

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Våren 2023

Lerøy Seafood Group ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Asbjørn Christopher Hesthagen Berger & Martinus Fjeldstad Naalsund

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Masteroppgave, Masterstudiet i Regnskap og Revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon 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.

Sammendrag

I denne masterutredningen er det blitt utført en omfattende strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Lerøy Seafood Group ASA (Lerøy). Masteroppgavens formål er å estimere verdien av egenkapitalen per 31. desember 2022. Fundamental verdivurdering er oppgavens hovedmetode, supplert med komparativ verdsettelse. Det endelige verdiestimatet ble avslutningsvis sammenlignet med børskurs på verdsettelsestidspunktet, for å avgi en anbefalt handlingsstrategi av Lerøy-aksjen.

Første del av masteroppgaven begynner med en presentasjon av Lerøy og oppdrettsbransjen, deretter følger strategisk analyse. Den eksterne bransjeanalysen belyser at oppdrettsnæringen er attraktiv, dette bekreftes senere av lønnsomhetsanalysen som viser en bransjefordel på 7,3 %. Restriktiv konsesjonspolitik medfører høye inngangsbarrierer som følgelig demper konkurransen.

Miljømessige utfordringer er bransjens største trussel og svekker produksjonen av laks. Høy etterspørsel etter laks som sådan kombinert med begrensninger i tilbudet, driver prisene opp.

Internanalysen avdekker at Lerøy ikke har varig konkurransefortrinn. Den negative ressursfordelen tilskrives en marginulempe, som beror på at Lerøy har høyere driftskostnader per krone i driftsinntekter enn bransjen. Dette mener vi skyldes høyere relative førkostnader.

Rentabilitetsanalysen konkluderer med negativ ressursfordel på -2,4%.

Del 2 av oppgaven begynner med en omfattende omgrupperings- og justeringsprosess av Lerøy og de komparative selskapenes regnskap. Fra regnskapsanalysen fremgikk det at Lerøy ikke innehar likviditets- eller soliditetsrisiko, og er godt rustet til å håndtere potensielle nedgangstider. Videre ble selskapets historiske avkastningskrav estimert, samt utarbeiding av rentabilitetsanalyser.

Lønnsomhetsanalysen slo fast at Lerøy i perioden 2016-2022 har oppnådd strategisk fordel på 5,58%, bakteppet er i hovedsak bransjefordelen.

I siste del av oppgaven ble det utarbeidet et fremtidsregnskap og -krav. Usikkerhet i dag vedrørende grunnrenteskatt vil medføre en lavere strategisk fordel på kort sikt, men mot steady state har vi estimert en vekst på 3,29%. Den fundamentale verdsettelsen resulterte i et verdiestimat på 55,5 kr per aksje. For å fastslå usikkerheten i verdiestimatet ble det foretatt en simuleringsanalyse av de viktigste budsjettdriverne. Analysen fastslo høy usikkerhet, verdiestimatet var særlig følsomt overfor endringer i driftsinntektsvekst og netto driftsmargin ved budsjettthorisonen. Vi benyttet multipler som supplerende verdsettelse, gjennomsnittet av disse ble 71,17 kr per aksje. Ved å vekte den fundamentale metoden 80 % og den komparative verdsettelsen 20 %, kom vi frem til et endelig estimat på kroner 58,6 per aksje. Den 23. mai 2023 var børskursen 50,8, dermed konkluderer oppgaven med kjøpsanbefaling på aksjen. Årsaken til at vårt estimat er høyere enn børskursen, skyldes i hovedsak at markedet er mer pessimistisk til grunnrenteskatten.

Førord

Denne masteroppgaven inngår som del av vår toårige mastergrad i regnskap og revisjon (MRR) ved Norges Handelshøyskole (NHH). Utredningen utgjør 30 studiepoeng og er gjennomført våren 2023.

Utførelsen av masteroppgaven har vært en spennende prosess, hvor vi har tilegnet oss betydelig kunnskap. Som med ethvert prosjekt, har vi møtt både oppturer og nedturer, men vi er tilfredse med sluttresultatet. Vår oppgave har bidratt til ny kunnskap som vil forberede oss for arbeidslivet. Vi håper at leseren vil dra nytte av vår masteroppgave og at den vil være engasjerende å lese gjennom.

Vi ønsker å uttrykke takknemlighet til vår veileder, Kjell-Henry Knivsflå, for hans gode tilbakemeldinger gjennom hele oppgaveprosessen. Veiledningen har vært avgjørende for vår forståelse og utvikling, og vi er takknemlige for den tid og innsats han har lagt ned. Vi setter også pris på god tilgjengelighet når vi har hatt spørsmål.

Bergen, mai 2023

Asbjørn Christopher Hesthagen Berger

Martinus Fjeldstad Naalsund

Innholdsfortegnelse:

.....	I
Kapittel 1: Introduksjon	1
1.1 Motivasjon.....	1
1.2 Målsetning.....	2
1.3 Avgrensning.....	2
1.4 Oppgavens oppbygging	2
Kapittel 2: Presentasjon av bransje og virksomhet.....	4
2.1 Selskapet.....	4
2.1.1 Historikk.....	4
2.1.2 Strategi og visjon.....	5
2.2 Oppdrettsbransjen.....	5
2.2.1 Historikk.....	5
2.2.2 Nåværende størrelse og økonomisk betydning i Norge.....	6
2.2.3 Nære konkurrenter	7
2.2.4 Viktigste artene og områder for oppdrett aktiviteter.....	7
2.2.5 Villaks.....	8
2.2.6 Oppdrettsfisk.....	9
2.2.7 Utfordringer i bransjen.....	9
2.2.7.1 Operasjonell risiko: sykdom og rømming.....	9
2.2.7.2 Rømt oppdrettslaks.....	10
2.2.7.3 Lakselus	10
2.2.7.4 Utslipp fra fiskeoppdrett.....	11
2.2.8 Tiltak for å forbedre bærekraften i oppdrett.....	11
2.2.8.1 Bærekraftig fiskefôr	12
2.2.8.2 Muligheter.....	13
2.2.9 Helsefordeler ved fisk	13
2.2.10 Laksepris.....	13
2.2.11 Førkostnader	14
2.2.12 Landbasert oppdrettsanlegg.....	14
2.3 Makroforhold.....	14
2.3.1 Politiske og juridiske forhold	14
2.3.1.1 Forslag om innføring av grunnrenteskatt	14
2.3.1.2 Usikkerhet knyttet til EU Taxonomien.....	17
2.3.1.3 Etableringsregulering.....	17
2.3.1.3.1 Trafikklyssystemet	19
2.3.1.4 Krig i Ukraina.....	20
2.3.2 Økonomiske forhold	20
2.3.2.1 Valuta.....	20
2.4 Konkurrenter	21
2.4.1 Salmar	21
2.4.2 Mowi.....	22
2.5 Hvordan skiller Lerøy seg ut fra bransjen?.....	24
2.5.1 Størrelse.....	24
2.5.1.1 Finansielt overblikk.....	25

2.5.2 Produktbredde	25
2.5.2.1 Marked	25
2.5.3 Verdikjeden	25
Kapittel 3: Verdivurderingsmetoder	27
3.1 Ulike verdivurderingsmetoder	27
3.2 Valg av verdsettelsesmetode	28
3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering	30
Kapittel 4: Rammeverk for strategisk analyse	33
4.1 Ekstern bransjeorientert analyse	33
4.1.2 Pestel	33
4.1.2.1 Politiske og juridiske faktorer	33
4.1.2.2 Økonomiske faktorer	34
4.1.2.3 Sosiokulturelle forhold	35
4.1.2.4 Teknologiske forhold	35
4.1.2.4 Miljømessige faktorer	36
4.1.2.5 PESTEL oppsummering	36
4.1.3 Porters fem konkurransekrefter	37
4.1.3.1 Trussel fra nyetableringer	37
4.1.3.2 Trussel fra substitutter	38
4.1.3.3 Kundens forhandlingsposisjon	39
4.1.3.4 Leverandørers forhandlingsmakt	40
4.1.3.5 Rivalisering blant etablerte aktører	41
4.1.3.5.1 Konsentrasjon av konkurrenter	41
4.1.3.5.2 Bransjevekst	41
4.1.3.5.3 Høye faste kostnader	42
4.1.3.5.4 Strategisk satsing	42
4.1.3.5.5 Avviklingshindringer	42
4.1.3.6 Oppsummert	43
4.2 Intern ressursorientert analyse	43
4.2.1 VRIO	44
4.2.1.1 Størrelse	45
4.2.1.2 Produktbredde	45
4.2.1.3 Verdikjede	46
4.2.1.4 Oppsummering VRIO	46
4.3 SWOT- analyse	47
Kapittel 5: Regnskapsanalyse	49
5.1 Rammeverk	49
5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse	49
5.2.1 Analysenivå	50
5.2.2 Analyseperiode	50
5.2.3 Komparative selskaper	51
5.3 Presentasjon av rapporterte tall	51
5.4 Omgruppering for analyse	53
5.4.1 Omgruppering av resultatet	54

Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster	56
Steg 4: Fordeling av skattekostnaden	58
5.4.2 Omgruppering av balansen	60
5.4.3 Omgruppering av kontantstrøm	67
5.5 Målefeil og justering	67
5.5.1 The good = ekr*-ekkk	68
5.5.2 The bad = ekr- ekr*	68
5.5.3 The ugly = ekr- ekr _{IFRS}	69
5.5.4 Justeringer	69
5.6 Bransjens omgrupperte og justerte regnskap	71
5.7 Rammeverk for forholdstallsanalyse	73
Kapittel 6: Analyse av risiko	75
6.1 Analyse av kortsiktig risiko	75
6.1.1 Likviditetsgrad 1	75
6.1.2 Likviditetsgrad 2	76
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad	77
6.1.4 Rentedekningsgrad	79
6.2 Analyse av langsiktig risiko - Soliditetsrisiko	80
6.2.1 Egenkapitalprosent	80
6.2.2 Netto driftsrentabilitet	81
6.2.4 SYNTETISK RATING	82
Kapittel 7: Avkastningskrav	85
7.1 Egenkapitalkostnad (avkastningskrav til EK)	85
7.2 Krav til egenkapital og minoritet	86
7.2.1 Risikofri rente	86
7.3.2 Beta	87
7.3.3 Markedets risikopremie	90
7.3.4 Illikviditetspremie	91
7.3 Avkastningskrav til egenkapitalen over perioden	92
7.4 Finansielle krav	92
7.4.1 Finansielt gjeldskrav	92
7.4.2 Finansielt eiendelskrav	93
7.4.3 Netto finansielt gjeldskrav	95
7.4.4 Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta	96
7.5 Egenkapital, minoritet og selskapskrav	97
7.5.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav	97
7.5.2 Selskapskrav	98
7.5.2.1 Syssestatt kapitalkrav	98
7.5.2.2 Netto driftskrav	98
7.6 Oppsummering	98
Kapittel 8: Lønnsomhetsanalyse	99
8.1 EBIT- margin	99
8.2 Omløpet til netto driftskapital	100

8.3 Netto driftsrentabilitet.....	101
8.4 Egenkapitalrentabilitet.....	101
8.5 Strategisk fordel.....	102
8.5.1 Driftsfordel.....	103
8.5.1.1 Bransjefordel drift.....	104
8.5.1.2 Ressursfordel drift.....	104
8.5.1.2.1 Marginfordel.....	105
8.5.1.2.2 Omløpsfordel.....	107
8.5.1.2.3 Oppsummering dekomponert ressursulempe.....	109
8.5.1.3 Gearing fordel drift.....	109
8.5.2 Finansieringsfordel.....	110
8.6 Oppsummering strategisk fordel.....	111
Kapittel 9: Fremtidsregnskap.....	113
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap.....	113
9.2 Valg av budsjetthorisont T og budsjettpunkter.....	114
9.3 Valg av detaljnivå.....	115
9.4 Valg av framskrivning for budsjettdriverne.....	115
9.5 Rammeverk for budsjettering.....	116
9.5.1 Steg 1: Budsjettere driftsinntekter.....	116
9.5.2 Steg 2 Budsjettert netto driftseiendeler.....	121
9.5.3 Steg 3 Budsjettert netto driftsresultat.....	124
9.5.4 Steg 4 Budsjettert netto finansiell gjeld.....	127
9.5.5 Steg 5 Budsjetterte netto finanskostnader.....	131
9.5.6 Steg 6 Minoritetsinteresser.....	133
9.6 Presentasjon av fremtidsregnskap.....	133
Kapittel 10: Fremtidskrav og strategisk fordel.....	135
10.1 Krav til egenkapital og minoritetskrav.....	135
10.1.1 Estimat av risikofri rente.....	135
10.1.2 Egenkapitalbeta.....	136
10.1.3 Markedets Risikopremie.....	136
10.1.4 Ekstra illikviditetspremie.....	136
10.1.5 Estimert egenkapitalkrav.....	137
10.2 Finansielle krav.....	137
10.2.1 Finansielt gjeldskrav.....	137
10.2.2 Finansielt eiendelskrav.....	138
10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav.....	138
10.3 Selskapskrav.....	139
10.4 Strategisk fordel.....	140
10.5 Oppsummering.....	140
Kapittel 11: Verdsettelse.....	142
11.1 Egenkapitalmetoden.....	142
11.2 Selskapskapitalmetoden.....	144

11.2.1 Verdi av minoritetsinteresser	144
11.2.2 Netto driftskapitalmetoden	144
11.2.3 Sysselsatt kapital modellen	145
11.2.4 Oppsummering av første verdiestimat	146
<i>11.3 Konvergens prosedyre.....</i>	<i>147</i>
<i>11.4 Sensitivitetsanalyse.....</i>	<i>148</i>
Kapittel 12: Komparativ Verdsettelse.....	150
<i>12.1 Price / Earnings.....</i>	<i>150</i>
<i>12.2 Pris/Bok.....</i>	<i>151</i>
<i>12.3 EV/EBITDA.....</i>	<i>152</i>
<i>12.4 EV/EBIT.....</i>	<i>152</i>
<i>12.5 Komparativt verdiestimat.....</i>	<i>153</i>
Kapittel 13: Konklusjon og handlingsstrategi	155
<i>13.1 Oppsummering.....</i>	<i>155</i>
<i>13.2 Handlingsstrategi.....</i>	<i>156</i>
13.2.1 Sentiment	157
Litteraturliste:	158

Kapittel 1: Introduksjon

I dette kapittelet vil vi presentere motivasjon for valg av selskapet, oppgavens målsetning, diskutere de avgrensningene vi har gjort, og presentere strukturen for utredningen.

1.1 Motivasjon

Gjennom studiet har vi utviklet en interesse for verdsettelse og ønsket å utvide vår kunnskap på området. Vi tror at oppgavens omfang og dybde vil gi oss verdifull erfaring som vi kan dra nytte av i vårt fremtidige arbeidsliv.

Valget på selskap falt på Lerøy Seafood Group av en rekke grunner. En viktig grunn er selskapets lokale forankring i Bergen. Lerøy Seafood Group, med hovedkontor i Bergen, er et av de ledende oppdrettsselskapene i verden og har en interessant og rik historie i Norge. Selskapets tilknytning til Bergen ga oss muligheten til å utforske og analysere en virksomhet med sterke bånd til lokalsamfunnet.

Videre var vi fascinert av Lerøy sin posisjon i oppdrettsbransjen. Lerøy representerer en bred verdikjede innen sjømat, og den mangfoldige virksomheten gir et spennende og komplekst studieobjekt, som tillater oss å undersøke og forstå ulike aspekter av bransjen og virksomhetens drift.

En annen viktig faktor som påvirket valget, er aktualiteten knyttet til grunnrenteskatten. I starten av semesteret var det knyttet stor usikkerhet til grunnrenteskatten. Effekten av den potensielle skatten medfører betydelige implikasjoner for selskapene i oppdrettsbransjen. Å analysere historiske tall, samt Lerøys tilnærming til denne usikkerheten, var det interessant å tilegne seg et grundig bilde på hvilken effekt dette potensielt kan ha.

Samlet sett gir valget av Lerøy som tema for oppgaven oss muligheten til å utforske en ledende aktør med sterke lokale røtter i Bergen. Oppgavens omfang gir oss mulighet til å undersøke selskapets strategi, visjon og posisjon i bransjen, samt analysere utfordringene de møter. Gjennom denne oppgaven kan vi få et helhetlig bilde av Lerøys virksomhet, samt de strategisk, økonomiske og risikomessige aspektene knyttet til selskapet og bransjen generelt.

1.2 Målsetning

Målsettingen med masterutredningen er å beregne verdien av Lerøy Seafood Groups egenkapital og tilhørende aksjekurs per 31.12.2022. Verdiestimatene er basert på fundamental verdsettelse og en supplerende komparativ verdsettelse. Vi vil sammenligne det endelige verdiestimatet med børskursen på verdsettelsestidspunktet og utarbeide en handlingsstrategi basert på resultatene. Problemstillingen er følgende:

Hva er egenkapitalverdien til Lerøy Seafood Group per 31.12.2022?

1.3 Avgrensning

Oppgaven er basert utelukkende på allment tilgjengelig informasjon fra offentlige kilder som årsrapporter, kvartalsrapporter, faglitteratur, nyhetsartikler og analyseinstitutter. De inkluderte selskapene er alle børsnoterte. I analysen for 2022 har vi benyttet oss av tilgjengelige kvartalsrapporter og har derfor måttet estimere visse regnskapsposter. MoWi rapporterer i euro, og som følge av valutaomregninger kan det oppstå omregningsdifferanser.

1.4 Oppgavens oppbygging

Denne masteroppgaven tar for seg en omfattende analyse og verdsettelse av Lerøy Seafood Group. Oppgaven er strukturert i ulike kapitler som gir en helhetlig og grundig innsikt i selskapet, oppdrettsbransjen og de økonomiske faktorene som påvirker det.

I kapittel 2 blir selskapet introdusert med fokus på historikk, strategi og visjon.

Oppdrettsbransjen blir også grundig gjennomgått, inkludert historikk, størrelse og økonomisk betydning i Norge. Videre blir nære konkurrenter, viktige arter og områder for oppdrettsaktiviteter samt utfordringer i bransjen presentert.

Kapittel 3 tar for seg ulike verddivurderingsmetoder, og valget av verdsettelsesmetode blir diskutert.

Videre vil vi utføre en strategisk regnskapsanalyse av Lerøy som vises i kapittel 4-8. I

kapittel 4 blir det gitt et rammeverk for strategisk analyse, inkludert en ekstern bransjeorientert analyse og intern ressursorientert analyse. Regnskapsanalyse blir grundig utført i kapittel 5, der rapporterte tall blir presentert og omgruppert for analyseformål.

Risikoanalyse blir behandlet i kapittel 6, med fokus på både kort- og langsiktig risiko.

Avkastningskravene til selskapet blir vurdert i kapittel 7. Lønnsomhetsanalyse blir utført i kapittel 8, der ulike nøkkeltall som EBIT-margin, netto driftsrentabilitet og egenkapitalrentabilitet blir vurdert.

Innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen vil bli brukt til å budsjettere den finansielle situasjonen til Lerøy. I kapittel 9 blir fremtidsregnskapet utarbeidet ved hjelp av et rammeverk for budsjettering. Kapittel 10 fokuserer på fremtidskrav og strategisk fordel, der egenkapitalkrav, finansielle krav og selskapskrav blir vurdert.

I kapittel 11 gjennomføres en verdsettelse av Lerøy Seafood Group ved hjelp av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Videre blir disse estimatene konverget for å få et felles estimat. Komparativ verdsettelse blir behandlet i kapittel 12, der ulike forholdstall som Price/Earnings og EV/EBITDA blir anvendt. Til slutt, i kapittel 13, blir oppgaven oppsummert, og det utarbeides en handlingsstrategi basert på de foregående analysene.

Denne oppgaven gir dermed en grundig analyse og verdsettelse av Lerøy Seafood Group, med fokus på ulike aspekter som påvirker selskapet og bransjen det opererer i.

Kapittel 2: Presentasjon av bransje og virksomhet

2.1 Selskapet

Lerøy Seafood Group er et verdensledende sjømatelskap med hovedkontor i Bergen. Hovedaktiviteten til selskapet er lakse- og ørretoppdrett, hvitfisk fangst, foredling, utvikling av produkt, markedsføring, salg og distribusjon av deres produkter. Konsernet har 5 500 ansatte, og virksomheten strekker seg til over 80 ulike land. LSG driver med fangst og havbruk langs hele norskekysten, men har også fabrikker rundt i store deler av Europa. I tillegg til et bredt utvalg av fabrikker i Europa, har de salgskontorer i USA, Japan og Kina. (Lerøy, 2022)

2.1.1 Historikk

Lerøy har røtter tilbake til slutten av 1800-tallet. Ole Mikkel Lerøen drev med salg av levende fisk, og virksomheten hans utviklet seg i begynnelsen av 1900-tallet. Året 1939 ble Hallvard Lerøy AS etablert av to av de ansatte i Ole Mikkel Lerøens virksomhet. Grossisten og sjømateksportøren Hallvard Lerøy AS investerte i mottak for pelagisk fisk, hvit fisk og i havbruk. Konsekvensen av dårlige resultater og svak kapitalisering førte til at selskapet måtte selge disse investeringene for å fokusere på kjernevirksomheten, grossist- og eksportvirksomhet. I 1994 startet arbeidet for å reetablere en sunn forretning ved å gjennomføre en kriseemisjon. På den tiden var egenkapitalen verdsatt til 20 millioner kroner. (Lerøy, 2022)

For å tilpasse seg vekstmulighetene og økte kundekrav innenfor havbruk ble det i 1997 gjennomført en rettet emisjon. Emisjonen mot finansielle investorer hadde som formål å utvikle konsernet gjennom hele verdikjeden. Dette ble starten på en rekke store investeringer i næringen. I 2002 ble selskapet børsnotert. (Lerøy, 2022)

I dag er selskapet en av de største produsentene av atlantisk laks og ørret. Dette er grunnet organisk vekst, betydelige investeringer og en rekke oppkjøp siden børsnoteringen i 2002. I 2016 ble Havfisk ASA og Norway Seafoods AS oppkjøpt, noe som gjorde Lerøy Seafood Group til Norges største konsern. (Lerøy, 2022)

2.1.2 Strategi og visjon

Visjonen til Lerøy er “å være den ledende og mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat.”

En sentral del av LSG sin strategi er å være en helintegrert leverandør av selskapets hovedprodukter. Med dette menes det å bearbeide og selge høykvalitets varer helt ut til konsumenten. Innen 2025 så har Lerøy Seafood Group som mål å: “Lage verdens mest effektive og bærekraftige verdikjede for sjømat.”

I årsrapporten for 2021 har konsernet presentert prioriterte oppgaver som skal danne grunnlaget for å nå visjonen og målet.

Helt siden børsnotering har oppkjøp og strategisk forretningsutvikling vært en sentral del av strategien. Dette vil fortsatt være avgjørende for å videreutvikle konsernet. Både på kunde- og leverandørsiden er det viktig for Lerøy å bygge langsiktige relasjoner.

For å forbedre og utvikle operasjonell effektivitet og for å redusere risiko har LSG opprettet et system de kaller “Lerøy Way”. Dette har blitt et viktig system som innebærer veiledende prinsipper og metoder.

Bærekraft har blitt et veldig sentralt punkt for alle selskaper som ønsker å utvikle seg, og gjennom kontinuerlig forbedring av prosesser har konsernet et stort fokus på å redusere deres fotavtrykk i sin egen verdikjede.

Kontinuerlig vekst er avgjørende for at selskapet skal lykkes, og blant de prioriterte oppgavene er å utvikle menneskene i Lerøy og å skape en lærende og innovativ organisasjon. (Lerøy, 2022)

2.2 Oppdrettsbransjen

2.2.1 Historikk

Havbruksnæringen på norskekysten har raskt vokst til en stor og suksessrik næring. På fire til fem tiår har den utviklet seg fra en primitiv eksperimentell fase til en høyteknologisk industri med høy verdiøkning. Norge er verdensledende innen lakseoppdrett og laks er en av landets største eksportvarer. (Hovland et al., 2014).

Utviklingen av havbrukssektoren kan deles inn i tre faser. Pionerfasen varte til tidlig på 1970-tallet, da industrien begynte å eksperimentere og høste erfaringer. Gjennombrudds- og vekstfasen fant sted på 1970-1991-tallet, da næringen ble en lønnsom næring med typiske norske særpreg og stort utviklingspotensial. Fra 1992 og frem til i dag har industrien gjennomgått konsentrasjon og omstrukturering, og har blitt en bransje. (Hovland et al., 2014)

På 1970-tallet ble laksen viktigere enn regnbueørret fordi den var lettere å markedsføre og solgte bedre. Havbruksnæringen ble lisensiert og utvidet, og laks ble en solid merkevare i Europa og USA. Økt produksjonsvekst, markedsmetning og et kraftig prisfall på 1980-tallet førte imidlertid til at mange bedrifter gikk konkurs. (Hovland et al., 2014)

I 1991 ble oppdrettsloven endret, og lempet på eierskapsbegrensninger og åpnet for "utenlandsk" kapital. Siden den gang har eierkonsentrasjonen i norsk havbruk økt og i 2007 sto de tre største selskapene for nesten halvparten av den totale produksjonen. Fra 1992 til 2009 var veksten enorm, med sterk økning i produksjon, eksport og verdiskapning. Havbruksnæringen på norskekysten har oppnådd stor suksess på kort tid. Med sine teknologiske fremskritt og markedslederskap gir havbruksnæringen et viktig bidrag til norsk økonomi. (Hovland et al., 2014)

2.2.2 Nåværende størrelse og økonomisk betydning i Norge

Fiskeoppdrett i Norge har vært en viktig sektor for norsk økonomi de siste tiårene, med en betydelig økning i produksjon og eksport av oppdrettsfisk. I 2022 eksporterte Norge sjømat for 151,4 milliarder kroner. Dette er den høyeste verdien målt for norsk sjømat, og hele 25 % høyere enn forrige rekord. Denne verdien er nesten en tredobling av total eksport i 2012, og understreker at eksporten av oppdrettsfisk har hatt en betydelig økning. Til tross for at verdien på eksporten har økt betraktelig, har eksportert mengde ikke økt i samme takt. Dette tyder på at verdiene på sjømat har økt i en høyere takt enn mengden eksportert. Eksporttall fra januar 2023 viser en prisvekst på 23 % sammenlignet med samme periode i fjor. (Norges Sjømatråd, 2023).

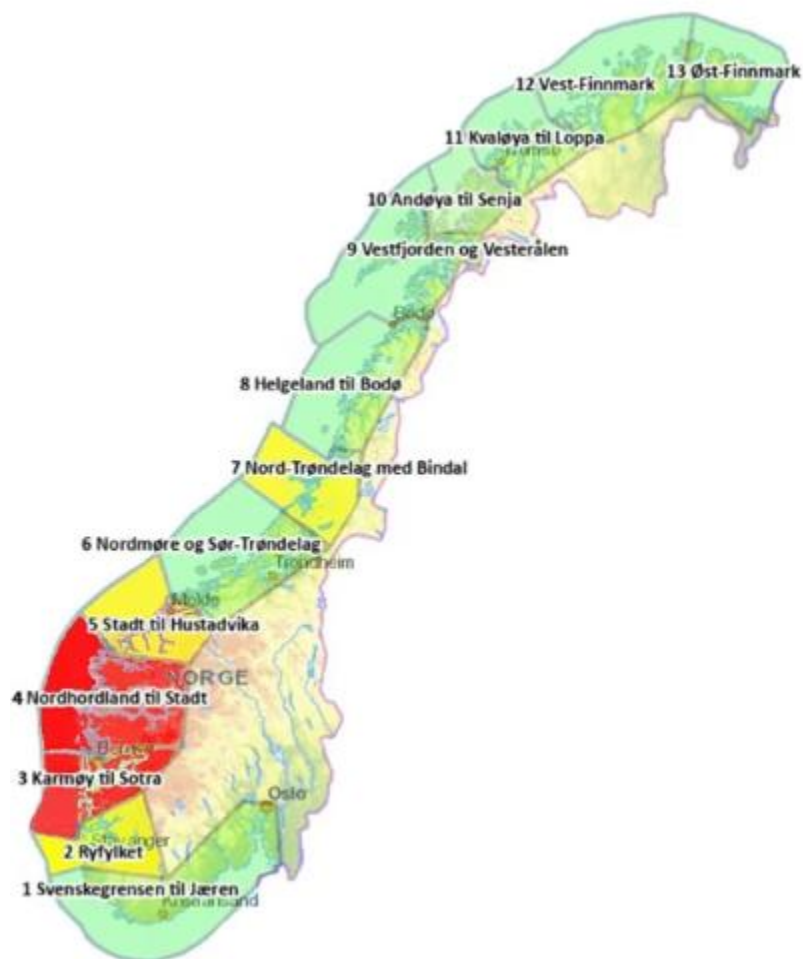
2.2.3 Nære konkurrenter

De største norske oppdrettsselskapene inkluderer Mowi, Lerøy Seafood Group, og SalMar. Disse selskapene er blant de største fordi de har vært i stand til å bygge sterk merkevare, etablerte leveringskjeder, og øke sin produksjonskapasitet gjennom ekspansjon og oppkjøp. Mowi er verdens største produsent av laks og har stor tilstedeværelse i flere land. Mowi har en sterkere global tilstedeværelse, med operasjoner i over 20 land. Videre tilbyr Mowi sjømatprodukter til mer enn 70 land (Mowi, 2022, s. 4). Selskapet har investert i produksjonskapasitet, forskning og utvikling, samt vellykkede oppkjøp, for å øke sin markedsandel. Lerøy Seafood Group har også en stor tilstedeværelse i oppdrettsbransjen, og har virksomhet i flere land. Lerøy selger sjømat til over 80 markeder i hele verden (Lerøy, 2022, s. 11). Selskapet har hatt suksess i utviklingen av sin produksjonskapasitet, og øke sitt produktvalg gjennom oppkjøp og samarbeid med andre selskaper. SalMar er likeledes blant de største oppdretterne av laks i Norge, med tilstedeværelse utenlands. Alle disse selskapene har utvist en bevissthet rundt miljø og bærekraft, som har bidratt til å styrke deres merkevare og posisjon i Norge.

2.2.4 Viktigste artene og områder for oppdrett aktiviteter

Som tidligere nevnt er fiskeoppdretten en viktig industri i Norge. De viktigste artene som produseres i oppdrett er laks, ørret og regnbueørret. Disse artene har et høyt markedspotensial på grunn av høy kvalitet og smak.

Laks er den mest dominerende arten i norsk fiskeoppdrett, med rundt 1,25 millioner tonn eksportert i 2022. Disse tallene indikerer at laks har et stort potensial for videre vekst i oppdrett. Ørret er også en viktig art innenfor norsk fiskeoppdrett med rundt 55 tusen tonn eksportert i 2022. (Norges Sjømatråd, 2023)



Figur 2-1 Traffikklyssystemet langs Norges kyst. Skjerm bilde fra (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022)

Produksjonsområdene til norsk oppdrett sprer seg langs hele norskekysten. Nærings- og fiskeridepartementet har delt inn i 13 ulike produksjonsområder. Fargene på bildet representerer trafikklyssystemet som vil bli ytterligere forklart senere i oppgaven.

2.2.5 Villaks

Smolt er en benevnelse på ung laksefisk som er klar for utvandring fra ferskvann til saltvann. Smolten gjennomgår en fysiologisk tilpasning til å tåle saltvann før utvandringen, som kalles smoltifisering. Før smoltifisering holder villaks til i elver og bekker. Smoltifiseringen fører til en atferdsendring hos fisken, ved at smolten danner stimer og svømmer nedstrøms med strømmen. (Vøllestad og Borgstrøm, 2022). Fisken utvikler seg fysisk, den blir sterkere og kroppen blir mer strømlinjeformet, som gjør den til en bedre svømmer (Dyrevernalliansen,

2022). Smolten utvandrer når den er mellom 1-6 år, avhengig av art og lokalitet. Videre varierer smoltealderen. I noen sørlige elver kan smolten være 1-2 år, alderen øker lenger mot nord, og i nordnorske elver kan smoltealderen være helt opp i 6-7 år. (Vøllestad og Borgstrøm, 2022)

2.2.6 Oppdrettsfisk

Norge produserer størstedelen av verdens oppdrettslaks, i tillegg til blant annet regnbueørret (Dyrevernalliansen, 2022). Lakseyngelen holdes i kar på land til den har utviklet seg til smolt, det vil si ca. 80-100 gram. Smolten overføres deretter til merder i sjøen. Naturlige strømninger i havet og tidevann kan tale for at oppdrettslaksen holdes i sitt naturlige habitat. (Havforskningsinstituttet, 2023)

2.2.7 utfordringer i bransjen

Oppdrettsnæringen har blitt en svært sentral del av norsk økonomi, men den har også møtt mange utfordringer og bekymringer. De viktigste problemene omfatter miljøpåvirkning, sykdom hos fisk, og sikkerhet for matvarer. Miljøpåvirkning er en av de største bekymringene for oppdrettsbransjen, og forskjellen mellom de ulike bestandene er dermed stor.

2.2.7.1 Operasjonell risiko: sykdom og rømming

Ettersom havbruk foregår i relativt åpne farvann, er ødeleggelse av utstyr med påfølgende rømming av fisk en risiko. En merd kan inneholde opptil 200 000 oppdrettsfisk (Dyrevernalliansen, 2022). Slike merder utgjør intensive kulturer. Det kan skape økt risiko for sykdom, som lakselus. Det kan forsøkes bøtes på gjennom god kvalitet på smolt, vaksinasjoner, godt dyrehold, og gode lokaliteter (Lerøy, 2022). Kvaliteten på smolt beror på at det kun er de mest levedyktige smolt som slippes ut i merder. I en intensiv kultur som en merd er, vil bevegelsesfriheten til laksen være begrenset, som kan skape stress. I tillegg lever smolten tettere på hverandre enn det som er naturlig for en villaks. Samlet sett kan det øke

stresset fiskene står overfor, som kan føre til sykdommer og forringe kvaliteten på fisken som når ut til konsumentene.

2.2.7.2 Rømt oppdrettslaks

Rømt oppdrettslaks er en stor trussel mot norsk villaks. I Norge blir det årlig produsert om lag 400 millioner laks og regnbueørret gjennom oppdrett, det årlige innsiget av villaks er derimot bare på rundt 500 000. Følgelig vil det bety at det er ekstremt mye større andel av oppdrettsfisk enn villaks. Blant oppdrettslaksen er det hvert år noen som rømmer fra oppdrettsanlegget. I perioden 2009- 2019 var det innrapportert rundt 190 000 rømte oppdrettslaks i året, men Fiskeridirektoratet mistenker at det reelle tallet er høyere. Trusselen oppdrettslaks medfører villaks er alvorlige, og kan resultere i at ville laksebestander kan bli kritisk truet, eller dø ut. Årsaken til denne trusselen er at de ville laksebestandene har tilpasset seg forholdene. Undersøkelser som er gjort ved innblanding av oppdrettslaks viser at rømt laks får færre avkom enn villaksen. Villaksen avkom har en tregere vekst enn oppdrettslaksen, og oppdrettsavkom har lavere sannsynlighet for å overleve i sjøen. (Miljødirektoratet, 2022)

2.2.7.3 Lakselus

Lakselus er en trussel for oppdrettsfisk og villfisk i havet. Det er et krepsdyr i saltvann, som angriper fisk som laks og sjørørret. En enkelt lakselus kan forårsake alvorlige skader på fisken, og bare 4-5 lus på en ung laks kan redusere vekst og overlevelse. Luseangrep kan videre føre til forstyrrelser i fiskens saltbalanse og økende sårbarhet vedrørende andre sykdommer. (Miljødirektoratet, 2021)

For sjørørreten kan lakselus føre til at fisken vil vandre tilbake til elven tidligere, som igjen kan føre til redusert vekst og forplantningsdyktighet. Rammet laks vil derimot vandre tilbake til elven et ekstra år, som kan redusere antallet laks som returnerer til elvemunningene. En annen trussel mot vill laksefisk er at lakselus også er smittebærer av ulike sykdommer. (Miljødirektoratet, 2021)

2.2.7.4 Utslipp fra fiskeoppdrett

Oppdrett av fisk ble etablert i Norge på 1970-tallet og de første anleggene var ofte plassert i beskyttede områder med liten vannutskiftning. Dette førte til en opphoping av organisk materiale under anleggene, som resulterer i nedslamming og redusert vannkvalitet.

(Miljødirektoratet, 2022a)

Med økt kunnskap vedrørende de negative virkningene, ble mange av oppdrettsanleggene flyttet til dypere, mer åpne områder med bedre vannstrømning for å forbedre vannkvaliteten. Oppdrettsanleggene har vokst i størrelse og produksjonen har økt kraftig de siste 20-30 årene. Til tross for at anleggene nå prøver å redusere sine utslipp, har den økte produksjonen i fiskeoppdrett ført til en økning i menneskeskapte tilførsler av fosfor. I tillegg er fiskeoppdretten en stor kilde til nitrogenutslipp. (Miljødirektoratet, 2022a)

Miljøpåvirkningen ved disse utlippene er verst under, eller i nærheten av oppdrettsanleggene. I store områder med flere anlegg, eller områder med dårlig vannutskiftning kan den totale belastningen bli stor. Sjøbunnen kan bli negativt påvirket ved at oksygeninnholdet blir lavt. Konsekvensen er dermed stor for dyr og fisk som lever på sjøbunnen.

Andre problemer som blir nevnt i Miljødirektoratets miljøstatus vedrørende fiskeoppdrett er miljøgift i fiskefor, bruk av kobber og legemidler og forstyrrelser i marineliv.

(Miljødirektoratet, 2022a)

2.2.8 Tiltak for å forbedre bærekraften i oppdrett

Både næringen og myndighetene ønsker å forbedre fiskeoppdretten i Norge, slik at den blir både lønnsom og miljøvennlig. Det er viktig å ta hensyn til lokalbefolkning, fiskere og kystfolk, slik at de får bruke havet og kystområdene.

Myndighetene og oppdretterne har som mål å unngå rømming helt, men det har vist seg å være en utfordring. For å redusere rømmingen, stiller en ny forskrift om teknisk standard for flytende akvakulturanlegg krav til oppdrettsanleggene. Denne forskriften er kalt Nytekk-forskriften, og har som formål å sikre forsvarlig teknisk standard på anleggene. Bedre driftsrutiner, bedre anlegg og bedre plassering av anleggene bidrar også til å redusere rømmingen. (Miljødirektoratet, 2022)

Oppdrettsnæringen står overfor en rekke utfordringer når det gjelder å bekjempe lakselus, da lusmengden ofte når et gitt nivå hvor oppdretterne er pålagt å ta tiltak. Et problem med slike tiltak er at de vanligste og mest effektive kjemikaliene for lusebekjempelse er giftige for krepsdyr som lever rundt oppdrettsanleggene. (Miljødirektoratet, 2022)

Lakselusen har også utviklet resistens mot de mest effektive kjemikaliene, noe som har ført til at alternative metoder må tas i bruk. De siste årene har det vært en økning i bruken av alternative metoder, som rensefisk, ferskvann, varmt vann, spyling og nedsenkede traktmerder, for å redusere lakselus i merdene. (Miljødirektoratet, 2022)

Oppdrettsnæringen er en viktig del av norsk økonomi, og det er derfor påkrevd å sikre at den er bærekraftig for miljøet. Næringssalter og organiske partikler kan ha negativ påvirkning på miljøet, og derfor er det viktig å få mer kunnskap om hvordan de påvirker havet.

For å sikre at miljøet ikke tas skade, har myndighetene innført strenge krav til miljøovervåking i området rundt oppdrettsanleggene. Dette bidrar til å gi oppdrettere og forvaltningen mer informasjon om hva som skjer i området, slik at det blir mulig å sette inn tiltak tidlig. (Miljødirektoratet, 2022)

Overvåkingsprogrammene gir også et bedre kunnskapsgrunnlag for å vurdere risiko og konsekvenser av oppdrettsdrift, noe som er viktig for å sikre at næringen blir lønnsom og bærekraftig. Dette kan bidra til å redusere negative virkninger på miljøet, samtidig som man sikrer at næringen fortsatt kan drive en lønnsom virksomhet. (Miljødirektoratet, 2022)

2.2.8.1 Bærekraftig fiskefôr

Lerøy har fokus på sertifisering og sporbarhet av råvarer knyttet til fiskefôr, på bakgrunn av miljøhensyn. (Lerøy, 2022).

Lerøys største potensial for reduksjon av CO₂-utslipp er i fiskefôr, som utgjør 42 % av deres totale klimautslipp. Lerøy jobber derfor kontinuerlig med partnere og interessenter for å implementere nye råmaterialer. Soya er en viktig råvare som benyttes i dyre- og fiskefôr. Potensiell skattlegging eller forbud mot soya som en ingrediens i fiskefôr, vil drive Lerøy til alternative fôrkilder, som kan påvirke den overordnede fôrkostnaden. Til tross for at 100% av soya brukt i fôr er sertifisert, har markedet vurdert soya som et dårlig råmateriale av hensyn til klima. Anvendelse av soya kan dermed skade Lerøys omdømme. (Lerøy, 2022a).

2.2.8.2 Muligheter

Søkelyset på bærekraft har bidratt til at Lerøy retter fokuset mot klimavennlige løsninger. Innovasjoner som muliggjør produksjon av ingredienser til fiskefôr nærmere hjemmemarkeder, kan redusere avhengigheten av ustabil forsyning av råmaterialer som soya. Det vil i tillegg redusere transport, med påfølgende reduksjon i kostnader og utslipp. Lerøy samarbeider med leverandører om klimavennlige løsninger med hensyn til fiskefôr. Det kan forbedre omdømme, og potensielt inntjening. Økt effektivitet med hensyn til foredling av fisk, som i fiskefôr, kan redusere kostnader. (Lerøy, 2022a).

Lerøy har investert betydelige summer i nye råmaterialer for fiskefôr. Et estimat basert på gjennomsnittet fra 2021 viser at Lerøys investering i nye fôringredienser er ca. 250 millioner kroner de siste 4 årene. (Lerøy, 2022a).

	2021
Total feed use	270 000 Kg
Total use of Marine Raw materials	34%
Use of Forage fish, percentage of marine ingredients	66%
Use of trimmings & by-products, percentage of marine ingredients	34%
Approximate spending on novel feed ingredients since 2018 – ytd.	250 MNOK

Tabell 2-1 Oppsummering av fiskefor. Skjerm bilde hentet fra (Lerøy, 2022a)

2.2.9 Helsefordeler ved fisk

Inntak av fisk kan redusere risikoen for død av hjertesykdom. Videre er fisk en god kilde til næringsstoffer som protein, vitamin B12 og D, jod og selen, og omega-3 fettsyrer (Helsedirektoratet, 2021). Det anbefales å spise fisk til middag 2-3 ganger i uken (Helsedirektoratet, 2016).

2.2.10 Laksepris

Lakseprisen er volatil. Eksempelvis beløp gjennomsnittsprisen for hel laks seg til 71 kroner pr. kg. i oktober 2022, sammenlignet med 57 kroner pr. kg. for samme tid året før (Rørhus, 2022). Lerøy rapporterer en betydelig prisvekst første halvdel av 2022, etterfulgt av en kraftig prisnedgang i tredje kvartal. Det skyldes blant annet sterk vekst i slaktevolum i Norge. Større volum førte med seg lavere marginer, inntjeningen fra havbruk var likevel høy. Inntjeningen fra havbruk i 4. kvartal 2022 økte fra fjerde kvartal 2021 og henføres til høyere prisoppnåelse

(LSG, 2023, Q4, s. 4). Dermed kan lakseprisen være gjenstand for svingninger, selv på kort sikt, som taler for at det er en volatil størrelse.

2.2.11 Fôrkostnader

Fôrkostnader er en viktig innsatsfaktor i oppdrettsbransjen (Mowi, 2022, s.150). Dermed utgjør endring i fôrpris en likviditetsrisiko. Fôrkostnader påvirkes av prisutviklingen på marine råvarer og landbruksprodukter. (Lerøy, 2022).

2.2.12 Landbasert oppdrettsanlegg

Landbasert oppdrettsanlegg kan være et supplement til sjøbasert oppdrett, med hensikt å øke produksjonen av oppdrettslaks. Fordelene med landbasert oppdrett er at produksjonen foregår i mer kontrollerte omgivelser enn i sjø. Kontrollerte omgivelser på land kan hindre rømning, og smitte av lakselus, og utslipp. Imidlertid stilles det store krav til vannkvalitet, fôrkvalitet, hygiene og fiskevelferd. I tillegg til kontrollerte omgivelser kreves det mindre tilgang til vann, dermed vil tilgjengelige lokaliteter i mindre grad være begrenset enn for sjøbasert oppdrettsanlegg. (Havforskningsinstituttet, 2023). Videre er landbasert oppdrett relativt nytt i forhold til tradisjonelt sjøbasert oppdrett. Dermed kan det være usikkerhet knyttet til lønnsomhet ved produksjon i stor skala på land, ettersom det er relativt nytt. Det kreves store arealer for å drive landbasert oppdrett, et slikt anlegg kan dekke 90 000 m² med bygg, og oppta en kilometer lang strekning langs kysten. (Heggen, 2022).

