budsjett drivere. Budsjettering av drivere vil normalt ha grunnlag i den historiske utviklingen kombinert med informasjon tilegnet gjennom den strategiske regnskapsanalysen. Basert på analysene vil en ofte kunne estimere enkelte budsjett drivere på kort sikt relativt nøyaktig, men på lengre sikt er det normalt at de konvergerer mot gjennomsnittet i bransjen, også omtalt som

mean reversion. Mean reversion tilsier at selskapene ikke kan opprettholde en marginfordel eller ha vekst høyere enn økonomien over tid (Knivsflå, 2023i). Vi benytter teorien om mean reversion som utgangspunkt, men overstyrer faktorer der vi, på bakgrunn av vår analyse, mener at andre verdier representerer virkeligheten bedre.

For å håndtere usikkerheten i estimering av budsjett drivere benyttes i utgangspunktet tre forskjellige scenarier: optimistisk, nøytralt og pessimistisk. Dette vil påvirke hvordan “banen” til budsjett driveren ser ut frem til den konvergerer mot bransjesnittet (Knivsflå, 2023i). Basert på vår analyse har vi besluttet å bare benytte et scenario, nøytralt, da vi anser det som representativt for selskapets fremtid. Vi har inkludert en sensitivitetsanalyse og en scenarioanalyse for å belyse usikkerheten rundt verdiestimatet vårt.

9.4 Driftsinntektsveksten

Den største budsjett driveren til et selskap ansees å være driftsinntektsveksten. Dette er en driver som er avgjørende for selskapets vekst og størrelse i fremtiden. Veksten i økonomien ansees å være en sentral forklaringsvariabel for veksten i et selskap, sammen med selskapets vekst basert på ressurser og bransjeveksten. Vekst skiller normalt i tidsperspektivet på veksten. Dette kan innebære at en vurderer veksten til selskapet på kort, mellomlang, lang sikt, samt for steady state (Knivsflå, 2023i). Som nevnt er bransjen syklisk og det forekommer store forskjeller i vekst fra år til år. Under kan en se at selskapet har hatt varierende vekst i total kapital fra 2015 til 2022, med en gjennomsnittlig vekst på 12 %. Standardavviket belyser også hvor stor spredning vi har sett i vekst og dermed viser oss hvor utfordrende det kan være å estimere selskapets fremtid på kortere sikt.

År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vekst TK	45 %	2 %	10 %	6 %	0 %	13 %	8 %
Gjennomsnitt	12 %						
Standardavvik	15 %						

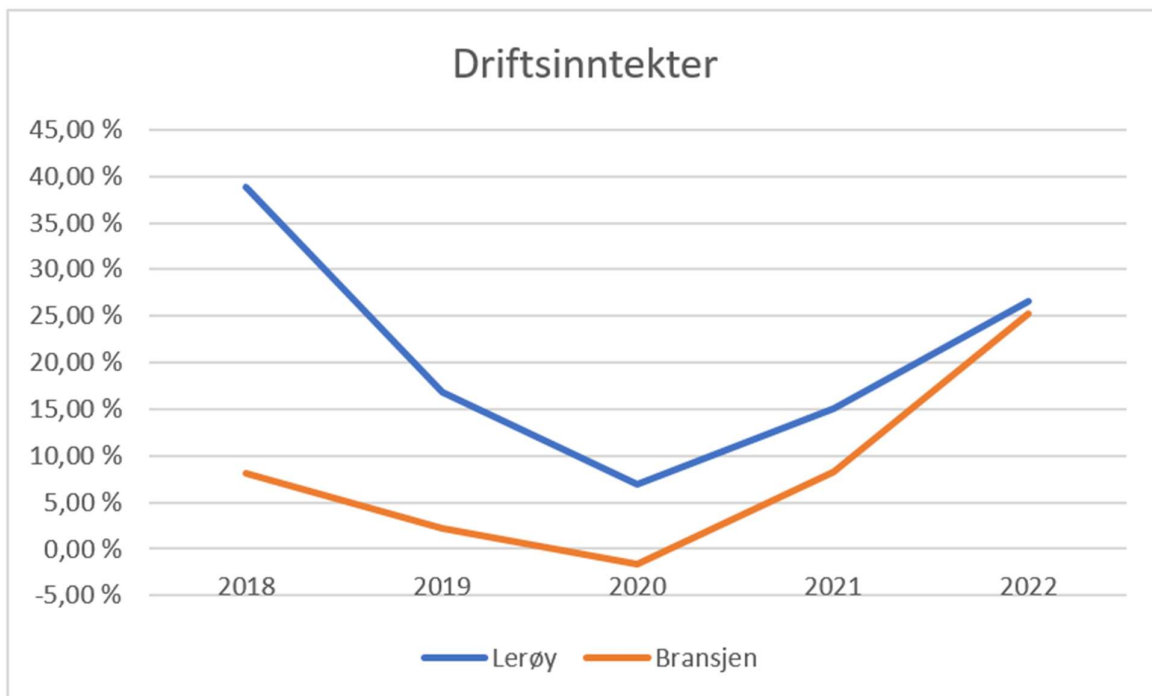
Figur 9.1 - historisk vekst i total kapital i perioden 2015-2022.

Bransjens vekst er også en avgjørende faktor for om selskapet kan fortsette å vokse. Dersom en bransje vokser vil det være rom for selskapene til å kapre nye markedsandeler i stedet for å konkurrere om allerede etablerte andeler. Konkurransen om eksisterende andeler fører, i tråd med mikroøkonomisk teori, til at selskapene reduserer priser og dermed reduseres marginene.

Teorien om mean reversion tilsier også at selskaper kan oppleve vekst på kort og mellomlang sikt, men at på lang sikt vil selskapet ikke kunne oppleve vekst utover den generelle veksten i økonomien. Selskaper kan ikke ha høyere vekst enn den økonomiske veksten i verden i steady state, da de ikke kan vokse mer enn verdensøkonomien (Knivsflå, 2023i).

I utarbeidelsen av fremtidsregnskap kan en benytte to metoder: målvekter eller fullstendig finansbudsjett. Målvekter, eller target weights, innebærer at verdibaserte balansevekter forventes å bevege seg fra dagens ukjende vekter til målvekter i steady state. Vektene kan være basert på forskjellige finansielle måletall som eksempelvis egenkapital delt på netto driftseiendeler. I vårt arbeid ser vi det som mer relevant å utarbeide et fullstendig finansbudsjett.

9.4.1 Historisk vekst



Figur 9.2 – Historisk utvikling i driftsinntekter 2018-2022.

Over kan en se den historiske veksten til LSG og gjennomsnittet av bransjeutvalget vårt. I 2018 så vi en forhøyet pris for laks, som LSG hadde kapasitet til å utnytte hvor de hadde en stor vekst fra foregående år. Videre ser vi gjennom hele analyseperioden at selskapet har hatt en høyere vekst enn bransjen og har dessuten klart å opprettholde vekst i 2020, hvor bransjen i snitt så lavere driftsinntekter enn fjoråret. Etter 2020 kan det se ut som selskapet konvergerer

mot bransjesnittet, men det er viktig å presisere at vi ser på en kort periode, og at ettersom bransjen er konjunkturfølsom er det tvilsomt at en kan betrakte LSG som lik gjennomsnittet i overskuelig fremtid.

Vekst inntekter	2018	2019	2020	2021	2022	Average
LSG	6,3 %	2,9 %	-2,3 %	14,5 %	14,4 %	7,2 %
Bransjen	8,1 %	2,2 %	-1,7 %	8,3 %	25,2 %	8,4 %

Figur 9.3 – Historisk utvikling i vekst for bransjen og LSG 2018-2022.

Videre kan vi se at LSG klart å ha en gjennomsnittlig vekst som ligger i størrelsesorden med bransjeutvalget, hvor de hadde en vekst på nesten 7 % og bransjen hadde en vekst på 8 %. En kan se at selskapet har stor variasjon i vekst og at konjunkturer og andre eksterne forhold har stor innvirkning på selskapets inntjening. Som nevnt er dette over en kort periode og kan ikke utelukkende avklare om selskapet klarer å generere vekst i fremtiden.

9.4.2 Laksepriser

En grunnleggende faktor for veksten i inntekter er som tidligere nevnt økningen i lakseprisen. Fremtidige priser av råvarer kan være utfordrende å estimere, men dette gjøres allerede gjennom omsetning av forwardkontrakter. Som tidligere nevnt omsettes det laks gjennom “lakse-børsen” Fish Pool, som også omsetter forwardkontrakter for fremtidige priser for laks. Prisene på disse forwardkontraktene indikerer hva markedet i dag vurderer verdien av laks til å være lenger frem i tid.

Måned	NOK/KG
apr.23	117,32
des.23	91,50
des.24	87,50
des.25	82,00

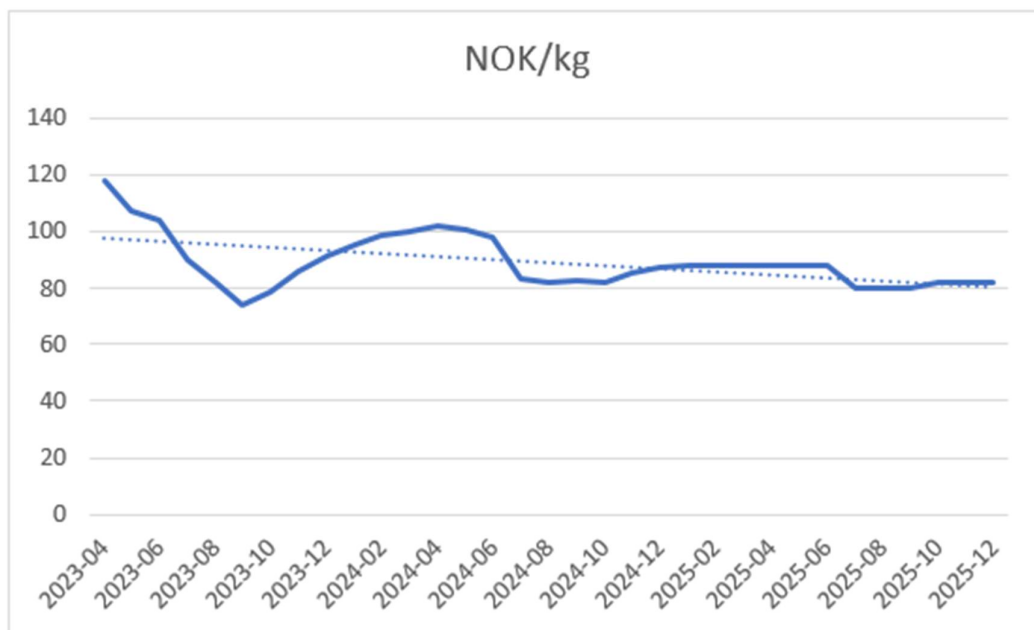
Figur 9.4 – Forwardkurser laks (Fish Pool, n.d.).

I figur over kan en se lakseprisen per uke 12 2023, samt forwardkurser for siste måned i påfølgende år. Man kan se at jo lenger frem i tid man går jo større usikkerhet ligger det rundt estimatene for etterspørselen etter laks og dermed prisene blir litt lavere. Likevel ser en at det forventes at lakseprisene holder seg jevnt høye.

År	Gjennomsnitt
2023	92,34
2024	91,50
2025	84,50

Figur 9.5 – Gjennomsnittlige forwardkurser laks.

I figur over har vi beregnet gjennomsnittlig forwardkurs per år basert på tilgjengelig informasjon fra Fish Pool. Ettersom forwardkontraktene representerer markedets forventede laksepriser i fremtiden, anser vi det som en god estimator på kortsiktige laksepriser. Som nevnt er usikkerheten høyere desto lenger frem i tid forwarden gjelder, og dermed vil det være naturlig med lavere priser. Under kan man se forventet pris gjennom de forskjellige forwardkontraktene på månedsbasis sammen med trenden til forwardkursene. Her kan en også se at trenden er synkende, men det kan likevel ikke utledes at lakseprisen forventes å fortsette å synke i den raten over lengre tid.



Figur 9.6: Forwardkurser (Fish Pool, 2023)

Laksepris på lang sikt og i steady state kan man ikke direkte estimere fra observerbare transaksjoner i dag. Likevel anser vi forwardkontraktene som en god indikator for dette. Lakseprisen var høy i 2022, hvor gjennomsnittlig pris lå på 78,8 kr (Intrafish, 2023). I dag ser man enda høyere priser og det er flere faktorer som peker på at vi må forvente å betale mer for

mat og herunder laks. Basert på denne informasjonen anser vi gjennomsnittspris for forwardkontrakter med utøvelsesdato i 2025 som et godt utgangspunkt for den fremtidige prisen på laks.

9.4.3 Volum

Dersom lakseprisene i vårt fremtidsregnskap holdes ved et konstant nivå etter 2025 kan driftsinntektene påvirkes alene av endringer i volum. LSG har over lenger tid sett en god vekst i omsatt volum, og gjør det klart i sin årsrapport at de har som hensikt å ytterligere øke produksjonen.