2.3 Makroforhold

2.3.1 Politiske og juridiske forhold

2.3.1.1 Forslag om innføring av grunnrenteskatt

Den 28. september 2022 sendte Finansdepartementet på høring et forslag om å innføre grunnrenteskatt på havbruk. I skrivende stund er denne høringen fortsatt under behandling. Forslaget innebærer en grunnrenteskatt på havbruk med virkning fra og med 1. januar 2023. (Regjeringen, 2022)

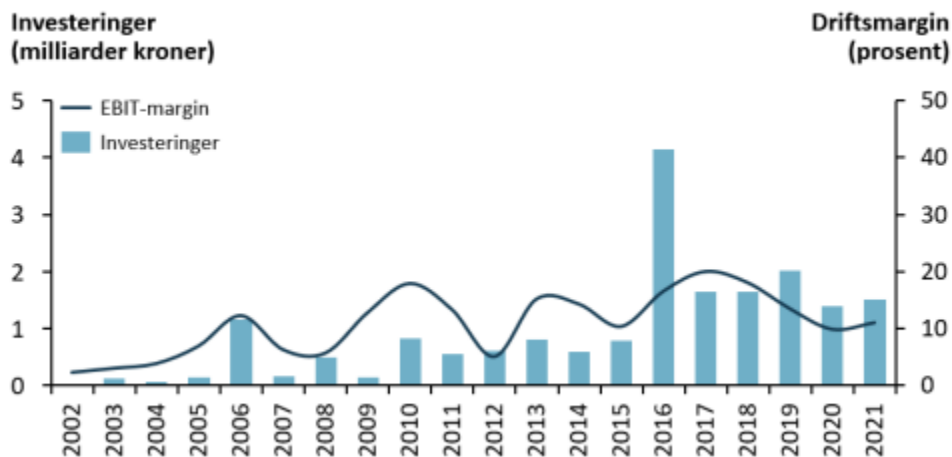
Grunnrente er en tilleggsinntekt som kommer fra å eie naturressurser. Begrepet kommer fra det engelske ground rent, hvilket opprinnelig er inntekt fra eierskap til jordbruk. Begrepet har blitt brukt for å beskrive den kompensasjonen som ble gitt til jordeieren fra den som drev jorden. (Thomassen & Semet, 2022)

Forslaget til finansdepartementet omhandler at grunnrenten skattlegges med en effektiv sats på 40 %. Dette forslaget vil kun gjelde de største aktørene, følgelig vil dette være av betydning for Lerøy Seafood Group. Formålet med denne skatten er å sørge for at de samfunnene som stiller naturressursene til disposisjon, skal sikres en sum av denne grunnrenten. Regjeringen anslår at dette vil øke skatteinntektene til 3,65 og 3,8 milliarder kroner. (Regjeringen, 2022).

Ved å innføre en grunnrenteskatt på havbruk er det av finansdepartementets oppfatning at lokalsamfunn som stiller naturressurser disponibelt, skal tildeles en andel av grunnrenten. Videre argumenteres det i forslaget at ved en eventuell grunnrente kan høy skatt introduseres uten at dette har noe negativ effekt på selskapets investeringsinsentiver. Dette vil bli grundigere diskutert i PESTEL-analysen senere i oppgaven. Grunnrenteskatten, er av Finansdepartementet, ansett som en nøytral skatt. Med dette menes det blant annet at investeringer som er lønnsomme for samfunnet før skatt, også er lønnsomme etter skatt. (Regjeringen, 2022).

Videre om Grunnrenteskatt og dens komplikasjoner for videre vekst

I dette delkapitlet vil det tas utgangspunkt i LSG sitt høringssvar til regjeringens forslag for å illustrere ulike konsekvenser grunnrenteskatten vil forårsake. Videre vil det bli supplert med ytterligere informasjon fra andre aktører i bransjen.



Figur 2-2: LSG sin EBIT-margin og årlige investering siden børsnotering i 2002. Skjermbilde hentet fra (LSG, 2023)

EBIT-marginen i diagrammet er beregnet som “driftsresultat før verdjusteringer knyttet til biologiske eiendeler relativt til totale driftsinntekter.” (LSG, 2023). Investeringer representerer summen av “utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler, immaterielle eiendeler, aksjer i tilknyttede selskap og andre selskap, og konsernselskap og utløsning av minoriteter.” (LSG, 2023)

Diagrammet viser at LSG har investert store deler av sin EBIT-margin siden børsnotering i 2002. Fra 2015 og utover er det tydelig at det er gjort store investeringer, trolig knyttet til det økte fokuset på bærekraft.

Etter en grundig analyse av skatteforslaget, har LSG beregnet at den minimale skattesatsen for norske eier lakseprodusenter vil være mellom 75 og 80 %. Følgelig vil dette gi en høy total skattebelastning for næringen og eierne. Kapitalen som vil være igjen etter skatt, vil være ansvarlig for å blant annet finansiere vedlikehold og nye investeringer. (LSG, 2023)

Den foreslåtte høye skattleggingen vil føre til en reduksjon i tilgjengelig kapital for investeringer. Per dags dato skjer finansieringen av nye prosjekter i næringen hovedsakelig gjennom en kombinasjon av opptjente midler og gjeld. Egenfinansiering har vært avgjørende for utviklingen og bransjen, da eksterne kapitaltilbydere generelt krever høy risikokompensasjon for å eksponeres for den biologiske risikoen i havbruksnæringen. (LSG, 2023)

Dersom regjeringens skatteforslag blir gjennomført vil det få dramatiske konsekvenser for næringens evne til å investere og dermed også for vekstutsiktene i Norge. Det uttrykkes videre en bekymring for at det ikke er utført en utredning på konsekvensene ved et slikt skattetrykk. (LSG, 2023)

Videre vil det presenteres de ulike tiltakene og konsekvenser som har oppstått som en følge av spekulasjoner om mulig innføring av grunnrenteskatt.

I henhold til trafikklyssystemet kjøpte LSG 614 tonn MTB til en verdi av 123 millioner NOK. I en børsmelding annonserer de at dette kjøpet har blitt hevet. Lerøy begrunner dette med at investeringer ikke lenger er forsvarlig. (LSG, 2022)

Lakseoppdretteren MOWI utstedet i oktober 2022, at de hevet kjøpet av 914 tonn MTB. Denne investeringen var på rundt 183 millioner, men på grunn av regjeringens forslag begrunner MOWI at denne investeringen ikke lenger er forsvarlig. (Mowi, 2022a)

I likhet med LSG og MOWI, besluttet også SalMar å stanse en ny investering ved å heve kjøpet på økt tillatelse kapasitet. (Salmar, 2022a). Felles for disse selskapene er at de ikke lenger anser det som økonomisk forsvarlig å foreta store investeringer.

Da skatteforslaget ble presentert opplevde alle de store lakseoppdretterne i Norge et børsfall på mellom 15 og 25 prosent. En slik endring gir en indikasjon på hvordan markedet blir ved en faktisk implementering av grunnrenteskatten, og analytikere anslår et verdifall på mellom 15 og 30 prosent. (Nilsen & Knudsen, 2022)

2.3.1.2 Usikkerhet knyttet til EU Taxonomien

EUs taksonomi ble lansert i 2020. EU taksonomien er et klassifiseringssystem som er ment til å definere hvilke aktiviteter som er bærekraftig (Nilsen, 2022).

Taksonomien har som mål å styre kapital mot bærekraftige investeringer. I skrivende stund (januar, 2022) er sjømatnæringen ikke inkludert, og det er dermed en usikkerhet vedrørende hvorvidt LSGs virksomhet ikke regnes som grønn virksomhet. Dersom sjømatnæringen ikke vurderes som en grønn næring, vil det i fremtiden kunne påvirke LSGs tilgang til grønne lån.

2.3.1.3 Etableringsregulering

Akvakultur er en næring som er basert på tillatelser. Dersom et selskap skal drive oppdrett kreves det konsesjon fra Nærings- og fiskeridepartementet. En konsesjon er en tillatelse som blir gitt til å erverve en eiendom. I oppdrettsnæringen, medfører dette at et selskap får mulighet til å drive eksklusiv drift på allmennhetens areal. (Fiskeridirektoratet, u.å.)

For å få tildelt en slik konsesjon er det forutsetninger om at vilkårene i Ot.prp. nr. 61 (2004-2005): Om Lov om akvakultur er oppfylt. Vilårene innebærer blant annet at oppdretten bidrar til både nasjonal og lokal verdiskaping.

Antall matfisktillatelser er begrenset, og slike tillatelser tildeles vanligvis løpende etter søknad. Ettersom kommersielle matfisktillatelser til ørret, laks og regnbueørret i sjøvann er antallbegrenset, vil tillatelsene bli tildelt når departementet bestemmer det. Markedet for slike tillatelser er stort, og myndighetene kontrollerer veksten for å hensynta både miljø og vekst. (Fiskeridirektoratet, u.å.)

Innholdet i konsesjonen er regulert i akvakulturloven § 5. Denne bestemmelsen angir hva en slik tillatelse gir rett til. Lovens ordlyd gir også forvaltningen en hjemmel til å begrense denne retten. Oppsummert gir akvakulturtiltattelsen rett til å drive med en angitt mengde oppdrett av en angitt art på et angitt sted.

"To Trinns Systemet" benyttes for de antallbegrensede tillatelsene av matfisk.

Fiskeridirektoratet må først vurdere hvilke søkere som skal få lovnader om tillatelse. En slik lovnad gir ikke rett til drift. Videre er det gjeldende fylkeskommune som behandler søknaden om klarering av lokalitet.

En tildeling av en slik tillatelse vil kun gjelde som én tillatelse. Dette er fordi at en slik tillatelse kun gjelder produksjon av en bestemt art på et bestemt område.

(Fiskeridirektoratet, u.å.)

Videre er en slik tillatelse også avgrenset i maksimalt tillatt biomasse (MTB) på selskaps- og lokalitetsnivå. MTB-systemet begrenser antall kilo levende fisk i sjøvann(stående biomasse). Det er ikke, under noen omstendigheter, tillatt å ha en stående biomasse høyere enn tillatt MTP på selskapsnivå. Normalt ligger tillattelsen på 780 tonn på konsesjonsnivå. De eneste unntakene i Norge, er i Troms og Finnmark, der den ligger på 945 tonn.

Antall og type konsesjoner påvirker omfanget av biomassen, mens begrensninger vedrørende lokalitetsnivå er avhengig av om det er miljømessig forsvarlig.

2.3.1.3.1 Trafikklyssystemet

For å sørge for forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk oppdrett benyttes trafikklyssystemet. Trafikklyssystemet bestemmer hvorvidt produsentene får øke, minimere eller fortsette med nåværende produksjon. Trafikklys systemet er en metode for å vurdere og klassifisere oppdrettsanlegg basert på deres miljøpåvirkning.

Det fungerer ved å vurdere en rekke miljøfaktorer og indekser for hvert anlegg, for eksempel fôrbruk, overskudd av næringsstoffer, sykdomshåndtering, bifangst, lusekontroll, sårbarhet for naturområder og mange andre. Basert på de vurderte indeksene tildeles anlegget en fargekode, grønn, gul eller rød, som symboliserer deres miljøpåvirkning.

Norskekysten er delt inn i 13 produksjonsområder, og selskapstillatelse gitt ved konsesjon ble plassert i et av disse 13 områdene. Det foregår årlige vurderinger på akvakulturnæringens miljøpåvirkning på de enkelte produksjonsområdene. En justering av kapasitet gjennomføres hvert 2. år.

Grønt lys indikerer at anlegget har lave nivåer av miljøpåvirkning og oppfyller strenge miljøkrav. Dette betyr at de har effektive lusekontrollprosesser, lav bifangst, minimal påvirkning på naturområder og en bærekraftig fôrstrategi.

Ved grønt lys kan de opererende virksomhetene i produksjonsområdet gis tilbud om vekst i selskaps-MTB.

Gult lys indikerer at anlegget har moderat miljøpåvirkning, og at det er noen områder som må forbedres. Dette kan innebære økt bifangst, høyere lusenivåer eller en mindre effektiv fôrstrategi.

Ved gult lys er det mulighet for myndighetene å ikke foreta kapasitetsjustering.

Rødt lys indikerer at anlegget har høye nivåer av miljøpåvirkning og ikke oppfyller strenge miljøkrav. Dette kan innebære høye lusenivåer, høy bifangst, alvorlig påvirkning av naturområder eller et ikke-bærekraftig høyt fôrbruk.

Ved rødt lys har myndighetene anledning, under visse vilkår, adgang til å vedta en seks prosents nedregulering av et selskap maksimalt tillatte biomasse.

(Thommessen, 2022.)

I vedtaket fra Nærings- og fiskeridepartementet i juni 2022, ble oversikt over vedtatte trafikklys for kommende periode 2022-2024 publisert. Vedtaket viser at produksjonsområdene 1,6, og 8-13 har fått grønt lys. 2,5 og 7 har gult lys.

Produksjonsområde 3 og 4 har fått rødt lys.

(Thommessen, 2022)

2.3.1.4 Krig i Ukraina

Krigen i Ukraina påvirker Lerøy Seafood Group på flere måter. De direkte konsekvensene inkluderer at selskapets salg til Hviterussland har blitt stanset og at salg til Ukraina ikke lenger er mulig. Dette har ført til en reduksjon i omsetningen, med Hviterussland som bidro med NOK 316 millioner og Ukraina NOK 493 millioner i 2021. Selskapet har ikke utestående fordringer i Hviterussland, og eksponeringen mot Ukraina er lav, under NOK 5 millioner. (Lerøy, 2022, s. 95)

Det er også indirekte konsekvenser av krigen. En av de viktigste er økt pris på innsatsfaktorer som selskapet bruker i sin produksjon, inkludert drivstoff og råmaterialer til fôr. Selskapet kan derfor bli utsatt for økt kostnadspress, noe som kan føre til lavere lønnsomhet. (Lerøy, 2022, s. 95)

Konsekvensen for kundene til Lerøy Seafood Group er usikker, men kan inkludere en økt pris på sjømatproduktene som følge av høyere inputkostnader. Kunder som tidligere kjøpte produkter fra Hviterussland og Ukraina vil også bli påvirket av at disse markedene ikke lenger er tilgjengelige.

2.3.2 Økonomiske forhold

2.3.2.1 Valuta

Norsk sjømatnæring eksporterer om lag 95 % av det som produseres. Følgelig vil inntektene stort sett være i utenlandsk valuta. I motsetning til eksporten, så er en betydelig del av kostnadene i norske kroner. En endring i valutakursen vil dermed påvirke inntektssiden i

regnskapet. For å beholde stabilitet og fremtidige pengestrømmer er det i sjømatindustrien betraktelig bruk av valuta sikringsinstrumenter som terminkontrakter og valutakonto.

I tillegg til at majoriteten av eksport foregår i utenlandske valuta, har også Lerøy Seafood Group lån i utenlandske valuta.

I en artikkel fra E24.no kommer det fram at den norske kronen svekker seg ytterligere etter at Norges Bank økte kronosalget. Den norske kronen vil som følge av dette salget svekke seg mot både euro og dollar. (Knudsen, 2023)

En svak valuta vil føre til en økt global etterspørsel ettersom produktene som eksporteres vil bli "billigere" for en konsument i utlandet.

2.4 Konkurrenter

Kaldestad og Møller (2016, s. 226-227) peker på at sammenlignbare selskaper i realiteten sjelden er helt like grunnet forskjeller i blant annet størrelse og risiko. Likevel er det nyttig å sammenligne Lerøy med komparative selskaper. Likheter som ble vektlagt ved valg av sammenlignbare selskaper var notering på Oslo børs, at selskapet har hovedsete i Norge, og at kjernevirksomheten er oppdrettslaks. Videre at hoveddelen av produksjonen foregår i Norge, og selskapene har Europa som det største markedet. I det følgende blir det gjort en presentasjon av Salmar og Mowi. Til slutt blir det påpekt hvordan Lerøy i hovedsak skiller seg ut fra disse selskapene.

2.4.1 Salmar

SalMar ble grunnlagt i 1991, og har siden da vokst til å bli en av verdens ledende produsenter av oppdrettslaks. Virksomheten startet med en lisens for produksjon av oppdrettslaks, og et anlegg fra et likvidert selskap. Selskapet har hovedsete på Frøya i Sør-Trøndelag, og har i dag rundt 1800 ansatte. SalMar har en strategi om å fokusere på sin kjernevirksomhet med oppdrett av laks og rapporterer om flere initiativer og investeringer for å redusere miljøavtrykket fra selskapets virksomhet. Selskapet har også gjort betydelige investeringer i moderne teknologi og innovasjon for å styrke selskapets konkurransekraft og bærekraftige vekst. Samlet sett ser SalMar ut til å være i en sterk posisjon, med en klar strategi for videre vekst og bærekraftig drift, samt en betydelig tilstedeværelse i et av verdens største og viktigste marked for oppdrettslaks. (Salmar, 2022).

Økonomisk utvikling og finansielle nøkkeltall

Tabell 2-2 viser den økonomiske utviklingen til Salmar. SalMar har hatt en generelt positiv økonomisk utvikling de siste årene, med økning i både driftsinntekter og resultat.

Fra 2016 til 2021 økte driftsinntektene fra 9,03 milliarder til 15,04 milliarder NOK.

Operasjonelt driftsresultat økte fra 2,43 milliarder til 2,93 milliarder NOK. Driftsresultat økte fra 3,08 milliarder til 3,45 milliarder NOK. Resultat før skattekostnad økte fra 3,34 milliarder til 3,39 milliarder NOK. Årsresultatet økte fra 2,65 milliarder til 2,67 milliarder NOK.

På den annen side har operasjonell driftsmargin gått ned fra 26,9% i 2016 til 19,5% i 2021.

Resultatmargin før skatt gikk ned fra 37,0% i 2016 til 22,5% i 2021.

Slaktevolumet økte fra 115 600 tonn i 2016 til 182 100 tonn i 2021, og antall ansatte økte fra 1 357 i 2016 til 1 961 i 2021.

Egenkapitalandelen svingte mellom 50% og 60%, og var 55% i 2021.

Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	9 029 814	10 817 200	11 342 554	12 237 589	12 912 342	15 043 945
Operasjonelt driftsresultat	2 431 647	3 162 227	3 460 812	3 067 597	3 007 500	2 926 996
Driftsresultat	3 085 602	2 792 213	4 306 642	3 034 601	2 827 968	3 450 968
Resultat før skattekostnad	3 342 080	2 856 201	4 452 568	3 158 365	2 571 645	3 386 942
Årsresultat	2 650 990	2 297 798	3 579 225	2 544 487	2 008 290	2 668 120
Operasjonell driftsmargin	26,9 %	29,2 %	30,5 %	25,1 %	23,3 %	19,5 %
Resultatmargin (før skatt)	37,0 %	26,4 %	39,3 %	25,8 %	19,9 %	22,5 %
Egenkapitalandel	50 %	59 %	60 %	54 %	50 %	55 %
Slaktevolum (tonn)	115 600	135 200	142 500	143 300	150 300	182 100
Antall ansatte	1 357	1 427	1 479	1 703	1 763	1 961

Tabell 2-2 Finansielle nøkkeltall for Salmar

2.4.2 Mowi

Om selskapet

Mowi, tidligere kjent som Marine Harvest, er et norsk oppdrettsselskap som ble grunnlagt i 1964 av Gustav Witzøe. Selskapet har hovedkontor i Bergen og er en av verdens største produsenter av oppdrettslaks, med virksomhet i 25 land over hele verden. Siden starten har Mowi vokst gjennom en kombinasjon av organisk vekst og oppkjøp, og har blitt anerkjent

som en pioner i oppdrettsnæringen. I 2019 endret selskapet navn fra Marine Harvest til Mowi for å reflektere en mer global tilnærming til virksomheten. (Mowi, 2022)

I 2021 opplevde Mowi en økning i etterspørselen etter laks, spesielt i retail-segmentet. Selskapet har også opplevd logistikkutfordringer som følge av Covid-19-pandemien, men har vært i stand til å opprettholde produksjon og forsyning av laks. (Mowi, 2022)

Mowi har en sterk bærekraft profil og har som mål å være en klimanøytral bedrift innen 2035. I 2021 reduserte selskapet sine CO₂-utslipp med 22 prosent sammenlignet med året før, og lanserte flere initiativer for å forbedre sin bærekraftige praksis. (Mowi, 2022)

Mowi er også opptatt av innovasjon og utvikling av ny teknologi for å bedre sin produksjon og redusere miljøpåvirkningen. Selskapet har nylig lansert en robot for å bekjempe lakselus og har gjennomført flere vellykkede pilotprosjekter for utvikling av lukkede anlegg og andre innovative oppdrettsmetoder. (Mowi, 2022)

Selskapet er godt posisjonert for videre vekst og utvidelse av sin virksomhet, og har som mål å øke sin årlige produksjon av laks til 500 000 tonn innen 2025. (Mowi, 2022)

Samlet sett gir årsrapporten et godt innblikk i Mowi sin virksomhet og bærekraftige initiativer. Selskapet har levert gode økonomiske resultater og er godt posisjonert for videre vekst, samtidig som det er opptatt av å redusere sin miljøpåvirkning og utvikle innovative løsninger for bærekraftig oppdrett. (Mowi, 2022)

Økonomisk utvikling og finansielle nøkkeltall

Tabell 2-3 illustrerer den økonomiske utviklingen til Mowi fra 2016-2021. Årsrapportene til Mowi er presentert i EURO, og for å sammenligne tallene til MOWI med andre konkurrenter har disse tallene blitt omregnet til norske kroner. Gjennomsnittlig euro til nok kurs har blitt benyttet i de ulike årene, og er basert på Norges Bank sine tall. (Norges Bank, 2022)

Den økonomiske utviklingen til selskapet har vært ganske stabil i perioden fra 2016 til 2019, med jevn vekst i driftsinntekter og lønnsomhet. Fra 2019 til 2020 falt imidlertid både driftsinntekter og lønnsomhet betydelig, noe som kan skyldes utfordringer som følge av pandemien.

I 2021 ser det ut til at selskapet har klart å hente seg noe inn igjen, med en økning i både driftsinntekter og lønnsomhet sammenlignet med året før. Operasjonell driftsmargin og resultatmargin har også bedret seg fra 2020, selv om de ikke har nådd nivåene fra tidligere år.

Slaktevolum har økt gradvis fra 2016 til 2020, men økte betydelig i 2021. Antall ansatte har vært relativt stabilt i perioden. Egenkapitalandelen har også vært relativt stabil, med en økning fra 2016 til 2018 og en nedgang fra 2018 til 2019, etterfulgt av en økning igjen i 2020 og 2021.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	32 573 603	34 047 077	36 596 146	40 736 487	40 331 153	42 704 858
Operasjonelt driftsresultat	6 497 646	7 389 897	7 227 256	7 101 009	3 622 103	5 310 923
Driftsresultat	9 198 039	4 523 875	8 884 303	6 077 573	1 968 184	6 119 858
Resultat før skattekostnad	7 045 148	4 875 597	7 029 486	5 983 011	1 293 531	6 030 428
Årsresultat	5 004 542	4 316 760	5 445 404	4 691 650	1 277 443	4 958 284
Operasjonell driftsmargin	19,9 %	21,7 %	19,7 %	17,4 %	9,0 %	12,4 %
Resultatmargin (før skatt)	21,6 %	14,3 %	19,2 %	14,7 %	3,2 %	14,1 %
Egenkapitalandel	43 %	54 %	56 %	50 %	47 %	50 %
Slaktevolum (tonn)	380 621	370 346	375 237	435 904	439 829	465 500
Antall ansatte	12 717	13 233	14 537	14 998	14 645	13 984

Tabell 2-3 Finansielle nøkkeltall MoWi

2.5 Hvordan skiller Lerøy seg ut fra bransjen?

2.5.1 Størrelse

Mowi er det største selskapet når det kommer til oppdrett av atlantisk laks, med en global markedsandel på rundt 20 % (Mowi, 2022, s. 1). Lerøy er en av verdens største produsenter av atlantisk laks (og ørret). Bakgrunnen for denne utviklingen er oppkjøp, dyktig lokal ledelse, og organisk vekst. (Lerøy, 2022, s. 9). Videre er Lerøy den største norske aktøren innen hvitfisk (Lerøy, 2022, s. 86). Konsernets produksjon av rød fisk foregår primært i Norge. Norsk og internasjonal produksjon av laks og ørret er preget av en relativt moderat utvikling. (Lerøy, 2022, s. 91). Likeledes er Salmar en av verdens største oppdrettere av laks (Salmar, 2022). Oppsummert er Mowi det største selskapet i henhold til produksjon av laks, mens Lerøy og Salmar er mindre, men fremdeles store og betydningsfulle oppdrettsselskaper.

2.5.1.1 Finansielt overblikk

I 2021 hadde Lerøy høstet volum på laks og ørret på 186 635 (Lerøy, 2022, s. 4). Høstet volum (GWT) er nesten 2,5 ganger høyere hos Mowi med 465 600 GWT, enn Lerøy. Salmar hadde tilnærmet lik størrelse som Lerøy målt i GWT, for samme år.

I 2021 var driftsinntektene til Lerøy på 23 MRD kroner, til sammenligning var Mowis på 42 MRD kroner. Dermed utgjorde de drøyt halvparten av Mowis driftsinntekter. Salmars driftsinntekter i samme periode var ca. 15 MRD NOK.

2.5.2 Produktbredde

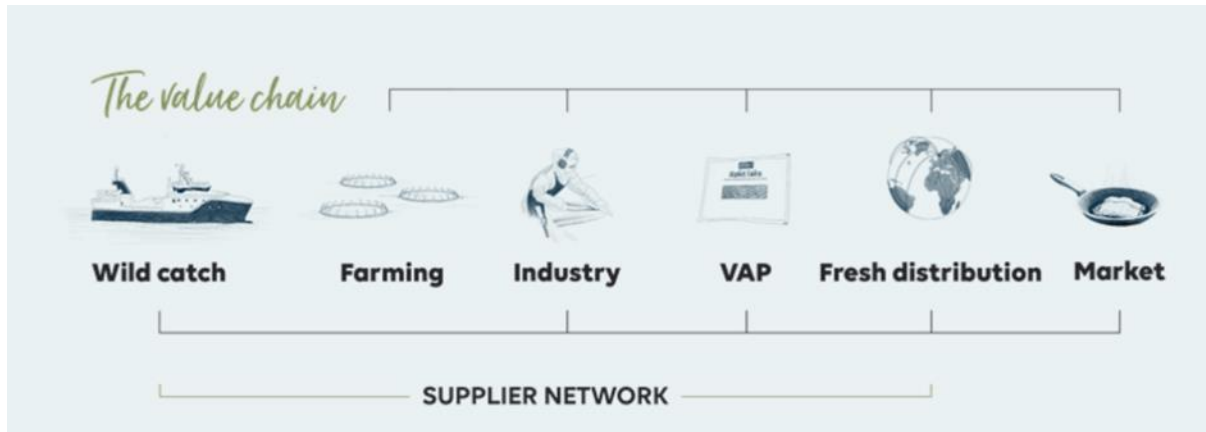
LSG sin produktportefølje inkluderer både fersk fisk, oppdrettsfisk, laks, ørret, hvitfisk, reker, krabber og annen sjømat. Lerøy skiller seg ut ved at de er den største norske aktøren innen villfangst av hvitfisk. Generelt kan det se ut som at Lerøy Seafood Group skiller seg ut fra de andre selskapene når det gjelder bredden på produktporteføljen, som inkluderer omfattende hvitfiskvirksomhet. Ved utgangen av 2021 var andelen av omsetningen som var knyttet til hvitfisk på 16,4 % (Lerøy, 2022, s. 26), for 2022 var tilsvarende andel 17% (LSG, 2023, Q4, s. 20). Omfattende hvitfiskvirksomhet tilsier at Lerøy er mindre sensitiv overfor endringer i laksepris enn de andre aktørene. Når grunnrenteskatten ikke gjelder fangst av hvitfisk er Lerøy muligens mindre eksponert overfor usikkerheten rundt denne (Thommesen, 2022).

2.5.2.1 Marked

For Lerøy fordeles salget med 53,4 % til EU, Norge 17,7%, Asia, 16,2 % og resten av Europa 7,2%. Mowis salg var fordelt 67 % til Europa. For Salmar utgjorde distribusjon til Europa 69 % av salget.

2.5.3 Verdikjeden

Lerøy Seafood Group, Mowi, og Salmar er alle store aktører innen lakseoppdrettsindustrien. Lerøy Seafood Group og Mowi har full integrasjon i verdikjeden. Dette betyr at selskapet har kontroll over hele prosessen fra klekking av lakseegg, til oppdrett, prosessering og distribusjon. Selskapene har også store eierandeler i slakteri- og foredlingsvirksomheter i Europa, og har dermed stor kontroll over verdikjeden. Lerøy har en helintegreert og kostnadseffektiv verdikjede på laks, ørret, hvitfisk og skalldyr (LSG, 2023, Q4, s. 8).



Figur 2-3: Verdikjeden til Lerøy.

Dog er Mowi, som eneste aktør, selvforsynt innen fôr i Europa (Mowi, 2022, s. 7). Det er nærliggende at det gir gunstige fôrforhold sammenlignet med bransjen for øvrig. Salmar har sterke partnerskap med leverandører av fôr, og er en av de mest effektive lakseoppdretterne (Salmar, 2023, s. 9).

Kapittel 3: Verdivurderingsmetoder

3.1 Ulike verdivurderingsmetoder

Det finnes flere ulike verdivurderingsmetoder, metodene har sine fordeler og ulemper, og formålet bestemmer hvorvidt metoden passer best. (Kaldestad og Møller, 2016) De ulike verdivurderingsteknikkene er fundamental verdivurdering, opsjonsbasert verdivurdering og komparativ verdivurdering. Disse vil bli ytterligere presentert i dette kapitlet.

Fundamental verdivurdering.

Fundamental verdivurdering er en inntjeningsbasert tilnærming. Tilnærmingen består av å ta utgangspunkt i fremtidige kontantstrømmer som et selskap er forventet å generere. Verdien av selskapet blir regnet som nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene. (Kaldestad & Møller.) Ved bruk av denne tilnærmingen må det utarbeides en prognose på fremtidige kontantstrømmer, estimere avkastningskrav og diskontere kontantstrømmene til dagens verdi ved bruk av avkastningskravet.

$$\text{Verdi} \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Kontantstrøm}}{(1 + \text{avkastningskrav})^t}$$

Det er videre to forskjellige teknikker innen fundamental verdivurdering, og det er egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Knivsflå, 2023, F1).

Egenkapitalmetoden er en direkte verdsettelse av egenkapitalen. Denne metoden har fire ulike modeller som ved bruk av konsistente tall vil gi samme verdiestimat (Knivsflå, 2023, F1):

- Fri kontantstrømmodellen
- Superprofittmodellen
- Superprofittvekstmodellen
- Utbyttmodellen

Ved selskapskapitalmetoden er egenkapitalen indirekte verdsatt. Residualen mellom verdien på selskapskapitalen og verdien på gjeld vil tilsvare verdien på egenkapitalen.

Fundamental verdivurdering består av strategisk regnskapsanalyse, utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav og verdsettelse. (Knivsflå, 2023, F1). Formålet med strategisk regnskapsanalyse er å få innsikt til å utarbeide fremtidsregnskap.

Komparativ verdivurdering

Ved anvendelse av denne metoden estimeres selskapets verdi på grunnlag av prisingen av sammenlignbare selskaper i bransjen. (Knivsflå, 2023, F1.) Ved komparativ verdivurdering benyttes det en markeds- og balansebasert tilnærming.

Den markedsbaserte tilnærmingen baseres på å estimere verdien på bakgrunn av hva lignende selskaper og eiendeler omsettes for i markedet. (Kaldestad og Møller, 2016)

Den balansebaserte tilnærmingen baserer seg på hva selskapets eiendeler kan selges for i markedet.

I komparativ verdivurdering er det to modeller.

Multiplikatormodellen og substansverdimetoden. Multiplikatormodellen har multiplikatorer på egenkapital-nivå og selskapsnivå. Multiplikatorer som benyttes i denne modellen kan være pris/bok og pris/fortjeneste.

Opsjonsbasert verdivurdering

Opsjonsbasert verdivurdering er separat verdsettelse av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising. (Knivsflå, 2023, F1)

$$\text{Verdi} = \text{“Statisk verdi”} + \text{verdi av særlig fleksibilitet}$$

Ved særlig fleksibilitet menes retten, men ikke plikten til å kunne

1. Vokse/ ekspandere
2. Vente/ utsette
3. Nedskalere/ avvikle

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

I henhold til Knivsflå vil valg av verdsettelsesteknikk avhenge av egenskapene ved selskapet og bransjen. Egenskapene som må vurderes ved valg av verdsettelsesteknikk er blant annet; hvilken fase i livssyklusen selskapet og bransjen befinner seg i, unikheter i ressurser og om virksomheten skal avvikle eller fortsette å drive. I følge Kaldestad og Møller (2016) vil valg av verdsettelsesmetode også avhenge av tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet.

I de tre presenterte verdsettelsesteknikkene er fundamental verdivurdering grunnlaget for de to andre teknikkene. Ved komparativ verdivurdering er man avhengig av å ha innsikt i de diskonterte kontantstrømmene som blir utarbeidet ved en fundamental verdsettelse. (Damodaran, 2012) Den statiske verdien ved en opsjonsbasert verdivurdering benytter seg av den fundamentale teknikken. (Knivsflå, 2023, F1) Basert på momentene over vil det være hensiktsmessig å inkludere fundamental verdsettelse ved verdivurdering.

For å anvende fundamental verdivurdering er tilgang på regnskapsinformasjon nødvendig. Siden Lerøy og de andre selskapene i bransjeutvalget er notert på Oslo Børs, er det tilgjengelig detaljerte kvartals- og årsrapporter med historisk regnskapsinformasjon. Selskapene rapporterer også i tråd med den internasjonale regnskapsstandard, IFRS. Dette støtter bruken av fundamental verdivurdering som verdsettelsesteknikk. I og med at andre selskaper i bransjen er børsnotert og rapporterer etter IFRS vil det også være aktuelt å benytte seg av en komparativ verdivurdering.

Det er lite indikasjoner på at Lerøy er i fare for å måtte avvikle driften i de kommende årene. Gjennomgangen av årsrapportene viser at Lerøy og selskapene i bransjen har oppnådd positive resultater over en betydelig tidsperiode. Ambisjonene som uttrykkes i både medier og årsrapporter tyder på en reell interesse for å videreutvikle og forbedre Lerøys merkevare. Når det gjelder tilgjengelig tid og krav til pålitelighet, er det hensiktsmessig å velge fundamental verdivurdering som verdsettelsesteknikk. Dette skyldes at en grundig og detaljert analyse vil være nødvendig for å utarbeide et pålitelig verdiestimat, og denne tilnærmingen gir mulighet for en grundig og omfattende gjennomgang av selskapets finansielle data og forretningsstrategi.

I følge Knivsflå (2023, F1) vil valget av hvilken verdivurderingsteknikk som skal benyttes være avhengig av livssyklusstadiet selskapet og bransjen befinner seg i. Fundamental

verdsettelse passer bedre for modne selskaper. Fundamental verdivurdering krever fundamental informasjon for den fundamentale analysen.

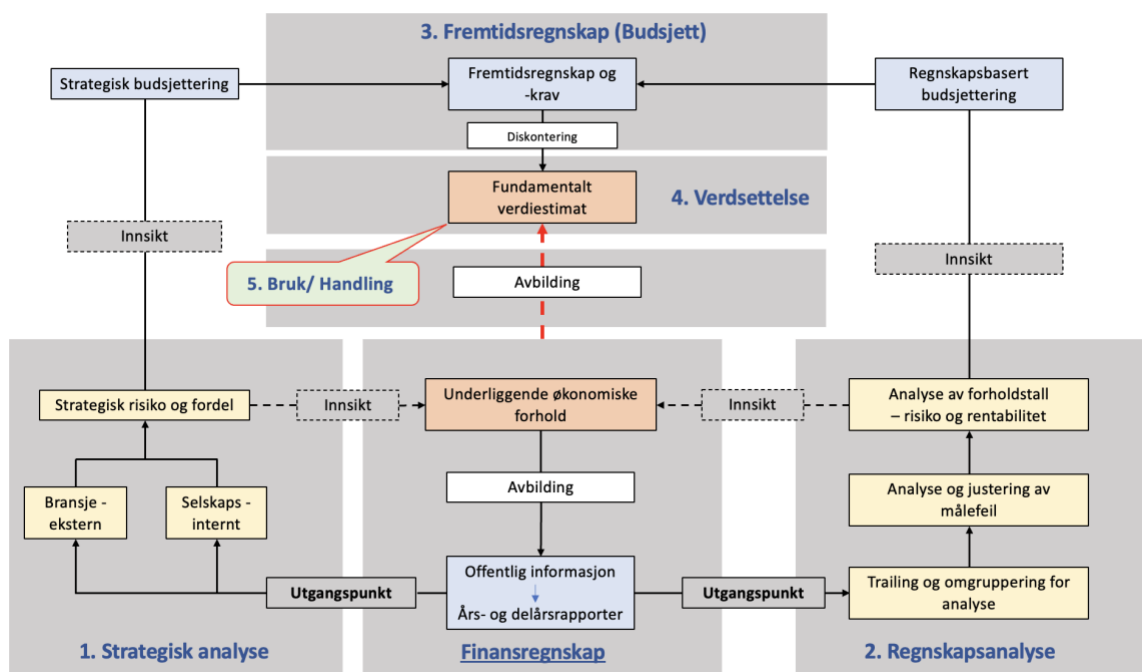
En fundamental verdsettelsesteknikk vil alltid passe, men teknikken er best egnet dersom; Det er mye tilgjengelig informasjon om selskapet og bransjen, det er ikke særskilt med fleksibilitet med høy verdi og ikke særlig fare for avvikling.

Tilgangen på historisk regnskapsinformasjon for Lerøy viser at selskapet er i en høy eller moden vekstfase. Lerøys lange erfaring med oppdrettsvirksomhet peker også i retning av en moden vekstfase. Imidlertid viser mulighetene for oppkjøp, utvikling av eksisterende produkter og at det fremdeles er vekstmuligheter for selskapet, og dette kan indikere en høyere vekstfase. Samlet sett antyder dette at Lerøy befinner seg et sted mellom en høy og moden vekstfase, men med en tendens mot en moden fase.

Det er også viktig å ta hensyn til tidsrammen som er tilgjengelig for å utføre oppgaven og behovet for å sikre pålitelighet i analysen og verdiestimatet. Disse faktorene indikerer at fundamental verdivurdering vil være den mest passende verdsettelsesteknikken å bruke i denne utredningen.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Formålet med masterutredningen er å utføre en fundamental verdivurdering. Vi tar utgangspunkt i rammeverket som blir presentert i Kjell Henry Knivsflå sitt fag ACC421A-Verdsettelse. Utgangspunktet for benyttelse av rammeverket er offentlig informasjon gjennom års- og delårsrapporter. Informasjonen vil brukes for å få innsikt i underliggende økonomiske forhold i bransjen og selskapet. Figur 3-1 illustrerer de 5 stegene i rammeverket til (Knivsflå, 2023). Rammeverket består av strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsettelse og handlingsstrategi.



Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsfå, 2023, F1)

Steg 1: Strategisk analyse

Det første steget i rammeverket er en strategisk analyse. En strategisk analyse er en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold. (Knivsfå, 2023, F1). Gjennom en analyse av eksterne og interne faktorer, er formålet å identifisere strategiske risikoer og fordeler. En kvalitativ analyse utføres for å oppnå en grundig forståelse av virksomheten før regnskapstallene analyseres.

Steg 2:

Det andre steget i rammeverket er regnskapsanalyse. En regnskapsanalyse er en kvantitativ analyse av underliggende økonomiske forhold. (Knivsfå 2023, F1). Utgangspunktet for analysen er offentlig informasjon og års- og delårsrapporter. I regnskapsanalysen omgrupperes regnskapet slik at de passer til våre analyser. Ved en omgruppering vil regnskapet endres fra kreditororientert presentasjon til et investororientert regnskap. Etter omgruppering og justering av regnskapstallene vil det videre utføres en risiko og -rentabilitets analyse, basert på disse analysene kan en syntetisk rating dannes. I rentabilitetsanalysen vil det utarbeides verdien på selskapets historiske strategiske fordel, som videre blir fordelt på drift- og finansieringsfordel. (Knivsfå, 2023, F1)

Steg 3:

Tredje steget i rammeverket er å lage en prognose på hva som skal skje fremover i tid. Dette gjøres ved å budsjettere kontantstrømmen. Prognosen for fremtiden bygger på den strategiske regnskapsanalysen. Ved å gjennomføre en budsjettering basert på regnskapstall, kan vi utvikle avkastningskrav for å projisere fremtidig avkastning. Ved å anvende disse avkastningskravene, kan vi neddiskontere budsjettet for å beregne nåverdien av selskapet i dag. (Knivsflå, 2023, F1)

Steg 4:

Etter å ha utarbeidet fremtidsregnskap og fremtidskrav i steg 3, skal vi utføre selve verdivurdering av selskapet ved å benytte fundamental verdsettelsesteknikk. Egenkapitalverdien estimeres ved å benytte både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ved konsistent bruk så vil verdiestimatet være likt for begge metodene. Estimatet blir beregnet ved å anvende den neddiskonterte kontantstrømmen og videre legge til horisontverdien. En analyse av usikkerhet blir videre foretatt ettersom verdiestimatet er sensitivt for endringer i viktige nøkkeltall. En komparativ verdivurdering vil også gjøres, for å gjøre verdiestimatet mer troverdig. (Knivsflå, 2023, F1)

Steg 5: Handlingsstrategi

Avsluttende steg i rammeverket er å sammenligne det endelig verdiestimatet med aksjekursen på verdsettelsestidspunktet. Ved å sammenligne verdiene vil vi få et bilde på om aksjen er over- eller underpriset. Basert på resultatet av sammenligning vil det presenteres en handlingsstrategi med anbefaling om kjøp, hold eller salg av aksjen. (Knivsflå, 2023, F1)

Kapittel 4: Rammeverk for strategisk analyse

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

Formålet med eksternanalysen er å opparbeide forståelse med hensyn til lønnsomhetspotensialet til bransjen som helhet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 100). Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 101) er sjømatnæringen gjenstand for klyngedannelser og størrelse som påvirker lønnsomheten. Produktiviteten til spillerne som inngår i klyngen øker og genererer en superprofitt. Eksternanalysen tar utgangspunkt i PESTEL og Porters fem krefter.

4.1.2 Pestel

I dette kapitlet vil PESTEL-rammeverket bli benyttet for å forstå de ulike påvirkningsfaktorene som har innvirkning på oppdrettsnæringen. Pestel-rammeverket benytter seks typer makrofaktorer for å analysere de eksterne faktorene som næringen selv ikke kan påvirke. Disse faktorene er: Politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og legale. I flere tilfeller kan faktorene være overlappende, men formålet med analysen er å avdekke alle relevante makrofaktorer. (Fjeldstad & Lunnan, 2014)

4.1.2.1 Politiske og juridiske faktorer

Politiske faktorer har en viktig innvirkning på bedrifters strategi og drift. Faktorene inkluderer hvordan politiske institusjoner og regjeringer opererer, samt hvilke politiske beslutninger og tiltak som gjøres.

Konsesjoner

For å sikre bærekraft har reguleringen av oppdrettsnæringen blitt svært streng. For å begrense veksten, og miljø fotavtrykket til bransjen er det begrenset hvor ofte det utstedes nye konsesjoner. Nye utstedelser blir vurdert opp mot det såkalte trafikklyssystemet. For selskaper i denne bransjen betyr dette at dersom de ønsker å øke produksjonen har de to alternativer. Enten kan de kjøpe konsesjoner fra konkurrenter, oftest gjennom oppkjøp av selskapet med konsesjonen. Alternativt kan de følge myndighetenes bærekraftige retningslinjer for å øke MTB. For å forsterke sine muligheter for vekst er dette en situasjon

som nå krever at selskapene må både være innovative og konkurransedyktige når det gjelder bærekraftig utvikling.

Skatt

Grunnrenteskatt på havbruk kan bli aktuell i lys av forslaget fra finansdepartementet om å innføre denne skatten. Høringen pågår fortsatt og forslaget innebærer at grunnrenten på havbruk skattlegges med en effektiv sats på 40 %. Dette vil også kunne ha en påvirkning på investeringsinsentiver i bransjen.

Fra og med 2021 ble innført en produksjonsavgift på produsert fisk. Denne avgiften er for øyeblikket på 56 øre per kilo. Denne avgiften var en konsekvens av den høye lønnsomheten i oppdrettsbransjen, og var begrunnet med at samfunnet får en større del av den lønnsomheten, ettersom oppdrettsbransjen tar i bruk norsk natur. Ved en introduksjon av både produksjonsavgift og grunnrenteskatt så vil naturligvis lønnsomhetene til rammede selskaper reduseres.

4.1.2.2 Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer har implikasjoner for bransjen. Renter, inflasjon, vekstrate og kapitalmarkeder påvirker bedrifters mulighet til å bruke inntjening til investeringer og avsetninger. (Fjeldstad & Lunnan, 2014)

Valuta

Valutakursen har betydelig innvirkning på den norske sjømatnæringen. Relevante og store poster i selskapet er i utenlandske valuta. En endring i valutakursen vil dermed påvirke disse. En svak norsk krone, vil øke den globale etterspørselen siden produktene blir "billigere" for en konsument i utlandet.

Rente

Oppdrettsbransjen krever høye kapitalinvesteringer, og følgelig vil rentenivået påvirke kostnadene som er knyttet mot kapitalen. Styringsrente nå er på 2,75 % og den er predikert til

å øke i tiden fremover. En økning i styringsrenten vil føre til en økning i kapitalkostnadene for oppdrettsbransjen, da lånefinansiering vil bli dyrere. En økning i rente vil føre til at det blir dyrere å investere i nye anlegg eller utvikle ny teknologi. Inntjeningen og konkurransevnen kan dermed bli svekket. Videre vil en økt kapitalkostnad føre til mindre lånevilje og dermed mindre tilgang til finansiering for bedriftene.

4.1.2.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle faktorer inkluderer blant annet holdninger, verdier, livsstil og befolkningens forventninger. Disse faktorene bidrar til å påvirke markedet. (Fjeldstad & Lunnan, 2014). Det er i disse tider stort fokus på bærekraft hos forbrukere, og selskapenes holdninger mot bærekraft kan være avgjørende for forbrukerne. Helsedirektoratet anbefaler befolkningen å spise fisk 2-3 ganger i uken. Fisk inneholder også viktige næringsstoffer som kan forebygge sykdom. Disse faktorene kan påvirke etterspørselen etter fisk.

4.1.2.4 Teknologiske forhold

Teknologiske faktorer omfatter vekst, utbredelse og endring av grunnleggende teknologi. (Fjeldstad & Lunnan, 2014). I oppdrettsbransjen er dette hvordan blant annet ny teknologi, automatisering, digitalisering, forskning og utvikling kan påvirke en bransje eller et marked. Kontinuerlig vekst er en forutsetning for å lykkes i oppdrettsbransjen. Dette krever store investeringer fra selskapene, og kontinuerlig forskning på områder som kan forbedres. Historisk har slike investeringer vært vanlig hos de største aktørene, men regjeringens skatteforslag kan vise seg å sette en demper på dette. Dersom forslaget om grunnrenteskatt blir vedtatt vil de største aktørene i bransjen redusere sine investeringer. Som nevnt tidligere så har flere selskaper stanset store investeringer som følge av dette skatteforslaget. Mangel på investeringer kan hindre innovasjon, ettersom selskapene vil ha mindre midler tilgjengelig til forskning og forbedringer. Videre vil mangel på investering også føre til dårligere teknologi enn konkurransen i utlandet. Ved å ikke ha midler til å investere i ny teknologi, vil bransjen belage seg på å benytte gamle og muligens ineffektive metoder sammenlignet med utenlandske aktører.

4.1.2.4 Miljømessige faktorer

De viktigste bekymringene inkluderer miljøpåvirkning, sykdom hos fisk og sikkerhet for matvarer. Rømt oppdrettslaks utgjør en trussel for villaks, da en større andel av oppdrettslaks blir produsert årlig, enn villaksbestanden utgjør. Lakselus er en annen bekymring, da det kan forårsake alvorlige skader på fisk og være en smittebærer for sykdommer. Utslipp fra fiskeoppdrett kan resultere i nedslamming og dårligere vannkvalitet, men dette har blitt forbedret ved å flytte oppdrettsanleggene til dypere områder med bedre vannstrømning.

Oppsummert har oppdrettsbransjen store miljøutfordringer, inkludert rømt oppdrettslaks, lakselus og utslipp, og det er viktig å fortsette å adressere disse utfordringene for å sikre bærekraft i næringen og beskytte miljøet.

4.1.2.5 PESTEL oppsummering

PESTEL har som formål å vurdere faktorer som gjør seg gjeldende i oppdrettsnæringen, som bransjen selv ikke kan påvirke. Politiske og juridiske faktorer påvirker bedriftenes strategier og drift. Konesjoner, grunnrenteskatt og produksjonsavgift, er eksempler på beslutninger som har en innvirkning. Økonomiske faktorer, som valutakurser, rente, inflasjon, vekstrate og kapitalmarkeder, påvirker bedrifters evne til å investere. Oppdrettsnæringen blir utfordret til å være bærekraftig og konkurransedyktig, samtidig som den blir utsatt for et økt press fra politiske beslutninger om å redusere sitt miljøfotavtrykk.

Politiske faktorer som kan nevnes er konsesjonssystemet, produksjonsavgift og grunnrenteskatten. Det strenge konsesjonssystemet i Norge begrenser hvor mange tonn biomasse en oppdretter kan ha i sjøen, følgelig er produksjonsmulighetene regulert. Det påvirker tilbudet etter laks negativt. Dermed dempes tilbudsintensiteten av politiske og juridiske forhold. Begrensninger i tilbud bidrar til høye laksepriser og trekker bransjefordelen opp. Produksjonsavgift og innføring av grunnrenteskatt vil bidra til å redusere lønnsomheten som skapes av det begrensede tilbudet, følgelig trekker økonomisk politikk bransjefordelen ned.

Vedrørende økonomiske faktorer som bør nevnes er valutakurs og rente. Svak krone i forhold til utenlandsk valuta er gunstig for bransjen, ettersom 95 % av produksjonen er gjenstand for eksport. Næringen er i tillegg følsom for kontraktiv pengepolitikk. Høyere rente gjør lånefinansiering dyrere som kan påvirke drift og langsiktige investeringer.

Selv om kontraktiv finanspolitikk trolig reduserer vekst og lønnsomhet i bransjen, vil lønnsomhetspotensialet likevel gjøres gjeldende. Lønnsomhetspotensialet tilskrives begrenset tilbud og høy etterspørsel, kombinert med høy laksepris.

4.1.3 Porters fem konkurransekrefter

Overordnet handler Porters fem konkurransekrefter om at omfanget av avkastningen i en bransje beror på de fem faktorene: «leverandørers forhandlingsmakt», «kundens forhandlingsposisjon», «trussel fra substitutter», «potensielle nykommere i bransjen», og «konkurranse fra etablerte rivaler». Desto sterkere disse kreftene virker, desto lavere er nivået på avkastningen i næringen. (Roos et al, 2014, s. 24)

Empiriske studier (Penman, 1991) viser at gjennomsnittlig rentabilitet til selskaper innen samme næring nærmer seg hverandre over tid. Konkurransekraftene driver egenkapitalrentabiliteten til aktørene i bransjen. For de sterkeste aktørene i næringen, samt de svakeste spillerne som ikke går konkurs, drives egenkapitalrentabiliteten mot «mean reversion», mot den gjennomsnittlige egenkapitalrentabiliteten i bransjen.

4.1.3.1 Trussel fra nyetableringer

Trusselen fra nyetableringer kan bero på etableringshindringer, og hvorvidt en nykommer frykter reaksjoner fra de etablerte aktørene i markedet (Roos et al, 2014, s. 88).

Etableringshindringer i oppdrettsnæringen forekommer, ettersom akvakultur er en tillatelsesbasert bransje. Det er stor etterspørsel etter matfisktillatelse til laks og ørret i sjøvann, myndighetene begrenser antallet tillatelse for å kontrollere miljø og marked. Potensielle nykommere må få tillatelse til oppdrett. Videre behandler forvaltningen søknad

om klarering av lokalitet, i prosessen er det flere ulike myndigheter involvert. Det er i utgangspunktet når dette er til stede at potensielle nyetableringer gis rett til drift.

(Fiskeridirektoratet u. å.) Det er nærliggende at de gunstigste lokasjonene for å drive lakseoppdrett er i bruk av de etablerte aktørene. Prosessen som sådan, og lokalitet, kan gjøre det vanskelig for eventuelle nykommere å etablere seg i bransjen. Videre er oppdrettsbransjen gjenstand for høye investeringskostnader i forbindelse med blant annet infrastruktur, lisenser og teknologi, som kan virke avskrekkende på potensielle nyetableringer.

De etablerte aktørene i oppdrettsnæringen søker en mest mulig effektiv verdikjede. En måte å effektivisere verdikjeden på er gjennom vertikal integrasjon. Førkostnader er en sentral innsatsfaktor i bransjen. Følgelig vil de største aktørene ønske å produsere fôr selv, med hensikt å effektivisere gjennom lavere kostnader, og oppnå kontroll over en viktig innsatsfaktor. Det er muligens nærliggende at etablerte virksomheter kan styre førkostnaden for å hindre nyetableringer.

Det er muligens ikke umulig at landbasert oppdrett på sikt kan konkurrere mot sjøbasert oppdrett. Dermed kan landbasert oppdrett utgjøre en trussel på sikt.

Det kan tenkes at regjeringens forslag til grunnrenteskatt på 40 % likeledes vil redusere trusselen fra nyetableringer. Imidlertid er reglene utformet for kun å berøre de største aktørene (Regjeringen, 2022). Dermed vurderes det til at grunnrenteskatten ikke påvirker trusselen fra nyetableringer.

Trussel fra nyetableringer vurderes som lav, på bakgrunn av høye etableringshindringer. Potensialet for at landbasert oppdrett oppnår fotfeste i næringen kan trekke trusselen noe opp.

4.1.3.2 Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter som oppfyller den tilsvarende etterspørselen som produktet til den aktuelle næringen (Roos et al, 2014, s. 92). For Lerøy sitt vedkommende innebærer det produkter som kan gjøre innhugg i deres kjernevirksomhet, som blant annet er produksjon av laks og ørret, og fangst av hvitfisk. Substitutter til Lerøys kjernevirksomhet kan være annen fisk enn det Lerøy fokuserer på. Likeledes kan kjøtt muligens være et slags substitutt til fisk. En annen risiko er at en vegetar- eller vegantrend reduserer etterspørselen etter bransjens produkter (Lerøy, 2022).

Lerøy dekker en andel av behovet for flere typer fisk, deriblant laks, ørret og flere slags hvitfisk. Det er lite trolig at en annen fisk enn det selskapene distribuerer, vil utgjøre et substitutt. Kostholdsråd taler for å innta fisk, som kan øke attraktiviteten til produktet. Konsumenter som følger disse rådene, vil neppe bytte ut fisk med kjøtt. Det kan tale for at kjøtt som sådan ikke truer behovet fisk. Videre kan Lerøy øke attraktiviteten til sine produkter gjennom en bærekraftig verdikjede, og redusert omdømmerisiko ved å sette søkelys på fiskevelferd. Dersom konsumentene finner Lerøys produkter bærekraftige, kan det redusere risikoen for blant annet vegetar substitutter.

Lakseprisen er volatil. Dersom prisen øker betydelig kan det tenkes at en andel av konsument preferansene vil svinge mot rimeligere produkter. Likeledes vil en prisøkning kunne forbedre marginene til oppdrettsselskapene.

Trussel fra substitutter kan vurderes som lav på bakgrunn av attraktiviteten til produktet, og lakseprisen.

4.1.3.3 Kundens forhandlingsposisjon

Kunden er opptatt av lav pris, høy kvalitet og god service. Det kan føre med seg økte kostnader, og dermed lavere lønnsomhet for det selgende selskapet (Roos et al, 2014, s. 92). Videre er en kundegrupes forhandlingsposisjon sterk dersom kundegruppen er konsentrert, det er mange tilbydere, og produktet som tilbys er homogent (Roos et al, 2014, s. 92).

Kundegruppen er muligens ikke konsentrert, ettersom det er flere ulike markeder, blant annet flere importører av oppdrettslaks. På den annen side kan kundens forhandlingsposisjon være sterk for enkelte lokale markeder.

Det er flere aktører som har distribusjon av atlantisk laks som sin hovedvirksomhet. Det kan tale for at det koster lite for kunden å bytte til en annen tilbyder. Dermed øker kundens makt i så henseende. Hel uforedlet laks er et viktig produkt hos oppdrettsselskapene. Denne vil i liten grad variere hos de ulike selskapene. På den annen side kan det muligens tenkes at økt merkevarebygging, vil kunne diversifisere produktene. Eksempelvis kan økt fiskevelferd gjøre at attraktiviteten til sortimentet stiger. Økt fiskevelferd kan være at flere fisker overlever produksjon, og at det er mindre sykdom som forringer kvaliteten. Imidlertid vil oppdrettsselskapene kunne kopiere hverandre. At produktet er homogent medfører at

tilbyderne konkurrerer på pris, i så henseende kan kundenes forhandlingsposisjon styrkes. På den annen side er tilbudet begrenset som svekker kundens forhandlingsmakt.

Kundens forhandlingsposisjon vurderes som lav til moderat på bakgrunn av at kundegruppen ikke er konsentrert, det er flere tilbydere men tilbudet som helhet er begrenset, og hel ubearbeidet laks er et homogent produkt.

4.1.3.4 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandører kan under visse forhold presse lønnsomheten i en bransje nedover. I praksis kan det foregå gjennom trusler om prisøkning eller redusert kvalitet på varer og tjenester som blir levert. Leverandørenes forhandlingsmakt er sterk dersom de blant annet er dominert av et fåtall aktører, leveransene utgjør et viktig bidrag, og leverandørene slipper å konkurrere med substitutter til bransjen. (Roos et al, 2014, s. 93).

Fôr er en viktig innsatsfaktor i produksjon av laks. Dermed utgjør tilbydere av fiskefôr viktige leverandører i bransjen. Sentrale aktører i oppdrettsnæringen har dermed etablert en strategi om en effektiv verdikjede. De etterstreber å være helintegrert leverandør av blant annet produksjon av laks, det kan innebære produksjon av eget fiskefôr. Produksjon av fiskefôr internt hos oppdrettsselskapene vil svekke leverandørene av fiskefôrs forhandlingsmakt.

Lerøy sin strategi innebærer en effektiv verdikjede, som taler for at de søker kontroll over innsatsfaktorer som fôr gjennom vertikal integrasjon og intern handel. Videre investerer de i alternative ingredienser som benyttes i fôr. Det kan føre til at de på sikt blir uavhengig av leverandører knyttet til soya, for eksempel. Samlet sett kan dette redusere forhandlingsmakten til leverandører.

Leverandørens forhandlingsmakt styrkes på bakgrunn av at de bidrar med fôr som er en viktig innsatsfaktor. Oppdrettsselskapene etterstreber en helintegrert verdikjede, samt investerer i alternative fôrkilder, som kan svekke leverandørenes forhandlingsmakt. Samlet sett vurderes leverandørens forhandlingsposisjon fra lav til moderat.

4.1.3.5 Rivalisering blant etablerte aktører

Konkurransenintensiteten i en bransje uttrykker i hvilken grad de etablerte aktørene forsøker å utmanøvrere hverandre, for å oppnå en posisjonell fordel i forhold til konkurrentene.

Konkurransenformen priskonkurransen fører ofte med seg ustabilitet og lav lønnsomhet i bransjen.

Konkurransengraden i en næring beror blant annet på:

- Konsentrasjon av konkurrenter
- Bransjevekst
- Høye faste kostnader
- Strategisk satsing
- Avviklingshindringer

(Roos et al, 2014, s. 90-91).

4.1.3.5.1 Konsentrasjon av konkurrenter

Hvis bransjen består av et fåtall bedrifter reduseres risikoen for ustabile forhold (Roos et al, 2014, s. 91). Det kan tenkes at oppdrettsbransjen i Norge består av få og store aktører som står for en stor del av produksjonen av laks. Dermed vil konsentrasjonen av få og etablerte rivaler kanskje peke i retning av en stabil konkurransesituasjon.

4.1.3.5.2 Bransjevekst

Lav bransjevekst tilsier at konkurransen bærer preg av at de etablerte aktørene søker å kapre markedsandeler fra hverandre (Roos et al, 2014, s. 91). Et mulig inntog av landbasert oppdrett i bransjen kan øke tilbudet av laks og dermed muligens redusere konkurransenintensiteten ved å utvide markedet. Imidlertid kan det også utgjøre en direkte trussel mot sjøbasert oppdrett dersom disse lykkes i å drive lønnsomt. Myndighetene begrenser den norske oppdrettsnæringen gjennom konsesjoner og strenge krav til produksjon som kan føre til sterk konkurranse blant oppdrettsselskapene gjennom oppkjøp og fusjon, kontra organisk vekst. På den annen side bidrar begrenset tilbud til fokus på egenutvikling, gjennom innovasjon, teknologi og bærekraftighet, for å øke produksjon og effektivitet, som

muligens demper konkurransen. Høy etterspørsel og begrenset tilbud demper konkurransen hos etablerte aktører.

4.1.3.5.3 Høye faste kostnader

I en situasjon med høye faste kostnader vil deltakerne i næringen søke å utnytte produksjonskapasiteten fullt ut, i et forsøk på å redusere enhetskostnadene (Roos et al, 2014, s. 91). Oppdrettsnæringen er antakeligvis preget av høye faste kostnader, ettersom aktørene er store og komplekse oppdrettsselskaper. Videre er oppdrettsnæringen en kapitalintensiv bransje, som gjerne kjennetegnes av høye faste kostnader. Laks er som nevnt et homogent produkt, som taler for at lav pris veier tungt, dermed er priskonkurransen høy. I tillegg har fersk laks kort holdbarhet, det kan lede til press om å omsette varene innen kort tid. Samlet sett vil høye faste kostnader, homogent produkt, og kort holdbarhet øke priskonkurransen i bransjen.

4.1.3.5.4 Strategisk satsing

En faktor som kan skjerpe konkurransen er dersom aktørene satser på de samme markedene (Roos et al, 2014, s. 91). Bransjen er kapitalintensiv, og det krever høye investeringer å drive lakseproduksjon i stor skala. Eksempler på satsingsområder kan være infrastruktur, forskning og utvikling på effektive produksjonsmetoder, fiskevelferd, og innovasjoner innen fôr, samt konsesjoner. Likevel kan felles satsingsområder trolig føre til en viss grad av samarbeid eller meningsutveksling blant aktørene. Uansett har selskapene virksomhet i mange av de samme markedene, som kan føre til en skjerping av konkurransen.

4.1.3.5.5 Avviklingshindringer

Avviklingshindringer kan være barrierer av økonomisk-, strategisk-, og følelsesmessig karakter. Spesialiserte driftsmidler er eksempel på en avvikingshindring (Roos et al, 2014, s. 91). Mange av oppdrettsselskapenes driftsmidler knyttet til bearbeiding av fisk og merder i sjøen, har neppe flere alternative bruksområder, som kan tale for at avviklingshindringene er høye for disse. Ettersom oppdrett av laks er begrenset av myndighetene i Norge, har selskapene utvidet sin virksomhet på andre måter via en effektiv verdikjede. Det kan tenkes at avvikling av en del av verdikjeden kan utgjøre en avviklingshindring, ettersom det kan bryte med strategien om «verdens mest effektive og bærekraftige verdikjede for sjømat» for Lerøy sitt tilfelle.

4.1.3.6 Oppsummert

Gjennom Porters five forces analyseres næringen for å vurdere om oppdrettsnæringen er attraktiv. Konesjonssystemet og at oppdrettsbransjen er kapitalintensiv, tilsier lav trussel fra nyetableringer. Dog vil en utvikling av landbasert oppdrett være en trussel i fremtiden. At laks som sådan er et homogent produkt peker i retning av en noe høyere konkurranse mellom etablerte aktører, og at kundens forhandlingsmakt øker. Ettersom fôr er en sentral innsatsfaktor, vil det tale for høy forhandlingsmakt hos leverandørene. Den største aktøren i bransjen utvikler sitt eget fôr. I resten av bransjen jobbes det mot å utvikle effektive verdikjeder, samt at krav til bærekraftighet og innovasjon tilsier at selskapene kan utvikle seg, og bytte ut viktige fôrkomponenter. Dermed svekkes leverandørenes forhandlingsmakt. Få og store aktører taler for en stabil konkurransesituasjon, mens begrensninger i organisk vekstmuligheter taler for en skjerpet konkurranse. Konkurransen hos etablerte aktører regnes etter dette som moderat. Trussel fra substitutter anses lav, på bakgrunn av helsegevinster og bærekraftighet, som gjør laks til et attraktivt produkt.

Trussel fra nyetableringer	X			
Trussel fra substitutter	X			
Kundenes forhandlingsmakt		X		
Leverandørenes forhandlingsmakt		X		
Intern rivalisering			X	

Tabell 4-1 Porters Five Forces

Samlet sett anses oppdrettsnæringen som en attraktiv bransje, med muligheter for vekst og lønnsomhet.

4.2 Intern ressursorientert analyse

Bakteppet til internanalysen er å gi forståelse med hensyn til selskapets lønnsomhetspotensial i forhold til bransjen for øvrig (Kaldestad & Møller, 2016, s. 103). Ved verdsettelse av et selskap er det essensielt å forstå hvorfor et selskap presterer som det gjør relativt til bransjen. Videre anvendes VRIO for å kartlegge interne ressurser hos Lerøy som gir opphav til et eventuelt konkurransefortrinn.

4.2.1 VRIO

Selskapets evne til konkurransefortrinn baseres ikke kun på omgivelser, men beror også på ressurser selskapet innehar og hvordan disse anvendes. Under visse forhold kan et selskaps konkurransefortrinn være varig. Vedvarende konkurransefortrinn beror på om etablerte- og potensielle konkurrenter kan imitere strategien som gir varige konkurransefortrinn eller ei. For å finne ut om et selskap har varige konkurransefortrinn kan VRIO-rammeverket benyttes. (Roos et al, 2014, s. 134)

VRIO-rammeverket er strukturert i en rekke av fire spørsmål om virksomhetens aktiviteter:

1. Verdi (value)
2. Sjeldenhet (rarity)
3. Imiterbarhet (imitability)
4. Organisering (organization)

Svaret på disse spørsmålene avgjør om et selskaps ressurser eller kapabiliteter er en styrke eller svakhet.

Spørsmålet om verdi: Vil selskapets ressurser eller kapabiliteter gjøre det i stand til å svare på muligheter og trusler?

Spørsmålet om sjeldenhet: Er den nåværende ressursen kontrollert av et mindretall av de konkurrerende selskapene?

Spørsmålet om imitering: Vil selskaper uten ressursen imøtegå en kostnadsulemp ved å skaffe eller utvikle den?

Spørsmålet om organisering: Er selskapets andre policyer og prosedyrer organisert til å støtte utnyttelsen av dets verdifulle-, sjeldne ressurser, og er disse ressursene kostnadskrevende å imitere?

(Barney, 2011, s. 125)

I VRIO analysen vil det settes søkelys på størrelse, produktbredde og verdikjede.

4.2.1.1 Størrelse

Lerøy er notert på Oslo Børs og har en markedsverdi på rundt 32,8 milliarder kroner per 17. februar 2023 (Oslo Børs, 2023). Lerøy har en betydelig størrelse og markedsandel innenfor den norske sjømatindustrien, og har også utvidet seg internasjonalt. De har et sterkt varemerke og tilbyr høy kvalitet på sjømatproduktene sine. Selskapets størrelse og markedsposisjon gir dem verdifulle ressurser i form av stordriftsfordeler og sterk forhandlingsstyrke. Lerøy har adgang til attraktive fiskefelt og har tilgang til vertikalt integrerte forsyningskjeder. Dette gir dem en sjelden ressurs, som danner grunnlag for konkurranseparitet overfor bransjen. Lerøys ressurser og kapabiliteter er vanskelig å imitere på kort sikt. Vertikal integrasjon og tilgang til attraktive fiskefelt tar tid og betydelige investeringer å etablere. Samtidig har Lerøy utviklet sterke relasjoner med leverandører og kunder, noe som vil være tidkrevende å etterligne. Lerøy har en godt organisert forsyningskjede, og er kjent for sin innovasjon og utvikling av nye produkter og tjenester. Selskapet er også kjent for sin miljøvennlige tilnærming til sjømatproduksjon, og dette gir dem en positiv profil i markedet. Mowi utgjør en betydelig del av vår bransje, og er nesten dobbelt så stor som Lerøy med hensyn til tall som omsetning og eiendeler.

4.2.1.2 Produktbredde

Lerøy Seafood Groups brede produktportefølje kan være verdifull for selskapet da det gir dem muligheten til å tilby en rekke sjømatprodukter til ulike markeder og kunder. Dette kan øke deres markedsandel og inntektspotensial. Ettersom komparative selskaper ikke innehar den samme omfattende hvitfiskvirksomheten, vurderes Lerøys produktbredde som sjelden. En vidstrakt produktportefølje kan trolig tiltrekke en bredere kundegruppe enn de andre aktørene. Å etablere et bredt utvalg av sjømatprodukter tar tid og ressurser, og det kan være vanskelig for andre selskaper å kopiere LSGs produktbredde. Dermed kan LSG ha en fordel

som kan være vanskelig å etterligne. Lerøy har flere strenger å spille på, således er de mindre eksponert mot svingninger i lakseprisen. Samtidig kan det også tas med i vurderingen at selv om andre selskaper ikke har en tilsvarende produktbredde, så vil markedet og konkurransen hos de ulike produktene, gjøre at en bred portefølje ikke nødvendigvis gir en fordel.

Produktbredden taler for konkurranseparitet.

4.2.1.3 Verdikjede

Basert på beskrivelsen av Lerøy Seafood Group sin verdikjede, kan man konkludere med at den er verdifull. Selskapet har full integrasjon i verdikjeden, og kontrollerer hele prosessen fra klekking av lakseegg til distribusjon av ferdige produkter. Dette gir selskapet kontroll og fleksibilitet i verdikjeden, og gjør dem i stand til å tilpasse seg endringer og utfordringer.

I tillegg har Lerøy også store eierandeler i slakteri- og foredlingsvirksomheter i Europa, som gir dem ytterligere kontroll og innsikt i verdikjeden. Dette gjør at selskapet kan levere produkter av høy kvalitet til markedet, og samtidig oppnå større lønnsomhet. Det er verdt å merke seg at de andre selskapene i bransjen også har integrerte verdikjeder, slik at den muligens ikke er sjelden og umulig å kopiere. Mowi er eneste aktør som er selvforsynt med fôr (Mowi, 2022, s. 146). Som største aktør utgjør selskapet en viktig del av bransjeutvalget. Dermed innehar en betydelig del av bransjen kontroll på verdikjeden i sin helhet. Ettersom Lerøy mangler dette leddet i verdikjeden, men ellers har en integrert og effektiv verdikjede, gir det grobunn til å hevde at Lerøy innehar en marginulempe i forhold til bransjen på dette området. Verdikjeden i sammenheng med produktbredden tilsier en marginal ressursulempe.

4.2.1.4 Oppsummering VRIO

Ressurser	Sjelden	Verdifull	Ikke-imiterbar	Effektivt organisert	Konkurransemessige implikasjoner
Verdikjede	✓	✓	-	✓	Konkurranseparitet
Produktbredde	X	✓	X	✓	Konkurranseparitet
Størrelse	X	✓	-	✓	Konkurransulempe

Tabell 4-2 Oppsummering VRIO

På bakgrunn av Mowi sin betydelige størrelse i forhold til bransjen, er det sannsynlig at Lerøy vil ha en lavere rentabilitet i vårt sammenligningsgrunnlag. Mowi er en av de største aktørene i oppdrettsnæringen og har en solid markedsandel. Deres omfattende ressurser og økonomiske styrke gir dem muligheten til å investere i avansert teknologi, forskning og utvikling, samt effektivisere driftskostnadene. Dette kan gi dem en konkurransefordel og dermed høyere rentabilitet sammenlignet med mindre aktører som Lerøy. Mens Lerøy også er en betydelig aktør i bransjen, kan deres relativt mindre størrelse begrense deres evne til å oppnå samme grad av effektivitet og skalafordeler som Mowi. Derfor kan vi forvente at Lerøy vil ha en lavere rentabilitet sammenlignet med bransjen. Videre tilskrives produktbredden konkurranseparitet, mens verdikjeden gir opphav til en marginal ressursulempe. På bakgrunn av dette vil ressursfordelen til Lerøy være mindre enn hos bransjen.

4.3 SWOT- analyse

SWOT-analysen er en anvendelig måte å oppsummere de interne og eksterne faktorene i en organisasjon. Det er et verktøy for systematisk å kartlegge hvorvidt selskapets er i stand til å imøtekomme og overleve forandringer. (Roos et al, 2014, s. 168)

Basert på ekstern- og internanalyse har vi satt opp en SWOT-tabell for å gi et oversiktsbilde over de identifiserte faktorene for Lerøy Seafood Groups posisjon.

PESTEL- analysen avdekker norsk oppdrettsnæring som positiv med hensyn til lønnsomhetspotensial, dog har usikkerheten rundt grunnrenteskatt hemmet investeringer, og således vekst og ytterligere lønnsomhetspotensial. Porter- analysen forsterker inntrykket av

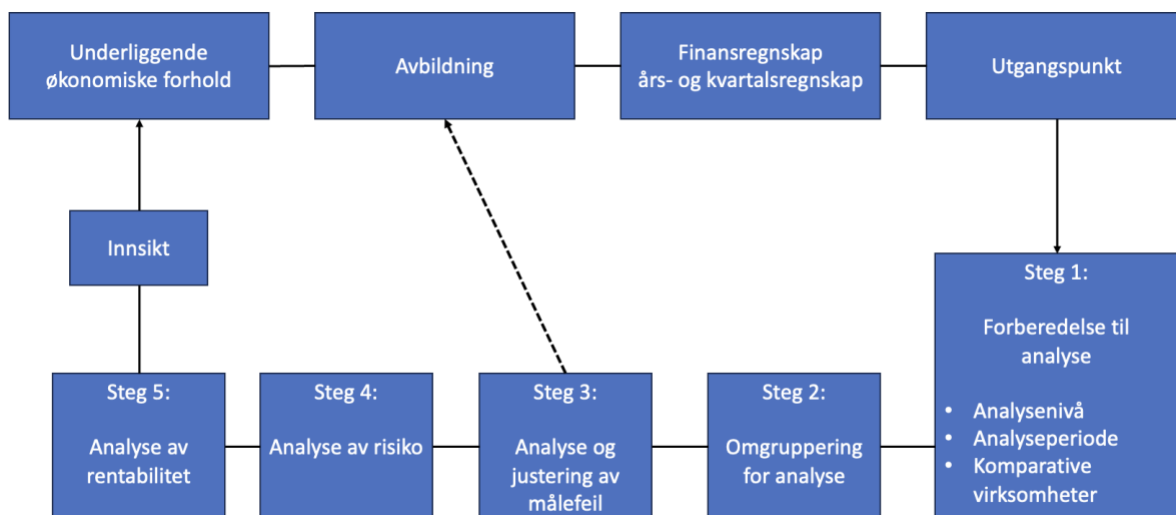
en attraktiv bransje. Trussel fra substitutter vurderes særlig lav, de andre faktorene vurderes litt høyere men fremdeles lavt; den største trusselen tilkommer intern rivalisering, dog vurderes denne til moderat. Dermed forventes det å tilstedekomme en høy bransjefordel. Den interne analysen konkluderer på den annen side med konkurranseparitet når det gjelder verdikjede og produktbredde. Det forventes at bransjen innehar høyere rentabilitet enn Lerøy som kan henføres til størrelsen til Mowi, som er den største aktøren i bransjeutvalget, noe som vil kunne gi opphav til en ressursulempe.

Styrker:	Svakheter:
<ul style="list-style-type: none"> • En stor og velrenommert virksomhet i Norge og internasjonalt • En bred produktportefølje innen fisk og sjømat • Stor kapasitet og effektivitet i produksjonen • Innovative produkter og tjenester 	<ul style="list-style-type: none"> • Mangel på egentilvirkning av fôr • Biologiske utfordringer • Høyere varekostnader <ul style="list-style-type: none"> ○ Høyere relativt fôrkostnader
Muligheter:	Trusler:
<ul style="list-style-type: none"> • Kronedepresiering • Etterspørselsvekst • Sosiale trender • Egen fôrproduksjon 	<ul style="list-style-type: none"> • Grunnrenteskatt • Høy rente • Laksepris • Handelskonflikter • Lakselus • Lakserømming • Landbasert oppdrett • Konstnadsinflasjon i innsatsfaktorer

Tabell 4-3 SWOT-analysen

Kapittel 5: Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk



Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2023c).

Den første delen av analysen er forberedelse til regnskapsanalyse. I det første steget foretas noen praktiske avgrensninger, det inkluderer valg av analyseperiode, analysenivå, og komparative selskaper. Deretter følger omgruppering av de rapporterte tallene for å gjøre dem egnet for analyse fra et investorperspektiv. I det tredje trinnet blir det gjennomført analyse og justering av målefeil. De to neste trinnene i regnskapsanalysen involverer forholdstallsanalyser, som innebærer å analysere og sammenligne Lerøys risiko og rentabilitet med bransjegjennomsnittet. Disse to trinnene blir gjennomført i kapitlene 6,7 og 8.

5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse

Som en forberedelse til regnskapsanalysen er det viktig å vite hvilke informasjon som skal benyttes som input, hvor langt tilbake i tid man skal hente informasjon fra, og hvilke komparative selskaper som skal inkluderes i bransjeutvalget.

5.2.1 Analysenivå

Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 85) er «regnskapstall en av de viktigste input-faktorer investorer og analytikere baserer seg på for å prise selskaper». Om man skal analysere konsernregnskap eller selskapsregnskap beror på flere forhold. Kaldestad & Møller (2016, s. 85) mener at virksomheter som er tett driftsmessig integrert innenfor et virksomhetsområde, analyseres samlet på bakgrunn av konsernregnskapet. Likeledes bør ulike virksomhetsområder analyseres separat, uavhengig av om de befinner seg i separate juridiske enheter eller ei (Kaldestad & Møller, 2016, s. 85).

Segmentene til konsernet er bestående av virksomhetsområdene Villfangst, Havbruk og Bearbeiding, salg og distribusjon (Lerøy, 2022). Det taler muligens for at analysenivået er separat for hvert enkelt virksomhetsområde. Dog beskrives Lerøys virksomheter som en helintegret verdikjede (Lerøy, 2022), således er den tett driftsmessig sammenkoblet. Dermed velger vi å analysere Lerøy som en enhet, med utgangspunkt i konsernregnskapet.

5.2.2 Analyseperiode

Valg av kort eller lang analyseperiode avhenger av hvorvidt virksomheten har vært stabil eller endret natur. Dersom virksomheten driver med det samme over tid bør valget falle på en lang tidshorisont, eksempelvis 10 år. I motsatt fall kan virksomheten endre seg over tid, som taler for en relativt kort tidshorisont, eksempelvis 4 år. (Knivsfå, 2023, F3, s. 24). Videre er oppdrettsnæringen er syklisk bransje, blant annet som følge av at ørret-, hvitfisk- og lakseprisen er volatil (Lerøy, 2022, s. 81). Sykliske bransjer bør være gjenstand for en lang tidshorisont, som favner over opp- og nedgangskonjunkturer (Knivsfå, 2023, F3, s. 24).

Lerøy har drevet med det samme over tid, herunder produksjon av laks som fremdeles er en del av kjernevirksomheten. På den annen side har konsernet endret seg, selskapet har vært gjenstand for oppkjøp av nye forretningsområder, eksempelvis hvitfisk som ble integrert i konsernets veletablerte verdikjede i 2017. (Lerøy, 2022, s. 11). Basert på det ovennevnte har vil valgt en mellomlang analyseperiode på 7 år, fra og med 2016 til og med 2022.

5.2.3 Komparative selskaper

Sammenlignbare selskaper utgjør en målestokk ved regnskapsanalysen av Lerøy. Dermed utgjør andre oppdrettsselskaper i tillegg til Lerøy et bransjegjennomsnitt, som fungerer som målestokk ved analysen av Lerøy. (Knivsflå, 2023, F3, s. 25-26). Det optimale hadde vært å inkludere alle konkurrentene i bransjen som sammenligningsgrunnlag, dog er dette ikke utførlig av praktiske årsaker. De oppdrettsselskapene som i tillegg til Lerøy utgjør et sammenligningsgrunnlag videre i oppgaven er MoWi og Salmar.

5.3 Presentasjon av rapporterte tall

I det følgende delkapitlet blir Lerøys historiske økonomiske resultater presentert, inkludert resultatregnskapet, balansen og endringer i egenkapitalen. Disse tallene er basert på Lerøys årsrapporter for årene 2016-2022. Siden årsrapporten fra 2022 ikke blir publisert før i slutten av april, er regnskapsinformasjonen for dette året hentet fra kvartalsrapportene for 2022. Det er viktig å merke seg at kvartalsrapporter viser foreløpige tall, og er følgelig mindre detaljerte enn årsrapporter. Regnskapstallene vil i enkelte poster ikke være helt korrekte, men det anses som nødvendig å bruke de publiserte tallene for å sammenligne med tidligere år. Som en følge av at det i kvartalsrapporten er begrenset med detaljer på de ulike postene, har vi forsøkt å fordele blant annet netto poster for å øke sammenlignbarheten.

Vi har valgt å inkludere gevinst eller tap ved salg av driftsmidler som en unormal post i regnskapet av flere grunner. For det første er beløpene som er involvert i denne posten ofte svært variable fra år til år, og dermed vanskelig å forutsi. Dette kan forvrengte analysen av virksomhetens løpende drift og gjøre det vanskelig å sammenligne resultatene over tid.

I tillegg kan gevinst eller tap ved salg av driftsmidler være en uforutsett hendelse som ikke er en del av selskapets vanlige drift. Dette betyr at den kan påvirke selskapets resultat på en uforutsigbar måte, og dermed endre tolkningen av selskapets økonomiske resultater.

Ved å inkludere gevinst eller tap ved salg av driftsmidler som en unormal post, kan vi gi et mer nøyaktig bilde av selskapets løpende drift og øke sammenlignbarheten over tid. Dette gjør det også lettere å identifisere trender og mønstre i virksomhetens økonomiske resultater,

og dermed gjøre det lettere å ta informerte beslutninger om fremtidige strategier og investeringer.

Det er nødvendig å gjøre beregninger for å få større sammenlignbarhet mellom *finanspostene* fra kvartalsrapporten og årsrapporten, fordi disse rapportene har forskjellige nivåer av detaljer og ulike formål. Mens årsrapporten gir en mer detaljert oversikt over selskapets finansposter, gir kvartalsrapporten kun en summarisk oversikt. Dermed er det behov for å beregne og justere tallene fra kvartalsrapporten for å gjøre dem mer sammenlignbare med tallene fra årsrapporten, slik at vi kan få en mer helhetlig forståelse av selskapets finansielle resultater. I 4. kvartalsrapporten er finanspostene oppgitt i netto. Rapporten viser en netto på - 281 769. Dette er en økning på finanskostnader fra 2021. Av hensyn til sammenlignbarhet har vi forsøkt å fordele nettoposten på finansinntekt og finanskostnad og netto unormalt finansresultat. For å komme fram til et tall vi mener er sammenlignbart med tidligere år, har vi benyttet oss av fordelingen av disse postene tidligere år. Fordelingen baserer seg på en vektning av tidligere års finansposter.

I balansen har kvartalsrapportens begrensede informasjon også ført til at det på enkelte poster har vært nødvendig å foreta fornuftige beregninger. Under annen kortsiktig gjeld er det i kvartalsrapporten inkludert skyldige offentlige avgifter og betalbar skatt. Tallene presentert i tabell 5-1 kommer fra en vurdering av tidligere tall. De siste to årene har annen kortsiktig gjeld inkludert de to ovennevnte postene utgjort rundt 55 % av den sammenslåtte posten. Videre har betalbar skatt historisk utgjort 58 % av den resterende summen på den sammenslåtte posten i kvartalsrapporten.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsinntekter	17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 280	26 645 877
- Varekostnad	10 265 020	9 654 211	10 378 276	11 183 192	11 107 004	12 742 107	14 408 004
- Lønn og andre personalkostnader	1 785 537	2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129	3 473 829	3 815 832
- Andre driftskostnader	1 864 088	2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293	3 142 642	3 907 502
= EBITDA	3 354 633	4 303 940	4 185 864	3 719 030	3 102 226	3 714 702	4 514 539
- Avskrivninger	511 621	583 265	659 669	1 012 041	1 157 589	1 252 334	1 326 039
= Driftsresultat før unormale poster	2 843 012	3 720 675	3 526 195	2 706 989	1 944 637	2 462 368	3 188 500
+ Verdjustering av biologiske eiendeler	1 470 561	(1 716 308)	754 938	(333 703)	(826 751)	1 085 304	1 088 166
- Nedskrivninger	-	-	-	-	1 551	6 400	-
+ Gevinst/tap ved salg av driftsmidler	457	(3 927)	42 341	27 245	6 569	62 814	6 381
= Driftsresultat (EBIT)	4 314 030	2 000 440	4 323 474	2 400 531	1 122 904	3 604 086	4 283 047
+ Nettoresultat tilknyttet selskap - Normalt	249 175	294 516	286 573	179 749	105 359	121 502	65 675
+ Nettoresultat tilknyttet selskap - Unormalt	13 607	8 135	-	-	-	-	-
+ Finansinntekt - normal	18 539	24 105	26 229	37 550	25 550	29 193	36 727
- Finanskostnad - normal	150 670	191 605	189 839	238 475	235 704	244 669	318 516
+ Unormalt finansresultat	640	(42 123)	2 523	(13 874)	(31 224)	21 551	-
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	4 445 321	2 093 468	4 448 960	2 365 481	986 885	3 531 663	4 066 954
- Skattekostnad - normal	939 978	349 348	851 002	495 743	196 674	750 569	901 829
- Skattekostnad - unormal	(13 287)	(5 364)	-	-	-	-	-
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	3 518 630	1 749 484	3 597 958	1 869 738	790 211	2 781 094	3 165 125
+ Nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	-	-	-
= Årsresultat før minoritet	3 518 630	1 749 484	3 597 958	1 869 738	790 211	2 781 094	3 165 125
- Netto minoritetsresultat	294 488	(11)	160 917	12 567	(4 126)	148 725	261 289
= Årsresultat til majoritet	3 224 142	1 749 495	3 437 041	1 857 171	794 337	2 632 369	2 903 836

Tabell 5-1: Resultat

BALANSE FOR KONSERNET	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Immatrielle eiendeler	8 049 507	8 048 479	8 180 386	8 153 542	8 325 390	8 594 369	8 643 033
+ Bruksrettseiendeler				2 378 102	2 429 037	2 660 643	2 863 969
+ Bygninger, tomter og andre driftsmidler	4 209 108	5 148 271	6 606 948	6 230 105	6 797 080	7 297 480	7 487 389
+ Investeringer i tilknyttede selskaper	730 875	960 587	1 015 556	950 017	1 055 463	1 348 072	1 424 638
+ Investeringer i aksjer	8 019	5 534	7 247	13 825	15 917	20 974	57 234
+ Langsiktige fordringer	76 679	122 836	67 777	71 233	79 287	88 027	82 779
= Sum anleggsmidler	13 074 188	14 285 707	15 877 914	17 796 824	18 702 174	20 009 565	20 559 042
Biologiske eiendeler	6 418 313	4 458 095	5 564 447	5 574 921	4 913 512	5 955 092	7 617 593
+ Andre varer	721 803	991 186	1 315 292	1 031 155	1 094 571	1 256 689	2 307 897
+ Kundefordringer	2 209 281	1 972 438	2 152 414	2 244 348	1 867 505	2 174 193	2 716 977
+ Andre driftsrelaterte fordringer	421 302	436 590	426 511	511 131	618 928	595 023	555 273
+ Kontanter og kontantekvivalenter	2 233 700	3 514 096	3 036 154	3 031 052	2 966 409	4 203 146	3 304 878
= Sum omløpsmidler	12 004 399	11 372 405	12 494 819	12 392 607	11 460 925	14 184 143	16 502 618
SUM Eiendeler	25 078 587	25 658 112	28 372 733	30 189 431	30 163 099	34 193 708	37 061 660
Innskutt egenkapital, majoritet	4 837 893	4 837 893	4 837 893	4 837 893	4 837 893	4 837 893	4 837 893
+ Opptjent egenkapital majoritet	7 702 055	8 769 401	11 314 996	12 012 739	11 919 158	13 359 032	14 867 868
+ Ikke-kontrollerende interesser	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 317 932
= Sum egenkapital	13 475 426	14 482 122	17 134 291	17 763 305	17 632 769	19 323 103	21 023 693
Utsatt skatt	2 802 271	2 313 950	2 443 957	2 474 530	2 320 370	2 575 120	2 935 389
+ Pensjonsforpliktelser	5 219	3 113	3 566	2 689	2 670	3 393	
+ Annen langsiktig rentefri gjeld	121 958	96 202	62 843	30 857	34 176	6 225	
+ Leieforpliktelse overfor andre enn kredittinstitusjoner				1 041 322	858 164	1 091 062	1 272 906
+ Langsiktig rentebærende gjeld	4 541 276	4 946 254	4 550 699	4 467 763	5 035 490	6 318 382	5 822 266
= Sum langsiktig gjeld	7 470 724	7 359 519	7 061 064	8 017 161	8 250 871	9 994 183	10 030 561
Kortsiktige kreditter	1 094 089	830 009	1 031 868	1 401 807	1 652 258	1 417 759	2 103 985
+ Skyldige offentlige avgifter m.v.	263 991	233 982	226 513	279 333	252 629	364 468	346 471
+ Betalbar skatt	477 842	819 884	678 075	448 813	349 562	519 662	494 001
+ Leverandørgjeld	1 366 634	1 310 098	1 486 119	1 554 071	1 194 471	1 690 434	2 076 939
+ Annen kortsiktig gjeld	929 880	622 498	754 803	724 941	830 540	884 100	986 010
= Sum kortsiktig gjeld	4 132 437	3 816 471	4 177 378	4 408 965	4 279 459	4 876 422	6 007 406
Sum gjeld	11 603 161	11 175 990	11 238 442	12 426 126	12 530 330	14 870 605	16 037 967
Sum egenkapital og gjeld	25 078 587	25 658 112	28 372 733	30 189 431	30 163 099	34 193 708	37 061 660

Tabell 5-2: Balanse

Endringer i Egenkapital	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapital 01.01 (Majoritet)	7 885 695	12 539 948	13 607 294	16 152 890	16 850 632	16 757 051	18 196 926
+ Totalresultat	3 115 688	1 842 323	3 438 508	1 890 315	799 626	2 633 771	2 997 525
- Betalt utbytte	654 928	774 506	893 661	1 191 547	893 661	1 191 547	1 489 434
+ Netto kapitalinnskudd	2 178 245	387	447	596	447	596	744
+ Dirty surplus	15 246	(858)	301	(1 620)	7	(2 945)	
= Egenkapital 31.12 (Majoritet)	12 539 948	13 607 294	16 152 890	16 850 632	16 757 051	18 196 926	19 705 761

Tabell 5-3: Endring i egenkapital for Lerøy, 2016-2022

5.4 Omgruppering for analyse

Omgruppering av regnskapet handler om å tilpasse det til behovene til ulike interessenter, inkludert investorer og kreditorer. Mens tradisjonelle regnskap har fokus på likviditeten til eiendeler og varigheten på gjeld, er formålet med omgruppering å gjøre regnskapet mer investororientert. Dette innebærer å omgruppere resultatet og balansen slik at en kan fordele de ulike resultatene til de ulike kapitalene.