Utvikling slaktevolum per region (1 000 GWT)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Lerøy Aurora AS	32,8	35,0	44,0	40,1	47,0	48,0	50,0
Lerøy Midt AS	64,8	67,9	72,6	68,8	64,0	75,0	80,0
Lerøy Sjøtroll	60,6	68,0	70,0	65,7	64,0	72,0	75,0
Totalt, Norge	158,2	170,9	186,6	174,6	175,0	195,0	205,0
Scottish Seafarms (Lerøy's 50 % share)	12,9	12,0	16,2	18,0	18,5		
Totalt	171,1	182,9	202,8	192,6	193,5		

Figur 9.7 (Lerøy Seafood Group, 2022)

LSG melder om at de har hatt noen utfordringer med dødelighet hos fisk og at GWT har dermed falt fra 2021 til 2022. Selskapet har iverksatt tiltak for å redusere dødeligheten igjen og forventer å klare å hente seg inn igjen, men produksjonssyklusen er lang og det forventes et forsinket resultat av disse tiltakene. Selskapet har også investert i utvidelsen av kapasitet for smoltproduksjon, noe som igjen forventes å kunne hjelpe med å nå målet om 205 tusen GWT i 2025. Siden restriksjonene knyttet til Covid-19 pandemien ble opphevet, har selskapet sett en god økning i inntekter, noe som skyldes økningen i lakseprisen som en observerte i 2022 (Lerøy Seafood Group, 2022). På bakgrunn av vår analyse og selskapets mål betrakter vi deres estimer på økning i GWT som fornuftige og ser ikke behov for å justere fremtidig vekst i driftsinntekter på kort sikt.

Dersom vi utvider horisonten fra kort sikt til lang sikt og steady state, har vi ikke uttalelser fra selskapet vi kan basere forventet vekst på. Vi tar utgangspunkt i analysene våre og vurderer

om det foreligger forhold som kan gi selskapet vekst i driftsinntekter. I vår analyse av interne forhold (VRIO) avdekket vi at selskapet har god kapital som en ressurs som sammen med behovet for å henge med i det teknologiske “kappløpet” i bransjen, taler for at selskapet evner å opprettholde den bransjefordelen de har i dag. Det er flere aktører, inkludert LSG, som utforsker mulighetene ved landbaserte oppdrettsanlegg, som kan vise seg å være en essensiell driver for solgt volum. Dette støttes opp av de biologiske og regulatoriske utfordringene, hvor eksempelvis trafikklyssystemet hindrer bransjen å opprettholde høyt aktivitetsnivå hvis det er høy forekomst av lakselus. På bakgrunn av dette betrakter vi landbasert oppdrett til å ha stort potensiale for LSG og hvordan de skal nå målet sitt i salgsvolum.

Det er vanskelig å argumentere for at selskapets vekst i driftsinntekter skal opprettholdes over lang tid og inn mot steady state. På tross av at bransjen blir mer og mer moden, forventer vi likevel at den fortsetter å vokse da laks er økende i popularitet. Inflasjonen i økonomien er en viktig faktor for fremtidig vekst, men den er vanskelig å estimere da det er store usikkerheter i dagens økonomiske og politiske klima. Veksten i steady state kan som hovedregel ikke være større enn forventet realvekst på verdensøkonomien, lagt sammen med global inflasjon. Derimot kan en ha høyere langsiktig vekst dersom man tror på en ny og større økonomi i fremtiden (Knivsflå, 2023i). I henhold til Knivsflå kan en ikke forvente at et selskape har høyere vekst enn 4 %. Vi mener selskapet og bransjen vil se vekst i fremtiden og benytter dermed 4 % vekst i steady state.

Basert på forholdene vi har diskutert har vi utarbeidet følgende estimat for fremtidig driftsinntekter.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Vekstfaktor	1,16	1,08	1,08	0,98	0,97	1,04	1,04	1,04	1,04
Driftsinntekter	30 825	33 335	35 929	35 303	34 135	35 473	36 865	38 310	39 813

Figur 9.8 – Budsjetterte driftsinntekter.

Som nevnt har vi satt prisene til gjennomsnittlig pris for forwardkontraktene for 2023-2025, og deretter benyttet prisen for 2025 ut budsjett horisonten og inn i steady state. For salgsvolum benyttet vi selskapets egne estimater frem til 2025 og deretter satte vekst lik forventet inflasjon + vekst i verdensøkonomien, da vi har holdt pris stabil ut horisonten.

9.5 Netto driftseiendeler

Når driftsinntekt er budsjettert, er neste steg å budsjettere netto driftseiendeler. Som driver for denne størrelsen har vi besluttet å bruke omløpshastigheten til netto driftseiendeler, herfra omtalt som ONDE. En kan beregne ONDE ved følgende formel.

$$ONDE_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

ONDE = Omløpshastigheten til netto driftseiendeler

DI_t = Driftsinntekt_t

NDE_{t-1} = Netto driftseiendeler_{t-1}

Under kan en se historisk ONDE siste 5 år, samt gjennomsnittet. En observerer at selskapet har betydelig høyere ONDE enn bransjesnittet.

	2018	2019	2020	2021	2022	Average
NDE	14 924 388	16 591 849	16 407 582	19 265 843	20 490 497	17 536 032
DI	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 280	26 645 877	21 988 670
ONDE	1,56	1,37	1,20	1,41	1,38	1,38
ONDE(bransjen)	1,13	0,94	0,75	0,76	0,86	0,89

Figur 9.9 – Historisk omløpshastighet driftseiendeler.

Basert på analysene våre ser vi det som fornuftig at ONDE vil konvergere mot bransjesnittet når selskapet nærmer seg steady state. For budsjettthorisonen har vi valgt å ta utgangspunkt i ONDE for 2022 og deretter minke nivået jevnt til vi når bransjens gjennomsnitt i T. Samtidig øker vi bransjesnittet da vi forventer at bransjen fortsetter å vokse noe. Under viser vårt estimat for Netto driftseiendeler i budsjettthorisonen og inn i steady state.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
ONDE	1,33	1,27	1,22	1,16	1,11	1,05	1,00	1,00	1,00
Driftsinntekter	30 825	33 335	35 929	35 303	34 135	35 473	36 865	38 310	39 813
Netto driftseiendeler	23 206	26 173	29 477	30 325	30 767	33 633	36 865	38 310	39 813

Figur 9.10 – Budsjetterte netto driftseiendeler.

9.6 Netto driftsresultat

Vi ønsker å budsjettere netto driftsresultat for budsjettperioden og benytter netto driftsmargin som driver for størrelsen. Driftsinntekter er allerede budsjetterte og netto driftsmargin hjelper oss direkte med å beregne netto driftsresultat. I estimeringen av driftsinntekter nevnte vi at vi tror bransjen vil se vekst i lang tid fremover som resultat av en kombinasjon av økt etterspørsel og ny produksjonsteknologi. Netto driftsresultat kan beregnes ved følgende formel:

$$NDR = DI * NDM$$

NDR = netto driftsresultat

DI = driftsinntekt

NDM = netto driftsmargin

Netto driftsmargin beregnes følgende:

$$NDM = \frac{NDR}{DI}$$

NDR = Netto driftsresultat

I lønnsomhetsanalysen vår fant vi at gjennomsnittlig netto driftsmargin for LSG var 0,12, som er litt lavere enn gjennomsnittet i bransjen på 0,15. Utviklingen til netto driftsmargin er vanskelig å spå, men i bakgrunn av våre analyser har vi tro på at selskapets driftsmargin kan øke noe. Dette på bakgrunn av at næringen og LSG investerer tungt i ny teknologi og dermed kan klare å holde produksjonskostnadene nede. Likevel er det ikke grunnlag for å si at de vil ha en utvikling utover det man ser i bransjen generelt og vi forventer dermed at også netto driftsmargin vil konvergere mot bransjesnittet. Vi har tatt utgangspunkt i netto driftsmargin fra 2022 for estimeringen. Under vises vårt estimat for netto driftsmargin og netto driftsresultat i budsjetthorisonten og til steady state.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Netto driftsmargin	0,09	0,10	0,11	0,11	0,12	0,13	0,15	0,15	0,15
Netto driftsresultat	2 721	3 237	3 805	4 050	4 217	4 695	5 530	5 747	5 972

Figur 9.11 – Budsjetterte netto driftsresultat.

9.7 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld utarbeider vi ved å først beregne budsjettdriverne finansiell gjeldsdel og deretter finansiell eiendelsdel. Basert på netto driftseiendeler kan vi beregne finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og deretter kan vi beregne netto finansiell gjeld. Under vises budsjettert netto finansiell gjeld.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	23 206	26 173	29 477	30 325	30 767	33 633	36 865	38 310	39 813
Finansiell gjeldsdel	0,34	0,32	0,31	0,30	0,28	0,27	0,24	0,24	0,24
Finansiell gjeld	7 776	8 422	9 093	8 951	8 672	9 032	8 918	9 268	9 631
Finansiell eiendelsdel	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04
Finansielle eiendeler	1 482	1 581	1 679	1 623	1 540	1 568	1 465	1 522	1 582
Netto finansiell gjeld	6 295	6 842	7 414	7 328	7 131	7 464	7 453	7 746	8 049

Figur 9.12 – Budsjettert netto finansiell gjeld.

9.7.1 Finansiell gjeldsdel

Netto finansiell gjeld beregnes ved å estimere fremtidig finansiell gjeld og trekke fra finansielle eiendeler. Budsjetteringen av finansiell gjeld forenkles ved hjelp av målvekter som beregnes ved å se på verdibaserte balansevekter for forskjellige regnskapsstørrelser. Normalt for børsførte selskaper vil forholdet mellom verdi av netto driftseiendeler og finansiell gjeld fordeles mellom 60/40 og 90/10 for børsførte selskaper, avhengig av bransje. Under vises LSG sin finansielle gjeldsdel mot bransjen (Knivsfå, 2023j). Vi kan se under at LSG i snitt har høyere finansiell gjeldsdel enn bransjen historisk. Som nevnt er bransjen konjunkturfølsom og det kreves god soliditet for å opprettholde konkurransefortrinn og kunne henge med på teknologiske utviklinger. Historisk finansiell gjeldsdel for LSG og bransjen er derfor i henhold til vår forventning.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Finansiell gjeldsdel	0,37	0,32	0,33	0,33	0,34	0,32	0,34
Finansiell gjeldsdel (bransje)	0,23	0,22	0,24	0,26	0,24	0,26	0,24

Figur 9.13 – Historisk finansiell gjeldsdel.

I vår budsjettering for fremtiden har vi besluttet å benytte historisk gjennomsnittlig gjeldsandel for LSG som utgangspunkt og deretter lar vi den konvergere mot bransjesnittet når selskapet nærmer seg steady state. Vår budsjetterte finansiell gjeldsdel og finansiell gjeld er som følger:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Finansiell gjeldsdel	0,34	0,32	0,31	0,30	0,28	0,27	0,24	0,24	0,24

Figur 9.14 – Budsjettert finansiell gjeldsdel.

9.7.2 Finansiell eiendelsdel

Finansiell eiendelsdel utledes på samme måte som finansiell gjeldsdel, hvor man ser på forholdet mellom finansiell eiendelsdel og netto driftseiendeler. Under vises historisk finansiell eiendelsdel for LSG og bransjen:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Finansiell eiendelsdel	0,07	0,06	0,05	0,06	0,07	0,07	0,06
Finansiell eiendelsdel (bransje)	0,04	0,03	0,04	0,04	0,05	0,05	0,04

Figur 9.15 – Historisk finansiell eiendelsdel.

LSG har også høyere andel finansielle eiendeler enn gjennomsnittet. Både LSG og bransjen har relativt lave finansielle eiendelsdeler, noe som kan forklares av at bransjen har høyt omløp på kapital, og historisk har selskapene gjort mye investeringer. Vi tar utgangspunkt i gjennomsnittet for LSG og at de over tid vil gjennomføre mer investeringer og dermed konvergere mot bransjesnittet. Under kan en se budsjettert finansiell eiendelsdel for LSG i budsjetthorisonten og steady state.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Finansiell eiendelsdel	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04

Figur 9.16 – Budsjettert finansiell eiendelsdel.

Netto finansiell gjeld utledes så fra de to målvektene finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel som vi har budsjettert over, samt budsjettert netto driftseiendeler. Budsjettert netto finansiell gjeld vises under:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	23 206	26 173	29 477	30 325	30 767	33 633	36 865	38 310	39 813
Finansiell gjeldsdel	0,34	0,32	0,31	0,30	0,28	0,27	0,24	0,24	0,24
Finansiell gjeld	7 776	8 422	9 093	8 951	8 672	9 032	8 918	9 268	9 631
Finansiell eiendelsdel	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04
Finansielle eiendeler	1 482	1 581	1 679	1 623	1 540	1 568	1 465	1 522	1 582
Netto finansiell gjeld	6 295	6 842	7 414	7 328	7 131	7 464	7 453	7 746	8 049

Figur 9.17 – Budsjettert netto finansiell gjeld.