For å oppnå en grundigere forståelse av en virksomhets underliggende drift og dens inntjeningssevne, er det hensiktsmessig å dele balansen inn i driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Siden verdiskapningen i stor grad skjer gjennom driften, vil det være mer fornuftig å dele balansen inn i driftsrelaterte og finansielle eiendeler. (Knivsflå, 2023, F4).

Ved å omgruppere regnskapet på denne måten, vil det være mulig å utarbeide mer nøyaktige lønnsomhetstall og fremtidsregnskap som tar hensyn til de ulike kapitalene som skal avlønnes. Dette vil gi investorer en mer detaljert innsikt i selskapets underliggende verdiskapning og inntjeningssevne, og dermed muligheten til å ta mer informerte beslutninger om investeringer.

5.4.1 Omgruppering av resultatet

Basert på Knivsflå (2023), vil omgrupperingen av resultatet gjennomføres i fire steg.

1. Identifisering av fullstendig nettoresultat
2. Fordel fullstendig resultat på alle kapitaler i balansen.
3. Trekk ut det unormale for å finne det normale resultatet
4. Fordel skattekostnaden på alle resultatene

Etter gjennomføring av disse stegene vil et omgruppert resultatregnskap bli presentert, som vil reflektere en faktisk endring i selskapets egenkapital i løpet av året. Det omgrupperte resultatregnskapet vil gi en mer detaljert oversikt over selskapets inntekter og kostnader, og vil tillate identifisering av eventuelle trender eller mønstre i selskapets økonomiske resultater over tid.

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat (FNR) = Rapportert årsresultat (RES) + Annet fullstendig resultat (AFR) + Dirty Surplus (DSP) (Knivsflå, 2023, F4).

Rapportert årsresultat hentes direkte fra årsrapporten til Lerøy. For år 2022 hentes det fra 4. kvartalsrapport.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rapportert årsresultat, majoritet	3 224 142	1 749 495	3 437 041	1 857 171	794 337	2 632 371	2 903 833
+ Annet fullstendig resultat	(108 454)	92 827	1 467	33 144	5 288	1 400	93 692
= Rapportert fullstendig nettoresultat majoritet	3 115 688	1 842 322	3 438 508	1 890 315	799 625	2 633 771	2 997 525
+ Dirty surplus (driftsrelatert og finansielt)	15 246	(858)	301	(1 620)	7	(2 945)	-
= Fullstendig nettoresultat, majoritet	3 130 934	1 841 464	3 438 809	1 888 695	799 632	2 630 826	2 997 525

Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat for Lerøy, 2016-2022

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Annet fullstendig resultat

Annet fullstendig resultat (AFR) er en post i regnskaper som rapporterer etter IFRS, og kan tilsvare «Other Comprehensive Income». Denne omfatter informasjon om andre resultatelementer som ikke er inkludert i det tradisjonelle regnskapet. (Knivsflå, 2023, F4). Posten utgjør differansen mellom majoritetens andel av totalresultatet og kontrollerende eierinteressers del av årsresultatet. Finansrelatert AFR er verdiendring finansielle instrumenter.

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
Driftsrelatert AFR	(149 388)	72 489	(20 086)	7 433	39 717	(61 358)	77 568
Finansrelatert AFR	40 934	20 338	21 553	25 711	(34 429)	62 758	16 124
Annet fullstendig resultat	(108 454)	92 827	1 467	33 144	5 288	1 400	93 692

Tabell 5-4a: Annet fullstendig resultat i perioden

Dirty Surplus

Dirty Surplus (DSP) forekommer ved brudd på kongruensprinsippet. Kongruensprinsippet er at alle inntekter og kostnader skal resultatføres iht. regnskapslovens § 4-3. Men noen inntekter og kostnader blir likevel ført direkte mot egenkapitalen. Eksempler er emisjonskostnader og diverse justeringer og prinsippendringer (Knivsflå, 2023, F4). Utløsning av ikke-kontrollerende eierinteresser under endring av egenkapital utgjør DSP.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 280	26 645 877
- Driftskostnader	12 955 248	16 623 075	15 514 163	18 026 371	18 835 197	19 462 794	22 362 831
= Driftsresultat fra egen virksomhet	4 314 030	2 000 440	4 323 474	2 400 531	1 124 455	3 610 486	4 283 046
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	262 782	302 651	286 573	179 749	105 359	121 502	65 675
+ Driftsrelatert AFR	(149 388)	72 489	(20 086)	7 433	39 717	(61 358)	77 568
+ Driftsrelatert DSP	15 246	(858)	301	(1 620)	7	(2 945)	-
= Fullstendig driftsresultat før skatt	4 442 670	2 374 722	4 590 262	2 586 093	1 269 538	3 667 685	4 426 289

Tabell 5-5: Fullstendig driftsresultat for Lerøy, 2016-2022

Nettoresultat fra drift tilknyttet virksomhet

Investeringer i tilknyttet virksomhet er regnskapsført etter egenkapitalmetoden iht. NGRS og IFRS. Som følge av at brorparten av tilknyttede selskaper har forretningsområder som faller innenfor Lerøys kjernevirksomhet, mener vi at inntekt fra TS er tilknyttet drift.

Driftsrelatert annet fullstendig resultat er AFR som ikke er tilknyttet finansiering. Likeledes vil driftsrelatert dirty surplus være DSP som ikke er tilknyttet finansiering.

FULLSTENDIG FINANSRESULTAT FØR SKATT	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
Finansinntekt	27 104	28 278	37 213	61 446	72 390	72 950	83 774
- Finanskostnad	158 595	237 901	198 300	276 245	313 768	266 974	365 543
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	-	-	-
+ Andre finansielle resultatetelementer	40 934	20 338	21 553	25 711	(34 429)	62 758	16 124
+ Finansielt "dirty surplus"	-	-	-	-	-	-	-
= Fullstendig finansresultat før skatt	(90 557)	(189 285)	(139 534)	(189 088)	(275 807)	(131 266)	(265 645)

Tabell 5-6: Fullstendig finansresultat for Lerøy, 2016-2022

Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster

Fullstendig resultat = Normalt resultat + Unormalt resultat

Neste steg i omgruppering handler om å fordele fullstendig resultat i henholdsvis, normalt og unormalt resultat. Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet er normal resultatet relevant.

Normale poster er poster som er forventet å komme tilbake hver periode, og vil følgelig være relevante for fremtiden. (Knivsflå, 2023, F4)

En unormal post, også kalt transitoriske poster, er en post som oppstår en eller få ganger, og som derfor er lite relevant for fremtiden.

Unormale driftsrelaterte poster:

- *Verdijustering av biologiske eiendeler* følger IAS 41-standarder, som krever at disse eiendelene vurderes til virkelig verdi på balansedagen. Verdsettelsen er basert på gjeldende laksepris på dagen, og differansen i varebeholdning fra året før blir resultatført. Imidlertid er lakseprisen svært volatil og uforutsigbar, noe som gjør det vanskelig å forutsi verdijusteringen av biologiske eiendeler nøyaktig. Derfor anses denne posten som unormal og inkluderes i posten for unormal driftsinntekt i regnskapet.

- *Nedskrivninger* anses som unormale poster på grunn av den uforutsigbare karakteren av verdifallet, som kan variere betydelig fra år til år. Denne variabiliteten kan skyldes endringer i økonomiske forhold, teknologiske fremskritt eller andre faktorer, og gjør det vanskelig å forutse og planlegge nedskrivninger på en nøyaktig måte. Inngår i unormal driftsinntekt
- *Gevinst/tap ved salg av driftsmidler* er hendelser som ikke følger en klar trend, og beløpene er følgelig svært varierte. Inngår i unormal driftsinntekt.
- *Unormalt nettoresultat fra TS* skyldes gevinsten som ble oppnådd fra salg av eierandeler i Sørsmolt AS i 2016 og Lerøy Schlie AS i 2017. Disse gevinstene fra salget av eierandeler anses som unormale poster i regnskapet, da de ikke er relatert til selskapets ordinære drift
- *Driftsrelatert AFR og Driftsrelatert DSP* anses som unormale poster grunnet deres hovedsakelige bestanddeler av omregningsdifferanser. Disse beløpene ikke er i tråd med en definert trend, og anses dermed som avvik
- *Unormal skattekostnad* oppstår som følge av *skatteeffekten av endringer i ikke-bokførte US-posisjoner*. Posten ble kun oppført i 2016 og 2017, og betegnes derfor som unormal post.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Unormal driftsinntekt	1 471 018	(1 720 235)	797 279	(306 458)	(820 182)	1 148 118	1 094 547
- Unormal driftskostnad	-	-	-	-	-	-	-
= Unormalt driftsresultat før skatt	1 471 018	(1 720 235)	797 279	(306 458)	(820 182)	1 148 118	1 094 547
- Skatt på unormalt driftsresultat	346 890	(335 011)	164 328	(68 616)	(169 225)	254 272	240 667
+ Unormalt nettoresultat fra tilknyttet selskap	13 607	8 135	-	-	-	-	-
+ Driftsrelatert AFR	(155 548)	72 490	(20 087)	7 432	39 720	(60 935)	79 251
- Driftsrelatert DSP	15 246	(858)	301	(1 620)	7	(2 945)	-
- Unormal skattekostnad	(13 287)	(5 364)	-	-	-	-	-
= Unormalt netto driftsresultat	980 228	(1 298 377)	612 563	(228 790)	(611 244)	835 856	933 131

Tabell 5-7: Unormalt netto driftsresultat for Lerøy, 2016-2022

Unormale finansielle poster

- Det er begrenset med informasjon i årsrapportene vedrørende hva finanspostene faktisk inneholder. I noten for fordeling av finansposter er *andre finansinntekter* og *annen finanskostnad* ustabile, og vurderes derfor som unormale poster.
- *Agiovinning og agiotap* vurderes som unormal post. Agio er differansen mellom verdien av en valuta eller et verdipapir og den nominelle verdien. Svingninger i valuta gjør det vanskelig å predikere, og det er ikke identifisert en klar trend i denne posten.

- Det er ikke observert en klar trend i posten *Andre finansielle resultatelementer/ Finansrelatert AFR*. Finansrelatert AFR baserer seg på *verdiendring finansielle instrumenter (kontantstrømsikring)*.

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
Unormale finansinntekter	8 565	4 173	10 984	23 896	46 840	43 756	38 164
- Unormale finanskostnader	7 925	46 296	8 461	37 770	78 064	22 205	46 013
= Unormalt finansresultat før skatt	640	(42 123)	2 523	(13 874)	(31 224)	21 551	(7 849)
- Skatt på unormalt finansresultat	155	(8 618)	484	(2 749)	(6 560)	4 641	(1 636)
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	-	-	-
+ Andre finansielle resultatelementer	40 934	20 338	21 553	25 711	(34 429)	62 758	16 124
+ Finansielt dirty surplus	-	-	-	-	-	-	-
= Resultat av unormale finansrelaterte poster	41 419	(13 167)	23 592	14 586	(59 093)	79 668	9 911

Tabell 5-8: Unormalt netto finansresultat for Lerøy, 2016-2022

Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Selskapsskattesats	25%	24%	23%	22%	22%	22%	22%

Tabell 5-9: Selskapsskattesats, 2016-2022

Benytter selskapsskattesatsen (sss) til å finne finansinntektsskattesatsen (fiss).

Finansinntektsskattesatsen er gitt ved:

$$\text{Finansinntektsskattesatsen} = \frac{\text{sss} * \text{renteinntekter o. l.} + 0 * \text{utbytteinntekter o. l.}}{\text{finansinntekter}}$$

Utbytte er skattefritt for kvalifisert selskapsaksjonær jfr. fritaksmetoden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansinntektsskattesats (fiss)	24,15 %	20,46 %	19,20 %	19,82 %	21,01 %	21,53 %	20,84 %

Tabell 5-10: Finansinntektsskattesats, 2016-2022

Finner så netto finanskostnad (NFK) og netto finansinntekt (NFI) ved hjelp av sss og fiss.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finanskostnad - normal	150 670	191 605	189 839	238 475	235 704	244 669	335 003
- Finanskostnadsskatt	37 668	45 985	43 663	52 465	51 855	53 827	73 701
= Netto finanskostnad	113 003	145 620	146 176	186 011	183 849	190 842	261 302

Tabell 5-11: Netto finanskostnad

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansinntekt - normal	18 539	24 105	26 229	37 550	25 550	29 194	33 526
- Finansinntektsskatt	4 477	4 931	5 036	7 441	5 368	6 287	6 987
Netto finansinntekt	14 062	19 174	21 193	30 109	20 182	22 907	26 539

Tabell 5-12: Netto finansinntekt for Lerøy, 2016-2022

Finanskostnadsskatt er finanskostnad multiplisert med selskapsskatt. Finansinntektsskatt er finansinntekt multiplisert med finansinntektsskattesats.

NSK= Rapporterte skattekostnad (SK) - unormal s	953 265	354 712	851 002	495 743	196 674	750 569	901 829
FI = normale finansinntekter har normal skattesats	24,15%	20,46%	19,20%	19,82%	21,01%	21,53%	20,84%
Finansinntekter	27 104	28 278	37 213	61 446	72 390	72 950	68 929
UFR = unormalt finansresultat (= UFI-UFK) har sk	640	(42 123)	2 523	(13 874)	(31 224)	21 551	(7 849)
FK= normale finanskostnader har normal skattesats	150 670	191 605	189 839	238 475	235 704	244 669	318 516
Driftsresultat	2 843 012	3 720 675	3 526 195	2 706 989	1 944 637	2 462 368	3 188 498
Unormalt driftsresultat	1 330 716	(1 648 604)	777 493	(300 646)	(782 006)	1 077 838	1 173 797

Tabell 5-13: Tall brukt til beregning av driftsskattesats

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsskattesats (dss)	22,55 %	19,95 %	20,57 %	22,64 %	22,21 %	21,98 %	22,52 %
Gjennomsnittlig driftsskattesats (ndss)	21,77 %						
Median driftsskattesats (ndss)	22,21 %						
Unormal driftsskattesats	0,78 %	-1,83 %	-1,21 %	0,87 %	0,44 %	0,20 %	0,74 %

Tabell 5-14: Beregnet driftsskattesats og normalisert driftsskattesats for Lerøy, 2016-2022

Finner at gjennomsnittlig driftsskattesats (ndss) er 21,77 %, og median driftsskattesats er 22,21 %. Selskapsskattesatsen for år 2022 er 22 %. Driftsskattesatsen (dss) har gått opp og ned i perioden. Vi velger dermed å benytte gjennomsnittlig driftsskattesats (ndss) i videre beregninger.

Fordeling av skattekostnad	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsrelatert skattekostnad, DSK	619 008	810 101	767 757	589 392	423 743	537 524	694 231
+ Skatt på finansinntekter	4 477	4 931	5 036	7 441	5 368	6 287	6 987
- Skatt på finanskostnader	37 668	45 985	43 663	52 465	51 855	53 827	73 701
+ Skatt på unormalt driftsresultat	331 783	(343 128)	163 965	(69 387)	(182 492)	250 913	246 465
+ Unormal skatt på normal drift	22 224	(67 953)	(42 577)	23 511	8 470	5 032	23 741
+ Skatt på unormalt finansresultat	155	(8 618)	484	(2 749)	(6 560)	4 641	4 107
+ Unormal skatt	(13 287)	(5 364)	-	-	-	-	-
= Rapportert skattekostnad	926 691	343 984	851 002	495 743	196 674	750 569	901 829
Faktisk Rapportert skattekostnad	926 691	343 984	851 002	495 743	196 674	750 569	901 829
Kontrollsum	-	-	-	-	-	-	-

Tabell 5-15: Fordeling av rapportert skattekostnad for Lerøy, 2016-2022

Tabellen viser fordeling av rapportert skattekostnad i sin helhet. Den anvendte metoden antar at de ulike postene har forskjellige skattesatser (Knivsflå, 2023, F4). Eksempelvis benyttes gjennomsnittlig driftsskattesats (ndss) for driftsrelatert skattekostnad (dsk), og unormal driftsskattesats blir anvendt på posten unormal skatt på normal drift.

Driftsrelatert skattekostnad (dsk): er driftsresultat fra egen virksomhet fratrukket unormalt driftsresultat f/skatt multiplisert med gjennomsnittlig driftsskattesats (ndss).

Unormal skatt på normal drift: er driftsresultat fra egen virksomhet fratrukket unormalt driftsresultat f/skatt, multiplisert med unormal driftsskattesats.

Til slutt vil en oppsummering av de fordelte skattepostene lede til den rapporterte skattekostnaden i resultatregnskapet.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 280	26 645 877
- Varekostnad	10 265 020	9 654 211	10 378 276	11 183 192	11 107 004	12 742 107	14 408 004
- Lønn og andre personalkostnader	1 785 537	2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129	3 473 829	3 815 832
- Andre driftskostnader	1 864 088	2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293	3 142 642	3 907 502
- Avskrivninger	511 621	583 265	659 669	1 012 041	1 157 589	1 252 334	1 326 039
= Driftsresultat fra egen virksomhet	2 843 012	3 720 675	3 526 195	2 706 989	1 944 637	2 462 368	3 188 500
- Driftsrelatert skattekostnad	619 008	810 101	767 757	589 392	423 743	537 524	694 231
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2 224 004	2 910 574	2 758 438	2 117 597	1 520 894	1 924 844	2 494 269
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	249 175	294 516	286 573	179 749	105 359	121 502	65 675
= Netto driftsresultat	2 473 179	3 205 090	3 045 011	2 297 346	1 626 253	2 046 346	2 559 944
+ Netto finansinntekt	14 062	19 174	21 193	30 109	20 182	22 907	26 539
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 487 242	3 224 264	3 066 204	2 327 455	1 646 436	2 069 253	2 586 483
- Netto finanskostnad	113 003	145 620	146 176	186 011	183 849	190 842	261 302
- Netto minoritetsresultat	294 488	(11)	160 917	12 567	(4 126)	148 725	261 289
= Nettoresultat til egenkapital	2 079 751	3 078 655	2 759 111	2 128 878	1 466 713	1 729 687	2 063 892
+ Unormalt netto driftsresultat	1 009 763	(1 224 023)	656 106	(254 769)	(607 987)	821 472	901 909
+ Unormalt netto finansresultat	41 419	(13 167)	23 592	14 586	(59 093)	79 668	31 725
+ Unormalt netto minoritetsresultat							
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	3 130 934	1 841 464	3 438 809	1 888 695	799 632	2 630 827	2 997 526
- Netto betalt utbytte	(1 523 319)	774 118	893 213	1 190 953	893 213	1 190 952	1 488 691
= Endring i egenkapital	4 654 253	1 067 346	2 545 596	697 742	(93 581)	1 439 875	1 508 835

Tabell 5-16: Omgruppert resultatregnskap for Lerøy, 2016-2022

5.4.2 Omgruppering av balansen

Balanseoppstillingen i henhold til IFRS-reglene deler en felles egenskap med resultatoppstillingen ved å være kreditorientert. I samsvar med IFRS-reglene, skal eiendeler fremstilles i rekkefølge etter likviditet, mens gjeld skal presenteres i rekkefølge etter forfall. Tilsvarende med omgruppering av resultatet, kan omgruppering av balansen være av større interesse for investorer ved å fokusere på de verdiskapende aktiviteter.

Omgruppering av balanse foregår i fire steg:

1. Avsatt utbytte klassifiseres som egenkapital
2. Skille mellom driftsrelaterte og finansrelaterte poster
3. Fra total kapital til sysselsatt kapital
4. Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.

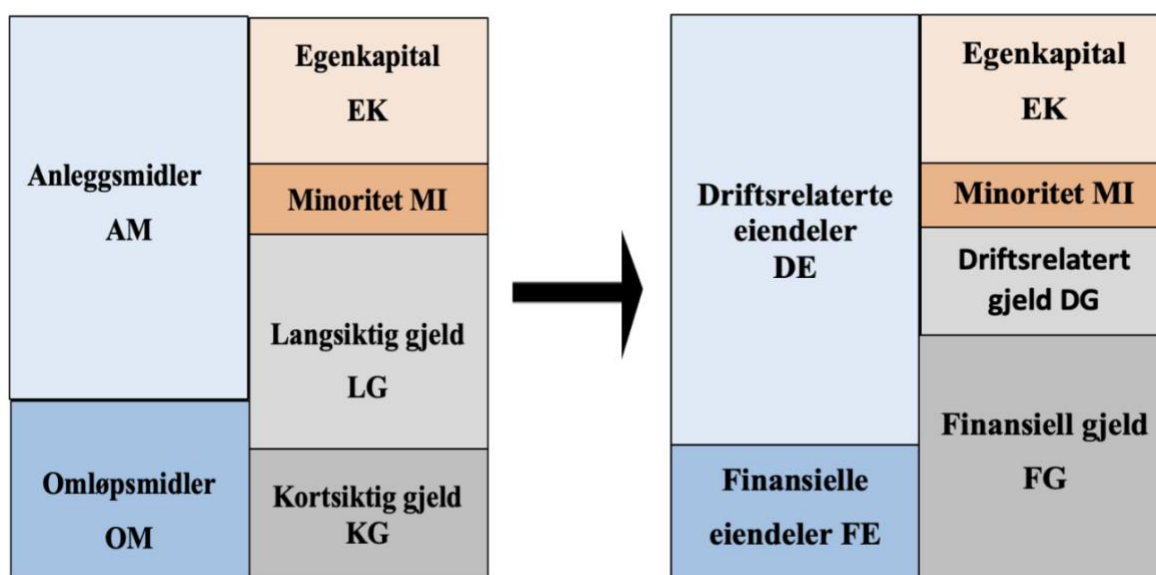
Steg 1: Reklassifisering av eventuelt avsatt utbytte

I samsvar med Norsk God Regnskapsskikk (NGRS) er ikke utbetalt utbytte direkte fratrukket egenkapitalen, og avsatt utbytte klassifiseres som en kortsiktig gjeld. Imidlertid vil en investororientert regnskapsanalyse ha et eiersyn, og derfor vil avsatt utbytte ikke bli behandlet som gjeld, men heller som en del av egenkapitalen som vil bli tilbakebetalt til aksjonærene. Det er vanligvis ikke nødvendig å omgruppere utbytte, og ettersom Lerøy Seafood Group sin ordinære generalforsamling ikke finner sted før mai, vil selskapets

egenkapital bli redusert tilsvarende det utbetalte utbyttet i regnskapsårene. Lerøy rapporterer i henhold til IFRS, og det er derfor ikke nødvendig å omgruppere utbytte i henhold til regnskapsstandardene.

Steg 2: Skille mellom drift og finansiering i totalbalansen

I dette trinnet skal totalbalansen omgrupperes for å skape et tydeligere skille mellom drifts- og finansieringsaktiviteter. Omgrupperingen vil illustreres ved hjelp av en figur, som viser hvordan balansepostene blir reklassifisert for å tydeliggjøre forskjellen mellom drifts- og finansieringsaktiviteter. (Knivsflå, 2023, F5).



Figur 5-2 Skille mellom drift og finansiering

Selskapets eiendeler kan kategoriseres i henhold til to hovedkategorier: driftsrelaterte eiendeler og finansielle eiendeler. Disse to kategoriene kan videre splittes opp i anleggsmidler og omløpsmidler. Driftsrelaterte eiendeler refererer til eiendeler som brukes i operasjonelle aktiviteter som bidrar til verdiskaping i selskapet. Slike eiendeler kan være knyttet til selve driftssyklusen eller til infrastruktur som støtter denne syklusen. Omløpsmidlene knyttet til drift består hovedsakelig av eiendeler som er nødvendige for å drive og støtte driftssyklusen, mens infrastruktur som støtter driften regnes som driftsrelaterte anleggsmidler. (Knivsflå, 2023, F5)

Finansielle eiendeler er pengeplasseringer og andre driftsfremmede eiendeler i forhold til driftssyklusen.

Videre deles gjelden opp i driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld, som igjen fordeles på langsiktig og kortsiktig del.

Driftsrelaterte eiendeler

- Posten for immaterielle eiendeler inkluderer verdien av goodwill, rettigheter og konsesjoner. Disse eiendelene er av stor betydning for driften, spesielt rettigheter og konsesjoner som legger grunnlaget for Lerøys virksomhet. Som følge av dette vil denne posten bli klassifisert som driftsrelaterte anleggsmidler.
- Bruksrettseiendeler er leieavtaler som er knyttet til leie av brønnbåter, mannskap og andre driftskostnader. Disse leieavtalene kan være direkte knyttet til driften av selskapet, og derfor vil de bli klassifisert som driftsrelaterte anleggsmidler. Dette er spesifisert på side 107 i Lerøys årsrapport for 2021.
- Varige driftsmidler er anleggsmidler som er ansett som driftsrelaterte på grunn av deres tilhørighet til driften og formål med å generere inntekter over lengre tid. Disse driftsmidlene er vanligvis kjøpt for å brukes over en lengre periode i selskapets operasjonelle aktiviteter. På grunn av deres viktige rolle i å støtte driften og inntjeningspotensialet vil varige driftsmidler klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler.
- I henhold til vår tidligere drøfting i steg 2, anses tilknyttede selskaper som en driftsrelatert post. Dette skyldes at slike selskaper er relatert til driften av virksomheten og er vurdert på grunnlag av deres betydning for virksomhetens operasjonelle aktiviteter. Følgelig vil tilknyttede selskaper bli klassifisert som driftsrelaterte eiendeler
- Posten "biologiske eiendeler" omfatter levende fisk i alle stadier av livssyklusen, inkludert rogn, yngel, settefisk og rensefisk. Med tanke på at Lerøy er en virksomhet innen fiskeoppdrett, er det åpenbart at denne posten kan klassifiseres som en driftsrelatert anleggsmiddel.
- Posten "andre varer" består av varer som fôr, emballasje, hjelpematerialer og råvarer som er nødvendige for Lerøys operasjonelle drift. Disse varene inngår i den daglige driften og anses derfor som en driftsrelatert post i selskapets regnskap.

- Kundefordringer oppstår som følge av salg i konsernet, og klassifiseres som en driftsrelatert omløpsmiddel
- Andre driftsrelaterte kundefordringer inkluderer poster som merverdiavgift, forskuddsbetalinger, kortsiktige lån og salgskreditter. Disse postene utgjør en integrert del av Lerøys driftssyklus. Siden disse postene ikke er ytterligere spesifisert i noteopplysningene, skal de i samsvar med Knivsflå klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler. Sekkeposten andre fordringer og periodiseringer og finansielle instrumenter til virkelig verdi vurderes som finansiell eiendel.

Finansielle eiendeler:

- Finansielle fordringer representerer en sammenslåing av postene, andre fordringer og periodiseringer, i tillegg til finansielle instrumenter som er vurdert til virkelig verdi. Disse postene anses å være finansielle omløpsmidler på grunn av deres likvide karakter og at de forventes å bli realisert innen en kort tidsperiode.
- Kontanter og kontantekvivalenter er en blanding av både finansielle og driftsrelaterte eiendeler. Dette skyldes at likvide midler er avgjørende for å opprettholde daglig drift og håndtere kortsiktige finansielle forpliktelser. Imidlertid kan det være utfordrende å klart fordele disse midlene mellom finansielle og driftsrelaterte eiendeler, og dermed er en praktisk løsning å klassifisere denne posten som en finansiell eiendel. Denne klassifiseringen er en praktisk løsning for å håndtere kontanter og kontantekvivalenter, men en mer nøyaktig fordeling av disse midlene mellom finansielle og driftsrelaterte eiendeler ville vært ønskelig. Imidlertid kan det være vanskelig å fastslå en klar og objektiv fordeling av disse midlene.
- Langsiktige finansielle investeringer er posten andre investeringer som inneholder diverse mindre aksjer og handelsposter. Poster er følgelig klassifisert som en finansiell anleggsmiddel.
- Langsiktige finansielle investeringer refererer til posten "andre investeringer" som inkluderer mindre aksjer og handelsposter. Disse postene klassifiseres som en finansiell anleggsmiddel. Posten "andre investeringer" inkluderer mindre aksjer og handelsposter som ikke nødvendigvis er direkte knyttet til selskapets kjernevirksomhet. Disse investeringene kan være en del av en diversifiseringsstrategi for å spre risikoen i selskapets portefølje av investeringer.
- Langsiktige finansielle fordringer er definert som en finansiell eiendel i årsrapportene på grunn av deres karakteristikk som fordringer som er forventet å bli innfridd på lang

sikt, vanligvis etter ett år. Disse fordringene inkluderer lån som er gitt til andre selskaper, finansielle instrumenter, eller andre typer fordringer. Disse postene anses som langsiktige fordi de ikke forventes å bli innfridd innen det neste året. Derfor er de klassifisert som en finansiell eiendel.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Immatrielle eiendler	8 049 507	8 048 479	8 180 386	8 153 542	8 325 390	8 594 369	8 643 033
+ Bruksretteieendler				2 378 102	2 429 037	2 660 643	2 863 969
+ Varige driftsmidler	4 209 108	5 148 271	6 606 948	6 230 105	6 797 080	7 297 480	7 487 389
+ Tilknyttet selskap	730 875	960 587	1 015 556	950 017	1 055 463	1 348 072	1 424 638
= Driftsrelaterte anleggsmidler	12 989 490	14 157 337	15 802 890	17 711 766	18 606 970	19 900 564	20 419 029
+ Biologiske eiendeler	6 418 313	4 458 095	5 564 447	5 574 921	4 913 512	5 955 092	7 617 593
+ Andre varer	721 803	991 186	1 315 292	1 031 155	1 094 571	1 256 689	2 307 897
+ Kundefordringer	2 209 281	1 972 438	2 152 414	2 244 348	1 867 505	2 174 193	2 716 977
+ Andre driftsrelaterte fordringer	366 293	341 295	358 521	447 584	481 579	457 243	417 709
= Driftsrelaterte omløpsmidler	9 715 690	7 763 014	9 390 674	9 298 008	8 357 167	9 843 217	13 060 176
= Driftseieendeler	22 705 180	21 920 351	25 193 564	27 009 774	26 964 137	29 743 781	33 479 205
+ Langsiktige finansielle fordringer	76 679	122 836	67 777	71 233	79 287	88 027	113 072
+ Langsiktige finansielle investeringer	8 019	5 534	7 247	13 825	15 917	20 974	26 941
= Finansielle anleggsmidler	84 698	128 370	75 024	85 058	95 204	109 001	140 013
Finansielle fordringer	55 009	95 295	67 990	63 547	137 349	137 780	137 565
+ Kontanter og kontantekvivalenter	2 233 700	3 514 096	3 036 154	3 031 052	2 966 409	4 203 146	3 304 878
= Finansielle omløpsmidler	2 288 709	3 609 391	3 104 144	3 094 599	3 103 758	4 340 926	3 442 443
= Finansielle eiendeler	2 373 407	3 737 761	3 179 168	3 179 657	3 198 962	4 449 927	3 582 456
= Eiendeler	25 078 587	25 658 112	28 372 733	30 189 431	30 163 099	34 193 708	37 061 660

Tabell 5-17 : Driftsrelaterte og finansielle eiendeler

Driftsrelatert gjeld

- Utsatt skatt er en skattepliktig forpliktelse som oppstår som følge av forskjeller mellom skattemessige verdier og regnskapsmessige verdier av eiendeler og gjeld i en virksomhet. Disse forskjellene kan oppstå på grunn av avskrivninger, nedskrivninger og verdivurderinger av eiendeler og gjeld. Utsatt skatt anses som en langsiktig driftsrelatert gjeld fordi den er en forpliktelse som ikke forfaller på kort sikt, og den har sin opprinnelse i virksomhetens driftsrelaterte aktiviteter.
- Pensjonsforpliktelser kan betraktes som en del av selskapets drift, ettersom de representerer en langsiktig økonomisk forpliktelse som er knyttet til selskapets arbeidsforhold og som vil påvirke selskapets økonomiske situasjon på lang sikt. Følgelig vil pensjonsforpliktelser klassifiseres som langsiktig driftsrelatert gjeld.
- Leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld er poster som representerer kortsiktig økonomisk forpliktelse som er knyttet til Lerøys operative drift. Det er verdt å merke seg at disse gjeldspostene ikke bærer renter, men de er likevel betydningsfulle for virksomheten og kan påvirke selskapets likviditet. Postene klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Finansiell gjeld

- Langsiktig rentebærende gjeld
- Annen langsiktig gjeld

- Kortsiktig rentebærende gjeld er rentebærende gjeld, og vil som følge av dette klassifiseres som finansiell gjeld
- Langsiktig rentebærende gjeld og annen langsiktig gjeld anses som finansiell gjeld og klassifiseres som sådan. Denne typen gjeld krever normalt betaling av renter over en lengre periode, og er derfor pålagt å betale tilbake over en periode på mer enn ett år.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapital, majoritet	12 539 948	13 607 294	16 152 890	16 850 631	16 757 051	18 196 926	19 705 761
+ Minoritetsinteresser	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 317 932
= Egenkapital, konsern	13 475 426	14 482 122	17 134 291	17 763 305	17 632 769	19 323 103	21 023 693
Utsatt skatt	2 802 271	2 313 950	2 443 957	2 474 530	2 320 370	2 575 120	2 935 389
+ Pensjonsforpliktelse	5 219	3 113	3 566	2 689	2 670	3 393	
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 807 490	2 317 063	2 447 523	2 477 219	2 323 040	2 578 513	2 935 389
+ Leverandørgjeld	1 366 634	1 310 098	1 486 119	1 554 071	1 194 471	1 690 434	2 076 939
+ Skyldige offentlige avgifter	263 991	233 982	226 513	279 333	252 629	364 468	346 471
+ betalbar skatt	477 842	819 884	678 075	448 813	349 562	519 662	494 001
+ Annen kortsiktig gjeld	864 525	622 498	754 803	724 941	830 540	884 100	986 010
= Kortsiktig driftsrelatert gjeld	2 972 992	2 986 462	3 145 510	3 007 158	2 627 202	3 458 664	3 903 421
= Driftsrelatert gjeld	5 780 482	5 303 525	5 593 033	5 484 377	4 950 242	6 037 177	6 838 810
Langsiktig rentebærende gjeld	4 541 276	4 946 254	4 550 698	4 467 763	5 035 490	6 318 382	5 822 266
+ Anenn langsiktig gjeld	121 958	96 202	62 843	1 072 179	892 340	1 097 287	1 272 906
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	1 159 444	830 009	1 031 868	1 401 807	1 652 258	1 417 759	2 103 985
= Finansiell gjeld	5 822 678	5 872 465	5 645 409	6 941 749	7 580 088	8 833 428	9 199 157
= Egenkapital og gjeld	25 078 586	25 658 112	28 372 733	30 189 431	30 163 099	34 193 708	37 061 660

Tabell 5-18 Tabell av driftsrelatert og finansiell gjeld

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	10 182 000	11 840 274	13 355 367	15 234 547	16 283 930	17 322 051	17 483 640
+ Driftsrelatert arbeidskapital	6 742 698	4 776 552	6 245 164	6 290 850	5 729 965	6 384 553	9 156 755
= Netto driftseiere	16 924 698	16 616 826	19 600 531	21 525 397	22 013 895	23 706 604	26 640 395
+ Finansielle eiendeler	2 373 407	3 737 761	3 179 168	3 179 657	3 198 962	4 449 927	3 582 456
= Sysselsatte eiendeler	19 298 105	20 354 587	22 779 699	24 705 054	25 212 857	28 156 531	30 222 850
Egenkapital, majoritet	12 539 948	13 607 294	16 152 890	16 850 631	16 757 051	18 196 926	19 705 761
+ Minoritetsinteresser	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 317 932
+ Finansiell gjeld	5 822 678	5 872 465	5 645 409	6 941 749	7 580 088	8 833 428	9 199 157
= Sysselsatt kapital	19 298 104	20 354 587	22 779 700	24 705 054	25 212 857	28 156 531	30 222 850

Tabell 5-19: Omgruppering til sysselsatt kapital for Lerøy, 2016-2022

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	10 182 000	11 840 274	13 355 367	15 234 547	16 283 930	17 322 051	17 483 640
+ Driftsrelatert arbeidskapital	6 742 698	4 776 552	6 245 164	6 290 850	5 729 965	6 384 553	9 156 755
= Netto driftseiere	16 924 698	16 616 826	19 600 531	21 525 397	22 013 895	23 706 604	26 640 395
Egenkapital, majoritet	12 539 948	13 607 294	16 152 890	16 850 631	16 757 051	18 196 926	19 705 761
+ Minoritetsinteresser	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 317 932
+ Netto finansiell gjeld	3 449 271	2 134 704	2 466 241	3 762 092	4 381 126	4 383 501	5 616 702
= Netto driftskapital	16 924 697	16 616 826	19 600 532	21 525 397	22 013 895	23 706 604	26 640 395

Tabell 5-20: Omgruppering til netto driftskapital for Lerøy, 2016-2022

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	2 473 179	3 205 090	3 045 011	2 297 346	1 626 253	2 046 346	2 559 944
+ Unormalt netto driftsresultat	1 009 763	(1 224 023)	656 106	(254 769)	(607 987)	821 472	901 909
- Økning i netto driftseiere	5 561 282	(307 872)	2 983 705	1 820 347	482 401	1 741 819	2 909 236
= Fri kontantstrøm fra drift	(2 078 339)	2 288 939	717 412	222 230	535 865	1 126 000	552 618
+ Netto finansinntekter	14 062	19 174	21 193	30 109	20 182	22 907	26 539
+ Unormale netto finansinntekter	41 419	(13 167)	23 592	14 586	(59 093)	79 668	31 725
- Økning i finansielle eiendeler	1 003 830	1 364 354	(558 593)	105 008	25 402	1 201 855	(842 917)
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	(3 026 688)	930 591	1 320 790	161 918	471 552	26 720	1 453 798
- Netto finanskostnad	113 003	145 620	146 176	186 011	183 849	190 842	261 302
+ Økning i finansiell gjeld	1 853 737	49 787	(227 056)	1 296 340	638 339	1 253 340	365 729
- Netto minoritetsresultat	294 488	(11)	160 917	12 567	(4 126)	148 725	261 289
- Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
+ Økning i minoritetsinteresser	57 121	(60 650)	106 573	(68 727)	(36 956)	250 459	191 755
= Fri kontantstrøm til egenkapital	(1 523 320)	774 119	893 214	1 190 953	893 212	1 190 952	1 488 691

Tabell 5-21: Omgruppering av kontantstrømmen til Lerøy, 2016-2022

Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	10 182 000	11 840 274	13 355 367	15 234 547	16 283 930	17 322 051	17 483 640
+ Driftsrelatert arbeidskapital	6 742 698	4 776 552	6 245 164	6 290 850	5 729 965	6 384 553	9 156 755
= Netto driftseideler	16 924 698	16 616 826	19 600 531	21 525 397	22 013 895	23 706 604	26 640 395
+ Finansielle eiendeler	2 373 407	3 737 761	3 179 168	3 179 657	3 198 962	4 449 927	3 582 456
= Sysselsatte eiendeler	19 298 105	20 354 587	22 779 699	24 705 054	25 212 857	28 156 531	30 222 850
Egenkapital, majoritet	12 539 948	13 607 294	16 152 890	16 850 631	16 757 051	18 196 926	19 705 761
+ Minoritetsinteresser	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 317 932
+ Finansiell gjeld	5 822 678	5 872 465	5 645 409	6 941 749	7 580 088	8 833 428	9 199 157
= Sysselsatt kapital	19 298 104	20 354 587	22 779 700	24 705 054	25 212 857	28 156 531	30 222 850

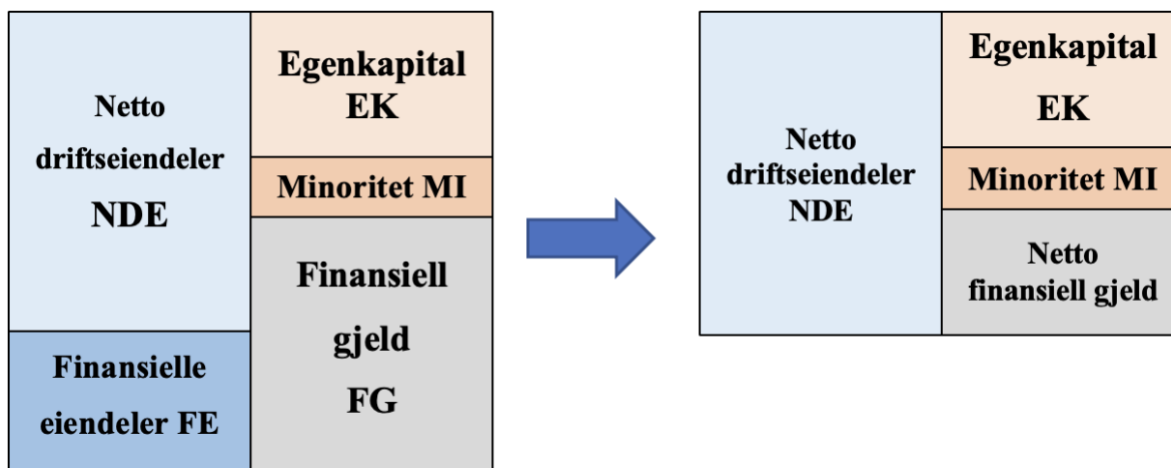
Tabell 5-22: Omgruppering til sysselsatt kapital for Lerøy, 2016-2022

Netto driftsrelaterte anleggsmidler er driftsrelaterte anleggsmidler minus langsiktig driftsrelatert gjeld. Driftsrelaterte anleggsmidler består av immaterielle eiendeler, bruksrettseiendeler, varige driftsmidler, og tilknyttet selskap. Driftsrelatert arbeidskapital er driftsrelaterte omløpsmidler minus kortsiktig driftsrelatert gjeld. Sammen med finansielle eiendeler utgjør netto driftseideler sysselsatte eiendeler. Det er sysselsatt eiendeler som står for verdiskapingen i selskapet.

Finansiell gjeld er bestående av langsiktig- og kortsiktig rentebærende gjeld, samt annen langsiktig gjeld. Den finansielle gjelden og egenkapital til henholdsvis majoritet og minoritet utgjør til sammen sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital er investeringer i Lerøy fra eiere og långivere.

Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er investeringer plassert i drift, og ikke i finansielle eiendeler (Knivsflå, plansjer 05). Finansielle eiendeler er i utgangspunktet eiendeler selskapet har utover driften. Dermed er finansielle eiendeler likvider som kan anvendes hurtig i forbindelse med nedbetaling av finansiell gjeld. (Knivsflå, 2023, F5).



Figur 5.3 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

5.4.3 Omgruppering av kontantstrøm

IFRS krever at rapportert kontantstrøm fokuserer på likviditeten av pengestrømmen, og dermed har en kreditororientert tilnærming. Imidlertid kan kontantstrømmen omgrupperes for å gjøre den mer investororientert, og for å legge større vekt på driftsrelaterte aktiviteter. Ved å omgruppere kontantstrømmen kan man beregne fri kontantstrøm til egenkapital som er tilsvarende netto utbetalt utbytte.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	2 472 323	3 203 969	3 043 949	2 296 531	1 625 667	2 045 603	2 558 984
+ Unormalt netto driftsresultat	1 009 185	(1 222 099)	656 057	(255 173)	(607 041)	818 729	899 583
- Økning i netto driftseiendeler	5 561 282	(307 872)	2 983 705	1 924 866	488 498	1 692 709	2 933 791
= Fri kontantstrøm fra drift	(2 079 774)	2 289 742	716 301	116 492	530 128	1 171 622	524 776
+ Netto finansinntekter	15 449	20 248	22 207	32 043	21 803	24 912	28 609
+ Unormale netto finansinntekter	41 467	(15 045)	23 689	13 872	(61 073)	81 148	32 942
- Økning i finansielle eiendeler	1 003 830	1 364 354	(558 593)	489	19 305	1 250 965	(867 472)
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	(3 026 688)	930 591	1 320 790	161 918	471 552	26 718	1 453 798
- Netto finanskostnad	113 003	145 620	146 176	186 011	183 849	190 842	261 302
+ Økning i finansiell gjeld	1 853 737	49 787	(227 056)	1 296 340	638 339	1 253 340	365 729
- Netto minoritetsresultat	294 488	(11)	160 917	12 567	(4 126)	148 725	261 289
- Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
+ Økning i minoritetsinteresser	57 121	(60 650)	106 573	(68 727)	(36 956)	250 459	191 755
= Fri kontantstrøm til egenkapital	(1 523 320)	774 119	893 214	1 190 953	893 212	1 190 950	1 488 691

Tabell 5-23 Fri kontantstrøm til egenkapital, 2016-2022

5.5 Målefeil og justering.

Det henvises til (Knivsflå, 2023, F7).

Analyse av målefeil og justering beror på det omgrupperte regnskapet. I tillegg vil det omgrupperte regnskapet legge grunnlaget for analyser av forholdstall.

Formålet med finansregnskapet er å gi brukerne informasjon om selskapets finansielle stilling. Målefeil er at opplysningene i det rapporterte årsregnskapet avviker med «reelle»

underliggende økonomiske forhold. Regnskapet er gjenstand for rapporteringsfeil, disse kan kategoriseres i tre typer målefeil, som av Knivsflå (2023, F7) blir betegnet som «the good, the bad, and the ugly»:

Målefeil av type 1 «The good»: Rapporteringsfeil som skyldes anvendelse av historisk kost vs. virkelig verdi.

Målefeil av type 2 «The bad»: Rapporteringsfeil som skyldes ulik måling basert på forskjellige finansielle rammeverk.

Målefeil av type 3 «The ugly»: Rapporteringsfeil som skyldes kreativ regnskapsføring.

5.5.1 The good = ekr*-ekkk

Egenkapitalrentabiliteten ved «god» måling (dvs. investororientert) – egenkapitalavkastningskravet.

Historisk kost modell kan gi et godt bilde på strategisk fordel ved drift. Målingen er konservativ og stabil, dermed kan den langsiktige verdiskapingen gjennom drift som sådan fremkomme tydelig. På den annen side vil virkelig verdi måling gi et godt bilde ved salg av eiendeler, ettersom denne i større grad hensyntar den nåtidige situasjonen gjennom verdisingninger. (Knivsflå, 2023, F7).