9.8 Netto finansresultat

Budsjettering av netto finansinntekt beregnes ved å multiplisere finansiell eiendelsrentabilitet med finansielle eiendeler fra foregående år. Netto finanskostnad kan beregnes ved å multiplisere finansiell gjeldsrente med finansiell gjeld fra foregående år. En forutsetning for beregningen er at finansiell eiendelsrentabilitet er lik finansielt eiendelskrav (Knivsflå, 2023j). Vi anser det som urealistisk at selskapet besitter en finansieringsulempe i løpet av budsjettperioden. Vi forkaster ikke nullhypotesen om at fremtidig finansiell eiendelsrentabilitet er lik finansielt eiendelskrav. Vi beregner dermed netto finansresultat følgende:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Finansiell gjeld t-1	9 674	7 776	8 422	9 093	8 951	8 672	9 032	8 918	9 268
Finansiell gjeldsrente	2,71 %	2,92 %	3,13 %	3,34 %	3,55 %	3,76 %	3,97 %	3,97 %	3,97 %
Netto finanskostnad	262	227	264	304	318	326	359	354	368
Finansielle eiendeler t-1	1 441	1 482	1 581	1 679	1 623	1 540	1 568	1 465	1 522
Finansielt eiendelskrav	1,33 %	1,46 %	1,62 %	1,81 %	2,03 %	2,28 %	2,57 %	2,57 %	2,57 %
Netto finansinntekt	19	22	26	30	33	35	40	38	39
Netto finansresultat	-243	-205	-238	-273	-285	-291	-319	-317	-329

Figur 9.18 – Budsjettert netto finansresultat.

9.9 Minoritetsinteresser

For å budsjettere minoritetsinteressene beregnes forventet minoritetsdel med budsjettert netto driftseiendeler. Den budsjetterte minoritetsdelen er basert på analysene vi har gjennomført. Også her forventer vi at minoritetsdelen skal konvergere mot bransjesnittet over lang tid. I likhet med finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel beregnes minoritetsdel ved å finne andelen minoritetsinteresser av netto finansielle eiendeler (Knivsflå, 2023j).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Minoritetsinteresser	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 314 983	1 014 297
Netto driftseiendeler	12 704 205	14 924 388	16 591 849	16 407 582	19 265 843	20 490 497	16 730 727
Minoritetsdel	6,44 %	6,17 %	5,21 %	5,07 %	5,52 %	6,03 %	5,74 %
Minoritetsdel (bransje)	1,64 %	1,47 %	1,83 %	2,00 %	2,84 %	4,85 %	2,44 %

Figur 9.19 – Historisk minoritetsdel.

I figur over kan man se at selskapet har betydelig høyere minoritetsdel enn bransjen. Dette kan forklare av at LSG har foretatt flere store oppkjøp. Det er utfordrende å estimere fremtidig minoritetsdel da LSG er et solid selskap som har tidligere vist intensjoner om å foreta oppkjøp

n[r det passer strategien deres. Vi velger dermed å beholde minoritetsandelen lik gjennomsnittet for LSG for å ta høyde for at selskapet kan foreta flere oppkjøp.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Netto driftseiendeler t-1	23 206	26 173	29 477	30 325	30 767	33 633	36 865	38 310	39 813
Minoritetsandel %	5,74 %	5,74 %	5,74 %	5,74 %	5,74 %	5,74 %	5,74 %	5,74 %	5,74 %
Minoritetsandel	1 332	1 503	1 692	1 741	1 766	1 931	2 116	2 199	2 286

Figur 9.20 – Budsjettert minoritetsandel.

Med minoritetsandelen budsjettert er det mulig å utlede minoritetsresultatet også. Netto minoritetsresultat er lik minoritetsandelen fra foregående år med minoritetsrentabilitet. Vi budsjetterer med forutsetning om at minoritetsrentabiliteten er lik rentabilitetskravet.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Minoritetsandel t-1	1 314,98	1 332,26	1 502,63	1 692,30	1 740,97	1 766,37	1 930,89	2 116,43	2 199,44
Minoritetsrentabilitet	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Minoritetsresultat	39,45	39,97	45,08	50,77	52,23	52,99	57,93	63,49	65,98

Figur 9.21 – Budsjettert minoritetsresultat.

9.10 Fremtidsregnskapet

Vårt budsjetterte regnskap for henholdsvis resultatregnskap, balanse og kontantstrøm blir:

9.10.1 Resultatregnskapet

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Driftsinntekter	30 825	33 335	35 929	35 303	34 135	35 473	36 865	38 310	39 813
Netto driftsresultat	2 721	3 237	3 805	4 050	4 217	4 695	5 530	5 747	5 972
+ Netto finanskostnad	262	227	264	304	318	326	359	354	368
= Nettoresultat SSK	2 983	3 464	4 069	4 354	4 535	5 022	5 889	6 101	6 340
- Finansiell gjeldsrente	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Minoritetsresultat	39	40	45	51	52	53	58	63	66
= Nettoresultat EK	2 944	3 424	4 024	4 303	4 483	4 969	5 831	6 037	6 274
- Netto utbetalt utbytte	1 124	1 173	1 483	3 418	3 869	2 600	2 774	4 967	5 162
= Endring EK	1 820	2 250	2 541	885	614	2 369	3 057	1 071	1 113

Figur 9.22 – Budsjettert resultatregnskap.

9.10.2 Balanseregnskap

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	23 206	26 173	29 477	30 325	30 767	33 633	36 865	38 310	39 813
+ Finansielle eiendeler	1 482	1 581	1 679	1 623	1 540	1 568	1 465	1 522	1 582
= Sysselsatte eiendeler	24 687	27 754	31 156	31 947	32 308	35 201	38 329	39 833	41 395
Egenkapital	15 579	17 829	20 371	21 256	21 869	24 238	27 295	28 365	29 478
+ Minoritetsandel	1 332	1 503	1 692	1 741	1 766	1 931	2 116	2 199	2 286
+ Finansiell gjeld	7 776	8 422	9 093	8 951	8 672	9 032	8 918	9 268	9 631
= Sysselsatt kapital	24 687	27 754	31 156	31 947	32 308	35 201	38 329	39 833	41 395

Figur 9.23 – Budsjettert sysselsatt kapital.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	23 206	26 173	29 477	30 325	30 767	33 633	36 865	38 310	39 813
Egenkapital	15 579	17 829	20 371	21 256	21 869	24 238	27 295	28 365	29 478
+ Minoritetsandel	1 332	1 503	1 692	1 741	1 766	1 931	2 116	2 199	2 286
+ Netto finansiell gjeld	6 295	6 842	7 414	7 328	7 131	7 464	7 453	7 746	8 049
= Netto driftskapital	23 206	26 173	29 477	30 325	30 767	33 633	36 865	38 310	39 813

Figur 9.24 – Budsjettert netto driftskapital.

9.10.3 Kontantstrøm

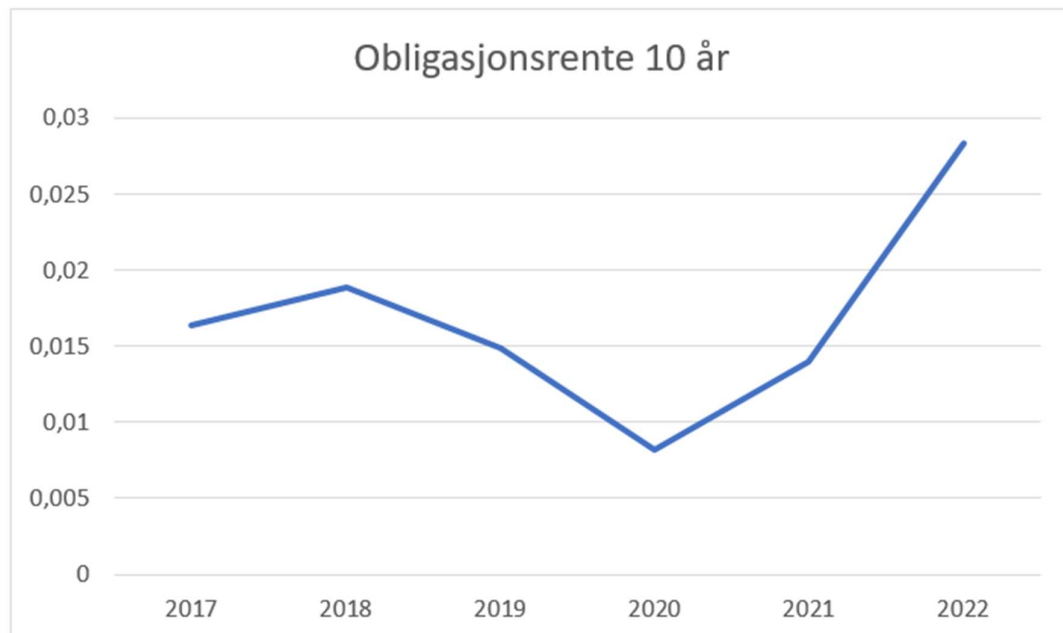
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Netto driftsresultat	2 721	3 237	3 805	4 050	4 217	4 695	5 530	5 747	5 972
- Endring netto driftseiendeler	554	2 968	3 304	848	443	2 866	3 232	1 446	1 503
= Fri kontantstrøm fra drift	2 167	269	502	3 203	3 775	1 830	2 298	4 301	4 469
+ Netto finansinntekt	-243	-205	-238	-273	-285	-291	-319	-317	-329
- Endring finansielle eiendeler	40	99	98	-56	-82	28	-103	57	60
= Fri kontantstrøm SSK	1 884	-35	166	2 985	3 572	1 511	2 082	3 926	4 080
- Netto finanskostnad	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring finansiell gjeld	1 898	646	671	-142	-279	360	-114	350	363
+ Minoritetsresultat	39	40	45	51	52	53	58	63	66
+ Endring minoritetsinteresser	17	170	190	49	25	165	186	83	86
= Fri kontantstrøm EK	3 839	821	1 071	2 943	3 371	2 088	2 212	4 423	4 596

Figur 9.25 – Budsjetterte kontantstrømmer.

10 Fremtidskrav

10.1 Risikofri rente

På samme grunnlag som i kapittel 7 har vi valgt å benytte 10-årige statsobligasjoner som grunnlag for risikofri rente. Vi beregner risikofri rente etter skatt da kontantstrøm til EK er fratrukket skatt. Skattesatsen har stabilisert seg på 22 % siden 2019 og vi forventer ingen vesentlige endringer i denne. Historisk kredittrating for Norge har vært AAA og vi kan ikke se noen forhold som vil kunne endre denne i vår budsjettperiode og det beregnes dermed ikke inn en kredittrisikopremie for statsobligasjonene. Under kan man se avkastningen på norske statsobligasjoner med 10 års løpetid fra de siste 6 år. Dette er, sett i historisk perspektiv, relativt lave renter med gjennomsnitt på 1,68 %



Figur 10.1 – Historisk risikofri rente 2017-2022.

Dersom man ser på gjennomsnittet de siste 20 år, ligger gjennomsnittet på 3,3 %, som også er lavt sammenlignet med tidligere år. I graf under kan man se utviklingen til avkastning på 10-årige statsobligasjoner fra 1985 (tidligste tilgjengelige i Norges Bank) frem til 2022. Her kan man observere at de første årene hadde rente over 10 % og man kan se at i senere tid har renten sunket betydelig. Vi anser det dermed som lite hensiktsmessig å se for langt tilbake og inkluderer dermed bare de siste 20 år i vurderingen vår om fremtidig risikofri rente.



Figur 10.2 – Historisk obligasjonsrente 1985-2022 (Norges Bank, n.d.).

Som utgangspunkt i budsjetteringen av risikofri rente anser vi det som relevant å benytte gjennomsnittet fra de siste seks årene, 1,68 %, til å budsjettere fra. Dette anser vi som representativt for det økonomiske klimaet vi er i nå og gir en god prediksjon på risikofri rente på kort sikt. Risikofri rente i steady state tror vi vil være høyere og kan godt mulig treffe gjennomsnittet for de siste 20 årene, 3,3 %. I figur under viser vår prediksjon for fremtidig risikofri rente. Kredittrisikopremie er satt til null da staten Norge ansees å ha tilnærmet null risiko for å gå konkurs (Damodaran, 2023).

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Kredittrating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Selskapskatt	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Obligasjonsrente	1,68 %	1,95 %	2,22 %	2,49 %	2,76 %	3,03 %	3,30 %	3,30 %	3,30 %
Kredittrisikopremie	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Rf før skatt	1,68 %	1,95 %	2,22 %	2,49 %	2,76 %	3,03 %	3,30 %	3,30 %	3,30 %
Skatt	0,37 %	0,43 %	0,49 %	0,55 %	0,61 %	0,67 %	0,73 %	0,73 %	0,73 %
Rf etter skatt	1,31 %	1,52 %	1,73 %	1,94 %	2,15 %	2,36 %	2,57 %	2,57 %	2,57 %

Figur 10.3 – Budsjettert risikofri rente.

10.2 Markedets risikopremie

Dagens markedsrisikopremie er den beste prediksjonen på fremtiden, og er konstant over tid (Knivsflå, 2023k). I PwCs årlige undersøkelse om risikopremien fant de at markedsrisikopremien i 2022 var 5 % (PwC, 2023). Vi anser markedsrisikopremien som PwC har funnet som pålitelig og benytter dermed denne videre i budsjetteringen vår.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Markedsrisikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %

Figur 10.4 – Estimert markedsrisikopremie.