5.5.2 The bad = ekr- ekr*

Rapportert egenkapitalrentabilitet etter god regnskapsskikk, herunder IFRS med hensyn til Lerøy der egenkapitalrentabilitet indikerer «god» måling av rentabilitet på investert kapital. Rapporteringsfeilen taler for målefeil som skyldes at IFRS krever eller tillater “dårlig” måling. (Knivsflå, 2023, F7, s. 41).

Denne typen rapporteringsfeil kan skyldes at anvendelse av NGRS eller IFRS muliggjør måling som avviker fra det man vil anta er god måling. En grunn til dette kan være at reglene vektlegger et kreditor perspektiv kontra investorperspektiv. (Knivsflå, 2023, F7, s. 42). Den potensielt største kilden til «bad» rapporteringsfeil er manglende balanseføring, i så henseende er kapitalen undervurdert mens rentabiliteten blir overvurdert (Knivsflå, 2023, F7, s. 44).

5.5.3 The ugly = ekr- ekrIFRS

Denne typen rapporteringsfeil oppstår når det rapporterte ikke er i tråd med reglene. Det kan skje både som følge av bevisst regnskapsmanipulasjon og ubevisst feil. Bevisst regnskapsmanipulasjon kan innebære å rapportere bedre tall enn det som er realiteten.

Dersom det identifiseres målefeil i regnskapet kan det tilsi at det bør foretas justeringer for et mer rettviseende bilde av selskapets finansielle stilling. Ettersom regnskapet er revidert og dermed med betryggende sikkerhet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, og det er begrenset tid, samt at justering kan frembringe mer støy enn nytte, vil vi ikke foreta noen justeringer av målefeil type 1 og 3.

5.5.4 Justeringer

En kilde til rapporteringsfeil type 2 er rapportering av biologiske eiendeler til virkelig verdi (Knivsflå, 2023, F7, s. 57). Unormalt netto driftsresultat endres fra omgrupperte tabeller, dermed endres også fullstendig nettoresultat til egenkapital og endring egenkapital.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Unormalt netto driftsresultat før justering	1 009 763	-1 224 023	656 106	-254 769	-607 987	821 470	901 909
- Reversering av verdijustering på biologiske eiendeler	1 470 561	-1 716 309	754 938	-333 703	-826 751	1 085 304	1 088 166
+ Skatteeffekt (ndss) på verdijust. Biologiske eiendeler	320141	-373640	164350	-72647	-179984	236271	236894
= Unormalt netto driftsresultat etter skatt	-140 657	118 646	65 518	6 287	38 780	-27 563	50 637

Tabell 5-24: Justert netto driftsresultat for Lerøy i perioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 280	26 645 877
- Varekostnad	10 265 020	9 654 211	10 378 276	11 183 192	11 107 004	12 742 107	14 408 004
- Lønn og andre personalkostnader	1 785 537	2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129	3 473 829	3 815 832
- Andre driftskostnader	1 864 088	2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293	3 142 642	3 907 502
- Avskrivninger	511 621	583 265	659 669	1 012 041	1 157 589	1 252 334	1 326 039
= Driftsresultat fra egen virksomhet	2 843 012	3 720 675	3 526 195	2 706 989	1 944 637	2 462 368	3 188 500
- Driftsrelatert skattekostnad	619 008	810 101	767 757	589 392	423 743	537 524	694 231
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2 224 004	2 910 574	2 758 438	2 117 597	1 520 894	1 924 844	2 494 269
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	249 175	294 516	286 573	179 749	105 359	121 502	65 675
= Netto driftsresultat	2 473 179	3 205 090	3 045 011	2 297 346	1 626 253	2 046 346	2 559 944
+ Netto finansinntekt	14 062	19 174	21 193	30 109	20 182	22 907	26 539
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 487 242	3 224 264	3 066 204	2 327 455	1 646 436	2 069 253	2 586 483
- Netto finanskostnad	113 003	145 620	146 176	186 011	183 849	190 842	261 302
- Netto minoritetsresultat	294 488	(11)	160 917	12 567	(4 126)	148 725	261 289
= Nettoresultat til egenkapital	2 079 751	3 078 655	2 759 111	2 128 878	1 466 713	1 729 687	2 063 892
+ Unormalt netto driftsresultat	(140 657)	118 646	65 518	6 287	38 780	(27 563)	50 637
+ Unormalt netto finansresultat	41 419	(13 167)	23 592	14 586	(59 093)	79 668	31 725
+ Unormalt netto minoritetsresultat							
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1 980 514	3 184 133	2 848 221	2 149 751	1 446 399	1 781 792	2 146 254
- Netto betalt utbytte	(1 523 319)	774 118	893 213	1 190 953	893 213	1 190 952	1 488 691
= Endring i egenkapital	3 503 833	2 410 015	1 955 008	958 798	553 186	590 840	657 563

Tabell 5-25: Omgruppert og justert resultatregnskap for Lerøy i perioden.

Justert “unormalt netto driftsresultat etter skatt” medfører justert fullstendig nettoresultat til egenkapital, og justert endring i egenkapital.

Justert sysselsatt kapital							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	10 182 000	11 840 274	13 355 367	15 234 547	16 283 930	17 322 051	17 483 640
+ Driftsrelatert arbeidskapital	5 592 278	4 968 801	5 846 825	6 153 567	6 239 449	6 045 004	7 965 933
= Netto driftseiendeler	15 774 278	16 809 075	19 202 192	21 388 114	22 523 379	23 367 055	25 449 573
+ Finansielle eiendeler	2 373 407	3 737 761	3 179 168	3 179 657	3 198 962	4 449 927	3 582 456
= Sysselsatte eiendeler	18 147 685	20 546 836	22 381 360	24 567 771	25 722 341	27 816 982	29 032 029
Egenkapital, majoritet	11 389 528	13 799 543	15 754 551	16 713 348	17 266 535	17 857 377	18 514 939
+ Minoritetsinteresser	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 317 932
+ Finansiell gjeld	5 822 678	5 872 465	5 645 409	6 941 749	7 580 088	8 833 428	9 199 157
= Sysselsatt kapital	18 147 684	20 546 836	22 381 361	24 567 771	25 722 341	27 816 982	29 032 028

Tabell 5-26: Justert sysselsatt kapital i perioden.

Driftsrelatert arbeidskapital justeres ned i perioden, med unntak av i 2017 og 2020. Driftsrelatert arbeidskapital nedjusteres med akkumulert nettoeffekt av reversering av verdivurdering på biologiske eiendeler (oppgift i regnskapet) og skatt (ndss) i perioden iht. tabell “Justert netto driftsresultat”. Likeledes er egenkapital til majoritet justert, og dermed sysselsatt kapital.

Justert netto driftskapital							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	10 182 000	11 840 274	13 355 367	15 234 547	16 283 930	17 322 051	17 483 640
+ Driftsrelatert arbeidskapital	5 592 278	4 968 801	5 846 825	6 153 567	6 239 449	6 045 004	7 965 933
= Netto driftseiendeler	15 774 278	16 809 075	19 202 192	21 388 114	22 523 379	23 367 055	25 449 573
EK, majoritet	11 389 528	13 799 543	15 754 551	16 713 348	17 266 535	17 857 377	18 514 939
+ Minoritetsinteresser	935 478	874 828	981 401	912 674	875 718	1 126 177	1 317 932
+ Netto finansiell gjeld	3 449 271	2 134 704	2 466 241	3 762 092	4 381 126	4 383 501	5 616 702
= Netto driftskapital	15 774 277	16 809 075	19 202 193	21 388 114	22 523 379	23 367 055	25 449 573

Tabell 5-27: Justert netto driftskapital for Lerøy i perioden

Justert driftsrelatert arbeidskapital og EK til majoritet fører med seg justert netto driftseiendeler og justert netto driftskapital.

Justert Kontantstrøm							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	2 473 179	3 205 090	3 045 011	2 297 346	1 626 253	2 046 346	2 559 944
+ Unormalt netto driftsresultat	-140 657	118 646	65 518	6 287	38 780	-27 563	50 637
- Økning i netto driftseiendeler	4 410 862	1 034 797	2 393 117	2 185 922	1 135 265	843 676	2 082 519
= Fri Kontantstrøm fra drift	-2 078 340	2 288 939	717 412	117 711	529 768	1 175 107	528 062
+ Netto finansinntekter	14 062	19 174	21 193	30 109	20 182	22 907	26 539
+ Unormale netto finansinntekter	41 419	-13 167	23 592	14 586	-59 093	79 668	31 725
- Økning i finansielle eiendeler	1 003 830	1 364 354	-558 593	489	19 305	1 250 965	-867 472
= Fri Kontantstrøm til sysselsatt kapital	-3 026 689	930 592	1 320 790	161 917	471 552	26 717	1 453 798
- Netto finanskostnad	113 003	145 620	146 176	186 011	183 849	190 842	261 302
+ Økning i finansiell gjeld	1 853 737	49 787	-227 056	1 296 340	638 339	1 253 340	365 729
- Netto minoritetsresultat	294 488	-11	160 917	12 567	-4 126	148 725	261 289
- Unormalt netto minoritetsresultat							
+ Økning i minoritetsinteresser	57 121	-60 650	106 573	-68 727	-36 956	250 459	191 755
= Fri Kontantstrøm til Egenkapital	-1 523 322	774 120	893 214	1 190 952	893 212	1 190 949	1 488 691

Tabell 5-28: Omgruppert og justert kontantstrøm for Lerøy i perioden.

Økning i netto driftseiendeler er netto driftseiendeler for inneværende periode subtrahert med foregående periode. Fri kontantstrøm, - fra drift, - til sysselsatt kapital, og – til Egenkapital, er tilsvarende som for omgrupperte regnskapstabeller.

5.6 Bransjens omgrupperte og justerte regnskap

I dette avsnittet vil vi presentere bransjens omgrupperte og justerte regnskap. Regnskapene til Mowi, SalMar og Lerøy Seafood er inkludert i bransjen. Mowi sitt regnskap er opprinnelig rapportert i euro, så vi har konvertert tallene til norske kroner ved å bruke historiske valutakurser fra den norske bank. Omgrupperingen og justeringen av Mowi og SalMar har i stor grad vært tilsvarende som for Lerøy.

Noen av tallene kan ha blitt avrundet på grunn av konverteringen, og derfor kan det være mindre avvik mellom tallene som viser netto utbetalt utbytte og fri kontantstrøm til egenkapital. Dette skyldes at Mowi sitt regnskap rapporterer tall i euro med fire sifre, og når vi konverterer dem til norske kroner, kan noen tall ha blitt forkortet, noe som kan føre til avvik.

Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen i perioden:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	19 636 166	21 159 691	22 586 649	24 470 439	24 394 657	26 943 916	32 241 907
- Varekostnad	10 274 099	10 041 831	10 785 627	12 163 051	12 700 549	14 115 413	15 908 041
- Lønn og andre personalkostnader	2 244 876	2 608 260	2 851 783	3 229 300	3 459 867	3 596 724	3 966 514
- Andre driftskostnader	2 543 787	2 996 157	3 344 501	3 280 012	3 483 719	3 672 440	4 496 891
- Avskrivninger	731 151	800 249	873 168	1 519 186	1 854 410	1 949 658	2 067 415
= Driftsresultat fra egen virksomhet	3 842 254	4 713 194	4 731 571	4 278 891	2 896 111	3 609 681	5 803 046
- Driftsrelatert skattekostnad	803 250	987 164	991 061	893 653	609 169	756 523	1 209 938
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	3 039 004	3 726 029	3 740 510	3 385 237	2 286 942	2 853 158	4 593 108
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	372 522	272 593	325 378	259 410	127 093	402 483	243 277
= Netto driftsresultat	3 411 526	3 998 623	4 065 888	3 644 648	2 414 035	3 255 641	4 836 385
+ Netto finansinntekt	10 725	12 636	18 283	17 786	11 782	13 403	16 823
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	3 422 251	4 011 258	4 084 171	3 662 433	2 425 817	3 269 043	4 853 207
- Netto finanskostnad	176 657	185 983	201 676	286 084	275 850	267 550	318 883
- Netto minoritetsresultat	101 870	8 868	59 162	18 737	14 100	67 387	231 867
= Nettoresultat til egenkapital	3 143 724	3 816 408	3 823 333	3 357 612	2 135 867	2 934 106	4 302 457
+ Unormalt netto driftsresultat	854 866	(1 288 286)	621 445	(559 772)	(666 434)	312 524	337 544
+ Unormalt netto finansresultat	(280 533)	(329 809)	(297 555)	443 471	(474 189)	473 835	55 684
+ Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	3 718 057	2 198 314	4 147 223	3 241 311	995 244	3 720 465	4 695 685
- Netto betalt utbytte	1 150 647	751 422	1 008 453	2 970 307	1 211 329	870 231	876 746
= Endring i egenkapital	2 567 410	1 446 891	3 138 770	271 004	(216 084)	2 850 235	3 818 940

Tabell 5-29 Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen i perioden 2016-2022

Omgruppert og justert sysselsatt kapital for bransjen i perioden

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	10 778 813	11 636 638	13 520 682	17 060 712	19 993 641	21 424 308	27 592 725
+ Driftsrelatert arbeidskapital	9 049 856	7 127 845	9 393 217	8 401 525	7 717 373	8 251 649	11 872 838
= Netto driftseiendeler	19 828 669	18 764 482	22 913 899	25 462 237	27 711 014	29 675 957	39 465 563
+ Finansielle eiendeler	1 291 613	1 581 089	1 492 935	1 658 392	1 857 303	2 311 251	7 209 150
= Sysselsatte eiendeler	21 120 282	20 345 571	24 406 834	27 120 629	29 568 316	31 987 208	46 674 713
Egenkapital, majoritet	12 784 526	14 257 376	17 603 730	18 118 106	18 739 547	21 077 645	24 834 180
+ Minoritetsinteresser	342 090	324 697	363 148	549 669	678 039	1 134 467	2 643 874
+ Finansiell gjeld	7 995 524	5 763 188	6 440 276	8 453 182	10 150 372	9 773 403	19 196 996
= Sysselsatt kapital	21 122 140	20 345 260	24 407 154	27 120 957	29 567 958	31 985 514	46 675 050

Tabell 5-30 Omgruppert og justert resultatregnskap, 2016-2022

Omgruppert og justert netto driftskapital for bransjen i perioden

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	10 778 813	11 636 638	13 520 682	17 060 712	19 993 641	21 424 308	27 592 725
+ Driftsrelatert arbeidskapital	9 049 856	7 127 845	9 393 217	8 401 525	7 717 373	8 251 649	11 872 838
= Netto driftseiendeler	19 828 669	18 764 482	22 913 899	25 462 237	27 711 014	29 675 957	39 465 563
Egenkapital, majoritet	12 784 526	14 257 376	17 603 730	18 118 106	18 739 547	21 077 645	24 834 180
+ Minoritetsinteresser	342 090	324 697	363 148	549 669	678 039	1 134 467	2 643 874
+ Netto finansiell gjeld	6 703 911	4 182 099	4 947 341	6 794 789	8 293 070	7 462 152	11 987 846
= Netto driftskapital	19 830 527	18 764 171	22 914 219	25 462 564	27 710 656	29 674 263	39 465 900

Tabell 5-31 Omgruppert og justert netto driftskapital for bransjen, 2016-2022

Omgruppert og justert kontantstrøm for bransjen i perioden

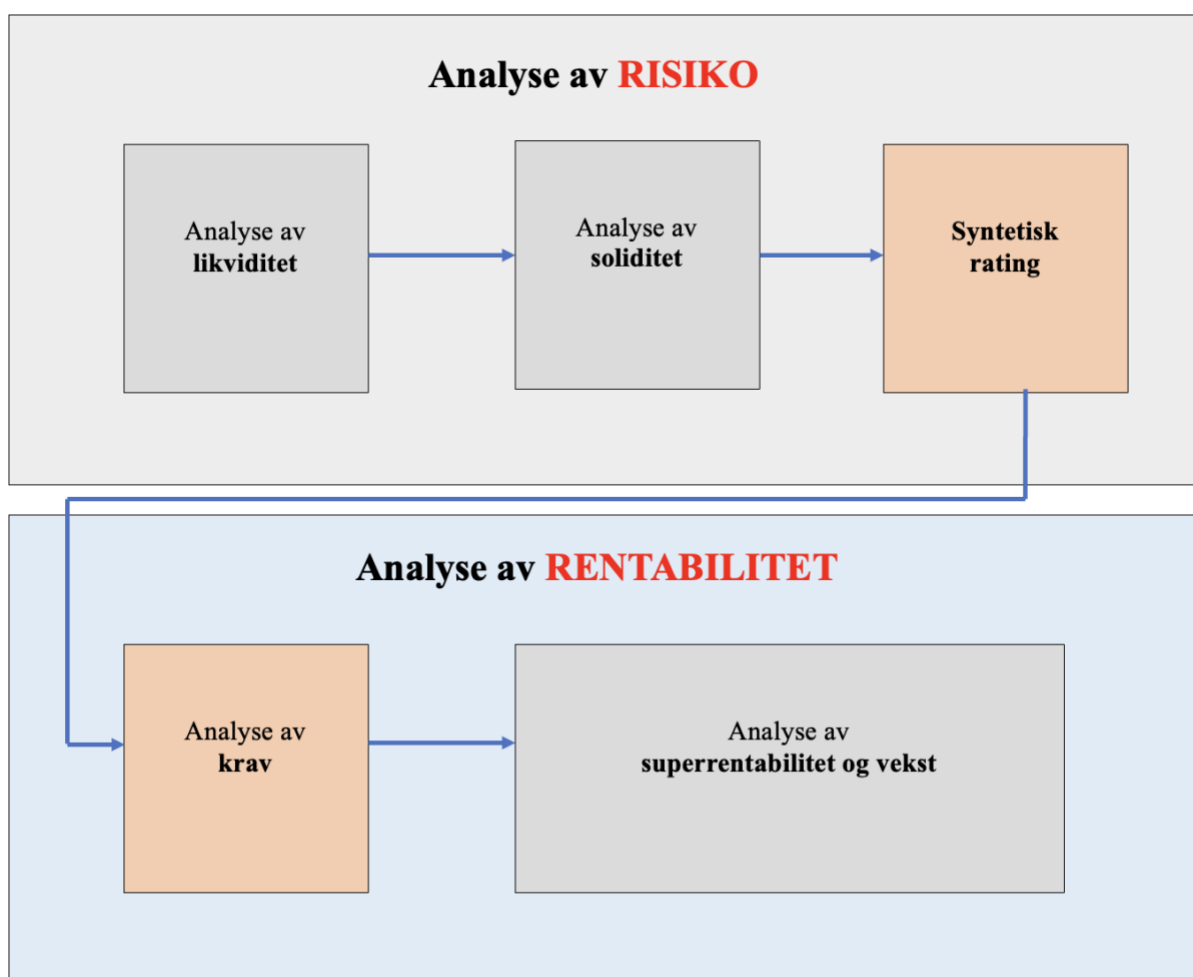
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	3 411 526	3 998 623	4 065 888	3 644 648	2 414 035	3 255 641	4 836 385
+ Unormalt netto driftsresultat	854 866	(1 288 286)	621 445	(559 772)	(666 434)	312 524	337 544
- Økning i netto driftseiendeler	3 057 789	(1 109 221)	3 851 119	2 205 055	1 009 505	2 748 577	9 879 697
= Fri kontantstrøm fra drift	1 208 603	3 819 558	836 214	879 821	738 097	819 588	(4 705 768)
+ Netto finansinntekter	10 725	12 636	18 283	17 786	11 782	13 403	16 823
+ Unormale netto finansinntekter	(280 533)	(329 809)	(297 555)	443 471	(474 189)	473 835	55 684
- Økning i finansielle eiendeler	417 572	287 905	(95 572)	156 249	158 867	487 488	4 900 680
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	521 224	3 214 479	652 514	1 184 828	116 823	819 338	(9 533 942)
- Netto finanskostnad	176 657	185 983	201 676	286 084	275 850	267 550	318 883
+ Økning i finansiell gjeld	881 551	(2 253 289)	579 073	1 906 552	1 254 771	(72 003)	9 452 992
- Netto minoritetsresultat	101 870	8 868	59 162	18 737	14 100	67 387	231 867
- Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
+ Økning i minoritetsinteresser	19 896	(17 405)	38 344	186 375	128 255	456 816	1 509 456
= Fri kontantstrøm til egenkapital	1 144 144	748 935	1 009 093	2 972 935	1 209 899	869 214	877 756

Tabell 5-32 Omgruppert og justert kontantstrøm for bransjen i perioden

Bruken av bransjeregnskapet vil bli utvidet i henhold til kapitlene 6, 7 og 8 for å utføre analyser av kredittrisiko og lønnsomhet, historiske avkastningskrav og strategisk lønnsomhetsanalyse.

5.7 Rammeverk for forholdstallsanalyse

I de kommende kapitlene vil regnskapstallene presentert i kapittel 5 bli anvendt til å utføre analyser av risiko, avkastningskrav og superrentabilitet for både Lerøy og bransjen som helhet. I kapittel 6 vil det bli gjennomført en likviditetsanalyse og soliditetsanalyse, som deretter vil bli oppsummert i en syntetisk rating. I kapittel 7 vil Lerøys avkastningskrav bli beregnet, og i kapittel 8 vil en analyse av superrentabilitet for både Lerøy og bransjen bli utført. Analyseoppsettet er basert på rammeverket til Knivsflå, som er illustrert i figur 5-2. (Knivsflå, 2023, F9)



Figur 5-4 : Illustrasjon av rammeverk for forholdstallsanalyse fra (Knivsflå, 2023, F9)

Oppdrettsbransjen er trolig preget av høy innovasjonstakt, eksempelvis innen effektiv verdikjede, fiskefôr, og bærekraftighet. I tillegg er lakseprisen kjennetegnet av volatilitet. Ettersom vi mener at bransjen er preget av utvikling, velger vi dermed å legge mest vekt på de seneste regnskapsårene. Dog kan sterk konkurranse helle mot at rentabiliteter vil nærme

seg gjennomsnittet i bransjen, som muligens taler for større grad av likevektning. Regnskapstallene er tidsvektet som vist i tabell 5-33.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tidsvektning	10 %	10 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %

Tabell 5-33: Tidsvektning av årsrapporter for forholdstallanalyse i perioden.

Kapittel 6: Analyse av risiko

I dette kapitlet vil det foretas en analyse av kredittrisikoen til Lerøy gjennom likviditets- og soliditetsanalyse. Kredittrisikoen oppsummeres i en syntetisk kredittrating.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 benyttes for å måle en virksomhets evne til å betale sine kortsiktige gjeldsforpliktelser ved hjelp av omløpsmidler. Jo høyere likviditetsgraden er, desto bedre er virksomhetens evne til å møte sine kortsiktige betalingsforpliktelser. En synkende likviditetsgrad over tid kan tyde på at en virksomhet er i ferd med å gå konkurs.

Likviditetsgrad skal være større enn 2, men dette er ikke noe annet enn en tommelfingerregel og har ikke noe teori som understøtter dette. (Kinserdal, 2005). Likevel kan det være greit at en virksomhet har en likviditetsgrad som er høyere enn bransjens.

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

Formel 6-1 Likviditetsgrad 1

Figur 6.1 Likviditetsgrad for Lerøy, 2016-2022

Figur 6.1 viser at både bransjen og Lerøy har ligget i underkant av 3 i likviditetsgrad 1 fra 2016 til 2022. Ettersom likviditetsgrad 1 har en såpass høy verdi, og at Lerøy for øyeblikket ligger over bransjegjennomsnittet vurderes Lerøy til å ha en lav risiko for likviditetskrise. På bakgrunn av dette vurderes likviditetsrisikoen i selskapet til å være lav.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Formel 6-2 Likviditetsgrad 2

I likviditetsanalysen anvendes en utradisjonell definisjon av likviditetsgrad 2, som tar hensyn til selskapets mest likvide omløpsmidler og kortsiktige gjeld. De finansielle omløpsmidlene som selskapet besitter, anses som svært likvide og kan selges uten å påvirke driften.

Likviditetsgrad 2 gir dermed en mer realistisk vurdering av selskapets evne til å møte kortsiktige forpliktelser ved å inkludere kun de mest likvide midlene (Knivsflå, 2023, F9).

Til tross for at det finnes en generell tommelfingerregel for likviditetsgrad 2, som sier at en verdi over 1 indikerer en god likviditet, bør nøkkeltallet betraktes i sammenheng med bransjen for en mer presis vurdering. (Kinserdal, 2005) Å sammenligne med bransjen vil gi en bedre forståelse av hvordan selskapet presterer i forhold til andre aktører i samme bransje.

I oppdrettsbransjen består store deler av omløpsmidler av biologiske eiendeler, kundefordringer og varelager. Ved vurderingen av dette forholdstallet vil det derfor være mer hensiktsmessig å vurdere hvordan bransjen er.

Figur 6.2-: Likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjen

Figur 6.2 viser at Lerøy har opprettholdt en høyere likviditetsgrad 2 enn gjennomsnittet i bransjen over en lengre tidsperiode. Imidlertid har det vært en nedgang i likviditetsgraden i 2022, samtidig som bransjen har hatt en økning i samme periode. Dette kan skyldes en vurdering vi har gjort ved innhenting av tall fra kvartalsrapportene. Som tidligere nevnt har det vært behov for å fordele finansposter ettersom disse kun er oppgitt i netto i kvartalsrapportene. Selv om det har vært en nedgang i likviditetsgraden i 2022, vurderes likviditetsrisikoen fortsatt som lav på grunnlag av likviditetsgrad 2.

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad er den samlede finansielle gjeldsdekningen i balansen, og er forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Dersom denne er over 1 betyr dette at virksomheten har nok finansielle eiendeler til å dekke finansiell gjeld. Jo lavere denne graden blir, jo større er faren for en likviditetskrise. (Knivsflå, 2023, F9)

Oppdrettbransjen er en kapitalintensiv bransje, og det kreves store investeringen i både infrastruktur og utstyr for å drive virksomhetene. Derfor er nok en gang bransje tallene en bedre målestokk ettersom et lav forholdstall i denne bransjen er forventet.

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

Formel 6.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Oppdrettsbransjen er preget av en høy grad av kapitalintensitet, som kan resultere i behov for store investeringer i infrastruktur og utstyr for å drive virksomhetene. På grunn av denne faktoren kan det være utfordrende å vurdere selskapenes gjeldsdekningsgrad basert på en generell regel. Det er derfor hensiktsmessig å sammenligne selskapets gjeldsdekningsgrad med gjennomsnittet i bransjen.

Figur 6-3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

I løpet av analyseperioden har Lerøy opprettholdt en gjeldsdekning som har vært høyere enn gjennomsnittet i bransjen. Selv om det ser ut til at Lerøy i 2022 nærmer seg bransje gjennomsnittet når det gjelder gjeldsdekning, anser vi fortsatt den finansielle gjeldsdekningsgraden som en indikator på lav likviditetsrisiko for selskapet.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad er nettoresultat fra sysselsatt kapital delt på netto finanskostnad. Rentedekningsgraden er et vanlig forholdstall og viser om selskapet klarer å betjene gjelden sin. Formel for rentedekningsgrad er gitt ved Knivsflå (2023, F9):

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

Formel 6.4 Rentedekningsgrad

Figur 6-4 Rentedeckningsgrad, 2016-2022

Utviklingen i analyseperioden viser at Lerøy har så og si en lik utvikling som resten av bransjen, men at det i 2022 har en lavere rentedeckningsgrad. Rentedeckningsgraden på rundt 10 de siste årene i analyseperioden vil allikevel vurderes til en lav likviditetsrisiko.

6.2 Analyse av langsiktig risiko - Soliditetsrisiko

6.2.1 Egenkapitalprosent

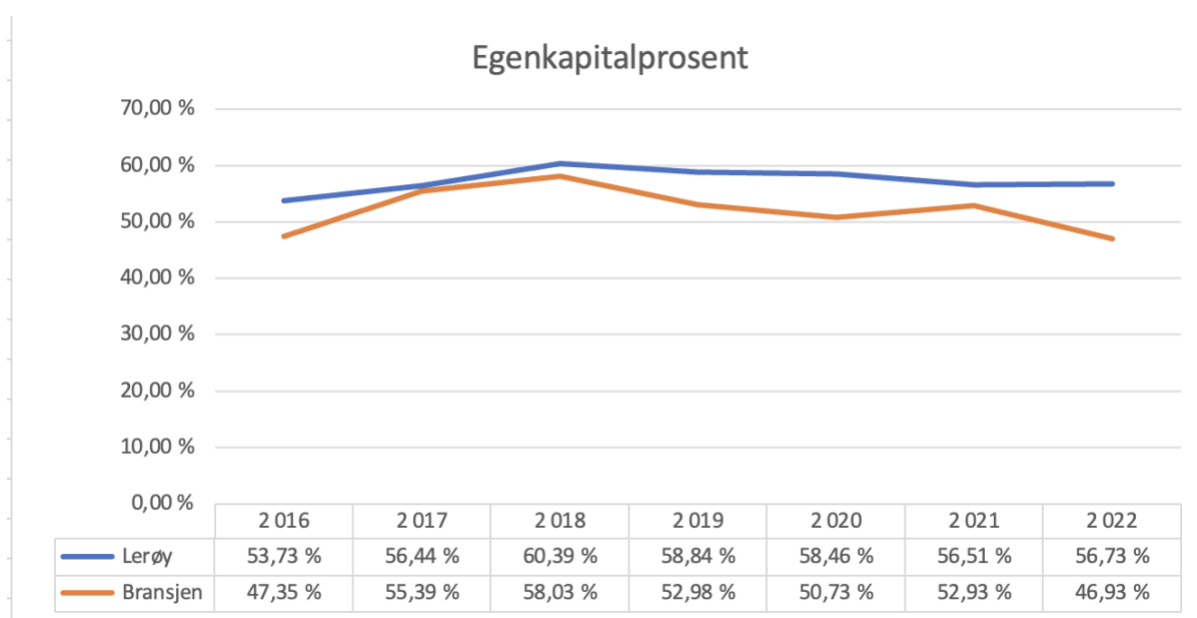
Allmennaksjeloven stiller krav om at selskapet har forsvarlig egenkapital og likviditet iht. asal. § 3-4.

Formålet med soliditetsanalyse er å vurdere hvorvidt virksomheten kan overleve en lengre periode med tap (Knivsflå, 2023, F9, s. 71). Tap blir ført mot egenkapitalen. Egenkapital utgjør dermed en støtpute mot tap. Forsvarlig egenkapital beror dermed på hvor stor støtpute som trengs. (Kaldestad & Møller, 2016).

Forholdstallet egenkapitalprosent er det fremste nøkkeltallet ved soliditetsanalyse. Desto mer egenkapital virksomheten har i forhold til totalkapitalen, desto mer skjermet er långiver. Høy

EK-prosent er således et bra tegn. Hvorvidt egenkapitalprosenten er bra beror på benchmarken. Målestokken kan være sammenligning over tid, og sammenligning med bransjen. (Knivsflå, 2023, F9)

Egenkapitalprosenten: Egenkapital og minoritetsinteresser/Totalkapital.



Figur 6-5 Egenkapitalprosent, 2016-2022

Egenkapitalprosenten til Lerøy i perioden er stabilt i overkant av 50% av totalkapitalen.

Videre er forholdstallet i hele perioden høyere enn for bransjegjennomsnittet.

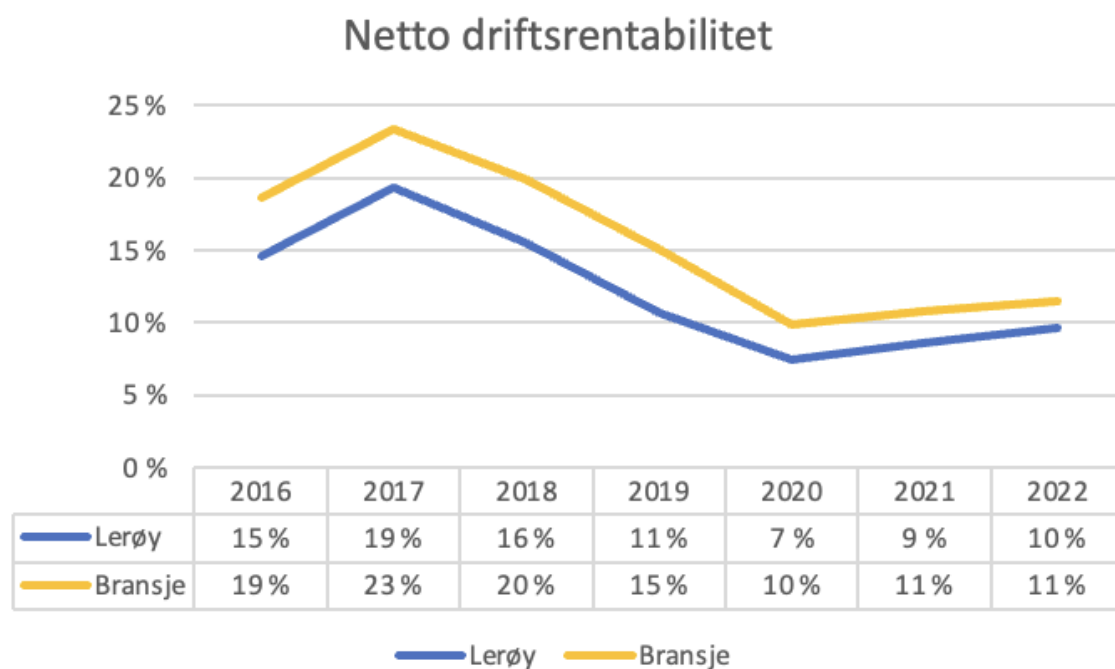
Egenkapitalprosenten til Lerøy er følgelig bra.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Formel:

Netto driftsresultat / Netto driftseiendeler

Egenkapitalen påvirkes av lønnsomheten. Lønnsomheten igjen vil påvirkes av lakseprisen. Dermed er det relevant å se på lønnsomheten til oppdrettsselskapene for å vurdere soliditeten til Lerøy. Vi har valgt å benytte netto driftsrentabilitet som et mål for lønnsomheten. Netto driftsrentabilitet er netto driftsresultat (NDR) dividert på gjennomsnittlig netto driftseiendeler. NDR måler underliggende kjernelønnsomhet (Knivsfå, 2023, F9, s. 79). Benchmarken er Lerøys prestasjon i forhold til bransjen.



Figur 6-6 Netto driftsrentabilitet

NDR var høy i perioden fra 2016 til 2019 som kan bero på høy laksepris. Lerøys netto driftsrentabilitet er lavere enn bransjen for hele perioden. Det kan således peke i retning av at Lerøys lønnsomhet er svakere enn bransjen.

6.2.4 SYNTETISK RATING

Syntetisk rating innebærer å kategorisere virksomheten i riktig risikoklasse basert på forholdstallsanalyse. Det kan være nyttig å ha en egen mening, og dermed ikke lene seg på ratingvirksomhetenes mening i sin helhet. Forslaget til rating kan sammenlignes med den strategiske analysen i kapittel 4. (Knivsfå, 2023, F9, s. 93). Rammeverket som kommer til anvendelse tar utgangspunkt i Standard & Poor sitt vurderingssystem for kredittrisiko (Knivsfå, 2023, F9, s. 98). Vurderingssystemet spenner seg fra D-AAA. Hvorav sistnevnte kategorisering gir lavest kredittrisiko.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	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

Tabell 6-1 Syntetisk rating (Knivsflå, 2023, F9).

En svakhet ved rammeverket er at kun fire forholdstall sier for lite om kredittrisikoen. Likevel gitt omfanget av oppgaven og med den strategiske analysen i bunn, kan syntetisk rating gi et godt bilde på selskapets konkursrisiko.

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektning
Likviditetsgrad 1	2,905	2,98	2,991	2,8111	2,678	2,909	2,747	2,842165
Rating	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	22,01	22,14	20,98	12,51	8,96	10,84	9,9	13,8815
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AAA
Egenkapitalprosent	53,73 %	56,44 %	60,39 %	58,84 %	58,46 %	56,51 %	56,73 %	0,57299
Rating	A	A	A	A	A	A	A	A
Netto driftsrentabilitet	19 %	21 %	18 %	12 %	8 %	9 %	11 %	0,128
Rating	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	A
Gjennomsnittsrating	A	A	A	A	A	A	A	A

Tabell 6-2 Syntetisk rating for Lerøy i perioden

Bransjen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektning
Likviditetsgrad 1	2,85	2,63	3,09	2,99	2,73	2,68	1,94	2,639
Rating	A	A	A	A	A	A	BBB	A
Rentedekningsgrad	19,37	21,57	20,25	12,8	8,79	12,22	15,22	14,8455
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	47,35 %	55,39 %	58,03 %	52,98 %	50,73 %	52,93 %	46,93 %	0,516055
Rating	BBB	A	A	A	BBB	A	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	20 %	23 %	22 %	16 %	10 %	12 %	15 %	0,158
Rating	A	AA	A	A	BBB	A	A	A
Gjennomsnittsrating	A	AA	A	A	A	A	A	A

Tabell 6-3 Syntetisk rating for bransjen i perioden

En samlet vurdering synes å peke i retning av at Lerøy har en svært liten konkursrisiko. Sannsynligheten for konkurs ligger på 0,08% (Knivsflå, 2023, F9, s. 104). Videre observerer vi at Lerøy oppnår samme tidsvektet syntetisk rating som bransjen på A. Dog oppnår bransjen høyere netto driftsrentabilitet enn Lerøy. Det stemmer med den interne VRIO analysen, der det fremgikk at Lerøy ikke innehar noen ressursfordel i forhold til bransjen. Oppsummert kan det synes som om Lerøy og bransjen er godt rustet for eventuelle nedgangstider.

Kapittel 7: Avkastningskrav

I dette kapittelet vil vi vurdere avkastningskravet til Lerøy. Historisk avkastningskrav benyttes som målestokk for rentabilitet, samt som diskonteringsrente for verdi (Knivsflå, 2023, F10, s. 5). Avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152).

7.1 Egenkapitalkostnad (avkastningskrav til EK)

Kapitalverdimodellen (CAPM) er den modellen som benyttes mest i praksis for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Investeringer i aksjer er gjenstand for to typer risiko: generell markedsrisiko (systematisk risiko) og bedriftsspesifikk risiko (usystematisk risiko). Sistnevnte kan elimineres gjennom diversifisering av investeringer i flere forskjellige selskaper i ulike bransjer. Den generelle markedsrisikoen på den annen side er knyttet til faktorer som har innvirkning på alle selskaper: eksempler er konjunkturutvikling, rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon.

I henhold til CAPM kan avkastningskravet til egenkapitalen estimeres som:

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

Der

R_f = risikofri rente

R_m = avkastning på en markedsportefølje eller indeks

$R_m - R_f$ = forventet meravkastning ved å investere på børsen; markedets risikopremie

β = selskapets egenkapitalbeta; et mål på hvordan selskapet blir påvirket av generell markedsrisiko (systematisk risiko). (Kaldestad & Møller, 2016, s. 154-156).

7.2 Krav til egenkapital og minoritet

7.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er grunnlaget, i lys av at alle risikopregede investeringer som minstekrav må generere meravkastning i forhold til den risikofrie renten. Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko. Det nærmeste man kommer dette er statsobligasjoner (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156). Fra en praktisk synsvinkel kan en 10-års rente legges til grunn. Denne har mindre svingninger enn en kort rente, og man oppnår et mer stabilt avkastningskrav. En ulempe med å legge 10-års perioden til grunn vil være at likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko inkluderes i renten, som taler for at den lange obligasjonsrenten ikke er risikofri. Dog skal ikke betydningen av en likviditetspremie i det norske markedet overvurderes. (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158).

Vi har i oppgaven lagt til grunn en løpetid på 10 år og forutsetter at Lerøy har en evig levetid.

Frequency Instrument Type Tenor	Annual Government bonds 10 years
Time Period	Rate
2016	1,33
2017	1,64
2018	1,88
2019	1,49
2020	0,82

Tabell 7-1 Årlige statsobligasjoner

Årlige statsobligasjoner ovenfor er hentet fra Norges bank (2022a). Det var en kraftig nedgang i 2020 som kan bero på at Norges bank satte ned renten for å redusere den økonomiske usikkerheten med bakgrunn i pandemien. Som vi ser ovenfor, opphørte de syntetiske renteseriene etter 2020. Dermed benytter vi oss av nullkupongrente fremstilt av Norges bank for årene 2021 og 2022. Nullkupongrente er estimerte verdier basert på observerbare effektive renter på statsobligasjoner (Norges bank, 2022). Renten på en 10-årig

norsk statsobligasjon pr. 1. november 2021 er 1,7 % (Pwc, 2023). Nullkupongrenten pr. 1. november 2022 er 3,439 % (Norges bank, 2022). Et gjennomsnitt av nullkupongrenten for 2021 og 2022 følger av tabellen under. Ved anvendelse av statsobligasjoner kan det være fratrukket for kredittrisikopremie på 0,3% knyttet til statens konkurrisiko ratet til AAA (Knivsflå, 2023, F10). Vi konkluderer med at den norske statsobligasjonen er risikofri. Vi gjør ikke fratrukket for risikopremie, ettersom det ikke er grunn til å tro at den norske stat går konkurs med en stabil og vedvarende kredittrating på AAA (Norges Bank, 2023).

Risikofri rente	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
10-årig statsobligasjon	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,82 %	1,42 %	2,83 %	1,68 %
(*) 1-selskapsskattesats	0,75	0,76	0,77	0,78	0,78	0,78	0,78	0,77
Risikofri rente etter skatt	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,11 %	2,21 %	1,30 %

Tabell 7-2 Risikofri rente, 2016-2022

7.3.2 Beta

Beta er et mål på aksjens risiko i forhold til aksjemarkedet, i så henseende hvor eksponert man er for generell markedsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Gjennomsnittlig beta er 1, med andre ord at aksjen svinger i takt med aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159).

Investor står overfor to typer risiko:

Systematisk risiko (markedsrisiko) påvirker alle selskaper. Det kan være overordnede konjunktursvingninger, rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon (Kaldestad & Møller, 2016, s. 155).

Usystematisk risiko er bedriftsspesifikk, og inngår ikke i formelen for egenkapitalkostnaden. Men det gjør systematisk risiko. Den bedriftsspesifikke risikoen kan elimineres gjennom diversifisering av investeringene i mange ulike selskaper i flere bransjer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 155).

Betaen til et selskap bestemmes av aksjekursens relative volatilitet sammenlignet med aksjemarkedet. Å estimere et selskaps sin beta gjøres i tre trinn (Kaldestad og Møller):

Steg 1: Finn egenkapitalbeta på sammenlignbare selskaper

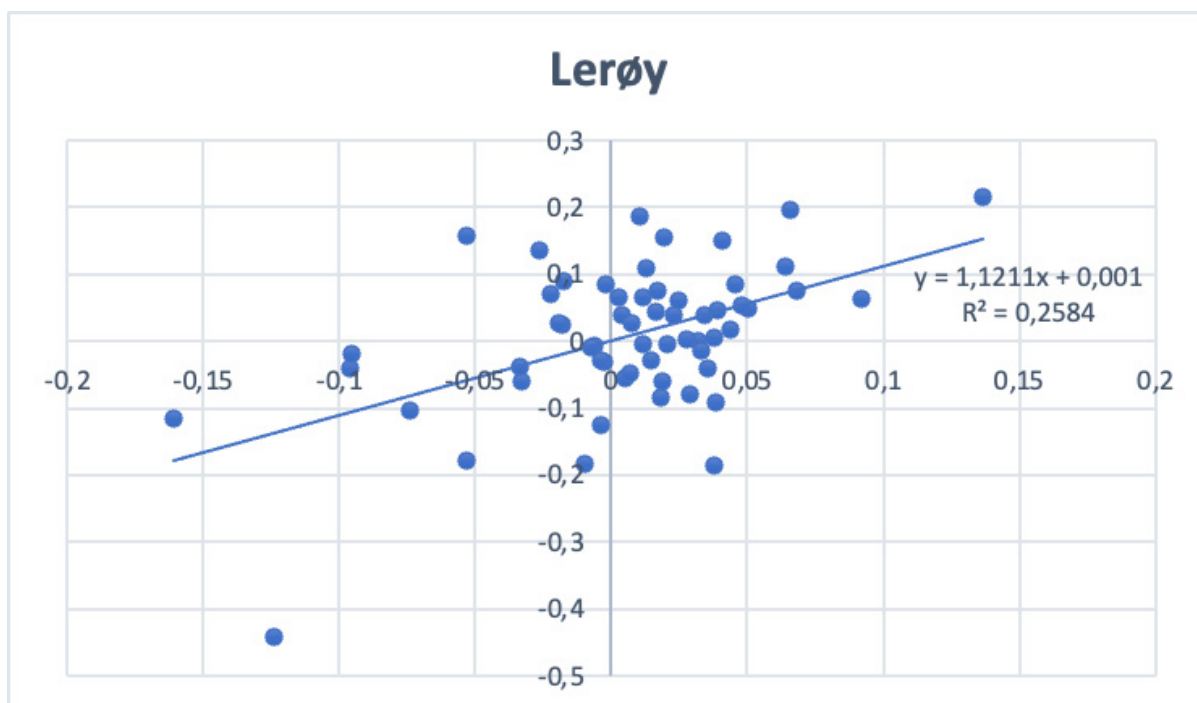
Steg 2: Estimere “unlevered” beta for disse selskapene.

Steg 3: Bruk den gjennomsnittlige asset-beta og juster tilbake vårt selskaps gjeldsgrad til å finne endelig beta. Med unlevered beta, menes den betaen selskapet hadde hatt dersom selskapet var gjeldsfri.

Estimering av egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er målet på den systematiske risikoen ved å investere i en aksje. For å estimere betaen til Lerøy, Mowi og SalMar har vi kjørt en regresjonsanalyse av den månedlige avkastningen til selskapene mot OSEBX, som er Oslo Børs sin hovedindeks. Perioden vi har benyttet har vært fra 01.01.2018 til 31.12.2022, som gir oss 60 observasjoner.