10.3 Illikviditetspremie

I kapittel 7 satte vi illikviditetspremien skjønnsmessig til 0,50 % for majoritet og 1,00 % for minoritet. Vi anser dette som relevante størrelser basert på selskapets eierstruktur og hvor høy likviditet det er i markedet for aksjen. I budsjettperioden velger vi å beholde illikviditetspremien på samme nivå, da vi ikke ser forhold som indikerer på at likviditeten rundt aksjen skal endre seg.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Minoritet	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Majoritet	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %

Figur 10.5 – Budsjetterte illikviditetspremier.

10.4 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta for budsjettperioden beregnes på samme måte som i kapittel 7, ved å benytte netto driftsbeta. For å beregne egenkapital beta summerer man vektet beta for egenkapital til majoritet og minoritet, samt beta til netto finansiell gjeld. Som vist i kapittel 7, fant vi frem til at netto driftsbeta var 0,79 for LSG. Vi mener dette er representativt for selskapet og dermed kan benyttes som et utgangspunkt for budsjettperiode, og at det kan konvergere mot bransjesnittet på 0,77.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Netto driftsbeta	0,79	0,79	0,78	0,78	0,78	0,78	0,77	0,77	0,77

Figur 10.6 – Budsjetterte netto driftsbeta.

10.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Over har vi budsjettert de nødvendige størrelsene for å kunne beregne fremtidige krav til både egenkapitalen og minoriteten.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
RF etter skatt	1,31 %	1,52 %	1,73 %	1,94 %	2,15 %	2,36 %	2,57 %	2,57 %	2,57 %
+ EK-beta	0,79	0,79	0,78	0,78	0,78	0,78	0,77	0,77	0,77
* Markedsrisikopremie	4,90 %	4,90 %	4,90 %	4,90 %	4,90 %	4,90 %	4,90 %	4,90 %	4,90 %
= EK-krav (CAPM)	5,17 %	5,37 %	5,57 %	5,77 %	5,97 %	6,17 %	6,37 %	6,37 %	6,37 %
+ Illikviditetspremie majoritet	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
= EK-krav	5,67 %	5,87 %	6,07 %	6,27 %	6,47 %	6,67 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %
+ Illikviditetspremie minoritet	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
= Minoritetskrav	6,17 %	6,37 %	6,57 %	6,77 %	6,97 %	7,17 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %

Figur 10.7 – Budsjettert krav til egenkapital og minoritet.

10.6 Finansielle krav

Vi beregner avkastningskrav til finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto finansiell gjeld. Beregningene skjer på samme måte som i kapittel 7.

10.6.1 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav beregnes ved å vekte kontantkrav med investeringskrav. Vi har budsjettert fremtidige finansielle eiendeler i kapittel 9 og vil benytte dette som utgangspunkt for budsjetteringen av finansielt eiendelskrav. Vi har ikke budsjettert utvikling i kontanter og finansielle investeringer, men mener det er relevant å benytte historisk gjennomsnitt for andelene. Mot slutten av budsjettthorisonen tror vi tallene vil konvergere mot bransjesnittet, som har vesentlig forskjellig vekt av kontanter og finansielle investeringer.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Kontantkrav	1,30 %	1,30 %	1,30 %	1,30 %	1,30 %	1,30 %	1,30 %	1,30 %	1,30 %
* Andel kontanter	0,75	0,71	0,67	0,63	0,59	0,55	0,52	0,52	0,52
+ investeringskrav	1,44 %	1,85 %	2,27 %	2,68 %	3,09 %	3,51 %	3,92 %	3,92 %	3,92 %
* Andel investeringer	0,25	0,29	0,33	0,37	0,41	0,45	0,48	0,48	0,48
= Finansielt eiendelskrav	1,33 %	1,46 %	1,62 %	1,81 %	2,03 %	2,28 %	2,57 %	2,57 %	2,57 %

Figur 10.8 – Budsjettert finansielt eiendelskrav.

10.6.2 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav beregnes også slik som vi har gjort i kapittel 7. Finansielt gjeldskrav består av risikofri rente etter skatt hvor man legger til en kredittrisikopremie for selskapet. Kredittrating-selskapet Nordic Credit Rating har i 2022 gitt LSG en kredittrating på BBB+ (Nordic Credit Rating, 2022). Vi har tidligere vurdert den historiske ratingen til å være BBB. Vi benytter Knivsflå sin oppstilling av kredittrisikopremier og får lang kredittrisikopremie etter skatt på 0,014.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rf etter skatt	1,31 %	1,52 %	1,73 %	1,94 %	2,15 %	2,36 %	2,57 %	2,57 %	2,57 %
+ Kredittrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	2,71 %	2,92 %	3,13 %	3,34 %	3,55 %	3,76 %	3,97 %	3,97 %	3,97 %

Figur 10.9 – Budsjettert finansielt gjeldskrav etter skatt.

10.6.3 Netto finansielt gjeldskrav

Når vi har beregnet finansielt eiendels- og gjeldskrav kan vi beregne netto finansielt gjeldskrav ut fra de vektete kravene.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
Finansielt gjeldskrav	2,71 %	2,92 %	3,13 %	3,34 %	3,55 %	3,76 %	3,97 %	3,97 %	3,97 %
* Vektet andel finansiell gjeld	1,24	1,23	1,23	1,22	1,22	1,21	1,20	1,20	1,20
- Finansielt eiendelskrav	1,33 %	1,46 %	1,62 %	1,81 %	2,03 %	2,28 %	2,57 %	2,57 %	2,57 %
* Vektet andel finansielle eiendeler	0,24	0,23	0,23	0,22	0,22	0,21	0,20	0,20	0,20
Netto finansielt gjeldskrav	3,03 %	3,26 %	3,47 %	3,68 %	3,88 %	4,07 %	4,25 %	4,25 %	4,25 %

Figur 10.10 – Budsjettert netto finansielt gjeldskrav.

10.7 Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

Fra kravene til egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld kan vi utlede kravene til netto driftskapital og sysselsatt kapital. Dette beregnes ved hjelp av budsjettert netto driftskapital og sysselsatt kapital (kapittel 9).

10.7.1 Krav til netto driftskapital

Netto driftskrav er summen av de vektete kravene til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
EK krav	5,67 %	5,87 %	6,07 %	6,27 %	6,47 %	6,67 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %
* EK/NDK	0,67	0,68	0,69	0,70	0,71	0,72	0,74	0,74	0,74
+ Minoritetskrav	6,17 %	6,37 %	6,57 %	6,77 %	6,97 %	7,17 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %
* MI/NDK	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
+ Netto finansielt gjeldskrav	3,03 %	3,26 %	3,47 %	3,68 %	3,88 %	4,07 %	4,25 %	4,25 %	4,25 %
* NFG/NDK	0,27	0,26	0,25	0,24	0,23	0,22	0,20	0,20	0,20
= Netto driftskrav	4,99 %	5,22 %	5,45 %	5,67 %	5,90 %	6,12 %	6,37 %	6,37 %	6,37 %

Figur 10.11 – Budsjettert netto driftskrav.

10.7.2 Krav til sysselsatt kapital

I likhet med krav til netto driftskapital er kravet til sysselsatt kapital også summen til de vektete kravene til egenkapital og minoritet, men også krav til finansiell gjeld i stedet for netto finansiell gjeld. Vektene er også beregnet ut fra sysselsatt kapital og ikke netto driftskapital

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1	T+2
EK Krav	5,67 %	5,87 %	6,07 %	6,27 %	6,47 %	6,67 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %
* EK/SSK	0,63	0,64	0,65	0,67	0,68	0,69	0,71	0,71	0,71
+ Minoritetskrav	6,17 %	6,37 %	6,57 %	6,77 %	6,97 %	7,17 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %
* MI/SSK	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06	0,06	0,06
+ Finansielt gjeldskrav	2,71 %	2,92 %	3,13 %	3,34 %	3,55 %	3,76 %	3,97 %	3,97 %	3,97 %
* FG/SSK	0,31	0,30	0,29	0,28	0,27	0,26	0,23	0,23	0,23
= SSK-Krav	4,77 %	5,00 %	5,24 %	5,48 %	5,71 %	5,95 %	6,22 %	6,22 %	6,22 %

Figur 10.12 – Budsjettert sysselsatt kapitalkrav.

11 Fundamental verdivurdering

Som nevnt i kapittel 3 er det i hovedsak to metoder som anvendes i verdsettelse av selskaper. Første metode vi ser på er en inntjeningsbasert metode. Den andre tilnærmingen vi bruker er en markedsbasert metode.

11.1 Inntjeningsbasert tilnærming

Den inntjeningsbaserte tilnæringsmetoden gjennomføres ved å finne forventede kontantstrømmer til selskapet og deretter neddiskontere de ved å benytte beregnede krav. Vi har valgt å benytte tre forskjellige former for inntjeningsbasert verdsettelse: kontantstrøm til drift, sysselsatt kapital og egenkapital. Avkastningskravene tar utgangspunkt i de budsjetterte avkastningskravene fra kapittel 10, men er justerte da vi anser det som hensiktsmessig å øke avkastningskravene desto lenger frem i tid man kommer. Merk at tall i verdsettelsene er i NOK 1000, men aksjeverdi er i NOK.

11.1.1 Justering for grunnrenteskatt

Som tidligere nevnt har regjeringen foreslått en grunnrenteskatt for oppdrettsselskaper over en viss størrelse. Grunnrenteskatten vil påvirke LSG og bransjen og en kan ikke uten videre gjennomføre neddiskontering av kontantstrømmer og få et brukbart resultat. Den foreslåtte grunnrenteskatten vil belaste selskaper med 35 % ytterligere skatt. Ettersom skatten ikke er implementert, er det fortsatt noen usikkerheter vedrørende endelig sats og eventuelle fritak og unntak fra skatten. Vi har derfor valgt å redusere samtlige relevante kontantstrømmer med 30 % før neddiskonteringen. Vi har valgt en såpass høy skattesats for å reflektere usikkerheten rundt faktisk innvirkning når skatten innføres.

11.1.2 Kontantstrøm til drift

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1 2030	T+2 2031
Fri kontantstrøm fra drift	1 300 377	161 544	301 028	1 921 658	2 264 876	1 097 895	1 378 742	2 580 429	2 681 635
Netto driftskrav	5,99 %	6,22 %	6,45 %	6,67 %	7,90 %	8,12 %	8,37 %	9,37 %	9,37 %
Diskonteringsfaktor	1,00	0,94	0,88	0,82	0,74	0,68	0,62	0,53	0,49
Nåverdi av kontantstrømmer	1 300 377	152 089	265 673	1 583 136	1 671 110	743 069	851 413	1 378 903	1 310 273
NV i kontantstrømmer i budsjettperioden	6 566 868								
NV av fremtidig vekst	28 633 585								
Estimert selskapsverdi 01/01/2023	35 200 453								
Finansielle eiendeler 01/01/2023	1 441 337								
Verdi EK per 01/01/2023	36 641 790								
Utstedte aksjer	595 774								
Aksjeverdi per 01/01/2023	61,5029								

Figur 11.1 – Nåverdi av budsjetterte kontantstrømmer til drift.

Kontantstrøm til drift gir oss en aksjeverdi på NOK 61,5029.

11.1.3 Kontantstrøm til sysselsatt kapital

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1 2030	T+2 2031
Kontantstrøm SSK	1 130 574	- 21 263	99 387	1 791 288	2 143 246	906 611	1 249 493	2 355 878	2 448 277
Sysselsatt kapitalkrav	4,77 %	5,00 %	5,24 %	5,48 %	5,71 %	5,95 %	6,22 %	6,22 %	6,22 %
Diskonteringsfaktor	1,00	0,95	0,90	0,85	0,80	0,75	0,70	0,66	0,62
Nåverdi av kontantstrømmer	1 130 574	- 20 250	89 736	1 526 515	1 716 181	679 101	869 944	1 544 198	1 510 789
NV i kontantstrømmer i budsjettperioden	5 991 803								
NV av fremtidig vekst	39 360 114								
Estimert selskapsverdi 01/01/2023	45 351 916								
Finansiell gjeld 01/01/2023	9 674 488								
Minoritetsinteresser 01/01/2023	1 314 983								
Verdi EK 01/01/2023	34 362 445								
Utstedte aksjer	595 774								
Aksjeverdi per 01/01/2023	57,6770								

Figur 11.2 – Nåverdi av budsjetterte kontantstrømmer til sysselsatt kapital.

Kontantstrøm til sysselsatt kapital gir en aksjepris på NOK 57,6770

11.1.4 Kontantstrøm til egenkapital

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1 2030	T+2 2031
FCFE	2 303 427	492 514	642 640	1 765 587	2 022 409	1 253 058	1 327 331	2 653 620	2 757 698
EK-krav	6,67 %	6,87 %	7,07 %	7,27 %	8,47 %	8,67 %	8,87 %	9,87 %	9,87 %
Diskonteringsfaktor	1,00	0,94	0,87	0,81	0,72	0,66	0,60	0,52	0,47
NV i kontantstrømmer i bu	9 214 041								
NV av fremtidig vekst	27 953 475								
Verdi EK 01/01/2023	37 167 516								
Utstedte aksjer	595 774								
Aksjeverdi per 01/01/2023	62,3853								

Figur 11.3 – Nåverdi av budsjetterte kontantstrømmer til egenkapital.

Diskontering av kontantstrøm til egenkapitalen gir oss en selskapsverdi på NOK 62,3853, som er i størrelsesorden med driftskapitalmetoden.

11.1.5 Oppsummering av inntjeningsbasert metode

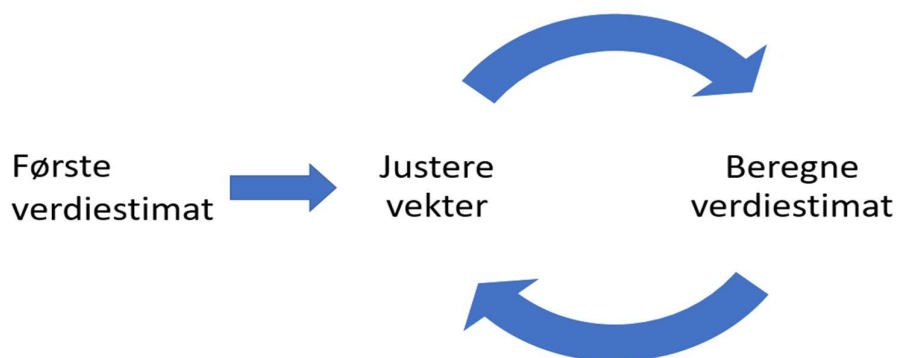
Metode	Aksjeverdi
Drift	61,50
SSK	57,68
EK	62,39
Gjennomsnitt	60,52

Figur 11.4 – gjennomsnittlig nåverdi av budsjetterte kontantstrømmer.

I figur over kan man se de forskjellige resultatene vi har fått i første verdiestimat. Gjennomsnittlig aksjeverdi ligger på NOK 60,52. Bruk av de forskjellige metodene for å vurdere verdien skal ved konsistent og korrekt bruk returnere lik verdi. Likevel vil bruk av budsjetterte vekter og forskjeller i avkastningskrav føre til at det forekommer noe variasjon i aksjeverdier. I følgende kapittel gjennomfører på dette grunnlag en konvergeringsprosess som justerer vektene slik at en får samme Verdi for samtlige metoder.

11.1.6 Konvergeringsprosess

Ettersom verdiestimatene vi har presentert over er basert avkastningskrav vi beregnet ut med budsjetterte vekter, vil ikke de forskjellige metodene gi korrekt verdiestimat. En må dermed bruke en iterativ prosess for å beregne verdiestimatene på nytt ved hjelp av nye vekter. Første steg i konvergeringsprosessen er å beregne estimert aksjeverdi slik som vist ovenfor. Andre steg er å justere vekter og deretter beregner en aksjeverdi igjen. Denne prosessen gjøres helt til man har konverget mot en verdi. Prosessen er illustrert under.



Figur 11.5 – Konvergeringsprosess (Knivsflå 2023).

Under kan man se de første fem iterasjonene hvor verdiestimatene har konvergert mot NOK 58,0722. Dersom man gjør flere iterasjoner vil man få et resultat som konvergerer med flere desimaltall, men vi anser dette å være tilstrekkelig nøyaktig for vårt formål.

Iterasjon	0	1	2	3	4	5
Drift	61,5029	59,79	58,93	58,50	58,28	58,07
SSK	57,6770	57,87	57,97	58,02	58,05	58,07
EK	62,3853	60,23	59,15	58,61	58,34	58,07
Gjennomsnitt	60,52	59,30	58,68	58,38	58,22	58,07
Standardavvik	2,04	1,02	0,51	0,26	0,13	-

Figur 11.6 – Første fem iterasjoner av konvergeringsprosess.

11.2 Usikkerhetsanalyse

Vår analyse og verdsettelse har gitt oss en estimert aksjeverdi på NOK 58,07, likevel er det store usikkerheter knyttet til beregningene og budsjetteringene. Usikkerheter kan knyttes til kvalitative og kvantitative faktorer som er vanskelige å estimere nøyaktig, spesielt ved budsjettering så langt frem i tid som vår budsjettorison. Som forklart i kapittel 9 og 10 er det forskjellige tallstørrelser som påvirker fremtidsregnskapet og verdsettelsen. Det er ikke sannsynlig at vi, gjennom vår estimering av budsjett, har truffet alle tallstørrelsene og at utviklingen er like lineær som vi har budsjettert. Dermed er det hensiktsmessig å gjennomføre analyser for å tallfeste usikkerheten. I de påfølgende delkapitlene har vi gjennomført en Monte Carlo simulering og en sensitivitetsanalyse for å adressere usikkerhetene.

11.2.1 Monte Carlo simulering

Som nevnt er resultatene fra verdsettelsen sensitive for usikkerhet i estimerte variabler. Budsjettering av de forskjellige variablene kan i beste fall estimeres, men det finnes ingen fasit. Monte Carlo simulering benyttes for å tallfeste usikkerheten rundt estimatet ved å endre på utvalgte variabler tilfeldig mellom fastsatte intervall gjennom flere iterasjoner (Knivsflå, 2023 4). Første steg i en Monte Carlo analyse er å velge hvilke variabler som skal inkluderes i simuleringen. I vurderingen må en bestemme hvilken type fordeling som skal benyttes for hver variabel. Fordelingene vi har brukt er normal- og uniformfordeling. I en normalfordeling har den midterste verdien høyest sannsynlighet for å bli valgt. Verdier får lavere sannsynlighet jo lengre bort fra midten de ligger. I en uniform fordeling er det like stor sannsynlighet for at alle verdier i intervallet blir valgt. Variablene vi har valgt å simulere er driftsinntektsvekst, omløpshastighet til netto driftseiendeler, driftsbeta, risikofri rente etter skatt og markedsrisikopremie.

Driftsinntektsvekst

Vi har besluttet å inkludere driftsinntektsvekst i usikkerhetsanalysen da det er en sentral budsjettdriver for fremtidsregnskapet. Samtidig er det en budsjettdriver som det er knyttet stor usikkerhet til da den reflekterer utviklingen i både omsatt kvantum og laksepriser i fremtiden. Basert på vår analyse har vi lagd et beste estimat, men det er, jf. PESTEL-analysen, usikkerhet knyttet til makroøkonomiske forhold. Vi har tidligere presisert at selskapet vil ha en vekst i steady state på forventet inflasjon + vekst i verdensøkonomien som blir 4 %. Dette estimatet er svært usikkert og estimert aksjeverdi er svært sensitiv for denne variabelen. Vi mener at budsjettert vekst +/- 2 % simulerer usikkerheten i variabelen. Vi bruker en uniform-fordeling for driftsinntektsvekst da estimatet vårt anses å ha like stor sannsynlighet for å forekomme som alle de andre verdiene i intervallet. Vi trekker forskjellig verdi for hver variable for hvert år, uavhengig av hverandre.

ONDE

En annen sentral budsjettdriver er selskapets omløpshastighet for netto driftseiendeler. ONDE ble budsjettert til å konvergere mot bransjesnittet i kapittel 9. Vi anser ONDE til å være en relevant variabel å simulere da det er vanskelig å estimere om selskapet vil faktisk vil konvergere mot bransjesnittet, samt at bransjesnittet kan endres. Videre er vår estimerte aksjeverdi svært sensitivt for endringer i ONDE. Etersom aksjeverdi er så følsom for endringer i ONDE, har vi besluttet å sette intervallet for simuleringen til +/- 0,05, slik at

endringene ikke overstyrer de andre variablene og dermed minsker nytten av å inkludere dem. Vi har også valgt en uniform fordeling slik at det er lik sannsynlighet for at simuleringen velger alle verdier i intervallet vårt.

Driftsbeta

Driftsbeta til selskapet inkluderes i simuleringen da den påvirker avkastningskrav til EK og drift. Vi har tidligere budsjettert driftsbeta til å være 0,79 og konvergerer mot bransjesnittet på 0,78. Vi bruker normalfordeling slik at vårt estimat er mest sannsynlig å bli valgt. I simuleringen har vi skjønnsmessig vurdert et standardavvik på +/- 0,05 til å være hensiktsmessig.

Risikofri rente

I kapittel 9 budsjetterte vi risikofri rente for budsjettthorisonen og konkluderte med at den vil stige fra nivået i dag. Likevel er det usikkerhet knyttet til vår forventning da risikofri rente er sterkt avhengig av makroøkonomiske faktorer, og en kan ikke forutse sjokk som kan gi uventede endringer i renten. Risikofri rente benyttes til beregningen av avkastningskrav og vi anser det dermed som nyttig å inkludere variabelen i simuleringen vår. Vi har satt standardavviket til +/- 0.5 % og benytter en normalfordeling slik at det er høyere sannsynlighet for at vår estimerte risikofri rente har høyere sannsynlighet for å bli valgt.

Markedsrisikopremien

Markedsrisikopremien er også en nyttig variabel å inkludere i simuleringen vår, da den påvirker avkastningskravene. Som tidligere nevnt er beste estimat for fremtidig markedsrisikopremie siste observerte premie. Utgangspunktet for markedsrisikopremien er dermed satt til 5 %, men ettersom det er vanskelig å estimere nøyaktig er det en god variabel å benytte til simuleringen. Intervallet er satt til 2 % basert på usikkerheten. Fordelingen er satt til uniform slik at det er like stor sannsynlighet for at alle verdier i intervallet blir valgt.

Oppsummering variabler

Under vises de forskjellige variablene vi har inkludert i Monte Carlo simuleringen, og intervallene som benyttes.

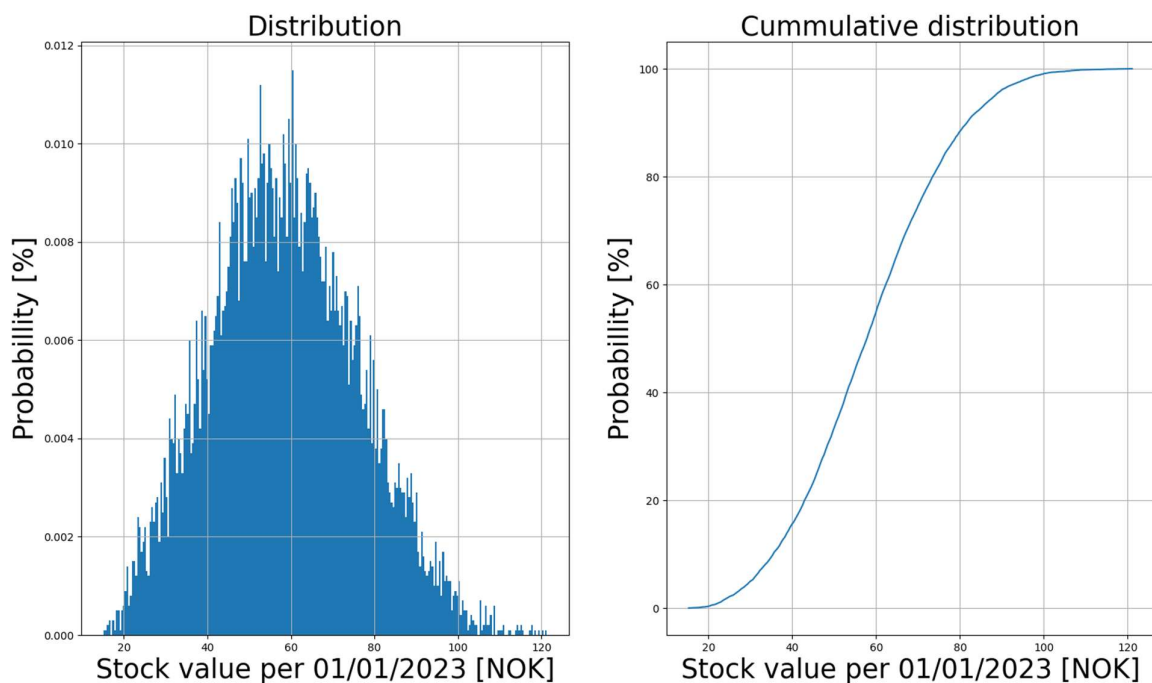
Variabler	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T +1	T+2
Driftsinntektsvekst	16 %	8 %	8 %	-2 %	-3 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Standardavvik	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
ONDE	1,33	1,27	1,22	1,16	1,11	1,05	1,00	1,00	1,00
Standardavvik	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Driftsbeta	0,79	0,79	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Standardavvik	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Risikofri rente etter skatt	1,31 %	1,52 %	1,73 %	1,94 %	2,15 %	2,36 %	2,57 %	2,57 %	2,57 %
Standardavvik	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Markedsrisikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Standardavvik	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

Figur 11.7 – budsjetterte variabler og variasjonsintervall til Monte Carlo.

11.2.2 Resultat

Vi har valgt å benytte 10 000 realiseringer av aksjepris per kjøring, noe som gir konsistente resultater. I figur under kan en se resultatet av simuleringen hvor samtlige utvalgte variabler trekkes fra sine respektive fordelinger. Gjennomsnittlig aksjeverdier NOK 58,52, som er nært vårt verdiestimat på 58,07. En kan se at simuleringen ikke inkluderer konkurrisiko, hvor aksjeverdi (stock value) er lik eller lavere enn null. Vi anser det heller ikke som nødvendig å gjøre justeringer for konkurrisiko basert på analysene i tidligere kapitler.