I figuren under har vi fremstilt den månedlige avkastningen til Lerøy opp mot avkastningen til OSEBX. En vurdering av trendlinjen viser et stigningstall på 1,1211 som også er den estimerte betaen. Trendlinjen er gitt ved $y = 1,1211x + 0,001$. Dette tilsier dermed en positiv korrelasjon mellom markedet og aksjen. Ved en 1 % økning i markedet, her gitt ved OSEBX, vil Lerøy i gjennomsnitt gå opp 1,1211 %. En R^2 på 25,84 % forteller oss at 25,84 % av variasjonen i avkastningen skyldes systematisk risiko, men resterende er knyttet til usystematisk risiko.



Figur 7-1 Avkastning til Lerøy mot OSEBX, 2016-2022

SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,5083
R-kvadrat	0,2584
Justert R-kvadr	0,2454
Standardfeil	0,0939
Observasjoner	59,0000

Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1,0000	0,1751	0,1751	19,8597	0,0000
Residualer	57,0000	0,5027	0,0088		
Totalt	58,0000	0,6778			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,0010	0,0123	0,0789	0,9374	-0,0237	0,0257	-0,0237	0,0257
X-variabel 1	1,1211	0,2516	4,4564	0,0000	0,6174	1,6249	0,6174	1,6249

Figur 7-2 Regresjonsanalyse av Lerøy mot OSEBX, 2016-2022

	Lerøy	MoWi	SalMar
Estimert Beta	1,1211	1,1732	1,0549

Tabell 7-3 Estimert Beta for bransjen

Mange analysetjenester publiserer en justert beta. Justeringen begrunnes med at forskjellene i avkastningskrav mellom høy- og lavbetaselskaper er lavere enn kapitalverdimodellen skulle tilsi. (Kaldestad og Møller, 2016, s. 164.) På bakgrunn av dette vil vi beregne justert beta.

Betaverdier	Lerøy	Mowi	Salmar	EK-vektet snitt
Ujustert egenkapitalbeta	1,1211	1,1732	1,0549	1,1164
Justert egenkapitalbeta	1,0808	1,1155	1,0366	1,0776

Tabell 7-4 Justert egenkapitalbeta for bransjen

Fra tabell 7-4. ser vi den justerte egenkapitalbetaen til Lerøy og bransjen. Observerer her at den justerte egenkapitalbetaen til Lerøy er noe høyere enn bransjebetaen. I videre beregningen vil vi benytte justert egenkapital beta for minoritetsbeta.

7.3.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastning investorer i aksjemarkedet forventer å oppnå utover den risikofrie renten. Det er ulike metoder for estimering av markedets risikopremie. Dette er:

- Historisk premie
- Implisitt premie
- Spørreundersøkelse

(Kaldestad & Møller, 2016, s. 166)

Historisk premie

Anvendelse av metoden skjer gjennom analyse av historisk avkastning på aksjer i forhold til risikofri rente. En viktig fordel ved metoden er at den er generelt akseptert, og den metoden som er mest benyttet i praksis. Dog er fortiden neppe alltid representativ fremover i tid.

(Kaldestad & Møller, 2016, s. 166)

Implisitt premie

Metoden søker å estimere risikopremien som dagens aksjekurser indikerer. Implisitt premie for å estimere markedets risikopremie er framoverskuende, og hensyntar at risikopremien varierer over tid. Imidlertid kan den gi opphav til volatile resultater, og er dermed svært følsom overfor input. Metoden forutsetter en «universal» verdsettelsesmodell. (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166).

Spørreundersøkelse

Den siste metoden for å estimere markedets risikopremie er spørreundersøkelse. Metoden beskriver hvilke risikopremie som benyttes av investorer og akademikere. Likeledes som ved implisitt premie er metoden framoverskuende. En problemstilling kan være om deltakerne er representative for markedet. I tillegg kan respondentene la seg påvirke av markedssentimentet. (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166).

Uansett valg av metode er det forbundet med mye skjønn å estimere risikopremien. (Kaldestad & Møller, 2016, s. 170). Vi har valgt å benytte sistnevnte metode, som innebærer en spørreundersøkelse utført av Pwc i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening (NFF) (Pwc, 2022). Undersøkelsen finner at medianen for markedsrisikopremie er 5 % i 2022, denne har også vært stabil over tid (Pwc, 2022). Premien vil over tid ligge i intervallet 4-5% (Kaldestad & Møller, 2016, s. 171). Vi velger å benytte 5 % som markedsrisikopremie videre i vår oppgave.

7.3.4 Illikviditetspremie

En likviditetspremie kompenserer investor for risiko for innlåsing ved en illikvid plassering. Premien kan beregnes for lavt omsettelige aksjer, ettersom det kan bli relativt dyrt eller vanskelig å komme seg ut av aksjen. Størrelsen på premiene beror på en skjønnsmessig vurdering (Kaldestad & Møller, 2016, s. 171). Knivsflå (2023) uttaler at det vil forekomme noen korreksjoner, og anfører at illikviditetspremie for henholdsvis majoritet og minoritet ved børsnoterte selskaper kan settes til 0,5 % og 2,5 % (Knivsflå, 2023, F10). Kaldestad og Møller (2016) argumenterer for å beregne verdien ekskludert andre premier som korreksjoner

til avkastningskravet. Korreksjonene som sådan er neppe uavhengige av andre forhold som påvirker avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 171).

Austevoll Seafood ASA er selskapets største aksjonær med eierandel på 52,7%. Videre var 76,3 % av aksjene pr. 31. desember 2022 eid av selskapets 20 største aksjonærer ifølge kvartalsrapporten. Ettersom Lerøy er et børsnotert selskap er aksjen dermed å anse som likvid. Således setter vi likviditetspremien til ikke høyere enn 0,5 % for majoritet. Aksjer til minoritet kan eventuelt være innelåst og mindre omsettelige enn for majoritet. Det kan også følge av eierskap i datterselskap utenfor allmenn interesse. Dermed tillegges minoritetskravet 2 % skjønsmessig i illikviditetspremie.

7.3 Avkastningskrav til egenkapitalen over perioden

Gjennomsnittlig egenkapitalavkastningskrav:

CAPM	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Risikofri rente etter skatt	1 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,11 %	2,21 %	1,30 %
+ Ek-beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
* Risikopremie etter skatt	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
= Egenkapitalkrav etter skatt	7 %	7 %	7 %	7 %	6 %	7 %	8 %	7 %

Tabell 7-5: Egenkapitalkrav for Lerøy etter skatt

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Egenkapitalkrav	7 %	7 %	7 %	7 %	6 %	7 %	8 %	7 %
+ Illikviditetspremie minoritet	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
= Minoritetskrav etter skatt	9 %	9 %	9 %	9 %	8 %	9 %	10 %	9 %

Tabell 7-6: Minoritetskrav for Lerøy etter skatt

7.4 Finansielle krav

7.4.1 Finansielt gjeldskrav

Avkastningskrav til finansiell gjeld er risikofri rente etter skatt inkludert en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien beror på syntetisk rating (Knivsflå, F10, 2023, s. 79).

Avkastningskrav til finansiell gjeld	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Syntetisk rating Lerøy	A	A	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,11 %	2,21 %	1,30 %
+ Kredittrisikopremie	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %
= Finansielt gjeldskrav	1,90 %	2,15 %	2,35 %	2,06 %	1,54 %	2,01 %	3,11 %	2,20 %

Tabell 7-7 Finansielt gjeldskrav

Desto høyere den syntetiske ratingen er, desto mindre utslagsgivende blir det for avkastningskravet. Lerøy har i perioden hatt en stabilt høy syntetisk rating på A. Vi har beregnet det tidsvektede finansielle gjeldskravet til 2,20 %.

7.4.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav består av kontantkrav, fordringskrav og investeringskrav.

Formlene for å beregne finansielt eiendelskrav er følgende:

$$f_{ek} = rf * (1 - s) * \left(\frac{KON}{FE}\right) + (rf * (1 - s) + krp_{FOR}) * \left(\frac{FOR}{FE}\right) + (rf * (1 - s) + \beta_{INV} * erp + arp_{INV}) * \left(\frac{INV}{FE}\right)$$

Formel 7.1 Finansielt eiendelskrav

der;

f_{ek} = Finansielt eiendelskrav, Kon = kontanter, FE = Finansielle eiendeler, krp = Fordringskravet, $Beta_{INV}$, investeringsbeta, ERP = egenkapitalrisikopremie, arp_{INV} = andre risikopremier.

I beregningen antar vi at kontanter er risikofrie som gir et avkastningskrav tilsvarende den risikofrie renten. Lerøy sine finansielle fordringer er fordelt på både langsiktige og kortsiktige fordringer, for å ikke komplisere formelene for mye, har vi valgt å benytte risikofri rente etter skatt og langsiktig kredittrisikopremie for å beregne fordringskravet. Videre forutsetter vi at investeringsbeta er 1. Følgelig vil investeringskravet kun bestå av risikofri rente etter skatt og risikopremien til markedet. Ved å benytte Knivsflå (2023, F10) sin formel for beregning av finansielt eiendelskrav fikk vi et vektet gjennomsnitt på 1,39 %. I år 2022 ser vi at den er en økning i forhold til tidligere år. En av årsakene til dette er en større andel av investeringer blant de finansielle eiendelene.

Krav til finansielle eiendeler	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Kontantkrav	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,10 %	2,21 %	1,30 %
Kontantvekt	0,9411	0,9402	0,9550	0,9229	0,8963	0,9317	0,9009	
Fordringskrav	1,90 %	2,15 %	2,35 %	2,06 %	1,54 %	2,00 %	3,11 %	2,20 %
Fordringsvekt	0,0555	0,0584	0,0427	0,0729	0,0989	0,0637	0,0918	
Investeringskrav	6,00 %	6,25 %	6,45 %	6,16 %	5,64 %	6,10 %	7,21 %	6,30 %
Investeringsvekt	0,0034	0,0015	0,0023	0,0042	0,0048	0,0046	0,0073	
Finansielt eiendelskrav	1,07 %	1,31 %	1,50 %	1,25 %	0,75 %	1,18 %	2,33 %	1,39 %

Tabell 7-8 Finansielt eiendelskrav for Lerøy, 2016-2022

Implisitt eiendelsbeta

Det finansielle eiendelskravet forutsetter at det ikke er risiko i kontantene, de finansielle fordringene er utsatt for kredittrisiko, og at betaen til de finansielle investeringene har en beta tilnærmet 0. (Knivsflå, 2023, F10)

$$\text{Finansielle eiendelsbeta} = \beta_{KON} * KON + \beta_{FOR} * FOR + \beta_{INV} * INV$$

Formel 7.2 Finansiell eiendelsbeta

Formelen for fordringsbetaen er som følger:

$$\beta_{FOR} = \frac{KRP \text{ for fordringer} + MRD}{ERP}$$

der KRP = kredittrisikopremie, ERP = markedsrisikopremie, MRD = markedsrisiko del

Formel 7.3 Fordringsbeta

Som formelen over viser så må kredittrisikoen for fordringer tas hensyn til ved beregning av fordringsbeta. Kredittrisikopremien er som nevnt tidligere basert på lang kredittrisiko, ettersom det er en blanding av langsiktige og kortsiktige finansielle fordringer.

Markedsrisikopremiene er samme som vi har nevnt tidligere i kapitlet, mens markedsrisikodelen finner vi ved å ta justert R2 fra regresjonsanalysen ved beregning av beta, dividert på 3. Forutsetningen om at kontanter er risikofrie gjør at vi setter kontantbetaen til 0.

I tråd med beregningen av det finansielle eiendelskravet er investeringsbetaen på 1. Tabell 7-9 presenterer den finansielle eiendelsbetaen for perioden 2016-2022.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kort Kreditrisikopremie	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %
Markedsrisikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Markedsrisikodel	8,18 %	8,18 %	8,18 %	8,18 %	8,18 %	8,18 %	8,18 %
Fordringsbeta	0,0098	0,0098	0,0098	0,0098	0,0098	0,0098	0,0098
Fordringsvekt	0,0555	0,05836	0,04271	0,07286	0,09888	0,06369	0,09178
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
Kontantvekt	0,9411	0,9402	0,9550	0,9229	0,8963	0,9317	0,9009
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1
Investeringsvekt	0,0034	0,0015	0,0023	0,0042	0,0048	0,0046	0,0073
Implisitt finansiell eiendelsbeta	0,0039	0,0021	0,0027	0,0049	0,0058	0,0053	0,0082

Tabell 7-9 Implisitt finansiell eiendelsbeta

7.4.3 Netto finansielt gjeldskrav

For å regne ut netto finansielt gjeldskrav har vi vektet finansielt eiendelskrav og finansielt gjeldskrav. Finansiell gjeldsvekt er beregnet ved å se på forskjellen på Lerøy sin finansielle gjeld i forhold til netto finansiell gjeld. For finansiell eiendelsvekt så vi på vektingen mellom finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld. Fra tabell 7-10 er det beregnet at kravet blir 3,13 % i 2022.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansielt gjeldskrav	1,60 %	1,85 %	2,05 %	1,76 %	1,24 %	1,70 %	2,81 %
Finansiell gjeldsvekt	1,6881	2,7510	2,2891	1,8979	1,7750	2,0438	1,6633
Finansielt eiendelskrav	1,07 %	1,31 %	1,50 %	1,25 %	0,75 %	1,18 %	2,33 %
Finansiell eiendelsvekt	0,6881	1,7510	1,2891	0,8979	0,7750	1,0438	0,6633
Netto finansielt gjeldskrav	1,97 %	2,80 %	2,76 %	2,22 %	1,62 %	2,24 %	3,13 %

Tabell 7-10 Netto finansielt gjeldskrav

Fra tabellen kan vi se at netto finansielt gjeldskrav har økt betydelig fra 2016 til 2017. Fra 2019 til 2020 har imidlertid netto finansielt gjeldskrav avtatt. Netto finansielt gjeldskrav økte i 2021 og 2022. En av årsakene til økningen i 2022 er at eiendelskravet i 2022 er noe høyere enn tidligere år. Dette skyldtes som nevnt over, en høyere andel investering, og høyere krav enn tidligere.

Netto finansiell gjeldsbeta

I henhold til Knivsflå (2023, F10) beregnes netto finansiell gjeldsbeta ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta med en tilsvarende vekting som er brukt ved netto finansielt gjeldskrav. Formelen for netto finansiell gjeldsbeta er:

$$\text{Netto finansiell gjeldsbeta} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Formel 7.4 Netto finansiell gjeldsbeta

Tabell 7-11 nedenfor viser netto finansiell gjeldsbeta for Lerøy i perioden 2016-2022. I perioden ser vi at fra 2017 er det en gradvis reduksjon. Dette skyldes både endring i eiendelsbeta og finansiell eiendelsvekt.

7.4.4 Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta

Den gjennomsnittlige justerte egenkapitalbetaen fra 2016-2022 ble beregnet i delkapittel 7.3.2. Betaen endres over tid, og videre beregninger gjør at vi må finne den årlige egenkapitalbetaen. For å finne årlig egenkapitalbeta har vi behov for netto finansiell gjeldsbeta og netto driftsbeta. Netto finansiell gjeldsbeta ble estimert i tabell 7-9 og vi vil i dette delkapitlet fokusere på å estimere netto driftsbeta.

Formel for netto driftsbeta:

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} \frac{EK + MI}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

Formel 7.8 Netto driftsbeta

Ved å benytte oss av formel 7.8 har vi estimert at netto driftsbeta ble 0,8959. Ved beregning av egenkapitalbeta velger vi å benytte Miller og Modiglianis sin proposisjon 1. Miller og

Modiglianis proposisjon 1 forutsetter at selskapets verdi er uavhengig av finansieringen av eiendelene. De hevder at verdien på selskapet er bare avhengig av kontantstrømmen som eiendelene genererer. (Berk & DeMarzo, 2011). Ved å benytte denne forutsetningen vil netto driftsbeta være 0,8959 gjennom hele perioden. Den årlige egenkapitalbetaen kan nå beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK + MI}$$

Formel 7.9 Egenkapitalbeta

Tabell 7-11 viser den årlige egenkapitalbetaen og netto driftsbeta for Lerøy i perioden 2016-2022.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	1,1217	1,0245	1,0224	1,0776	1,1098	1,0929	1,1287	1,08075
Egenkapitalvekt	0,7409	0,8189	0,8241	0,7866	0,7650	0,7696	0,7421	0,7782
Egenkapitalbeta	1,1217	1,0245	1,0224	1,0776	1,1098	1,0929	1,1287	1,0808
Minoritetsvekt	0,0553	0,0526	0,0501	0,0426	0,0400	0,0476	0,0496	0,0483
Netto finansielle gjeldsbeta	0,0139	0,0234	0,0190	0,0142	0,0129	0,0146	0,0109	0,0155
Netto finansiell gjeldsvekt	0,2038	0,1285	0,1258	0,1707	0,1950	0,1828	0,2083	0,1736
Netto driftsbeta	0,8959	0,8959	0,8959	0,8959	0,8959	0,8959	0,8959	0,8959

Tabell 7-11 Netto driftsbeta for Lerøy, 2016-2022

7.5 Egenkapital, minoritet og selskapskrav

7.5.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Risikofri rente etter skatt	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,11 %	2,21 %
Justert egenkapitalbeta	1,122	1,024	1,022	1,078	1,110	1,093	1,129
Markeds risikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Egenkapitalkrav CAPM	6,61 %	6,37 %	6,56 %	6,55 %	6,19 %	6,57 %	7,85 %
Illikviditetskrav	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
Egenkapitalkrav	7,11 %	6,87 %	7,06 %	7,05 %	6,69 %	7,07 %	8,35 %
Illikviditetskrav minoritet	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Minoritetskrav	9,11 %	8,87 %	9,06 %	9,05 %	8,69 %	9,07 %	10,35 %

Tabell 7-12 Egenkapitalkrav CAPM, Egenkapitalkrav og Minoritetskrav

Tidligere ble et estimat for årlig avkastningskrav til egenkapitalen utarbeidet. På dette avkastningskravet ble det anvendt lik egenkapitalbeta for alle årene. I tabell 7-12 har det blitt brukt en justert egenkapitalbeta, det kan gi større variasjon i avkastningskravet, fra 6,7% i 2020 til drøyt 8 % i 2022. Minoritetskravet er 2 % høyere, på drøye 10 % i 2022.

7.5.2 Selskapskrav

7.5.2.1 Sysselsatt kapitalkrav

Tabell 7-13 nedenfor viser sysselsatt kapitalkrav i perioden. Egenkapitalvekten ble beregnet som egenkapital dividert på sysselsatt kapital. Gjeldsvekten er utledet som finansiell gjeld dividert på sysselsatt kapital.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapitalkrav	7,11 %	6,87 %	7,06 %	7,05 %	6,69 %	7,06 %	8,35 %
Egenkapitalvekt	0,650	0,669	0,709	0,682	0,665	0,646	0,652
Minoritetskrav	9,11 %	8,87 %	9,06 %	9,05 %	8,69 %	9,06 %	10,35 %
Minoritetsvekt	0,0485	0,0430	0,0431	0,0369	0,0347	0,0400	0,0436
Finansielt gjeldskrav	1,60 %	1,85 %	2,05 %	1,76 %	1,24 %	1,70 %	2,81 %
Finansiell gjeldsvekt	0,3017	0,2885	0,2478	0,2810	0,3006	0,3137	0,3044
Sysselsatt kapitalkrav	5,54 %	5,51 %	5,91 %	5,64 %	5,12 %	5,46 %	6,75 %

Tabell 7-13 Sysselsatt kapitalkrav

7.5.2.2 Netto driftskrav

Tabell 7-14 nedenfor viser netto driftskrav i perioden. Egenkapitalvekten ble beregnet som egenkapital dividert på netto driftskapital. Vektingen av gjelden ble utledet som netto finansiell gjeld dividert på netto driftskapital. Tallene stammer fra omgruppering av regnskapet i kapittel 5, basert på Knivsflå. Netto driftskravet i 2022 er 7,36 %.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapitalkrav	7,11 %	6,87 %	7,06 %	7,05 %	6,69 %	7,06 %	8,35 %
Egenkapitalvekt	0,741	0,819	0,824	0,787	0,765	0,770	0,742
Minoritetskrav	9,11 %	8,87 %	9,06 %	9,05 %	8,69 %	9,06 %	10,35 %
Minoritetsvekt	0,0553	0,0526	0,0501	0,0426	0,0400	0,0476	0,0496
Netto finansielt gjeldskrav	1,97 %	2,80 %	2,76 %	2,22 %	1,62 %	2,24 %	3,13 %
Netto finansiell gjeldsvekt	0,204	0,128	0,126	0,171	0,195	0,183	0,208
Netto driftskrav	6,17 %	6,45 %	6,62 %	6,31 %	5,78 %	6,28 %	7,36 %

Tabell 7-14 Netto driftskrav

7.6 Oppsummering

Tabell 7-14 nedenfor gir en oppsummering over historiske avkastningskrav for Lerøy i perioden 2016-2022. Tallene blir brukt videre i kapittel 8 som vedrører lønnsomhetsanalyse.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Historisk avkastningskrav							
Finansielt gjeldskrav	1,60 %	1,85 %	2,05 %	1,76 %	1,24 %	1,70 %	2,81 %
Finansielt eiendelskrav	1,07 %	1,31 %	1,50 %	1,25 %	0,75 %	1,18 %	2,33 %
Netto finansielt gjeldskrav	1,97 %	2,80 %	2,76 %	2,22 %	1,62 %	2,24 %	3,13 %
Egenkapitalkrav	7,11 %	6,87 %	7,06 %	7,05 %	6,69 %	7,06 %	8,35 %
Minoritetskrav	9,11 %	8,87 %	9,06 %	9,05 %	8,69 %	9,06 %	10,35 %
Sysselsatt kapitalkrav	5,54 %	5,51 %	5,91 %	5,64 %	5,12 %	5,46 %	6,75 %
Netto driftskrav	6,17 %	6,45 %	6,62 %	6,31 %	5,78 %	6,28 %	7,36 %

Tabell 7-14 Oppsummering over historiske avkastningskrav for Lerøy, 2016-2022

Kapittel 8: Lønnsomhetsanalyse

Kapittelet vil fokusere på Lerøys historiske lønnsomhet. Resultatene fra dette kapittelet er viktige med hensyn til estimering av fremtidsregnskapet, som vil bli gjennomgått i kapittel 9. Vi vil først undersøke selskapets lønnsomhet gjennom driften, ved å bruke forholdstall som EBIT- margin, netto driftskapital, og netto driftsrentabilitet. Vi vil også analysere egenkapitalrentabiliteten, som dekomponeres for å se hvilke økonomiske drivere som påvirker rentabiliteten. Deretter gjennomfører vi en strategisk rentabilitetsanalyse som tar for seg bransjefordel, ressursfordeler, gearingfordel og finansieringsfordel. De valgte konkurrentene inkluderes i analysen for å vurdere Lerøy i forhold til bransjen.

8.1 EBIT- margin

For investor kan vanligvis driftsresultatet (EBIT) betraktes som den viktigste kilden til verdiskaping, og i mange tilfeller skilles driftsresultatet fra finansieringsaktiviteter når det gjelder verdsettelse (Plenborg et al., 2021, s. 113). Kreditorer anser også EBIT som den viktigste kilden til å betjene gjelden sin (Plenborg et al., 2021, s. 113). EBIT-margin kan beregnes ved å bruke følgende formel.

$$EBIT\text{-margin} = \text{Driftsresultat} / \text{Driftsinntekter}$$

Formel 8-1: EBIT-margin.

Fra tabell 8-1 og figur 8-1 ser man EBIT-marginen til Lerøy i forhold til komparative selskaper i perioden 2016 til 2022. Det fremgår av tabell 8-1 at Lerøy gjør det dårligere enn rivalene i alle årene, med unntak av i 2020 der selskapet hadde høyere EBIT-margin enn Mowi. Med hensyn til bransjen fremkommer det av figur 8-1 at Lerøy har svakere EBIT-margin i forhold til bransjen for hele perioden.

EBIT-Margin	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Lerøy	14,32 %	17,21 %	15,35 %	11,25 %	8,15 %	8,87 %	9,61 %
Salmar	24,33 %	24,93 %	26,20 %	20,67 %	18,81 %	15,93 %	16,89 %
MoWi	17,06 %	17,90 %	16,90 %	14,99 %	7,90 %	12,46 %	17,12 %
Bransjen	18,57 %	20,01 %	19,48 %	15,64 %	11,62 %	12,42 %	14,54 %

Tabell 8-1 EBIT-Margin for Lerøy og Bransjen

Figur 8-1 EBIT-Margin

8.2 Omløpet til netto driftskapital

Omløpet til netto driftskapital gir uttrykk for driftsinntekt per krone investert (Knivsfå, 2023, F12, s. 39). Formelen er:

Omløpet til netto driftskapital = driftsinntekter / gjennomsnittlig total kapital

Formell 8-2 Omløpet til netto driftskapital

Omløpet til netto driftskapital	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
Lerøy	84,1 %	73,4 %	73,4 %	69,8 %	66,1 %	71,7 %	74,8 %	72,78 %
MoWi	77,9 %	79,9 %	80,5 %	75,3 %	64,4 %	69,4 %	71,7 %	72,99 %
SalMar	74,2 %	82,2 %	80,8 %	73,9 %	64,6 %	60,1 %	44,5 %	65,41 %
Bransjen	78,7 %	78,5 %	78,2 %	73,0 %	65,0 %	67,1 %	63,6 %	70,39 %

Tabell 8-2 Omløpshastighet til netto driftskapital for Lerøy og komparative selskaper, 2016-2022.

Tabell 8-2 viser at Lerøy har et høyere omløp til netto driftskapital enn bransjen for alle årene, med unntak av 2017-2019. Lerøy har et tidsvektet gjennomsnitt på 72,78 %, som er høyere enn bransjen. Det er positivt og taler for at Lerøy evner å skape driftsinntekter per krone investert, og vil således være et mål på effektivitet. (Knivsflå, 2023, F12, s. 39).

8.3 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
Lerøy	0,1461	0,1929	0,1554	0,1072	0,0742	0,0865	0,0964	0,11
MoWi	0,1649	0,1965	0,1604	0,1447	0,0703	0,1178	0,1540	0,1388
SalMar	0,2490	0,3114	0,2800	0,1982	0,1529	0,1187	0,0936	0,1792
Bransje	0,1721	0,2131	0,1774	0,1431	0,0871	0,1097	0,1225	0,1372

Tabell 8-3 Netto driftsrentabilitet for Lerøy og komparative selskaper, 2016-2022.

Netto driftsrentabilitet forteller i hvilken grad netto driftseiendeler er i stand til å skape avkastning. Fra tabell 8-3 ser man netto driftsrentabilitet for Lerøy i forhold til konkurrenter i perioden 2016-2022. Tabellen viser at Lerøy har svakere netto driftsrentabilitet enn sine konkurrenter og bransjen i hele perioden. Lerøy og bransjen hadde sin svakeste netto driftsrentabilitet i perioden i 2020, på henholdsvis 0,07 for Lerøy og 0,1 for bransjen. Den svakere avkastningen i 2020 kan skyldes pandemien. Tidsvektet gjennomsnitt for Lerøy er 0,11, mens det for bransjen er noe høyere på 0,14.

8.4 Egenkapitalrentabilitet

Vi benytter Knivsflå (2023, F11) sitt rammeverk for å beregne egenkapitalrentabiliteten:

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg + (ndr - mir) * mig$$

Ekr = Egenkapitalrentabilitet, ndr = Netto driftsrentabilitet, nfgr = Netto finansiell gjeldsrente, nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad, mir = Minoritetsrentabilitet, mig = Minoritetsgrad

Formel 8-2 Egenkapitalrentabilitet

Denne dekomponeringen er den beste ettersom den fokuserer på netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2023, F11, s. 14). Videre er oppsplittingen den beste fordi den avgrensner klart mellom drift og finansiering, i henhold til omgrupperingen i kapittel 5 (Knivsflå, 2023, F11).

Resultatene fra egenkapitalrentabiliteten for Lerøy vises i tabell 8-4 nedenfor. Netto finansiell gjeldsrente ble beregnet ved: (netto finanskostnader – netto finansinntekter) dividert på netto finansiell gjeld. Videre ble netto finansiell gjeldsgrad (nfgg) beregnet gjennom netto finansiell gjeld dividert på egenkapital. Så ble minoritetsrentabilitet (mir) beregnet ved netto minoritetsresultat dividert på minoritetsinteresser. Minoritetsgrad ble beregnet som minoritetsinteresser dividert på egenkapital. Egenkapitalrentabiliteten falt kraftig fra 2017 til 2018, og videre i 2019 og 2020. Det har sammenheng med at netto driftsrentabilitet også falt fra 2017 til 2020. Den negative trenden snur etter år 2020, og egenkapitalrentabiliteten opplever en økning i 2021 og 2022, noe som er positivt for Lerøy.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsrentabilitet	0,1461	19,29 %	15,54 %	10,72 %	7,42 %	8,65 %	9,64 %
Netto finansiell gjeldsrente	2,87 %	5,92 %	5,07 %	4,26 %	3,83 %	3,89 %	4,24 %
Netto finansiell gjeldsgrad	0,275	0,157	0,153	0,217	0,255	0,238	0,281
Minoritetsrentabilitet	0,31	(0,00)	0,16	0,01	(0,00)	0,13	0,20
Minoritetsgrad	0,07	0,06	0,06	0,05	0,05	0,06	0,07
Egenkapitalrentabilitet	16,59 %	22,63 %	17,08 %	12,63 %	8,75 %	9,51 %	10,47 %

Tabell 8-4 Egenkapitalrentabilitet

8.5 Strategisk fordel

Strategisk rentabilitetsanalyse er forskjellen mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet. En strategisk fordel er rentabiliteten utover kravet. Differansen ved strategisk rentabilitetsanalyse representerer en strategisk eierfordel.

I Rammverket til Knivflå (2023, F12) er strategisk fordel dekomponert i bransjefordel, ressursfordeler, gearingfordel og finansieringsfordel. Den strategiske fordelen blir ytterligere dekomponert i driftsfordel og finansieringsfordel. I rammeverket dekomponeres driftsfordelen i en strategisk driftsfordel og gearingfordel. Bransjefordel og ressursfordel er en del av den strategiske driftsfordelen. Avslutningsvis dekomponeres ressursfordelen i en omløpsfordel og marginfordel. Dekomponeringen fra Knivflå sitt rammeverk kan vises på følgende måte.

$$SF = BF + RF + GF + FF$$

$$DF = BF + RF + GF$$

$$SDF = BF + RF$$

$$RF = MF + OF$$

SF = Strategisk fordel, BF = bransjefordel, RF = ressursfordel, GF = gearingfordel, FF = finansieringsfordel, DF = Driftsfordel, SDF = Strategisk driftsfordel, MF = Marginfordel, OF = omløpsfordel

Formel 8-3 Strategisk fordel

Strategisk eierfordel er driftsfordel og finansieringsfordel, og vi vil i det følgende ta for oss de ulike delene av den strategiske eierfordelen.

8.5.1 Driftsfordel

Formel til driftsfordel er uttrykt ved:

$$\text{Driftsfordel} = BF + RF + GF$$

Formel 8-4 Driftsfordel

Strategisk fordel drift

Formel til strategisk fordel drift er uttrykt ved:

$$\text{Strategisk fordel drift} = ndr - ndk$$

Formel 8-5 Strategisk fordel drift

I tabell 8-5 ser vi den strategiske driftsfordelen for Lerøy i perioden 2016-2022. Utifra tabellen kan vi se at fra og med 2019 har den strategiske fordel til Lerøy blitt lavere. Dette skyldtes at netto driftsresultat har vært lavere enn de tidligere årene.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsrentabilitet	0,1461	19,29 %	15,54 %	10,72 %	7,42 %	8,65 %	9,64 %
Netto driftskrav	6,17 %	6,45 %	6,62 %	6,31 %	5,78 %	6,28 %	7,36 %
Strategisk fordel drift	0,0844	12,83 %	8,91 %	4,42 %	1,64 %	2,38 %	2,28 %

Tabell 8-5 Strategisk fordel drift for Lerøy, 2016-2022

8.5.1.1 Bransjefordel drift

Formlene for bransjefordel drift er uttrykt ved:

$$\text{Bransjefordel drift} = \text{Netto driftsrentabilitet i bransjen} - \text{netto driftskrav i bransjen}$$

Formel 8-6 Bransjefordel drift

I henhold til Knivsflå vil det i en homogen bransje være et tilnærmet likt netto driftskrav, dette er begrunnet med at driftsrisikoen mellom selskapene i bransjen varierer lite. Ettersom oppdrettsbransjen består av å selge produkter som er vanskelig å differensiere, er bransjen en homogen bransje. Som en følge av at bransjen er homogen har vi valgt å benytte netto driftskravet vi beregnet for Lerøy, som bransjens driftskrav også.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Netto driftsrentabilitet bransje	0,1721	21,31 %	17,74 %	14,31 %	8,71 %	10,97 %	12,25 %	13,72 %
Netto driftskrav bransje	6,17 %	6,45 %	6,62 %	6,31 %	5,78 %	6,28 %	7,36 %	6,47 %
Bransjefordel drift	11,03 %	14,86 %	11,12 %	8,01 %	2,93 %	4,69 %	4,89 %	7,26 %

Tabell 8-6 Bransjefordel drift

8.5.1.2 Ressursfordel drift

Formelen for ressursfordel drift er uttrykt ved:

$$\text{Ressursfordel drift} = \text{netto driftsrentabilitet} - \text{netto driftsrentabilitet til bransjen} + \text{netto driftskrav} - \text{netto driftskrav i bransjen}$$

Formel 8-7 Ressursfordel drift

Ved samme verdi på netto driftskrav vil høyere netto driftsrentabilitet enn bransjegjennomsnittet føre til en skapt ressursfordel for Lerøy. Fra tabell 8-7 ser vi at Lerøy har en negativ ressursfordel. Tabellen viser svingninger i ressursfordel drift i perioden. Tidsvektet gjennomsnitt er - 2,4 %, dermed har Lerøy en ressursulempe i forhold til bransjen. Vi har i VRIO-analysen påpekt at Lerøy har konkurranseparitet sammenlignet med bransjen, men at Lerøy var forventet å ha lavere driftsrentabilitet enn bransjen. Tallene viser at Lerøy har en negativ ressursfordel sammenlignet med bransjen, det er verdt å merke seg at MoWi,

som er verdens største oppdrettsselskap, er inkludert i bransjegjennomsnittet og har gunstige nøkkeltall.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	0,1461	19,29 %	15,54 %	10,72 %	7,42 %	8,65 %	9,64 %	11,33 %
Netto driftsrentabilitet bransje	0,1721	21,31 %	17,74 %	14,31 %	8,71 %	10,97 %	12,25 %	13,72 %
Netto driftskrav	6,17 %	6,45 %	6,62 %	6,31 %	5,78 %	6,28 %	7,36 %	6,47 %
Netto driftskrav bransje	6,17 %	6,45 %	6,62 %	6,31 %	5,78 %	6,28 %	7,36 %	6,47 %
Ressursfordel drift	-2,59 %	-2,02 %	-2,21 %	-3,59 %	-1,29 %	-2,32 %	-2,61 %	-2,40 %

Tabell 8-7 Ressursfordel drift for Lerøy, 2016-2022

En ressursulempe eller -fordel kan dekomponeres i to komponenter for å finne underliggende forklaringer. Faktorene kan inndeles i margin- og omløpsfordel (Knivsfå, 2023, F12).

8.5.1.2.1 Marginfordel

Marginfordel tilsier at selskapet har høyere netto driftsmargin enn bransjen. Marginfordel uttrykker at selskapet har lavere driftskostnad per krone i driftsinntekt i forhold til bransjen (Knivsfå, 2023, F12, s. 30). Således tilsier marginulempe at Lerøy har høyere driftskostnad per krone i driftsinntekt i forhold til bransjen. Ifølge Knivsfå (2023, F12, s. 32) er formelen for marginfordel:

$$\text{Marginalfordel} = (\text{ndm} - \text{ndm}_b) * \text{onde}$$

Hvor:

$\text{ndm} = \text{Netto driftsresultat} / \text{driftsinntekter}$

$\text{ndm bransje} = \text{Netto driftsresultat bransje} / \text{Driftsinntekter bransje}$

$\text{onde} = \text{Driftsinntekter} / \text{Netto driftseiendeler}$

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Marginfordel								
Netto driftsmargin Lerøy	0,143	0,172	0,153	0,112	0,081	0,089	0,096	0,113
- Netto driftsmargin bransje	0,174	0,189	0,180	0,149	0,099	0,121	0,150	0,146
= Uvektet marginfordel	-0,031	-0,017	-0,027	-0,036	-0,017	-0,032	-0,054	-0,033
* Omløpet til netto driftseiendeler	1,020	1,121	1,012	0,954	0,911	0,976	1,003	0,991
= Marginfordel	-0,031	-0,019	-0,027	-0,035	-0,016	-0,031	-0,054	-0,032

Tabell 8-8 Marginfordel

For hele perioden har det vært en marginulempe. Marginulempen kommer av at Netto driftsmargin ikke har vært høyere enn bransjen. Netto driftsmargin er et lønnsomhetsmål, og viser evne til å generere netto driftsresultat per krone i driftsinntekt (Knivsfå, 2023, F12, s. 29). Netto driftsmargin for Lerøy sank fra 2017 til det laveste nivået i 2020, for deretter å stige frem til 2022. Tidsvektet driftsmargin for bransjen i perioden har vært på 14,6%. Det gir en negativ uvektet marginfordel på -3,3%. Omløpet til netto driftseiendeler (onde) har vært stabil i perioden, og ligget mellom 0,9-1,1. Onde er et mål på effektivitet, og viser enhetens evne til å generere driftsinntekt per krone investert i drift (Knivsfå, 2023, F12, s. 29). Hvilket betyr at driftseiendelens evne til å skape driftsinntekter er på et stabilt nivå. Til slutt fremgår det av tabellen ovenfor at Lerøy ender opp med en tidsvektet marginulempe på -3,2%. Marginulempen tilsier at Lerøy er mindre lønnsom enn gjennomsnittsselskapet i bransjen. I det følgende vil vi dekomponere ytterligere for å vinne innsikt om Lerøys negative marginfordel, gjennom en «common size» analyse av resultatregnskapet. Postene vises i prosent av driftsinntekter for å frembringe et sammenligningsgrunnlag (Knivsfå, 2023, F12, s. 36).

Common size analyse	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet	Bransjesnitt	Avvik
Tidsvekt	0,1	0,1	0,1	0,15	0,15	0,2	0,2	1	1	1 Lerøy-Bransjen
Driftsinntekter	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
- Varekostnader	0,59	0,52	0,52	0,55	0,56	0,55	0,54	0,55	0,50	0,04
- Lønn og andre personalkostnader	0,10	0,13	0,13	0,14	0,15	0,15	0,14	0,14	0,13	0,01
- Andre driftskostnader	0,11	0,12	0,13	0,13	0,13	0,14	0,15	0,13	0,14	- 0,01
- Avskrivinger	0,03	0,03	0,03	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05	0,06	- 0,01
= Driftsresultat fra egen virksomhet	0,16	0,20	0,18	0,13	0,10	0,11	0,12	0,13	0,18	- 0,04
- Driftsrelatert skattekostnad	0,04	0,04	0,04	0,03	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	- 0,005
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,13	0,16	0,14	0,10	0,08	0,08	0,09	0,10	0,14	- 0,04

Tabell 8-9 Netto driftsresultat fra egen virksomhet

Analysen viser at de mest sentrale avvikene mellom Lerøy og bransjen vedrører varekostnader, driftsresultat og netto driftsresultat fra egen virksomhet. For kostnadsposten er det positivt for Lerøy å ha en lavere andel enn bransjen, vice versa er det negativt dersom denne er høyere. Vedrørende inntektspostene er det som forventet fra tidligere i analysen at Lerøy har lavere lønnsomhet enn bransjen, vist ved lavere netto driftsmargin, som er netto driftsresultat i forhold til driftsinntekter. Lavere driftsinntekter enn bransjen er med på å forklare hvorfor andel varekostnad er høyere enn bransjen, ettersom forholdstallet blir høyere når varekostnad divideres på et lavere tall sammenlignet med bransjen.

Analysen viser at Lerøys andel varekostnad i forhold til driftsinntekter er 4 % høyere enn bransjen, og utgjør med dette den viktigste negative forskjellen for Lerøy. Lerøy har også

høyere lønnskostnader sett i forhold til bransjen. På den annen side tyder analysen på at Lerøy har lavere andel andre driftskostnader og avskrivninger i forhold til driftsinntekter enn bransjen, som dermed er fordelaktig for Lerøy.

Vedrørende varekostnader har Lerøy en marginulempe sammenlignet med bransjen. Fôrkostnader er den vesentligste innsatsfaktoren med hensyn til produksjon av laks (Mowi, 2022, s. 150). Mowi som er den største aktøren i bransjeutvalget produserer sitt eget fôr (Mowi, 2022, s. 146). Det ville de neppe gjort dersom det ikke bidro til lønnsomheten ved å presse varekostnadene ned. En faktor til marginulempe for varekostnader, i tillegg til at bransjen har bedre lønnsomhet målt i netto driftsmargin, er dermed at Mowi produserer sitt eget fôr. Salmar på sin side har visjonen «passion for salmon» og setter søkelys på å være lav-kost leverandør av oppdrettslaks (Salmar, 2022, s. 18). Den fokuserte tilnærmingen skiller seg fra Lerøy. En forskjell mellom Lerøy og Salmar er Lerøys brede produktportefølje, som også omhandler omfattende virksomhet innen hvitfisk- og skalldyrsegmentet. Når det er nedgang i inntjeningen i villfangst segmentet grunnet lavere fangstvolulum, virker det negativt på Lerøys driftsinntekter (Lerøy, 2023, Q4, s. 2). Dersom driftsinntektene opplever nedgang vil andelen varekostnad i forhold til DI øke. Det er nærliggende at Lerøys brede produktportefølje kan være en større kilde til kostnader, kontra Salmars fokuserte produktportefølje og kostnadsledende visjon. Prisvekst i omtrent alle innsatsfaktorer påvirker kostnadene til Lerøy (Lerøy, 2023, Q4, s. 2). Selv om dette også påvirker bransjen, vil de nevnte faktorene bidra til å forklare Lerøys høye varekostnad i forhold til driftsinntekter. Bransjen oppnår et lavere forholdstall, ettersom både varekostnad og driftsinntekter er høyere enn for Lerøy.

8.5.1.2.2 Omløpsfordel

Omløpsfordelen gir uttrykk for at virksomheten har høyere driftsinntekt per krone investert. Således lavere kapitalbinding per omsatte krone sammenlignet med bransjen (Knivsfå, 2023, F12, s. 30). Formelen er:

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B$$

Hvor:

onde = omløpshastigheten til netto driftseiendeler

onde_B = omløpshastigheten til netto driftseiendeler bransje

ndm_B = netto driftsmargin bransje

Tidsvekt	0,1	0,1	0,1	0,15	0,15	0,2	0,2	Tidsvektet
Omløpsfordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Omløpet til netto driftseiendeler Lerøy	1,020	1,121	1,012	0,954	0,911	0,976	1,003	0,991
- Onde Bransjen	0,990	1,128	0,986	0,961	0,880	0,908	0,817	0,932
= Uvektet omløpsfordel	0,030	-0,007	0,026	-0,007	0,031	0,068	0,186	0,059
* Netto driftsmargin til bransjen	0,174	0,189	0,180	0,149	0,099	0,121	0,150	0,146
= Vektet omløpsfordel	0,005	-0,001	0,005	-0,001	0,003	0,008	0,028	0,008

Tabell 8-10 Vektet omløpsfordel

Tabellen viser at Lerøy har hatt en omløpsfordel gjennom hele perioden, med unntak av i 2017 og 2019. Det indikerer at selskapet evner å generere fortjeneste på netto driftseiendeler i forhold til bransjen, med unntak av i de to nevnte årene. Lerøy har 6 % høyere omløp til netto driftseiendeler enn bransjen. Det kan bety at Lerøy evner å skape mer inntekter enn bransjen per investerte krone. Dog når avviket vektet med bransjens netto driftsmargin fremgår det at tidsvektet omløpsfordel er marginal på 0,8%. Likevel indikerer funnene at Lerøy har vært noe mer effektive i kapitalbruken sammenlignet med bransjen. Vanligvis har virksomheter med høyere marginer stor kapitalbinding, altså lavt onde (Knivsflå, 2023, F12, s. 29). Tabellen indikerer at Lerøy, som har marginulempe, har høyere onde enn bransjen, og dermed lavere kapitalbinding enn bransjen. Det kan tale for lavere rentekostnader, ettersom bundet kapital ikke gir renteinntekter som ubundet kapital gjør (Visma, u.å.). I forrige avsnitt ble det avdekket at Lerøy har en marginalulempe, da kan det forventes at selskapet skal ha en omløpsfordel. Omløpsfordelen utgjorde kun 0,8%, mens marginulempen var -3,2 %. Vi anser marginulempen som den mest sentrale faktoren for ressursulempen av de to, og går ikke ytterligere inn på omløpsfordelen.

8.5.1.2.3 Oppsummering dekomponert ressursulempa

	0,1	0,1	0,1	0,15	0,15	0,2	0,2	
Dekomponert Ressursfordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Marginfordel	-0,031	-0,019	-0,027	-0,035	-0,016	-0,031	-0,054	-0,032
Omløpsfordel	0,005	-0,001	0,005	-0,001	0,003	0,008	0,028	0,008
Ressursfordel	-2,59 %	-2,02 %	-2,21 %	-3,59 %	-1,29 %	-2,32 %	-2,61 %	-2,40 %

Tabell 8-11 Dekomponert ressursfordel

Lerøy har en marginulempa på 3,2% og en omløpsfordel på 0,8%, som danner utgangspunkt for ressursulempen på 2,4%. Etersom omløpsfordelen er marginal, vil ressursulempen kunne forklares gjennom marginulempen. Gjennom “Common size” analyse ble det avdekket at Lerøy har høyere varekostnader relativt til driftsinntekter enn bransjen.