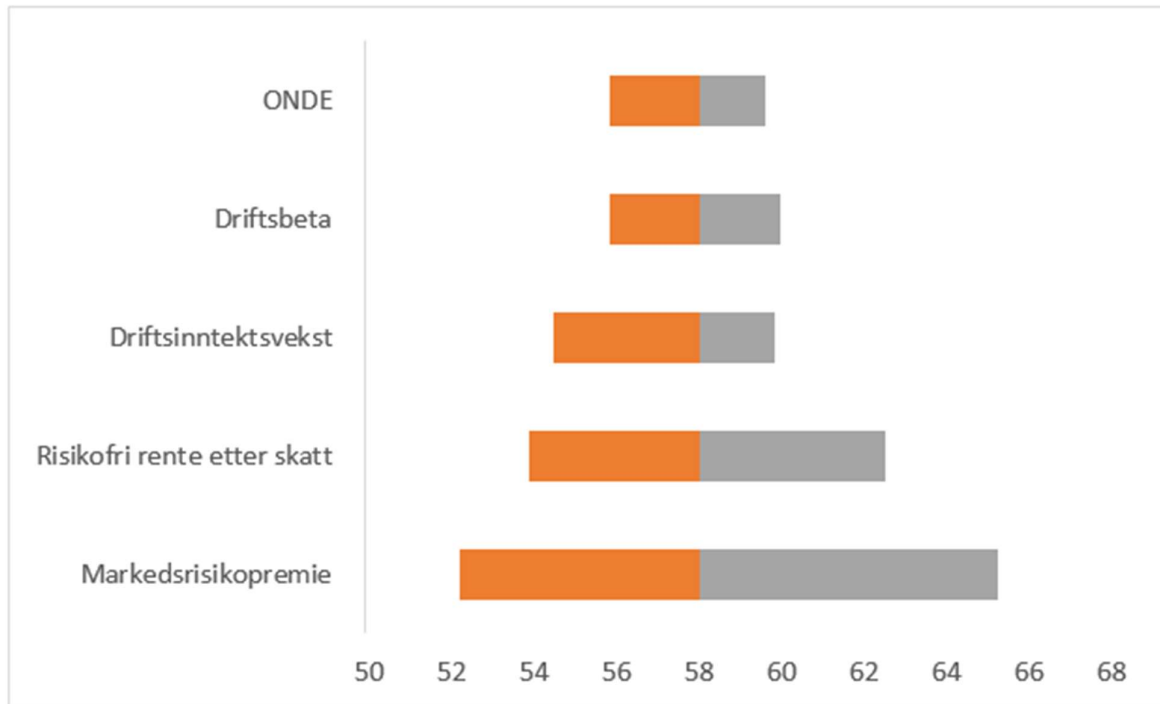
Vi kan benytte Monte Carlo simuleringen til å vurdere oppsidepotensial og nedsiderisiko. Vurderingen innebærer å se sannsynligheten for at resultatene i simuleringen er over 20 % høyere eller lavere enn verdiestimatet. Sannsynligheten for at aksjeverdien er over NOK 69,68 er 26,33 %, og under NOK 46,46 er 25,75 %. Dette innebærer at det er tilnærmet like stor sannsynlighet for at verdiestimatet er over- eller undervurdert i henhold til Monte Carlo analysen.



Figur 11.8 – Resultat Monte Carlo.

11.2.3 Sensitivitetsanalyse

Vi ønsker å gjøre en vurdering av hvor sensitivt verdiestimatet vårt er for hver enkelt variabel. En enkel sensitivitetsanalyse kan gjøres ved å sette hver av variablene til ytterpunktet i intervallene vi har satt over, og registrere verdiestimatet. Her varierer vi bare en variabel av gangen og ser hvordan det påvirker estimert aksjeverdi. For variablene med normalfordeling setter vi verdien til \pm to standardavvik. Under kan en se hvordan de enkelte variablene påvirker aksjeverdien. Det er tydelig at det foreligger størst variasjon ved endring i markedsrisikopremien.



Figur 11.9 – Variablenes individuelle påvirkning på verdivurdering.

En utfordring med sensitivitetsanalysen nevnt ovenfor er at variablene endres likt for alle årene og dermed ikke fanger usikkerheten knyttet til variasjon fra år til år. For å gjøre en mer robust sensitivitetsanalyse kjører vi en Monte Carlo analyse for hver variabel, individuelt. Dette gjør at man også fanger effekten av endringen i variablene fra år til år. Resultatene fra simuleringene kan sees under. Gjennomsnittlig aksjeverdi ligger i størrelsesordenen med simuleringen av alle variablene, noe som er forventet. Det som gir størst analytisk verdi, er standardavviket til simuleringen. En kan se her at estimert aksjeverdi er i stor grad sensitiv for endringer i ONDE. Standardavviket viser også at når en simulerer med variasjon for hvert år i budsjettperioden vil en se langt større usikkerhet i verdiestimatet en ved den enkle sensitivtesanalysen.

Variabel	Gjennomsnitt	Standardavvik
Driftsinntektsvekst	58,05	3,93
ONDE	58,23	16,13
Driftsbeta	58,10	1,00
Risikofri rente etter skatt	58,13	1,98
Markedsrisikopremie	58,48	4,11

Figur 11.10 – Resultat for Monte Carlo simulering per variabel.

11.3 Markedsbasert tilnærming

Etter en har utarbeidet et verdiestimater er det viktig å gjøre en vurdering om estimatet var rimelig (Knivsflå, 2023).

Som en rimelighetsvurdering av verdsettelsen benytter vi en markedsbasert verdsettelse slik at vi kan sammenligne resultatene. Vi benytter fire forskjellige multipler for å vurdere om vårt verdiestimater er rimelig:

- P/E
- EV/EBITDA
- EB/EBIT
- P/B

Multipel verdsettelse gjøres ved å beregne utvalgte forhold i selskap i bransjen og deretter bruke dette forholdet til å estimere LSGs verdi. Dataen til multiplene er hentet fra årsrapportene til de forskjellige selskapene i bransjeutvalget. Benyttet data til verdsettelsene kan sees under:

Selskap	LSG	MOWI	SalMar	Grieg
Antall utestående aksjer	595 774	517 110	131 410	112 030
* Sluttkurs siste handelsdag	55,15	165,53	384,80	78,60
= Markedsverdi egenkapital	32 856 918	85 597 218	50 566 568	8 805 558
+ Finansiell gjeld	9 674 488	21 273 623	21 447 869	4 540 316
+ Minoritetsinteresser	1 314 983	1 889 330	4 798 794	197 180
= Enterprise value	43 846 389	108 760 171	76 813 231	13 543 054
Bokført EK	21 023 693	38 765 432	24 154 763	6 485 708
Resultat etter skatt	3 165 122	7 934 671	3 715 408	1 153 779
EBIT	4 283 045	10 647 595	4 464 571	1 497 586
EBITDA	4 520 918	64 948 512	5 218 868	2 005 596

Figur 11.11 – Input data komparativ verdsettelse.

11.3.1 P/E

Price/Earnings ratio er en vanlig metode for å verdsette selskaper. P/E er forholdet mellom selskapets markedsverdi av egenkapital til bransjen og beregne LSGs forventede verdi fra dette forholdstallet. Vi kan se at samtlige selskaper har en relativt høy P/E, men at Grieg har

litt lavt og SalMar har litt høyt forhold. Selskapsverdien som denne metoden returnerer er NOK 56,33 og ligger ganske nært vår opprinnelige estimerte aksjeverdi.

Selskap	LSG	MOWI	SalMar	Grieg	Gjennomsnitt
Markedsverdi EK	32 856 918	85 597 218	50 566 568	8 805 558	
/ Resultat etter skatt	3 165 122	7 934 671	3 715 408	1 153 779	
= P/E	10,38	10,79	13,61	7,63	10,60

Resultat etter skatt	3 165 122
* Multipl faktor	10,60
= Verdi EK	33 558 657
/ Antall utestående aksjer	595 774
= Aksjeverdi	56,33

Figur 11.12 – Resultat P/E.

11.3.2 EV/EBITDA

Enterprise value/EBITDA er en annen vanlig multipl en kan benytte til å verdsette selskapet. Forholdet består av markedsverdien til et selskaps egenkapital pluss finansiell gjeld og minoritetsinteresser delt på EBITDA. EV/EBITDA har en langt større spredning enn P/E og at aksjeverdien er en del lavere. Det kan dermed vurderes at dette er en mindre nyttig størrelse, spesielt ved et så lite bransjeutvalg.

Selskap	LSG	MOWI	SalMar	Grieg	Gjennomsnitt
Enterprise value	43 846 389	108 760 171	76 813 231	13 543 054	
/ EBITDA	4 520 918	64 948 512	5 218 868	2 005 596	
= EV/EBITDA	9,70	1,67	14,72	6,75	8,21

EBITDA	3 165 122
* Multipl faktor	8,21
= Verdi EK	25 988 913
/ Antall utestående aksjer	595 774
= Aksjeverdi	43,62

Figur 11.13 – Resultat EV/EBITDA.

11.3.3 EV/EBIT

Enterprise value/EBIT er slik som navnet tilsier ganske lik EV/EBITDA, men man benytter bare EBIT. Her kan en se et mer jevnt nivå på tvers av bransjeutvalget, men SalMar har en spesielt høy EV/EBIT. Aksjeverdien blir her svært høy for LSG.

Selskap	LSG	MOWI	SalMar	Grieg	Gjennomsnitt
Enterprise value	43 846 389	108 760 171	76 813 231	13 543 054	
/ EBIT	4 283 045	10 647 595	4 464 571	1 497 586	
= EV/EBIT	10,24	10,21	17,21	9,04	11,68

EBIT	4 283 045
* Multipl faktor	11,68
= Verdi EK	50 004 604
/ Antall utestående aksjer	595 774
= Aksjeverdi	83,93

Figur 11.14 – Resultat EV/EBIT.

11.3.4 P/B

Pris/bok er forholdet mellom markedsverdien av egenkapital og den bokførte verdien av egenkapital. En anser normal P/B for et selskap til å være 1 (Knivsflå, 2023). Likevel ser en at normalen for bransjeutvalget er høyere og har et gjennomsnitt på opp mot 2. Her kan en igjen se et jevnere nivå i bransjen og vi får et mer rimelig verdiestimat.

Selskap	LSG	MOWI	SalMar	Grieg	Gjennomsnitt
Pris	32 856 918	85 597 218	50 566 568	8 805 558	-
/ Bokført EK	21 023 693	38 765 432	24 154 763	6 485 708	-
= P/B	1,56	2,21	2,09	1,36	1,81

Bokført EK	21 023 693
* Multipl faktor	1,81
= Verdi EK	37 958 595
/ Antall utestående aksjer	595 774
= Aksjeverdi	63,71

Figur 11.15 – Resultat P/B.

11.3.5 Oppsummering av markedsbasert tilnærming

Metode	Aksjeverdi
P/E	56,33
EV/EBITDA	43,62
EV/EBITDA	83,93
P/B	63,71
Gjennomsnitt	61,90

Figur 11.16 – Resultat komparativ verdsettelse.

Under viser aksjeverdiene til hver av de markedsbaserte metodene vi har anvendt, samt gjennomsnittet. Aksjeverdien fra de fire forskjellige markedsbaserte metodene har gitt et

gjennomsnitt på NOK 61,90, som ikke avviker mye fra estimatet fra de inntjeningsbaserte metodene som endte med aksjeverdi på 58,07. Den komparative verdsettelsen ved hjelp av multippel viser at verdiestimatet vi har gjort av LSG virker rimelig. Ettersom det ikke er store avvik, og det foreligger større usikkerheter i den inntjeningsbaserte metoden, ansees det ikke nødvendig å revurdere budsjetteringen av fremtidsregnskap og avkastningskrav. Ettersom multippel verdsettelsene varierer såpass mye velger vi å ikke justere verdiestimatet og beholder verdiestimat på NOK 58,07

12 Handelsanbefaling

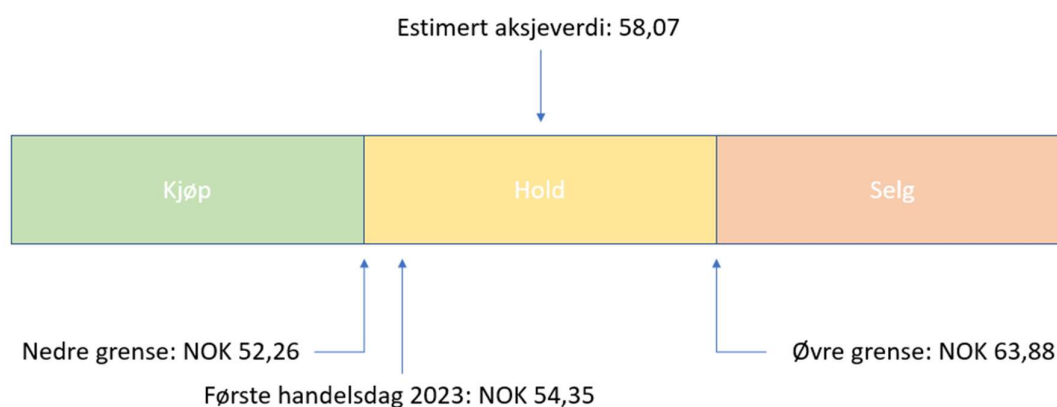
12.1 Anbefaling første handelsdag

Basert på de store variasjonene og den lignende aksjeverdien i den komparative verdsettelsen beslutter vi å beholde det opprinnelige verdiestimatet etter konvergens prosessen og fastslår at selskapets aksjeverdi per 01.01.2023 var NOK 58,07.