Førkostnader er en sentral del av varekostnadene i oppdrettsbransjen. Dermed har de komparative selskapene fordelaktig styring av kostnader overfor Lerøy; gjennom egenproduksjon av fiskefôr, fokuserte produkter og kostnadslederstrategi, for henholdsvis Mowi og Salmar. Således er førkostnader samt Lerøys brede produktportefølje en kilde til høyere varekostnader relativt til driftsinntekter enn bransjen. I tillegg gir hvitfisk og skalldyr svakere inntjening enn laks og ørret, som tar vekk eventuell fordel med en vid produktbredde.

8.5.1.3 Gearing fordel drift

Den siste driftsfordelen til selskapet er gearingfordel. Gearingfordelen er fordeler selskapet kan oppnå ved å finansiere driften med andre kilder enn egenkapital. (Knivsflå, 2023, F12). Formelen for gearingfordel er uttrykt ved:

$$GF = (\text{netto driftsrentabilitet} - \text{netto driftskrav}) * (\text{netto finansiell gjeldsgrad} + \text{minoritetsgrad})$$

Formel 8-8 Gearingfordel

Fra formelene ser vi at dersom netto driftsrentabilitet er lavere enn netto driftskrav vil gearingfordelen bli negativ. Dette er ikke tilfellet for Lerøy. I samtlige år i analyseperioden har gearingfordelen vært positiv. For eierne betyr dette at det vil være fordel å låne penger som blir brukt i driften i denne perioden. I henhold til Knivsflå vil gearingfordelen bare tolkes

som en skalering av strategisk fordel fra drift, dette er basert på at det er omdiskutert hvorvidt gearingfordelen skaper verdi. (Knivsfå, 2023, F12)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	14,61 %	19,29 %	15,54 %	10,72 %	7,42 %	8,65 %	9,64 %	11,33 %
Netto driftskrav	6,17 %	6,45 %	6,62 %	6,31 %	5,78 %	6,28 %	7,36 %	6,47 %
Netto finansiell gjeldsgrad	0,275	0,16	0,15	0,22	0,25	0,24	0,28	23,29 %
Minoritetsgrad	0,07	0,06	0,06	0,05	0,05	0,06	0,07	6,17 %
Gearingfordel drift	2,95 %	2,84 %	1,90 %	1,20 %	0,51 %	0,71 %	0,79 %	1,33 %

Tabell 8-12 Gearingfordel drift for Lerøy, 2016-2022

8.5.2 Finansieringsfordel

Dersom finansieringen er rimelig vil det for eierne være en fordel at virksomheten benytter finansiell gjeld hvis kravet er større enn lånerenten. (Knivsfå, 2023, F12). I finansieringsfordelen vil det ikke være en fordeling av bransje og ressursfordel. Bakgrunnen for dette er at det er avkastningskravet, og ikke bransjegjennomsnittet som utgjør målestokken i finansieringsanalysen. Som vi ser i formell 8-8 kan finansieringsfordelen oppstå enten ved en fordel knyttet til minoritetsinteresser eller fordel ved netto finansiell gjeld.

$$\text{Finansieringsfordel} = (\text{netto finansielt gjeldskrav} - \text{netto finansiell gjeldsrente}) * \text{netto finansiell gjeldsgrad} + (\text{minoritetskrav} - \text{minoritetsrentabilitet}) * \text{minoritetsgrad}$$

Formel 8-9 Finansieringsfordel

Fra tabell 8-9 ser vi finansieringsfordelen til Lerøy i analyseperioden. I samtlige år i analyseperioden ser vi at netto finansielt gjeldskrav er lavere enn netto finansiell gjeldsrente. I denne perioden vil det ikke være fordel for eierne å benytte seg av netto finansielle gjeld.

For majoritetseierne vil det være fordel å ha minoritetsinteresser dersom minoritetskravet er større enn minoritetsrentabiliteten. Tabellen viser at det fram til år 2020 var fordel å ha minoritetsinteresser. I år 2021 og 2022 vil det medføre en byrde å ha minoritetsinteresser ettersom minoritetsrentabiliteten er høyere enn kravet.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto finansielt gjeldskrav	1,97 %	2,80 %	2,76 %	2,22 %	1,62 %	2,24 %	3,13 %	2,40 %
Netto finansiell gjeldsrente	2,87 %	5,92 %	5,07 %	4,26 %	3,83 %	3,89 %	4,24 %	4,23 %
Netto finansiell gjeldsgrad	0,28	0,16	0,15	0,22	0,25	0,24	0,28	23,29 %
Minoritetskrav	9,11 %	8,87 %	9,06 %	9,05 %	8,69 %	9,06 %	10,35 %	9,25 %
Minoritetsrentabilitet	0,31	0,00 %	16,40 %	1,38 %	-0,47 %	13,21 %	19,83 %	11,53 %
Minoritetsgrad	0,07	0,06	0,06	0,05	0,05	0,06	0,07	6,17 %
Finansieringsfordel	-1,92 %	0,08 %	-0,80 %	-0,03 %	-0,09 %	-0,65 %	-0,95 %	-0,60 %

Tabell 8-13 Finansieringsfordel

8.6 Oppsummering strategisk fordel

Tabell 8-10 viser en oppsummering av funnene i de tidligere delkapitlene. De ulike fordelene i tabellen viser ulike trender fra år til år. Bransjefordelen i oppdrettsnæringen var høy i 2017, men har deretter hatt en nedadgående trend, og i 2022 var den på sitt laveste nivå på 4,89 %. Ressursfordelen hadde en oppadgående trend, men med mindre utsving enn bransjefordelen, og var på sitt høyeste nivå på -1,29 % i 2020. Gearingsfordelen har sunket fra 2016 til 2020 før den igjen hadde en oppadgående trend. Finansieringsfordelen hadde en varierende trend med positive tall i 2017, men har ellers vært negativ. Strategisk fordel har også hatt en nedadgående trend, men med mindre utsving enn bransjefordelen og ressursfordelen, og var på sitt laveste nivå på 2,06 % i 2020. Totalt sett viser tallene at Lerøy ikke har hatt en positiv utvikling når det gjelder de ulike fordelene fra 2016 til 2022. Reduksjonen i den strategiske fordelene kan skyldes Covid-19, og manglende investeringer.

Lønnsomhetsanalysen er i tråd med den strategiske analysen i kapittel 4, herunder at det er en bransjefordel men at Lerøy ikke innehar noen interne ressursfordeler sammenlignet med bransjen. Vi kommer frem til at Lerøy har en strategisk fordel på 5,58%. Den største kilden til Lerøys strategiske fordel kommer fra bransjefordelen.

Myndighetene sørger for forutberegnelighet og bærekraftighet i oppdrettsbransjen, gjennom en gitt konsesjonspolitik. Begrensning i nye konsesjoner fører med seg en restriktiv vekst i tilbudet av oppdrettslaks. Begrenset tilbud i sammenheng med høy etterspørsel leder til høye laksepriser. Høye laksepriser gir utslag i økt lønnsomhet i næringen. Dermed kan høye inngangsbarrierer være med på å forklare den høye bransjefordelen i oppdrettsnæringen på 7,26%. Forventning om innføring av grunnrenteskatt gjør at vi mener Bransjefordelen vil reduseres i fremtiden, det vil fremkomme senere i oppgaven under fremtidsregnskap og fremtidskrav, samt den fundamentale verdivurderingen.

Ressursulempen på 2,4 % er den største faktoren som drar ned Lerøys strategiske fordel til 5,58%. Som nevnt under 8.5.1.2.1 skyldes ressursulempen i hovedsak en marginulempe på -3,2%.

Marginulempen følger av at Lerøy har høyere varekostnader relativt til driftsinntekter som vist under «common size» analysen i tabell 8-9. Ettersom førkostnader er den viktigste varekostnaden, vil marginulempen etter vårt skjønn henføres til denne. En faktor som kan bidra til å forklare Lerøys ulempe knyttet til førkostnader, er mangelen på egenproduksjon. Mowi er den største spilleren i bransjen og produserer sitt eget fôr, som bidrar til at bransjen har en mindre andel varekostnader relativt til driftsinntekter.

En annen faktor som taler for Lerøys høyere andel varekostnad vedrører Salmar. Salmar vil i kraft av sin fokuserte produktportefølje og kostnadsledende strategi oppnå lavere andel varekostnader i forhold til driftsinntekter enn Lerøy. Lerøy på sin side har en bred produktportefølje som inkluderer omfattende villfangst. Segmentet villfangst var preget av svakere inntjening enn forventet. Selv om omsetningen det siste året var rekordhøy, vil det også gjelde de andre aktørene. Lerøys brede produktportefølje medfører høyere kostnader enn Salmars snevre produktportefølje. Oppsummert tilskrives Lerøys høyere andel varekostnader, dyrere førkostnader, og deres produktbredde. Derfor har Lerøy en marginulempe sammenlignet med bransjen.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
Bransjefordel drift	11,03 %	14,86 %	11,12 %	8,01 %	2,93 %	4,69 %	4,89 %	7,26 %
Ressursfordel drift	-2,59 %	-2,02 %	-2,21 %	-3,59 %	-1,29 %	-2,32 %	-2,61 %	-2,40 %
Gearingsfordel drift	2,95 %	2,84 %	1,90 %	1,20 %	0,51 %	0,71 %	0,79 %	1,33 %
Finansieringsfordel	-1,92 %	0,08 %	-0,80 %	-0,03 %	-0,09 %	-0,65 %	-0,95 %	-0,60 %
Strategisk fordel	9,4766971 %	15,75 %	10,02 %	5,59 %	2,06 %	2,44 %	2,12 %	5,58 %

Tabell 8-14 Strategisk fordel dekomponert

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet	16,6 %	22,63 %	17,08 %	12,63 %	8,75 %	9,51 %	10,47 %	12,83 %
Egenkapitalkrav	7,11 %	6,87 %	7,06 %	7,05 %	6,69 %	7,06 %	8,35 %	7,25 %
Strategisk fordel	9,4766971 %	15,75 %	10,02 %	5,59 %	2,06 %	2,44 %	2,12 %	5,58 %

Tabell 8-15 Strategisk fordel

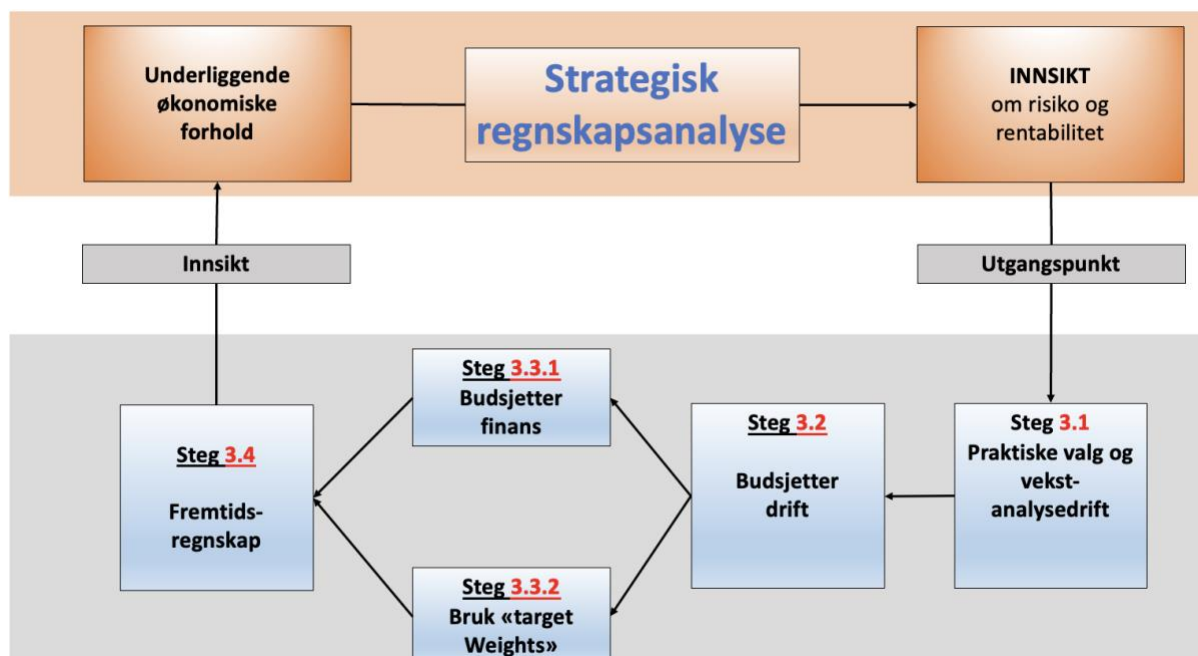
Kapittel 9: Fremtidsregnskap

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Ved utarbeiding av fremtidsregnskapet vil vi benytte oss av Knivsflå sitt rammeverk. (Knivsflå, 2023, F13). Med utgangspunkt i rammeverket er det fire steg for utarbeidelse av fremtidsregnskapet.

- Steg 1: Analyse av vekst
- Steg 2: Valg av budsjett horisont
- Steg 3: Budsjettering fra 1 til T
- Steg 4: Konstant vekst etter T

Ved å analysere historisk vekst gjennom strategisk regnskapsanalyse, kan vi få verdifull innsikt som kan hjelpe oss med å forutsi fremtidig vekst. I første steg foretas en vekstanalyse, med fokus på driftsinntektsvekst. Driftsinntektsvekst er en viktig faktor som bestemmer størrelsen på virksomheten i fremtiden, og kan betraktes som den primære driveren bak budsjettering. (Knivsflå, 2023, F13). Det neste steget vil være å fastsette budsjett horisonten (T), som er det året hvor alle budsjett drivere antas å være konstante. Dette er også kjent som "steady state". I det tredje steget vil de sentrale budsjett driverne bli budsjettert frem mot "steady state", etterfulgt av at en anslått konstant årlig vekst blir gitt i det siste steget. Etter disse fire stegene vil et fremtidsregnskap, som inkluderer resultatregnskap, balanse og kontantstrøm, bli presentert.



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap

9.2 Valg av budsjettthorison T og budsjettpunkter

Valg av budsjettthorison er steg 2 i rammeverk for fremtidsregnskap (Knivsfå, 2023, F13), og omhandler tidsrommet fremtidsregnskapet vil estimeres utover. Ifølge Knivsfå (2023, F13, s. 12) er budsjettthorisonen året T, der framskrivning av budsjettdriverne går fra å variere år for år, til at alle driverne kan forutsettes å være konstante, fryst eller i «steady state». Budsjettperioden beror på hvorvidt selskapet skal avvikles eller er forventet å drive videre. Dersom selskapet skal avvikles er budsjettthorisonen ut forventet levetid, ved fortsatt drift bør det budsjetteres to-tre år inn i «steady state» (Knivsfå, 2023, F13, s. 8). Hvis det forutsettes at selskapet ikke skal avvikles, er spørsmålet hvor lang tid det tar å nå steady state, T. Det beror på om bransjen er i vekst eller om veksten kan sies å være tilnærmet konstant allerede. Desto lengre til T inntreffer, desto videre handlingsrom behøves for budsjettering, ettersom spesielle forhold kan finne sted (Knivsfå, 2023, F13, s. 13).

Budsjettperioden er fra år 2022 til år 2032. Fra og med 2030 antas det at Lerøy er i konstant vekst. Lerøy har ikke et konkret opphørstidspunkt, dermed budsjetteres det to år inn i steady state. Det kan tenkes at veksten til Lerøy i år 0 muligens ikke er så langt unna steady state, siden lønnsomheten er lavere enn bransjegjennomsnittet målt i historisk driftsinntektsvekst nedenfor i kapittel 9.5.1. Likeledes kan økte kostnader i innsatsfaktorer som følge av inflasjon, og eventuell grunnrenteskatt hemme vekstmuligheter. Det kan tale for konstant

vekst, og dermed en kortere budsjettthorisonnt enn det vi har valgt. Dog taler høyere etterspørsels- enn tilbudsvekst for positiv prisutvikling for laks og ørret. I tillegg har det globale markedet for kvalitetssjømat underliggende sterk vekst. Løsninger på biologiske utfordringer i fremtiden kan redusere fiskedødeligheten og dermed gi økt slaktevolum, noe selskapet selv har en forventning om. (Lerøy, 2023, Q4). Samlet sett mener vi at vekstutsiktene er tungtveiende, og potensialet for at noe «spesielt» inntreffer, som innføring av grunnrenteskatt, taler for å velge en lang budsjettthorisonnt på 10 år.

9.3 Valg av detaljnivå

I tillegg til budsjettthorisonnt T må valg av budsjettmodell foretas. Spørsmålet er om budsjettmodellen skal være fokusert eller detaljert. Usikkerhet gjør at det generelt kan være bedre å fokusere på de viktigste budsjettdriverne (Knivsflå, 2023, F13, s. 15). Fokusert budsjettering er mest nærliggende når T er lang. Ved budsjettering bør oppmerksomheten rettes mot de viktigste driverne, således avgrenses antallet budsjettdriverer (Knivsflå, 2023, F13, s. 18). Eksempelvis i stedet for å framskrive alle kostnadene som skal trekkes fra driftsinntekter når alle postene innebærer usikkerhet, framskrives driftsmarginen som sådan. Vi velger å rette søkelys mot utvikling i drift, ettersom det er tungtveiende for verdien av selskapet.

9.4 Valg av framskrivning for budsjettdriverne

«Budsjettering og framskriving er kanskje like mye kunst som vitenskap» (Knivsflå, 2023, F13, s. 35). Frem til år 2022 (år 0) er historisk utvikling til budsjettdriverne utgangspunktet, som vist i det omgrupperte og justerte regnskapet. Ett til tre år frem i tid kan man ha en konkret formening om hva som vil skje med en budsjettdriver, basert på strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2023, F13, s. 36). Det er viktig å være klar over at driftsinntektsveksten maksimalt konvergerer mot langsiktig økonomisk vekst, samt at netto driftsmargin vanligvis konvergerer mot gjennomsnittet i bransjen på bakgrunn av ingen varig marginfordel (Knivsflå, 2023, F13, s. 37). Ifølge Knivsflå (2023, F13, s. 38) bør historisk gjennomsnitt overstyres av innsikt fra strategisk regnskapsanalyse.

Først analyserer vi veksten i verdensøkonomien gjennom realvekst i BNP og inflasjon. Etter å ha budsjettert vekst så gjør vi det samme med driftsinntektene. Vekst er her innsikt fra strategisk regnskapsanalyse, fordi vekst er den viktigste budsjettdriveren ettersom den dimensjonerer størrelsen på virksomheten på driften. (Knivsflå, 2023, F13). Fra år 2023 til år 2026 bruker vi selskapets egne vekstprediksjoner. Selskapets egne vekstutsikter kan likevel overstyres dersom den kvalitative analysen taler for det. På mellomlang (M) og lang sikt (T) foreligger det begrenset informasjon rundt utviklingen til budsjettdriverne til Lerøy. Således fremskrives driverne lineært frem til «steady state».

9.5 Rammeverk for budsjettering

9.5.1 Steg 1: Budsjettere driftsinntekter

Vekstanalyse

Veksten til et selskap kan uttrykkes ved følgende formel:

$$g = g_e + (g_b - g_b) + (g - g_b)$$

Selskapets vekst på kort og mellomlang sikt avhenger av flere faktorer, inkludert den generelle økonomiske veksten og om bransjen er i vekst. Vekstpotensialet kan også være avhengig av interne ressurser som selskapet har tilgjengelig for å støtte vekst. I sum vil veksten til en virksomhet være påvirket av både eksterne faktorer, som økonomisk vekst og bransjens utvikling, samt interne faktorer, som selskapets ressurser og evne til å utnytte muligheter for vekst.

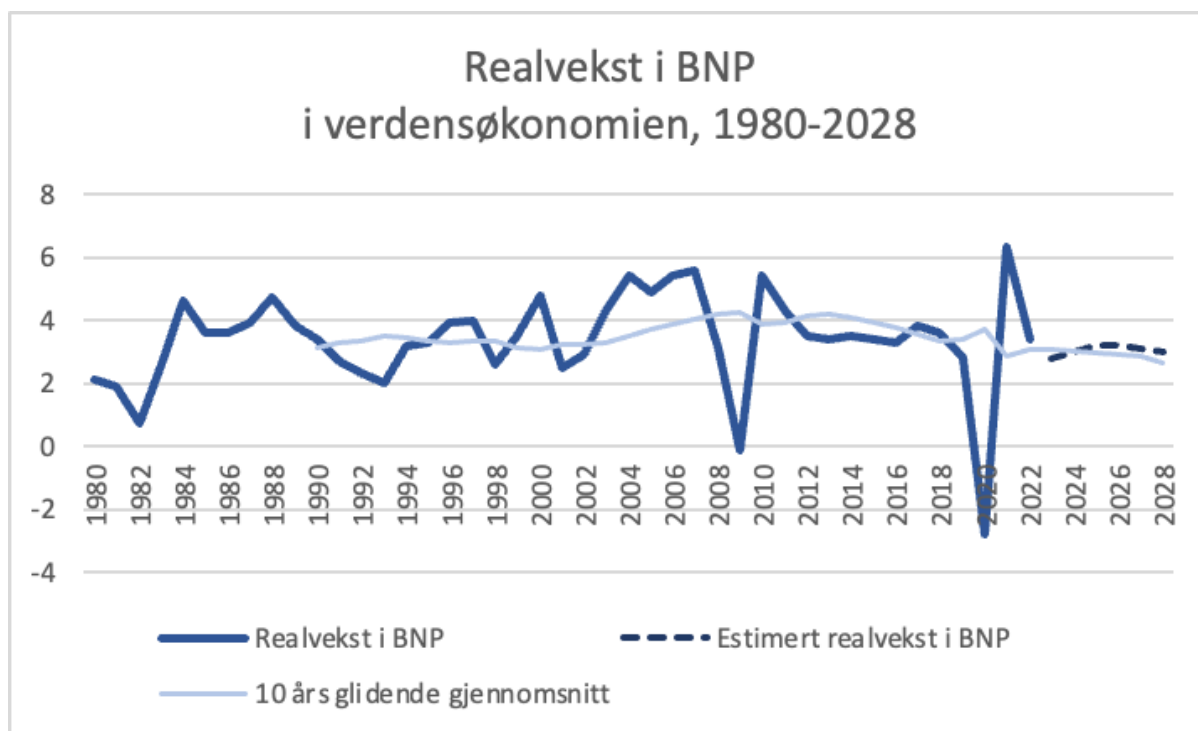
Dersom bransjen opplever vekst, vil virksomheten ha muligheten til å vokse uten å måtte ta markedsandeler fra konkurrenter eller delta i priskrig. (Knivsflå, 2023, F13, s. 56). Dette skyldes at økningen i etterspørselen etter produkter og tjenester i bransjen generelt kan gi virksomheten økt salg og inntekter uten å måtte konkurrere mer aggressivt med andre aktører i markedet. Dersom bransjen ikke opplever vekst, vil vekst for en virksomhet kun være mulig

på bekostning av andre aktører i bransjen. Dette kan føre til en hard konkurranse og potensielt store konsekvenser for selskapene som deltar i denne kampen om markedsandeler. (Knivsflå, 2023, F13). Det kan også føre til at virksomheter må senke prisene sine, noe som kan redusere inntjeningen og marginene i bransjen generelt.

På lang sikt vil veksten i en virksomhet normalt sett være tilbakevendende til gjennomsnittet, også kjent som "mean-reverting". Dette innebærer at ingen virksomheter kan oppleve raskere vekst enn økonomien på lang sikt. Virksomheter som opplever stor vekst i en periode, vil over tid møte redusert vekst, og veksten vil normalt sett tilpasse seg gjennomsnittet i bransjen.

For å estimere en prognose for nominell vekst på lang sikt, tar vi utgangspunkt i prognoser for realvekst og inflasjon i verdensøkonomien. Det er viktig å merke seg at i "steady state" vil virksomhetens vekst ikke kunne være høyere enn forventet realvekst i verdensøkonomien, i tillegg til forventet global inflasjon. (Knivsflå, 2023, F13). Figur 9-2 viser utviklingen i realvekst i BNP i verdensøkonomien i perioden 1980-2028. Årene 2023-2028 er basert på prognoser gjort av International Money Fund (IMF). Tabellen inkluderer også et 10 års glidende gjennomsnitt, og som vi ser så er prognosene og gjennomsnittet relativt like. Basert på dette anser vi at 2,66 % er et rimelig estimat for langsiktig vekst.

IMF har nylig fremlagt prognoser for inflasjonen i verdensøkonomien for årene 2023 til 2028, og disse er illustrert i figur 9-3. Ved å benytte en 10-års glidende gjennomsnittsmetode, kan vi beregne en gjennomsnittlig inflasjonsrate på 3,9% for 2028. Dette anser vi som en pålitelig prognose for inflasjonen i en "steady state" situasjon.



Figur 9-2 Realvekst i BNP i verdensøkonomien

Figur 9-3 Inflasjon i verdensøkonomien

Hvis vi tar i betraktning vår prognose for langsiktig vekst i BNP på 2,66%, sammen med forventning om en langsiktig inflasjonsrate på 3,9%, vil den totale nominelle veksten i

verdensøkonomien være på 6,56%. Med dette som utgangspunkt, vil Lerøy sin langsiktige vekst i "steady state" være mindre eller lik 6,56%.

Prognose for nominell vekst i BNP	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Realvekst i BNP	2,80 %	3,00 %	3,20 %	3,20 %	3,10 %	3,00 %
Inflasjon	7,00 %	4,90 %	3,90 %	3,60 %	3,50 %	3,50 %
Nominell vekst i BNP	9,80 %	7,90 %	7,10 %	6,80 %	6,60 %	6,50 %

Tabell 9-1 Nominell vekst i BNP

Ved budsjettering av driftsinntekter har vi valgt å benytte Knivsflå (2023, F14, s. 8) sin metode. Formelen er uttrykt ved:

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

DI = driftsinntekter, div = driftsinntektsvekst

Figur 9-3 illustrerer historisk vekst i driftsinntekter for Lerøy og bransjen. Vi kan se at Lerøy opplevde en nedgang i sine inntekter i 2020, noe som i stor grad skyldtes den globale pandemien. Imidlertid har selskapet klart å gjenopprette sin inntektsvekst i 2021 og 2022.

Figur 9-4 Historisk driftsinntektsvekst

De to viktigste faktorene som driver driftsinntektene til Lerøy er slaktevolum og lakseprisen. Selskapet opplevde en nedgang på 6 % i slaktevolum fra 187 000 tonn til 175 000 tonn i 2022, hovedsakelig på grunn av en høyere fiskedødelighet sammenlignet med året før. Lerøy har imidlertid iverksatt ulike tiltak for å redusere dødelighet og øke veksthastigheten i fisken for å kunne nå sitt mål om å slakte 205 000 tonn i 2025.

Som nevnt tidligere i oppgaven er lakseprisen volatil, og det vil være vanskelig å predikere hva lakseprisen vil være i årene fremover. Fishpool har prognosert at lakseprisen vil være omtrent 120 kr/kg i 2028, ifølge deres estimer. Dette vil bety at lakseprisen vil forbli relativt stabil i forhold til dagens pris på 117 kr/kg, som indikert i indeksen. Det er viktig å merke seg at lakseprisen er kjent for å være volatil og at det kan være store svingninger i prisen fra år til år.

Forslag om å innføre grunnrenteskatt har ført til økt usikkerhet blant oppdrettsselskapene, og mange av dem har valgt å holde tilbake nye investeringer i påvente av ny lovgivning. Denne usikkerheten rundt endringene i reguleringen har medført at Lerøy Seafood kan stå overfor en periode med lavere vekst enn hva de hadde forventet for 2023.

Basert på diskusjonen over, ser det ut til at Lerøy Seafood vil ha en langsiktig vekst i "steady state" som er mindre eller lik 6,56%, drevet av slaktevolum og laksepris. Selskapet har iverksatt tiltak for å redusere dødeligheten og øke produksjonen, og forventer en økning i slaktevolumet fra 180 000 tonn i 2023 til 205 000 tonn i 2025. Lakseprisen er volatil, men ifølge Fishpool sine estimer vil den forbli relativt stabil i forhold til dagens pris på 117 kr/kg, og forventes å være rundt 120 kr/kg i 2028. Det er imidlertid viktig å merke seg at lakseprisen kan ha store svingninger fra år til år. Samlet sett ser det ut til at Lerøy Seafood har positive utsikter for vekst i de kommende årene, gitt at selskapet fortsetter å implementere tiltak for å øke produksjonen og redusere dødeligheten i fisken. En økning på 2,86 % i slaktevolum og en laksepris tilsvarende dagens nivå, ser vi for oss at det i år 2023 (Budsjettpunkt 1) vil være en moderat vekst i driftsinntekter. Basert på faktorene nevnt over anser vi en driftsinntektsvekst på 3 % i 2023 som et rimelig estimat.

I 2024 (Budsjettpunkt 2) tror vi at veksten vil øke. Dette skyldtes at vi har en tro på at tiltakene for å forbedre produksjon og redusere dødelighet vil forbedre mulighetene for økt

slaktevolum. En nominell vekst i økonomien på 7,9 %, samt en økning i slaktevolum forventer vi en vekst på driftsinntektene i 2024 på 9 %.

Videre forventer vi at driftsinntektsveksten til Lerøy øker i 2026 (budsjettpunkt M). Dette baseres på en økning i slaktevolum på 7,89 % i 2025, og en avtakende vekst i BNP. Vi anser 7,5 % som en rimelig estimat for budsjett punkt 2026. Fra budsjettpunkt M til T er det for langt ut i budsjettperioden, og det foreligger lite informasjon rundt veksten. Veksten vil derfor antas å avta lineært frem til budsjettpunkt T der Lerøy når steady state og konstant vekst på 4 %.

Driftsinntektsvekst for Lerøy Seafood		
Budsjettpunkter	År	Driftsinntektsvekst
Budsjettpunkt 1	2023	3,00 %
Budsjettpunkt 2	2024	9,00 %
Budsjettpunkt M	2026	7,50 %
Budsjettpunkt T	2030	4,00 %

Tabell 9-2 Driftsinntektsvekst for Lerøy Seafood

Punkt	0	1	2	3	4	5	6	7	T	T+1	T+2
År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Driftsinntekt	26 645 877	27 445 253	29 915 326	32 308 552	34 731 694	37 032 668	39 162 047	41 071 197	42 714 044	44 422 606	46 199 510
Vekstfaktor		1,03	1,09	1,08	1,08	1,07	1,06	1,05	1,04	1,04	1,04

Tabell 9-3 Budsjettert driftsinntekt

9.5.2 Steg 2 Budsjettert netto driftseiendeler

Vi har tidligere i omgrupperingen av regnskapet estimert netto driftseiendeler. Ved å benytte netto driftseiendeler og driftsinntekter kan vi estimere omløpshastigheten til netto driftseiendeler.

Omløpshastighet netto driftseiendeler estimeres ved følgende formel:

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

NDE = Netto driftseiendeler, DI = Driftsinntekter, onde = Omløpshastigheten til driftseiendeler

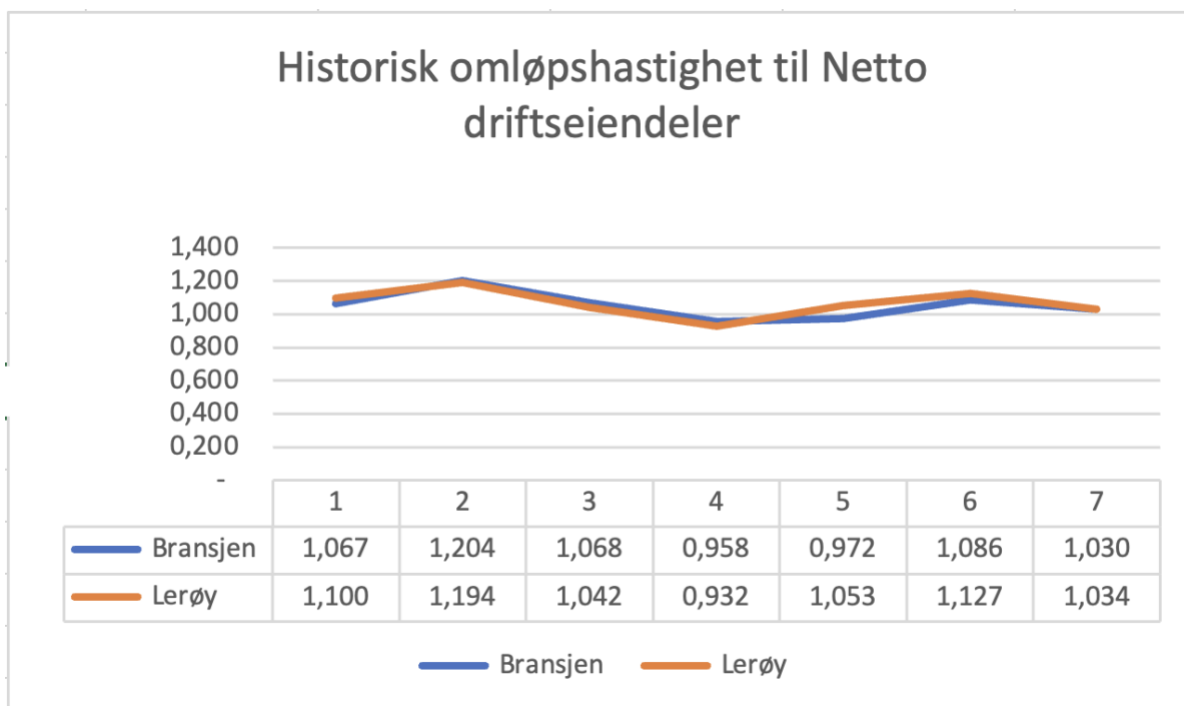
Formelen viser forholdet mellom driftsinntekter og netto driftseiendeler, og gir dermed omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Dette tilsvarer selskapets evne til å generere inntekter med sine netto driftseiendeler. Omløpshastigheten til netto driftseiendeler vil over tid reversere mot bransjen (Knivsflå, 2023). Årsaken til dette er at omløpshastigheten til netto driftseiendeler i bransjen kan anses som representativt for omløpshastigheten i “Steady state”. Et tidsvektet snitt for Lerøy var 0,98, mens for bransjen var dette på 0,95.

Ser vi på historisk omløpshastighet for netto driftseiendeler for Lerøy Seafood og bransjen fra 2016 til 2022, kan vi observere en økning i omløpshastigheten for Lerøy fra 0,66 i 2016 til 1,10 i 2020. I 2021 og 2022 gikk imidlertid Lerøy tilbake til en omløpshastighet på henholdsvis 1,02 og 1,00, som fortsatt er høyere enn de fleste tidligere årene.

Vi ser videre at Lerøy har etter 2017 hatt en høyere omløpshastighet enn bransjen, med unntak av 2021 da det var marginal forskjell.

Samlet sett kan vi se at Lerøy har hatt en positiv utvikling i omløpshastighet for netto driftseiendeler.

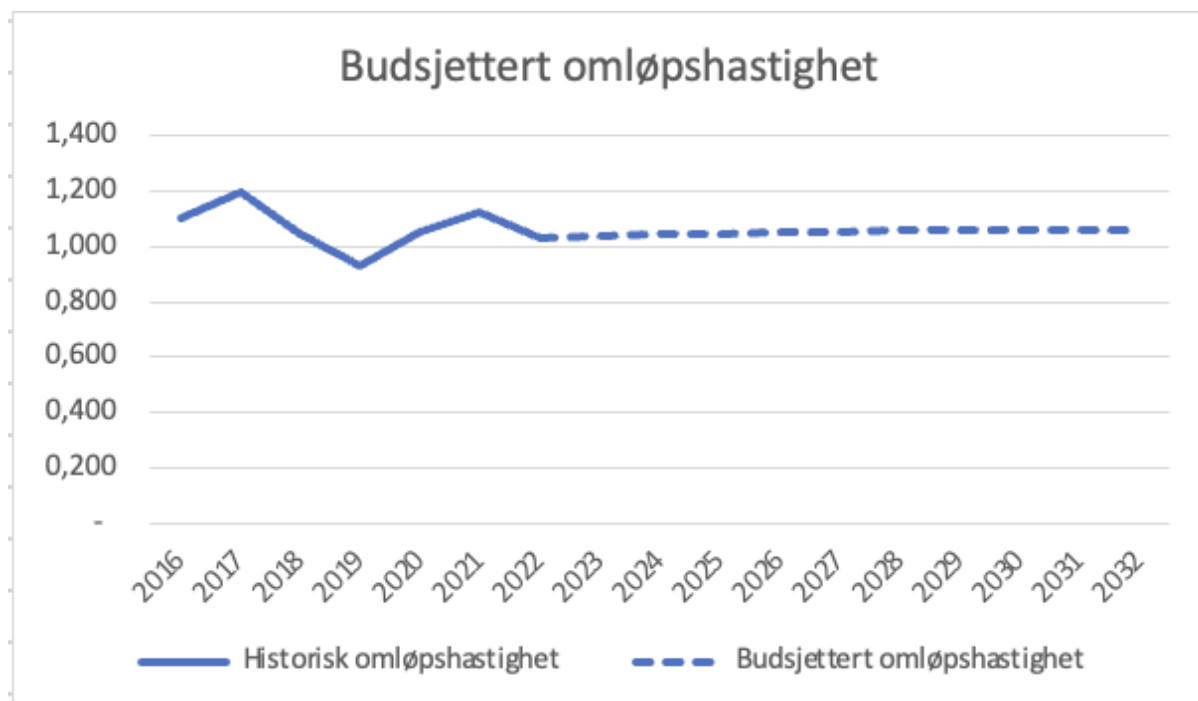
Vi bruker en lineær utvikling for å bestemme omløpshastighetens fremgang, og antar at den vil justere seg mot bransjens gjennomsnitt. Vi har samlet budsjettpunktene for omløpshastigheten i en tabell, og presentert utviklingen i en figur. Netto driftseiendeler er også representert i figur 9-5:



Figur 9-5 Omløpshastighet netto driftseiendeler for Lerøy og bransjen

Budsjettert omløpshastighet netto driftseiendeler		
Budsjettpunkter	År	Omløpshastighet nettodriftseiendeler
Budsjettpunkt 1	2023	1,02
Budsjettpunkt 2	2024	1,01
Budsjettpunkt M	2026	0,99
Budsjettpunkt T	2030	0,95

Tabell 9-4 Budsjettpunkter for budsjettert omløpshastighet netto driftseiendeler



Figur 9-6 Budsjettert omløpshastighet netto driftseiendeler for Lerøy

	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Driftsinntekter T+1	29 915 326	32 308 552	34 731 694	37 032 668	39 162 047	41 071 197	42 714 044	44 422 606	46 199 510	48 047 491
/ Omløpet til netto driftseiendeler	1,040	1,047	1,048	1,051	1,054	1,057	1,060	1,060	1,060	1,060
= Netto driftseiendeler	28 764 737	30 858 965	33 156 748	35 248 227	37 164 457	38 860 978	40 296 268	41 908 119	43 584 444	45 327 822

Tabell 9-5 Budsjettert netto driftseiendeler for Lerøy

9.5.3 Steg 3 Budsjettert netto driftsresultat

De budsjetterte driftsinntektene kan videre benyttes til å budsjettere netto driftsresultat. Netto driftsresultat beregnes ved hjelp av følgende formel:

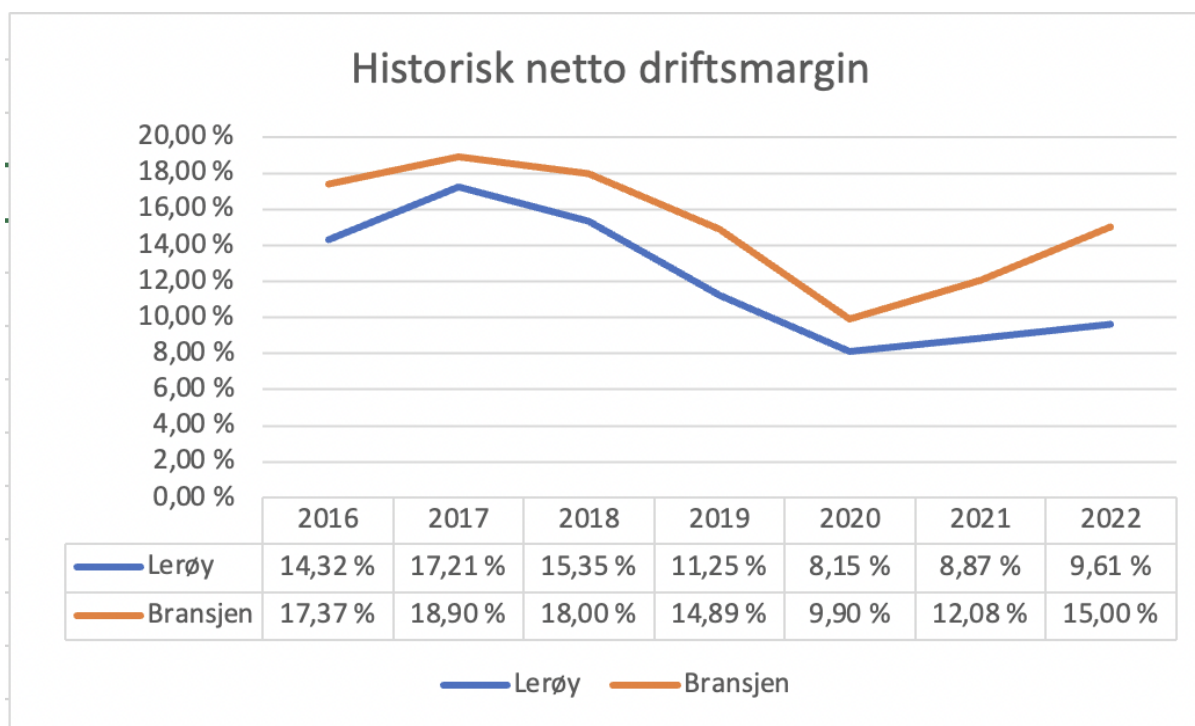
$$NDR = ndm * DI$$

NDR = Netto driftsresultat, ndm = Netto driftsmargin, DI = Driftsinntekt

Formelen for netto driftsmargin er gitt ved:

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

Tidsvektet gjennomsnitt for netto driftsmargin var 11,29 % for Lerøy og 14,56 % for bransjen. Figuren viser at det tidsvektede gjennomsnittet gir en god indikasjon på historisk utvikling for både Lerøy og bransjen. Lerøy ligger generelt litt under bransjen når det gjelder netto driftsmargin, og det er en tydelig korrelasjon mellom Lerøy og bransjen.



Figur 9-7 Historisk netto driftsmargin

Historisk driftsmargin	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Lerøy	14,32 %	17,21 %	15,35 %	11,25 %	8,15 %	8,87 %	9,61 %	11,29 %
Bransjen	17,37 %	18,90 %	18,00 %	14,89 %	9,90 %	12,08 %	15,00 %	14,56 %

Tabell 9-6 Historisk driftsmargin med tidsvektet snitt

Basert på våre analyser, forventer vi at netto driftsmargin vil reduseres i nærmeste periode, og fremover mot budsjettpunkt T vil det være en marginal økning. Nedgangen i driftsmarginen på kort sikt baseres på investeringsstopp som følge av mulig grunnrenteskatt.

I vår budsjetteringsprosess har vi valgt å inkludere *virkingen av grunnrenteskatten* på driftsmarginen, og vi har konkludert med at det vil være en betydelig påvirkning. Selv om driftsinntektene øker, vil den økte skatten på driftsresultatet føre til en lavere driftsmargin,

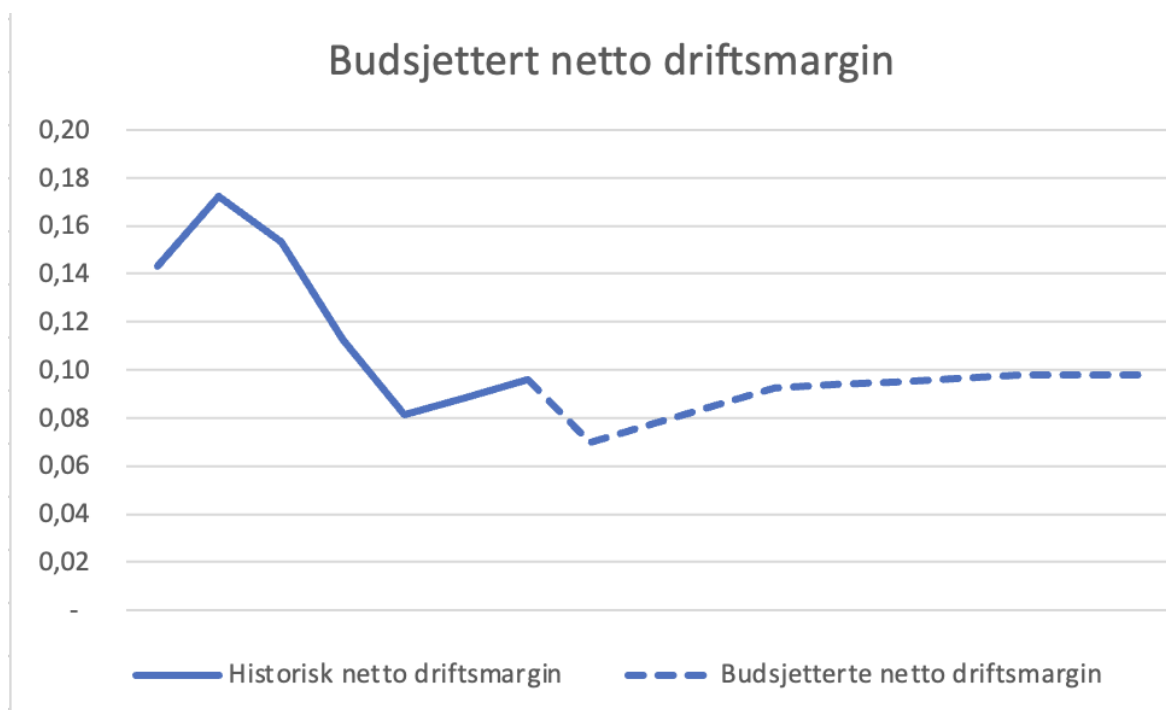
noe som vil ha en direkte innvirkning på den strategiske fordelene til Lerøy. Vi er imidlertid overbevist om at bransjen, inkludert Lerøy, vil tilpasse seg endringene og takle utfordringene som kommer med innføringen av grunnrenteskatten.