Verdiestimat LSG	
Metode	Aksjeverdi
DCF	58,07
Komparativ	61,90
Gjennomsnitt	59,99

Figur 12.1 – Resultat verdsettelse.

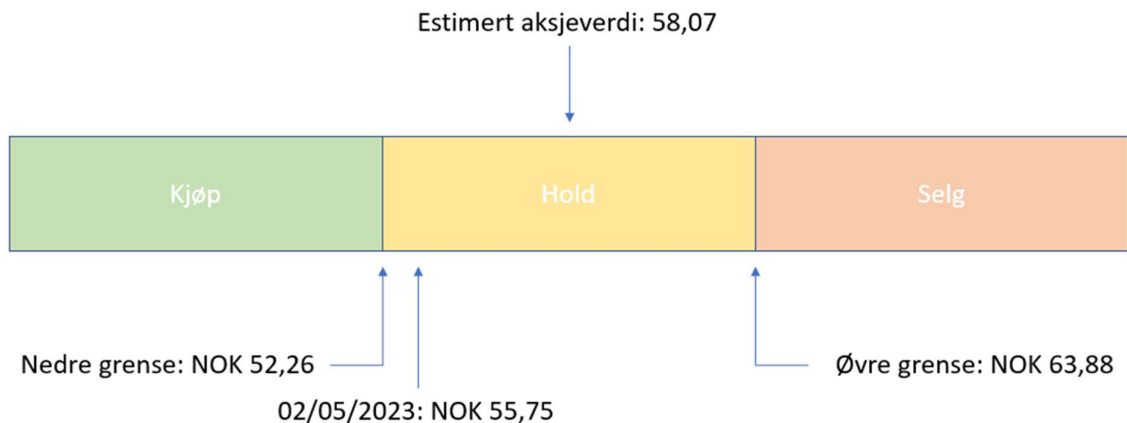
Aksjen til børsnoterte selskap og spesielt LSG omsettes i høye kvantum hver dag. Samtidig er bransjen og LSG i medias søkelys og det kommer stadig ny informasjon som påvirker markedet. Dette fører til at det er lite hensiktsmessig å vurdere vårt estimat opp mot en aksjekurs for bare én dag. Vi har dermed utarbeidet et intervall for handelsstrategien som gir litt mer rom for daglige kurssvingninger. Vi har benyttet et intervall på +/- 10 % av estimert aksjeverdi. Dersom faktisk aksjekurs er under eller over dette intervallet, vil vi anbefale henholdsvis kjøp eller salg.



Figur 12.2 – Handelsanbefaling per verdsettelsestidspunkt.

Som illustrert over ser vi at aksjekursen for første handelsdag 2023 (2. januar) var innenfor intervallet hvor vi anbefaler hold.

12.2 Anbefaling etter verdsettelsestidspunkt



Figur 12.3 – Handelsanbefaling etter verdsettelsestidspunkt.

Som nevnt varierer aksjekursen til LSG en god del. Vi har gjort en verdsettelse per 01.01.2023, men det er også hensiktsmessig å vurdere den mot aksjekurser på senere tidspunkt. I grafen under kan en se at selskapets aksjekurs har hatt svingninger fra 01.01.2023 til 30.04.2023 og at den til tider har vært så lav at den faller lavere enn “hold-intervallet” vårt og dermed ville resultert i en kjøpsanbefaling. Likevel har den per 30.04.2023 steget over kjøpsanbefalingen igjen. Snittkursen i perioden var 53,91 som heller ikke er lav nok til å få en kjøpsanbefaling.

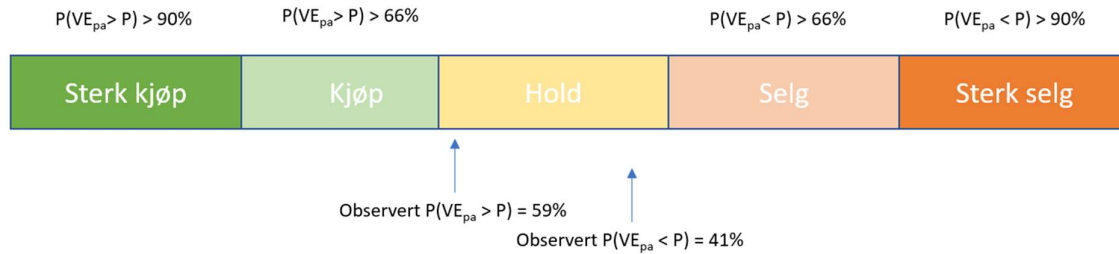


Figur 12.4 – Aksekurs etter verdsettelsestidspunkt.

Videre har vi foretatt en statistisk vurdering av estimert aksjeverdi. Under har vi beregnet differanse mellom estimert verdi per aksje (VEpa) og observert aksjepris (P). T-verdi beregnes ved å dele differansen på standardavviket som ble observert i Monte Carlo simuleringen. Høyere T-verdi indikerer at det er foreligger mer bevis for at en kan forkaste nullhypotesen om at $VEpa - P$ er ulik 0. Kritisk T er 1,68 og en kan dermed ikke si at VEpa er signifikant ulik P. Dersom man beregner sannsynlighet for at VEpa er høyere enn P får vi 59,31 %. Vi setter kritisk verdi for $P(VEpa > P)$ til 66 % for kjøp og 90 % for sterk kjøp, samt kritisk verdi for $P(VEpa < P)$ til 66 % for selg og 90 % for sterk selg (Knivsflå, 2023m).

Anbefaling	
VEpa	58,07
P	54,35
Differanse	3,72
Standardavvik VEpa	17,54
T-verdi	0,21
P(VEpa > P)	0,5772
Kritisk verdi	0,66
Anbefaling	HOLD

Figur 12.5 – Sannsynlighetsvurdering av verdiestimat.



Figur 12.6 – Handelsanbefaling etter verdsettelsestidspunkt.

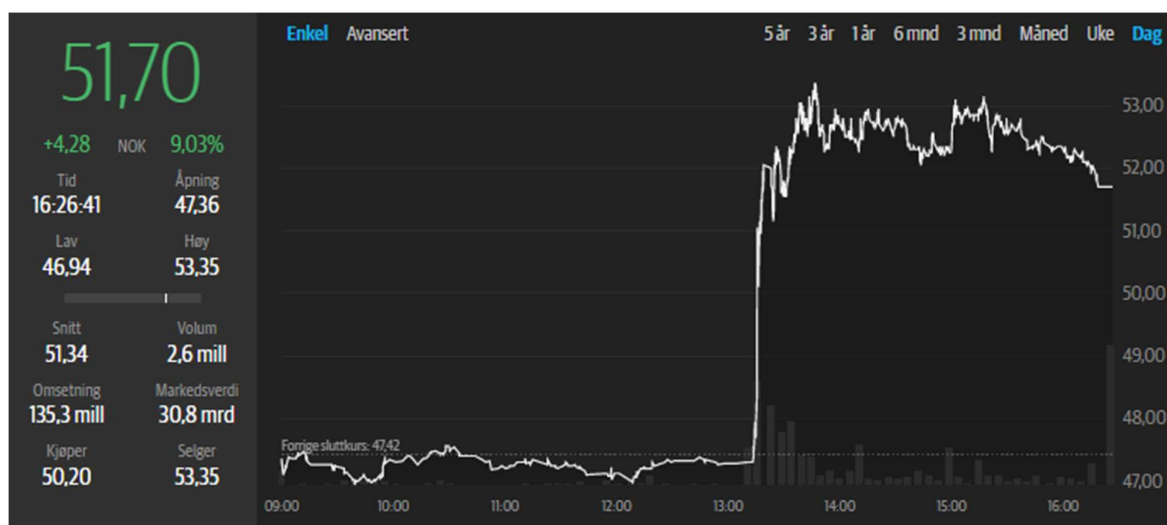
Vi har lagt et verdiestimat per 01.01.2023 for LSG, men ønsker også å vurdere om selskapets verdi er lavere enn hva en forventer den å være lenger frem i tid. Vi beregner et kursmål som en forventning til hva aksjekurs vil være 12 måneder frem i tid. Beregningen består av dagens verdiestimat, diskontert et år frem i tid med selskapets egenkapitalkrav. Vi ser at kursmålet er høyere enn VEpa og dermed vil en normalt gi kjøpsanbefaling. Likevel anser vi ikke kursmålet til å være vesentlig forskjellig enn verdiestimatet og kombinert med usikkerhetene rundt estimatet vårt anser vi det ikke som tilstrekkelig forskjellig og kan dermed ikke anbefale annet et hold basert på denne analysen.

Kursmål	
VEpa	58,07
Egenkapitalkrav	5,75 %
Kursmål	61,41

Figur 12.7– Kursmål.

12.3 Grunnrenteskatt

Vi har tidligere omtalt usikkerheten rundt verdiestimatet vedrørende grunnrenteskatten som ikke var avklart. Torsdag 25. mai 2023 har regjeringen besluttet at effektiv skattesats reduseres fra foreslåtte 35 % til 25 % (Dagens Næringsliv, 2023). Som nevnt har vi justert den inntjeningsbaserte verdsettelsen med 40 %, for å ta hensyn til den foreslåtte skattesatsen, samt representere usikkerheten. Det er klart at denne usikkerheten har vært hensyntatt av markedet, da nyhetene fikk aksjekursen til umiddelbart å øke med over 10 %.



Figur 12.8 – Aksjekurs 25. mai 2023 (Dagens Næringsliv, 2023).

Nyhетene om grunnrenteskatten kom nært på fristen for denne oppgaven og vi har avgrenset innhenting av informasjon til 01.05.2023. Likevel synes vi dette er informasjon av så stor betydning at vi mener det er hensiktsmessig å kommentere kunngjøringen. Vi har også gjennomført en neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer fra drift, hvor resultatene vises under.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1 2030	T+2 2031
Fri kontantstrøm fra drift	1 625 472	201 930	376 284	2 402 073	2 831 095	1 372 368	1 723 428	3 225 536	3 352 044
Netto driftskrav	5,99 %	6,22 %	6,45 %	6,67 %	7,90 %	8,12 %	8,37 %	9,37 %	9,37 %
Diskonteringsfaktor	1,00	0,94	0,88	0,82	0,74	0,68	0,62	0,53	0,49
Nåverdi av kontantstrømmer	1 625 472	190 111	332 091	1 978 920	2 088 888	928 837	1 064 267	1 723 629	1 637 841
NV i kontantstrømmer i budsjettperioden	8 208 585								
NV av fremtidig vekst	35 791 982								
Estimert selskapsverdi 01/01/2023	44 000 566								
Finansielle eiendeler 01/01/2023	1 441 337								
Verdi EK per 01/01/2023	45 441 903								
Utstedte aksjer	595 774								
Aksjeverdi per 01/01/2023	76,2738								

Figur 12.9 – Nåverdi av kontantstrøm til drift ved 25 % grunnrenteskatt.

En kan se her at fri kontantstrøm til drift gir en nåverdi på NOK 76,27, som er betydelig høyere enn vårt verdiestimat på 58,07. Igjen er denne økningen noe som reflekteres av kursøkningen på dato for kunngjøringen.

Vi vil presisere at den informasjonen om den fastsatte grunnrenteskatten trolig vil være vesentlig nok til å kunne påvirke en eksisterende eller potensiell investors beslutning.

12.4 Konklusjon

Verdivurdering per 01.01.2023 ga en estimert aksjeverdi på NOK 58,07 som er høyere enn aksjekursen i markedet på NOK 54,35. Vi sammenlignet observert kurs i et intervall på verdiestimat +/- 10 % og fant at heller ikke her var estimert verdi vesentlig høyere enn observerte verdien. Basert på denne analysen gir vi en hold-anbefaling per 01.01.2023.

Videre ønsket vi å gi anbefaling basert på sannsynligheten for at vårt estimat var feil. Dette ble gjort ved å benytte resultatene fra Monte Carlo analysen og vi sammenlignet sannsynligheten for at estimerer var høyere eller lavere enn fastsatte intervall. Vi har også her vurdert at anbefalingen er hold.

Til sist har vi sammenlignet verdiestimatet vårt med et beregnet kursmål. Kursmålet ble satt til NOK 61,41. Vi anser ikke dette til å være vesentlig høyere enn estimatet og beholder anbefalingen om hold.

På bakgrunn av resultatene fra våre analyser konkluderer vi med å anbefale å holde på den inntil videre, og ikke foreta kjøp eller salg av aksjen.

Litteraturliste

Faglitteratur

- Damodaran, Aswath. 2012. *Investment Valuation (3. Utgave)*. New Jersey: Wiley.
- Hitchner, James R. 2011. *Financial Valuation (3. Utgave)*. New Jersey: Wiley.
- Iversen, Audun. Asche, Frank. Hermansen, Øystein. Nystøl, Ragnar. (2020). *Production cost and competitiveness in major salmon farming countries 2003-2018*. Hentet fra: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0044848619300638>
- Kaldestad, Yngve og Møller, Bjarne (2016). *Verdivurdering (2. utgave)*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Koller, Tim. Goedhart, Marc. Wessels, David. 2020. *Valuation (7. Utgave)*. New Jersey: Wiley.
- Lekang, O. I. Salas-Bringas, C. Bostock, J. C. (2016). *Challenges and emerging technical solutions in on-growing salmon farming*. Hentet fra: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10499-016-9994-z>
- Penman, Stephen H. 2013. *Financial Statement analysis and Security Valuation (5. Utgave)*. New York: McGraw-Hill.

Internettider

- Barentswatch (n.d.). *Teknologi for lakseoppdrett*. Hentet fra: <https://www.barentswatch.no/havbruk/Teknologi> (Lest 20.04.2023).
- Barentswatch (2023). *Rømming*. Hentet fra: <https://www.barentswatch.no/havbruk/romming#:~:text=Fisk%20kan%20r%C3%B8mme%20fra%20b%C3%A5de,fiskeuttak%20eller%20skifte%20av%20n%C3%B8ter> (Lest 18.04.2023).
- Berge, Aslak (2020). *Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere*. Hentet fra: <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/> (Lest 18.01.2023).
- Corporate Finance Institute (2022). *Adjusted Beta*. Hentet fra: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/adjusted-beta/> (Lest 22.05.2023).
- Damodaran, A. (5. Januar 2023). Country Default Spread and Risk Premiums. Hentet 27. april 2023 fra: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Erko Seafood (n.d.). *Laksens livssyklus*. Hentet fra: <https://erkoseafood.no/laks/> (Lest 13.04.2023).
- e24.no (2022). *Derfor stuper lakseaksjene*. Hentet fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/abWXoE/derfor-stuper-lakseaksjene> (Lest 13.02.2023).
- Fish Pool. (n.d.). *Forward prices*. Hentet 15. april 2023 fra: <https://fishPool.eu/forward-prices/>
- Fiskedirektoratet (2021). *Redusert lønnsomhet og økte kostnader for produsentene av laks og regnbueørret i 2020*. Hentet fra:

- <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2021/reduisert-lonnsomhet-og-okte-kostnader-for-produsentene-av-laks-og-regnbueorret-i-2020> (Lest 16.04.2023).
- Forskning.no (2018). *Nei, oppdrettslaksen spiser ikke fem ganger så mye mat som den gir oss*. Hentet fra: <https://forskning.no/fisk-fiskehelse-havet/faktiskno-nei-oppdrettslaksen-spiser-ikke-fem-ganger-sa-mye-mat-som-den-gir-oss/1267992> (Lest 15.04.2023).
- Forskning.no (2019). *Unge spiser mer vegetarmat, men spiser likevel mest kjøtt*. Hentet fra: <https://forskning.no/mat-og-helse-oslomet-partner/unge-vil-spise-mer-vegetarmat-men-spiser-likevel-mest-kjott/1280707> (Lest 18.04.2023).
- Havforskningsinstituttet (2019). *Tema: Laks*. Hentet fra: <https://www.hi.no/hi/temasider/arter/laks#:~:text=Laksen%20har%20to%20livsfaser%3B%20de,ut%20i%20sj%C3%B8en%20som%20smolt.&text=Smolten%20vandrer%20ut%20gjennom%20fjordene,neste%20ett%20til%20fire%20%C3%A5r> (Lest 13.04.2023).
- Havforskningsinstituttet (2021). *Tema: Lakselus*. Hentet fra: <https://www.hi.no/hi/temasider/arter/lakselus> (Lest 16.04.2023).
- Havforskningsinstituttet (2021b). *Varmere klima gir mer lakselus*. Hentet fra: <https://www.hi.no/hi/nyheter/2021/august/varmere-klima-gir-mer-lakselus> (Lest 21.04.2023).
- Hima Seafood (2022). *Hima Seafood*. Hentet fra: https://himaseafood.com/?gclid=Cj0KCQjw6cKiBhD5ARIsAKXUdyZSAmbhLj1B4rS9Dnispu4oCqQYdT-0wb3e0zxODmndi_R40ZsQTbAaAj9IEALw_wcB (Lest 19.04.2023).
- Hydro (2020). *Cyberangrep på Hydro*. Hentet fra: <https://www.hydro.com/no-NO/media/pa-dagsorden/cyberangrep-pa-hydro/> (Lest 20.04.2023).
- iLaks.no (2021). *26 selskaper på Oslo Børs: 368 milliarder i lakseaksjer*. Hentet fra: <https://ilaks.no/26-selskaper-pa-oslo-bors-368-milliarder-i-lakseaksjer/#:~:text=Ved%20%C3%A5rtusenskiftet%20var%20det%20kun,b%C3%B8rsverdi%20p%C3%A5%20368%20milliarder%20kroner> (Lest 25.02.2023).
- Laksefakta.no (2021). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Hentet fra: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/> (Lest 25.04.2023).
- Laksefakta.no (2022). *Laksens økonomiske bidrag i samfunnet*. Hentet fra: <https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/laksens-bidrag-i-samfunnet/#:~:text=I%202021%20var%20den%20samlede,34%20milliarder%20kroner%20i%202021> (Lest 17.04.2023).
- Laksefakta.no (2023). *Hvor frisk er oppdrettslaksen?* Hentet fra: [https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/hvor-frisk-er-oppdrettslaksen/#:~:text=Infeksi%C3%B8s%20lakseanemi%20\(ILA\)%2C%20Pancreas,eller%20seleksjon%20av%20robust%20laks](https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/hvor-frisk-er-oppdrettslaksen/#:~:text=Infeksi%C3%B8s%20lakseanemi%20(ILA)%2C%20Pancreas,eller%20seleksjon%20av%20robust%20laks) (Lest 17.04.2023).
- Lerøy Seafood Group ASA (n.d.a). *Om oss*. Hentet fra: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/> (Lest 20.01.2023).
- Lerøy Seafood Group (2022). *Årsrapport 2021*. Hentet fra: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/arsrapport-2021/lsg-aarsrapport-2021.pdf> (Lest 10.02.2023).

- Lerøy Seafood Group (2023). *Årsrapport 2022*. Hentet fra: <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapport-2022/> (Lest 01.05.2023).
- Miljødirektoratet (2022). *Utslipp av næringssalter fra fiskeoppdrett*. Hentet fra: <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/forurensning/overgjodsling/utslipp-av-naeringssalter-fra-fiskeoppdrett/> (Lest 17.04.2023).
- Miljødirektoratet (2023). *Ekstremvær globalt*. Hentet fra: <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/Ekstremvar/> (Lest 21.04.2023).
- Misund, B. (28. februar 2023). *Lønnsomhet i havbruk – Quo vadis?* Intrafish. <https://www.intrafish.no/kommentarer/lonnsomheten-i-havbruk-quo-vadis-/2-1-1409011>
- Mowi (2023). *About*. Hentet fra: <https://mowi.com/about/> (Lest 03.05.2023).
- Nasjonalt råd for næring (2011). *Kostråd for å fremme folkehelsen og forebygge kroniske sykdommer*. Hentet fra: https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/kostrad-for-a-fremme-folkehelsen-og-forebygge-kroniske-sykdommer-metodologi-og-vitenskapelig-kunnskapsgrunnlag/Kostr%C3%A5d%20for%20%C3%A5%20fremme%20folkehelsen%20og%20forebygge%20kroniske%20sykdommer%20%E2%80%93%20metodologi%20og%20vitenskapelig%20kunnskapsgrunnlag.pdf/_attachment/inline/2a6293e0-169e-41bd-a872-f3952dbb22c2:0d09926111d614e6059e804b7f9b21c17bd0c1cd/Kostr%C3%A5d%20for%20%C3%A5%20fremme%20folkehelsen%20og%20forebygge%20kroniske%20sykdommer%20%E2%80%93%20metodologi%20og%20vitenskapelig%20kunnskapsgrunnlag.pdf (Lest 15.04.2023).
- Nordic Credit Rating (03. oktober 2023) *Lerøy Seafood Group*. <https://nordiccreditrating.com/issuer/leroy-seafood-group-asa>
- Norges Bank. (n.d.). *Statsrenter*. Hentet 17. april 2023 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/statsrenter/>
- Norges Bank (n.d.). *Styringsrenten*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/> Lest(17.04.2023).
- Norges Bank (2023). *Investorrelasjoner*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/Investorrelasjoner/> (Lest 24.05.2023).
- Norges Sjømatråd (2021). *Norsk laks – verdens mest populære fisk*. Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norsk-laks--verdens-mest-populare-fisk/> (Lest 17.04.2023).
- Norges Sjømatråd (2021b). *Laks, etterspørsel og transport – hvordan blir det fremover?* Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/laks-etterspørsel-og-transport-hvordan-blir-det-fremover/> (Lest 18.04.2023).
- Norges Sjømatråd (2023). *Norge eksporterte sjømat for 151,4 milliarder kroner i 2022*. Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norge-eksporterte-sjomat-for-1514-milliarder-kroner-i-2022/> (Lest 21.02.2023).
- Norsk Sjømatråd (2023). *Valutaeffekt, verdivekst og volumnedgang for sjømateksporten i februar*. Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/valutaeffekt-verdivekst-og-volumnedgang-for-sjomeksporten-i-februar/> (Lest 17.04.2023).

- Proff (2022). *Lerøy Seafood Group ASA*. Hentet fra: https://www.proff.no/roller/ler_%C3%B8y-seafood-group-asa/bergen/hovedkontortjenester/IG4P5LO10NZ/ (Lest 14.02.2023).
- Proff (2023). *Grieg Seafood ASA*. Hentet fra: <https://www.proff.no/regnskap/grieg-seafood-asa/bergen/hovedkontortjenester/IFNKVPY10NZ/> (Lest 01.05.2023).
- Proff.no (2023b). *Auke Fertilizer AS*. Hentet fra: <https://www.proff.no/selskap/auke-fertilizer-as/bryne/renovasjon/IFCY0GF01DV/> (Lest 19.04.2023).
- PwC (2022). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> (Lest 24.05.2023).
- Regjeringen (2021). *Heilskapeleg plan for å nå klimamålet*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/kld/nyheter/2021/heilskapeleg-plan-for-a-na-klimamalet/id2827600/?expand=factbox2827603> (Lest 16.04.2023).
- Regjeringen (2022). *Fargeleggingen i trafikklyssystemet i havbruk er klar*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/fargelegging-i-trafikklyssystemet-i-havbruk/id2917698/> (Lest 16.04.2023).
- Regjeringen (2023). *Regjeringens forslag om grunnrenteskatt på havbruk*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-forslag-om-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2968430/> (Lest 15.04.2023).
- Rydje, O, M. & Eidesvik, A. (26. mai 2023). *Dagens Næringsliv*. <https://www.dn.no/politikk/grunnrenteskatt/arbeiderpartiet/senterpartiet/enighet-om-lakseskatt-pa-stortinget/2-1-1456436>
- Statistisk Sentralbyrå (2017). *Fra attåtnering til milliardindustri*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/fra-attatnaering-til-milliardindustri> (Lest 19.02.2023).
- Store Norske Leksikon (2023). *Fiskeoppdrett*. Hentet fra: <https://snl.no/fiskeoppdrett> (Lest 16.02.2023).
- Ulriksen & Johannessen (2022). *Verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Grieg Seafood ASA* [Masteroppgave]. Norges Handelshøyskole. Verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Grieg Seafood ASA. NHH Brage. <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/handle/11250/3017133>
- Veterinærinstituttet (n.d.). *Lakselus*. Hentet fra: <https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/lakselus> (Lest 16.04.2023).

Offentlige utredninger

- NOU 2019:18. *Skattlegging av Havbruksvirksomhet*. Oslo: Finansdepartementet. Henter fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/>

Forelesningsnotater

- Kinserdal, Finn (2022). *MRR443: Verdsettelse i regnskapet*. Hentet fra: https://nhh.instructure.com/courses/1685/files/264498?module_item_id=88324
- Knivsflå, Kjell Henry (2022a). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra: https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/ACC421A_%20-%20001.pdf

-
- Knivslå, Kjell Henry (2022b). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2003.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202003.pdf)
- Knivslå, Kjell Henry (2022c). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2004.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202004.pdf)
- Knivslå, Kjell Henry (2022d). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2005.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202005.pdf)
- Knivslå, Kjell Henry (2022e). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2007.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202007.pdf)
- Knivslå, Kjell Henry (2022f). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2009.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202009.pdf)
- Knivslå, Kjell Henry (2022g). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2010.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202010.pdf)
- Knivslå, Kjell Henry (2022h). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2011.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202011.pdf)
- Knivslå, Kjell Henry (2022i). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2013.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202013.pdf)
- Knivslå, Kjell Henry (2022j). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2014.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202014.pdf)
- Knivslå, Kjell Henry (2022k). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2015.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202015.pdf)
- Knivslå, Kjell Henry (2022l). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2017.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202017.pdf)
- Knivslå, Kjell Henry (2022m). *ACC421A: Verdivurdering*. Hentet fra:
[https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440 %20- %2019.pdf](https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202019.pdf)