Vi forventer at bransjen vil nå en stabil tilstand innen 2030, men vi mener likevel at det gjennomsnittlige driftsmarginnivået for bransjen på 14,56% er for høyt med tanke på innføringen av grunnrenteskatten. Det er vår oppfatning at et estimat på 9,8 % for driftsmarginen i en stabil tilstand er mer realistisk og hensiktsmessig å ta høyde for i vår budsjetteringsprosess.

Det ble konkludert i kapittel 8 at Lerøy hadde en negativ ressursfordel på 2,40% ved et tidsvektet gjennomsnitt. Dette kan indikere at Lerøy ikke har en høyere lønnsomhet enn gjennomsnittet i bransjen. I tillegg ser vi fra figur 9-7 at netto driftsmargin har vært lavere hos Lerøy. Ved å ta disse faktorene i betraktning anser vi det rimelig at Lerøy har en driftsmargin lavere enn bransjegjennomsnittet når selskapet er i “steady state”.

Netto driftsmargin		
Budsjettpunkter	År	Omløpshastighet nettodriftseiendeler
Budsjettpunkt 1	2023	0,070
Budsjettpunkt 2	2024	0,078
Budsjettpunkt M	2026	0,093
Budsjettpunkt T	2030	0,098

Tabell 9-7 Budsjettpunkter netto driftsmargin



Figur 9-8 Budsjettert netto driftsmargin

	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Driftsinntekter	27 445 253	29 915 326	32 308 552	34 731 694	37 032 668	39 162 047	41 071 197	42 714 044	44 422 606	46 199 510
* Netto driftsmargin	0,070	0,078	0,085	0,093	0,094	0,095	0,097	0,098	0,098	0,098
= Netto driftsresultat	1 921 168	2 318 438	2 746 227	3 212 682	3 476 442	3 730 185	3 968 504	4 185 976	4 353 415	4 527 552

Tabell 9-8 Budsjettert netto driftsresultat

9.5.4 Steg 4 Budsjettert netto finansiell gjeld

I trinn 4 av analysen vår vil vi identifisere netto finansiell gjeld, som også er kjent som netto rentebærende gjeld. Netto finansiell gjeld finner vi ved å trekke finansielle eiendeler fra finansiell gjeld. Formelen for å finne netto finansielle gjeld er uttrykt ved.

$$NFG = FG - FE$$

NFG = Netto finansiell gjeld, nfgd = Netto finansiell gjeldsdel, NDE = Netto driftseiendeler

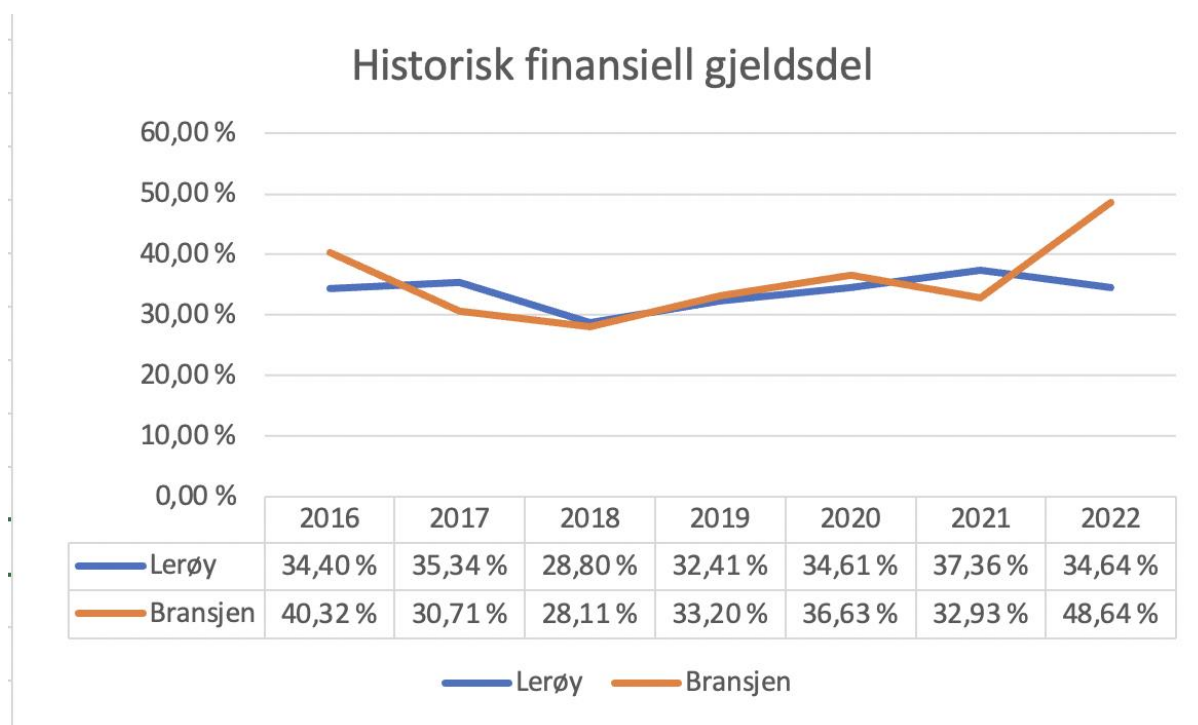
Finansiell gjeldsdel

Vi bruker formelen under for å beregne nåværende finansiell gjeld som grunnlag for å budsjettere fremtidig finansiell gjeld. Formel for finansiell gjeld er:

$$FG = fgd * NDE$$

FG = Finansiell gjeld, fgd = finansiell gjeldsdel, NDE = Netto driftseiendeler

I løpet av analysen har det blitt avdekket at Lerøy har hatt en gjennomsnittlig finansiell gjeldsandel på 34,31% i analyseperioden, som er noe lavere enn bransjegjennomsnittet på 36,7%. Dette indikerer at Lerøy er litt mindre avhengig av gjeldsfinansiering sammenlignet med bransjegjennomsnittet. Ifølge Knivsflå (2023, F14) vil typisk et børsnotert selskap ha en finansiell gjeldsandel på rundt 50%, men på grunn av den kapitalintensive naturen til oppdrettsbransjen, forventes gjeldsandelene å være noe lavere enn dette.

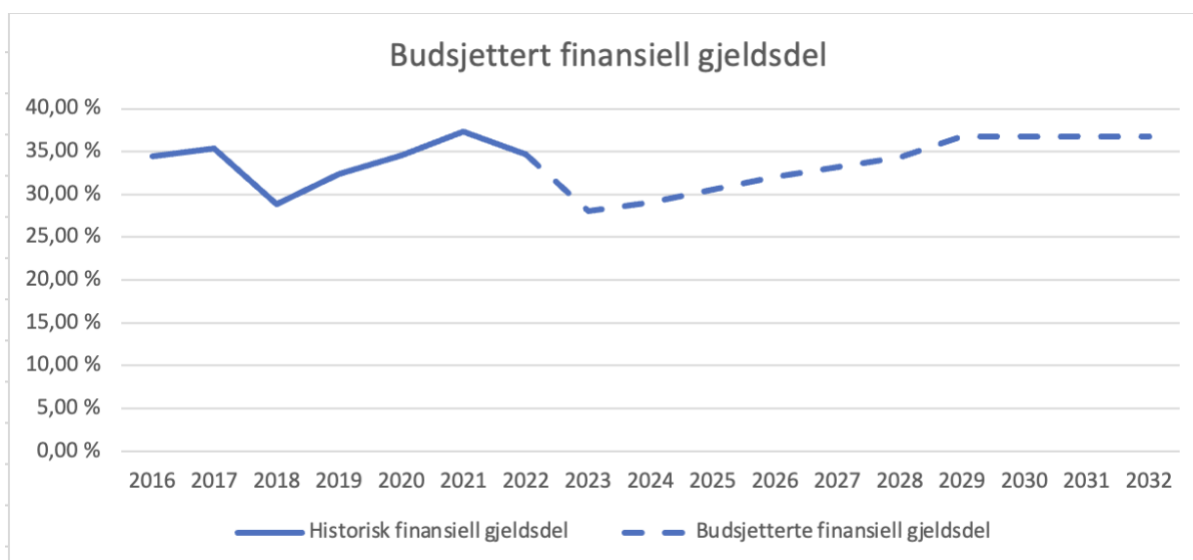


Figur 9-9 Historisk finansiell gjeldsdel

Det har tidligere blitt diskutert at Lerøy har trukket investeringer i påvente av grunnrenteskatten. På bakgrunn av dette velger vi å tro at det gjeldsdelen vil være redusert de første årene, men at de i steady state vil bevege seg mot bransjegjennomsnittet.

Finansiell gjeldsdel for Lerøy		
Budsjettpunkter	År	Finansiell gjeldsdel
Budsjettpunkt 1	2023	28,0 %
Budsjettpunkt 2	2024	29,0 %
Budsjettpunkt M	2026	32,0 %
Budsjettpunkt T	2030	36,7 %

Tabell 9-9 Budsjettpunkter finansiell gjeldsdel



Figur 9-10 Budsjettert finansiell gjeldsdel

	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Netto driftseiendeler	28 764 737	30 858 965	33 156 748	35 248 227	37 164 457	38 860 978	40 296 268	41 908 119	43 584 444	45 327 822
+ Finansiell gjeldsdel	0,280	0,290	0,305	0,320	0,332	0,344	0,367	0,367	0,367	0,367
= Finansiell gjeld	8 054 126	8 949 100	10 112 808	11 279 433	12 329 309	13 348 746	14 788 730	15 380 280	15 995 491	16 635 311

Tabell 9-10 Budsjettert finansiell gjeld

Finansielle eiendeler

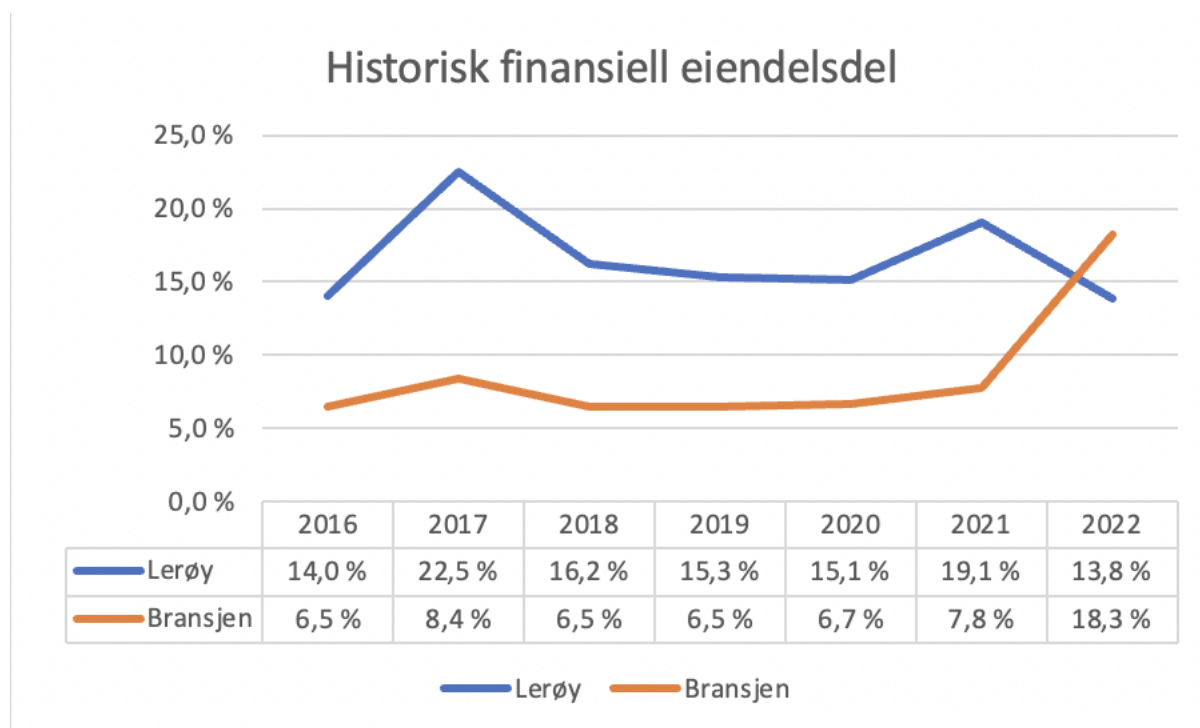
Formelen under blir benyttet for å budsjettere finansielle eiendeler:

$$FE = fed * NDE$$

FE = Finansielle eiendeler, fed = Finansiell eiendelsdel, NDE = Netto driftseiendeler

I analyseperioden har et tidsvektet gjennomsnitt på 16,4 %, mot bransjens på 9,3 %. Fra figur 9-11 ser vi at Lerøy har, med unntak av 2022, hatt en betydelig høyere finansiell eiendelsdel enn bransjen, noe det tidsvektet gjennomsnittet viser. Dette skyldes blant annet økningen i

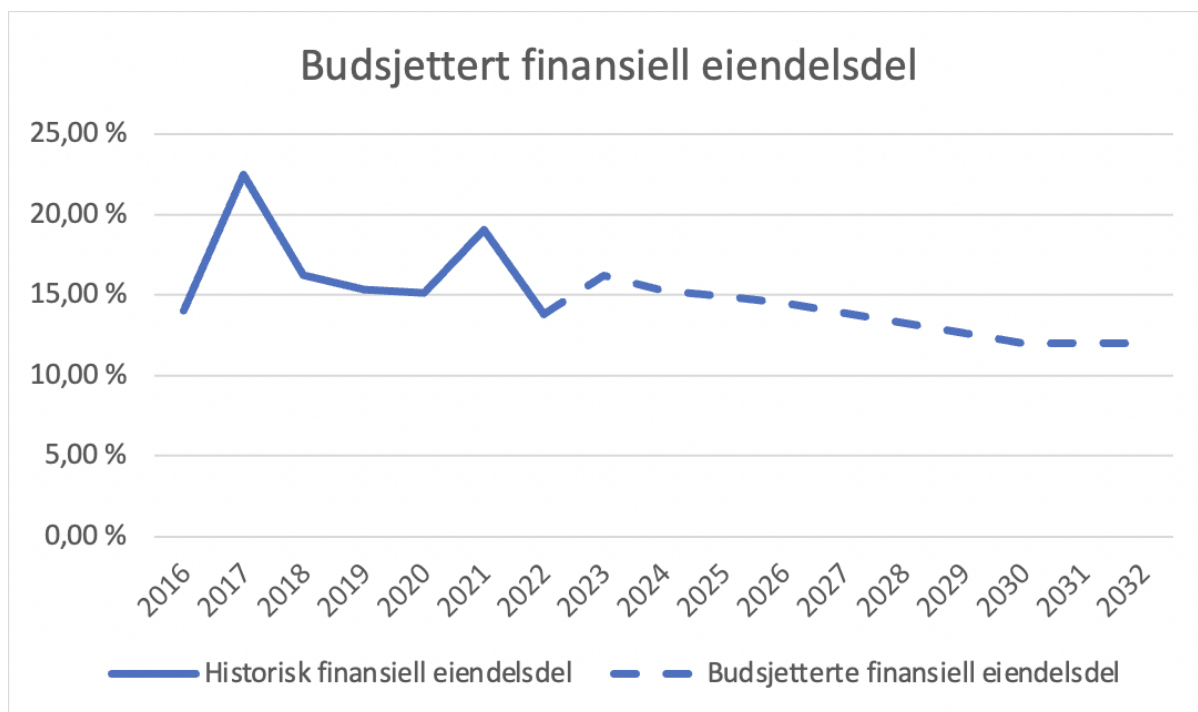
kontanter og kontantekvivalenter. Lerøy bruker kontanter og kontantekvivalenter som en buffer for å håndtere eventuell likviditetsrisiko og for å ha økt fleksibilitet i forhold til valg av vekststrategier og utbyttepolitikk. (Lerøy, 2023) Vi legger til grunn at Lerøy vil bevege seg mot bransje gjennomsnittet, men med historiske forskjeller, og Lerøy sin hensikt bak kontanter og andre kontantekvivalenter anser vi 12 % som en rimelig prognose på finansiell eiendelsdel i “steady state”.



Figur 9-11 Historisk finansiell eiendelsdel

Finansiell eiendelsdel		
Budsjettpunkter	År	Finansiell eiendelsdel
Budsjettpunkt 1	2023	0,162
Budsjettpunkt 2	2024	0,153
Budsjettpunkt M	2026	0,145
Budsjettpunkt T	2030	0,120

Tabell 9-11 Budsjettpunkter finansiell eiendelsdel



Figur 9-12 Budsjettert finansiell eiendelsdel

Netto driftseiendeler	28 764 737	30 858 965	33 156 748	35 248 227	37 164 457	38 860 978	40 296 268	41 908 119	43 584 444	45 327 822
+ Finansiell eiendelsdel	0,162	0,153	0,149	0,145	0,139	0,133	0,126	0,120	0,120	0,120
= Finansielle eiendeler	4 659 887	4 721 422	4 940 355	5 110 993	5 156 568	5 149 080	5 087 404	5 028 974	5 230 133	5 439 339

Tabell 9-12 Budsjetterte finansielle eiendeler

Netto finansiell gjeld

	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Netto driftseiendeler	28 764 737	30 858 965	33 156 748	35 248 227	37 164 457	38 860 978	40 296 268	41 908 119	43 584 444	45 327 822
+ Finansiell gjeldsdel	0,280	0,290	0,305	0,320	0,332	0,344	0,367	0,367	0,367	0,367
= Finansiell gjeld	8 054 126	8 949 100	10 112 808	11 279 433	12 329 309	13 348 746	14 788 730	15 380 280	15 995 491	16 635 311
Netto driftseiendeler	28 764 737	30 858 965	33 156 748	35 248 227	37 164 457	38 860 978	40 296 268	41 908 119	43 584 444	45 327 822
+ Finansiell eiendelsdel	0,162	0,153	0,149	0,145	0,139	0,133	0,126	0,120	0,120	0,120
= Finansielle eiendeler	4 659 887	4 721 422	4 940 355	5 110 993	5 156 568	5 149 080	5 087 404	5 028 974	5 230 133	5 439 339
Netto finansiell gjeld	3 394 239	4 227 678	5 172 453	6 168 440	7 172 740	8 199 666	9 701 327	10 351 305	10 765 358	11 195 972

Tabell 9-13 Netto finansiell gjeld

9.5.5 Steg 5 Budsjetterte netto finanskostnader

I dette steget vil vi splitte opp netto finansinntekt og netto finanskostnad for å budsjettere netto finanskostnader. Formelen for netto finanskostnader kan uttrykkes ved:

$$NFK_t = NRK_t - NFI_t$$

NFK = Netto finanskostnad, NRK = Netto rentekostnad, NFI = Netto finansinntekt

Netto rentekostnad

Formel vi benytter for netto rentekostnader:

$$NRK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

NRK = Netto rentekostnad, fgr = Finansiell gjeldsrente, FG = Finansiell gjeld

Finansiell gjeld ble utarbeidet i forrige steg, og vil videre benyttes her. Videre forutsetter vi at det finansielle gjeldskravet vi fant i kapittel 10 er lik finansiell gjeldsrente. I henhold til Knivsfå (2023, F14) er det en vanlig forutsetning at disse er lik. Tabell 9-12 viser budsjetterte netto rentekostnader.

	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Finansiell gjeld T-1	9 199 157	8 054 126	8 949 100	10 112 808	11 279 433	12 329 309	13 348 746	14 788 730	15 380 280	15 995 491
* Finansiell gjeldsrente/krav T	0,031	0,032	0,032	0,032	0,033	0,033	0,034	0,034	0,034	0,034
= Netto finanskostnad	287 014	254 510	286 371	327 655	369 965	409 333	448 518	502 817	522 930	543 847

Tabell 9-14 Budsjettert netto finanskostnad

Netto finansinntekt

Netto finansinntekt er uttrykt ved:

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

NFI = Netto finansinntekt, fer = Finansiell eiendelsrentabilitet, FE = Finansielle eiendeler

I steg 4 ovenfor ble finansielle eiendeler beregnet, og ifølge Knivsfå (2023, F14) er det vanlig å forutsette at finansiell eiendelsrentabilitet er lik finansielt eiendelskrav som vi skal beregne i kapittel 10. Det betyr at det eneste ukjente i formelen for netto finansinntekter er finansiell eiendelsrentabilitet.

	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Finansielle eiendeler T-1	3 668 517	4 659 887	4 721 422	4 940 355	5 110 993	5 156 568	5 149 080	4 835 552	5 028 974	5 230 133
* Finansiell eiendelsrentabilitet	0,02335	0,02371	0,02408	0,02444	0,02480	0,02516	0,02588	0,02588	0,02588	0,02588
= Netto finansinntekt	85 674	110 507	113 670	120 722	126 735	129 726	133 252	125 138	130 143	135 349

Tabell 9-15 Budsjettert netto finansinntekt

Netto resultat

Ved å benytte beregnet netto finansinntekter og rentekostnader kan vi videre beregne netto finanskostnad. Resultatene er presentert i tabell

	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Netto finanskostnad	287 014	254 510	286 371	327 655	369 965	409 333	448 518	502 817	522 930	543 847
- Netto finansinntekt	85 674	110 507	113 670	120 722	126 735	129 726	133 252	125 138	130 143	135 349
= Netto finansresultat	201 340	144 003	172 702	206 933	243 230	279 608	315 266	377 679	392 786	408 498

Tabell 9-16 Netto finansresultat

9.5.6 Steg 6 Minoritetsinteresser

Utviklingen i minoritetsinteresser estimeres ved å benytte Lerøy sin fremskrevne forventede netto driftseiendeler og forventede minoritetsinteressedel. Uttrykt i formel under. I tråd med Knivsflå har vi valgt å benytte bransjesnittet som et passende mål på langsiktig minoritetsdel. Vi anser 6,17 % som et rimelig estimat på minoritetsinteressedelen i steady state, og utviklingen er lineær over budsjettperioden.

$$\text{Minoritetsinteresser}_t = \text{Minoritetsinteressedel}_t * \text{Netto driftseiendeler}_t$$

	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Netto driftseiendeler	28 764 737	30 858 965	33 156 748	35 248 227	37 164 457	38 860 978	40 296 268	41 908 119	43 584 444	45 327 822
* Minoritetsdel	0,066	0,066	0,065	0,064	0,064	0,063	0,062	0,062	0,062	0,062
= Minoritetsinteresser	1 905 109	2 023 758	2 152 903	2 265 799	2 364 826	2 447 525	2 485 551	2 584 973	2 688 372	2 795 906

Tabell 9-17 Budsjettert minoritetsinteresser

Minoritetsresultat

Vi bygger på Knivsflås antagelse om at minoritetsrentabiliteten vil være lik minoritetskravet pluss en strategisk fordel på 3% når vi budsjetterer for minoritetsrentabiliteten i steady state. Vi har beregnet det fremtidige minoritetskravet tidligere og antar at minoritetsrentabiliteten vil utvikle seg jevnt gjennom budsjetteringsperioden.

$$\text{Netto minoritetsresultat}_t = \text{Minoritetsrentabilitet}_t * \text{Minoritetsinteresser}_{t-1}$$

	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Minoritetsinteresser t-1	1 317 932	1 905 109	2 023 758	2 152 903	2 265 799	2 364 826	2 447 525	2 485 551	2 584 973	2 688 372
* Minoritetsrentabilitet	0,098	0,099	0,101	0,103	0,104	0,106	0,107	0,109	0,109	0,109
= Netto minoritetsresultat T	129 007	189 337	204 260	220 740	235 917	250 116	263 031	271 506	282 366	293 661

Tabell 9-18 Budsjettert netto minoritetsresultat

9.6 Presentasjon av fremtidsregnskap

I dette kapitlet vil fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm for Lerøy i perioden 2023-2032 presenteres.

Fremtidsregnskap	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Driftsinntekter	27 445 253	29 915 326	32 308 552	34 731 694	37 032 668	39 162 047	41 071 197	42 714 044	44 422 606	46 199 510
Netto driftsresultat	1 921 168	2 318 438	2 746 227	3 212 682	3 476 442	3 730 185	3 968 504	4 185 976	4 353 415	4 527 552
+ Netto finansinntekt	85 674	111 967	118 940	124 892	127 866	129 537	129 820	130 143	135 349	140 763
= Netto resultat til sysselsatt kapital	2 006 842	2 430 404	2 865 167	3 337 574	3 604 307	3 859 722	4 098 325	4 316 120	4 488 764	4 668 315
- Netto finanskostnad	287 014	254 510	286 371	327 655	369 965	409 333	448 518	502 817	522 930	543 847
- Netto minoritetsresultat	129 007	189 337	204 260	220 740	235 917	250 116	263 031	271 506	282 366	293 661
= Nettoresultat til egenkapital	1 590 821	1 986 557	2 374 536	2 789 179	2 998 425	3 200 273	3 386 776	3 541 797	3 683 469	3 830 808
+ Unormalt nettoresultat til Egenkapital										
= Fullstendig nettoresultat	1 590 821	1 986 557	2 374 536	2 789 179	2 998 425	3 200 273	3 386 776	3 541 797	3 683 469	3 830 808
- Netto utbetalt utbytte	(2 168 807)	844 417	1 150 672	1 806 584	2 185 522	2 613 377	3 491 172	2 679 347	2 524 595	2 625 579
= Endring i EK	3 759 628	1 142 140	1 223 864	982 595	812 903	586 896	(104 396)	862 450	1 158 874	1 205 229
Kontroll UB - IB	3 759 628	1 142 140	1 223 864	982 595	812 903	586 896	(104 396)	862 450	1 158 874	1 205 229

Tabell 9-19 Budsjettert fremtidsregnskap for Lerøy i perioden 2023-2032

Fremtidsbalanse	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Netto driftseiendeler	28 764 737	30 858 965	33 156 748	35 248 227	37 164 457	38 860 978	40 296 268	41 908 119	43 584 444	45 327 822
+ Finansielle eiendeler	4 659 887	4 721 422	4 940 355	5 110 993	5 156 568	5 149 080	5 087 404	5 028 974	5 230 133	5 439 339
= Sysselsatte eiendeler	33 424 624	35 580 387	38 097 104	40 359 220	42 321 026	44 010 058	45 383 672	46 937 093	48 814 577	50 767 160
Egenkapital	23 465 389	24 607 529	25 831 393	26 813 988	27 626 891	28 213 787	28 109 391	28 971 841	30 130 715	31 335 943
+ Minoritetsinteresser	1 905 109	2 023 758	2 152 903	2 265 799	2 364 826	2 447 525	2 485 551	2 584 973	2 688 372	2 795 906
+ Finansiell gjeld	8 054 126	8 949 100	10 112 808	11 279 433	12 329 309	13 348 746	14 788 730	15 380 280	15 995 491	16 635 311
= Sysselsatt kapital	33 424 624	35 580 387	38 097 104	40 359 220	42 321 026	44 010 058	45 383 672	46 937 093	48 814 577	50 767 160

Tabell 9-20 Budsjettert sysselsatt kapital for Lerøy i perioden 2023-2032

Fremtidsbalanse	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Netto driftskapital	28 764 737	30 858 965	33 156 748	35 248 227	37 164 457	38 860 978	40 296 268	41 908 119	43 584 444	45 327 822
Egenkapital	23 465 389	24 607 529	25 831 393	26 813 988	27 626 891	28 213 787	28 109 391	28 971 841	30 130 715	31 335 943
+ Minoritetsinteresser	1 905 109	2 023 758	2 152 903	2 265 799	2 364 826	2 447 525	2 485 551	2 584 973	2 688 372	2 795 906
+ Netto finansiell gjeld	3 394 239	4 227 678	5 172 453	6 168 440	7 172 740	8 199 666	9 701 327	10 351 305	10 765 358	11 195 972
= Netto driftskapital	28 764 737	30 858 965	33 156 748	35 248 227	37 164 457	38 860 978	40 296 268	41 908 119	43 584 444	45 327 822

Tabell 9-21 Budsjettert netto driftskapital for Lerøy i perioden 2023-2032

Fri kontantstrøm	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Netto driftsresultat	1 921 168	2 318 438	2 746 227	3 212 682	3 476 442	3 730 185	3 968 504	4 185 976	4 353 415	4 527 552
+ Unormalt netto driftsresultat										
- Endring i netto driftseiendeler	2 210 403	2 094 228	2 297 783	2 091 479	1 916 230	1 696 521	1 435 290	1 611 851	1 676 325	1 743 378
= Fri kontantstrøm fra drift	(289 235)	224 209	448 444	1 121 203	1 560 211	2 033 664	2 533 214	2 574 126	2 677 091	2 784 174
+ Netto finansinntekt	85 674	110 507	113 670	120 722	126 735	129 726	133 252	125 138	130 143	135 349
+ Unormal netto finansinntekt										
- Endring i finansielle eiendeler	991 371	61 534	218 934	170 637	45 576	(7 489)	(313 527)	193 422	201 159	209 205
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	(1 194 932)	273 182	343 180	1 071 288	1 641 371	2 170 878	2 979 993	2 505 841	2 606 075	2 710 318
- Netto finanskostnad	287 014	254 510	286 371	327 655	369 965	409 333	448 518	502 817	522 930	543 847
- Unormal netto finanskostnad										
+ Endring i finansiell gjeld	(1 145 031)	894 974	1 163 708	1 166 624	1 049 876	1 019 437	1 439 984	591 549	615 211	639 820
- Netto minoritetsresultat	129 007	189 337	204 260	220 740	235 917	250 116	263 031	271 506	282 366	293 661
- Unormalt netto minoritetsresultat										
+ Endring i minoritetsinteresser	587 177	118 649	129 144	112 897	99 027	82 699	38 025	99 422	103 399	107 535
= Fri kontantstrøm til egenkapital	(2 168 807)	842 957	1 145 401	1 802 414	2 184 392	2 613 565	3 746 454	2 422 490	2 519 390	2 620 165

Tabell 9-22 Budsjettert fri kontantstrøm for Lerøy i perioden 2023-2032

Kapittel 10: Fremtidskrav og strategisk fordel

10.1 Krav til egenkapital og minoritetskrav

I dette kapitlet vil vi fokusere på å budsjettere egenkapital- og minoritetskrav for Lerøy, ved hjelp av samme teori som vi brukte i kapittel 7. For å gjøre dette vil vi beregne risikofri rente, markedspremie, illikviditetspremie og egenkapitalbeta, som er nødvendige variabler for å utføre budsjetteringen. Til slutt vil vi bruke disse variablene til å beregne egenkapital- og minoritetskrav for Lerøy.

10.1.1 Estimat av risikofri rente

Det ble redegjort for risikofri rente i kapittel 7.2.1. Skattesatsen har blitt redusert siden 2016, men vedvart på 22 % siden 2019. Vi forutsetter skattesats på 22% for budsjettperioden.

Figur 10-1: 10-årig statsobligasjon (Norges bank, 2022).

Gjennomsnittlig rente på tiårige statsobligasjoner de siste to tiårene (2002-2022), har vært på 3,2% i perioden. Vi antar at den risikofrie renten vil fortsette å stige jevnt i budsjettperioden.

En rente før skatt på 3,2% i steady state er ikke urimelig, dersom det antas at rentenivået vil normaliseres på gjennomsnittsnivået. Risikofri rente etter skatt i normalisert periode ligger på 2,5%.

Budsjettpunkt	0	1	2	M				T	T+1	T+2	
År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Rente tiårige statsobligasjoner (est.)	2,80 %	2,85 %	2,90 %	2,95 %	3,00 %	3,05 %	3,10 %	3,15 %	3,20 %	3,20 %	3,20 %
- Skatt	0,62 %	0,63 %	0,64 %	0,65 %	0,66 %	0,67 %	0,68 %	0,69 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %
= Risikofri rente etter skatt	2,18 %	2,22 %	2,26 %	2,30 %	2,34 %	2,38 %	2,42 %	2,46 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %

Tabell 10-1 Risikofri rente etter skatt

10.1.2 Egenkapitalbeta

I kapittel 7 viste vi formelen for årlig egenkapitalbeta. I likhet med kapittel 7 forutsettes det at netto driftsbeta holdes konstant gjennom perioden. Utgangspunktet for dette er Miller-Modiglianis antakelse om at verdien av selskapet ikke avhenger av finansieringen (Knivsflå, 2023, F10, s. 69). Årlig egenkapital er vist i tabell under.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Egenkapitalbeta	1,0125	1,0345	1,0574	1,0814	1,1052	1,1301	1,1561	1,1833	1,1833	1,1833
Egenkapitalvekt	0,8158	0,7974	0,7791	0,7607	0,7434	0,7260	0,6913	0,6913	0,6913	0,6913
Egenkapitalbeta	1,0125	1,0345	1,0574	1,0814	1,1052	1,1301	1,1561	1,1833	1,1833	1,1833
Minoritetsvekt	0,0662	0,0656	0,0649	0,0643	0,0636	0,0630	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617
Netto finansielle gjeldsbeta	0,0235	0,0223	0,0216	0,0210	0,0205	0,0200	0,0190	0,0192	0,0192	0,0192
Netto finansiell gjeldsvekt	0,1180	0,1370	0,1560	0,1750	0,1930	0,2110	0,2470	0,2470	0,2470	0,2470
Netto driftsbeta	0,8958	0,8958	0,8958	0,8958	0,8958	0,8958	0,8958	0,8958	0,8958	0,8958

Tabell 10-2 Netto driftsbeta

10.1.3 Markedets Risikopremie

Ifølge Knivsflå (2023, F15) vil markedsrisikopremien etter skatt forbli konstant fremover i tid. Den rimeligste forventningen til fremtidig markedsrisikopremie er dagens nivå (Knivsflå, 2023, F15, s. 42). I vår analyse vil vi bruke en markedsrisikopremie på 5% etter skatt, som vi fant i kapittel 7.

10.1.4 Ekstra illikviditetspremie

Vi har funnet en illikviditetspremie på 0,5% for majoriteten og 2,5% for minoriteten i kapittel 7.3.4. Vi vil bruke de samme estimatene videre i vår analyse.

10.1.5 Estimert egenkapitalkrav

I perioden 2023-2032 har vi beregnet egenkapitalkravet ved hjelp av kapitalverdimodellen, og resultatene er presentert i tabell 10-3. Videre har vi også beregnet minoritetskravet basert på disse tallene.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Risikofri rente etter skatt	0,0222	0,0226	0,0230	0,0234	0,0238	0,0242	0,0246	0,0250	0,0250	0,0250
Justert egenkapitalbeta	1,0126	1,0346	1,0575	1,0815	1,1052	1,1301	1,1835	1,1835	1,1835	1,1835
Markeds risikopremie	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500
Egenkapitalkrav CAPM	0,0728	0,0743	0,0759	0,0775	0,0791	0,0807	0,0838	0,0842	0,0842	0,0842
Illikviditetskrav	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050
Egenkapitalkrav	7,78 %	7,93 %	8,09 %	8,25 %	8,41 %	8,57 %	8,88 %	8,92 %	8,92 %	8,92 %
Illikviditetskrav minoritet	0,0250	0,0250	0,0250	0,0250	0,0250	0,0250	0,0250	0,0200	0,0200	0,0200
Minoritetskrav	10,28 %	10,43 %	10,59 %	10,75 %	10,91 %	11,07 %	11,38 %	10,92 %	10,92 %	10,92 %

Tabell 10-3 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

10.2 Finansielle krav

I dette kapitlet vil vi vurdere fremtidige finansielle krav som vil bli brukt i analysen. Vi vil estimere både finansielle gjeldskrav og finansielle eiendelskrav for å beregne netto finansielt gjeldskrav. For å estimere netto finansiell gjeldsbeta, vil vi estimere både finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta.

10.2.1 Finansielt gjeldskrav

Tabell 10-4 viser finansielt gjeldskrav for budsjettperioden. I henhold til den syntetiske ratingen til selskapet har de en kredittrisikopremie på 0,9 %. Vi ser at det finansielle gjeldskravet øker marginalt frem til “steady state”. Utviklingen i risikofri rente har vi diskutert tidligere i delkapittel 10.4.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	2,22 %	2,26 %	2,30 %	2,34 %	2,38 %	2,42 %	2,46 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %
Lang kredittrisikopremie	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %
Finansielt gjeldskrav	3,12 %	3,16 %	3,20 %	3,24 %	3,28 %	3,32 %	3,36 %	3,40 %	3,40 %	3,40 %

Tabell 10-4 Finansielt gjeldskrav

Finansiell gjeldsbeta

Tabell 10-5 viser finansiell gjeldsbeta for perioden 2023-2032.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Finansiell gjeldsbeta	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147
Finansiell gjeldsvekt	2,3729	2,1168	1,9551	1,8286	1,7189	1,6280	1,4858	1,4858	1,4858	1,4858
Finansiell eiendelsbeta	0,0083	0,0079	0,0075	0,0071	0,0068	0,0064	0,0060	0,0056	0,0056	0,0056
Finansiell eiendelsvekt	1,3729	1,1168	0,9551	0,8286	0,7189	0,6280	0,4858	0,4858	0,4858	0,4858
Netto finansiell gjeldsbeta	0,0235	0,0223	0,0216	0,0210	0,0205	0,0200	0,0190	0,0192	0,0192	0,0192

Tabell 10-5 Netto finansiell gjeldsbeta

10.2.2 Finansielt eiendelskrav

I kapittel 7 ble det tidligere beregnet det finansielle eiendelskravet for analyseperioden. Vi har valgt å videreføre de samme forutsetningene i vårt budsjetteringsarbeid, og vil benytte det tidsvektede gjennomsnittet for å beregne de ulike vektene. Vi mener at dette er et fornuftig estimat for budsjetteringsperioden, da historiske data viser at det ikke har vært store endringer i vektene over tid.

Krav til finansielle eiendeler	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Kontantkrav	0,022	0,023	0,023	0,023	0,024	0,024	0,025	0,025	0,025	0,025
Kontantvekt	0,904	0,906	0,909	0,912	0,915	0,917	0,920	0,923	0,923	0,923
Fordringskrav	0,031	0,032	0,032	0,032	0,033	0,033	0,034	0,034	0,034	0,034
Fordringsvekt	0,089	0,087	0,085	0,082	0,080	0,077	0,075	0,073	0,073	0,073
Investeringskrav	0,077	0,078	0,078	0,078	0,079	0,079	0,080	0,080	0,080	0,080
Investeringsvekt	0,007	0,007	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Finansielt eiendelskrav	0,023	0,024	0,024	0,024	0,025	0,025	0,026	0,026	0,026	0,026

Tabell 10-6 Finansielt eiendelskrav

Finansiell eiendelsbeta

Resultatene for finansiell eiendelsbeta i perioden 2023-2032 fremgår av tabell 10-7. Det er tydelig at den finansielle eiendelsbetaen gradvis synker over tid. Årsaken til dette er at investeringsvekten gradvis reduseres gjennom årene. En faktor som påvirker investeringsvekten er innføringen av grunnrenteskatten som forventes å resultere i en lavere andel investeringer.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Kort Kreditrisikopremie	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %
Markedsrisikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Markedsrisikodel	8,18 %	8,18 %	8,18 %	8,18 %	8,18 %	8,18 %	8,18 %	8,18 %	8,18 %	8,18 %
Fordringsbeta	0,01472	0,01472	0,01472	0,01472	0,01472	0,01472	0,01472	0,01472	0,01472	0,01472
Fordringsvekt	0,0894	0,0870	0,0846	0,0821	0,0797	0,0773	0,0749	0,0725	0,0725	0,0725
Kontantbeta	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontantvekt	0,9036	0,9064	0,9092	0,9119	0,9147	0,9175	0,9202	0,9230	0,9230	0,9230
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Investeringsvekt	0,0070	0,0066	0,0063	0,0059	0,0056	0,0052	0,0049	0,0045	0,0045	0,0045
Implisitt finansiell eiendelsbeta	0,0083	0,0079	0,0075	0,0071	0,0068	0,0064	0,0060	0,0056	0,0056	0,0056

Tabell 10-7 Finansiell eiendelsbeta

10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

Ved å benytte finansielt gjeldskrav og eiendelskrav kan vi regne ut netto finansielt gjeldskrav. Resultatene for perioden vises i tabell 10-8.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Finansielt gjeldskrav	3,12 %	3,16 %	3,20 %	3,24 %	3,28 %	3,32 %	3,36 %	3,40 %	3,40 %	3,40 %
Finansiell gjeldsvekt	2,3729	2,1168	1,9551	1,8286	1,7189	1,6280	1,4858	1,4858	1,4858	1,4858
Finansiell eiendelskrav	0,023	0,024	0,024	0,024	0,025	0,025	0,026	0,026	0,026	0,026
Finansiell eiendelsvekt	1,3729	1,1168	0,9551	0,8286	0,7189	0,6280	0,4858	0,4858	0,4858	0,4858
Netto finansielt gjeldskrav	4,19 %	4,04 %	3,95 %	3,90 %	3,85 %	3,82 %	3,75 %	3,79 %	3,79 %	3,79 %

Tabell 10-8 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansiell gjeldsbeta

Tabell 10-9 viser netto finansiell gjeldsbeta i perioden 2023-2032.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Finansiell gjeldsbeta	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147	0,0147
Finansiell gjeldsvekt	2,3729	2,1168	1,9551	1,8286	1,7189	1,6280	1,4858	1,4858	1,4858	1,4858
Finansiell eiendelsbeta	0,0083	0,0079	0,0075	0,0071	0,0068	0,0064	0,0060	0,0056	0,0056	0,0056
Finansiell eiendelsvekt	1,3729	1,1168	0,9551	0,8286	0,7189	0,6280	0,4858	0,4858	0,4858	0,4858
Netto finansiell gjeldsbeta	0,0235	0,0223	0,0216	0,0210	0,0205	0,0200	0,0190	0,0192	0,0192	0,0192

Tabell 10-9 Netto finansiell gjeldsbeta

10.3 Selskapskrav

Det sysselsatte kapitalkravet er det vektete kravet til de som finansierer selskapet. Vi har regnet på to mål av selskapskapitalen ved å benytte vektning av henholdsvis netto driftskapital og sysselsatt kapital. Fra tabellen ser vi at sysselsatt kapitalkrav vil stabilisere seg i steady state på 7,22 %.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Egenkapitalkrav	7,78 %	7,93 %	8,09 %	8,25 %	8,41 %	8,57 %	8,88 %	8,91733 %	8,91733 %	8,91733 %
Egenkapitalvekt	0,702	0,692	0,678	0,664	0,653	0,641	0,617	61,72483 %	61,72483 %	61,72483 %
Minoritetskrav	10,28 %	10,43 %	10,59 %	10,75 %	10,91 %	11,07 %	11,38 %	10,91733 %	10,91733 %	10,91733 %
Minoritetsvekt	0,057	0,057	0,057	0,056	0,056	0,056	0,055	5,50731 %	5,50731 %	5,50731 %
Finansielt gjeldskrav	3,12 %	3,16 %	3,20 %	3,24 %	3,28 %	3,32 %	3,36 %	3,40000 %	3,40000 %	3,40000 %
Finansiell gjeldsvekt	0,2410	0,2515	0,2654	0,2795	0,2913	0,3033	0,3277	32,76786 %	32,76786 %	32,76786 %
Sysselsatt kapitalkrav	6,80 %	6,87 %	6,93 %	6,99 %	7,05 %	7,12 %	7,21 %	7,21957 %	7,21957 %	7,21957 %

Tabell 10-10 Sysselsatt kapitalkrav

Netto driftskrav er vektet mellom EK, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. I likhet med sysselsatt kapitalkrav ser vi at det er en marginal økning i perioden, før kravet stabiliserer seg i steady state på 7,78 %.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Egenkapitalkrav	7,78 %	7,93 %	8,09 %	8,25 %	8,41 %	8,57 %	8,88 %	8,91733 %	8,91733 %	8,91733 %
Egenkapitalvekt	0,816	0,797	0,779	0,761	0,743	0,726	0,691	69,13181 %	69,13181 %	69,13181 %
Minoritetskrav	10,28 %	10,43 %	10,59 %	10,75 %	10,91 %	11,07 %	11,38 %	10,91733 %	10,91733 %	10,91733 %
Minoritetsvekt	0,0662	0,0656	0,0649	0,0643	0,0636	0,0630	0,0617	6,16819 %	6,16819 %	6,16819 %
Netto finansielt gjeldskrav	4,19 %	4,04 %	3,95 %	3,90 %	3,85 %	3,82 %	3,75 %	3,79346 %	3,79346 %	3,79346 %
Netto finansiell gjeldsvekt	0,118	0,137	0,156	0,175	0,193	0,211	0,247	24,70000 %	24,70000 %	24,70000 %
Netto driftskrav	7,52 %	7,56 %	7,60 %	7,65 %	7,69 %	7,73 %	7,77 %	7,77510 %	7,77510 %	7,77510 %

Tabell 10-11 Netto driftskrav

I tabell 10-12 er det en oppsummering av utarbeidede fremtidskrav.

Fremtidskrav	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Finansielt gjeldskrav	3,12 %	3,16 %	3,20 %	3,24 %	3,28 %	3,32 %	3,36 %	3,400000 %	3,400000 %	3,400000 %
Finansielt eiendelskrav	0,023	0,024	0,024	0,024	0,025	0,025	0,026	2,590133 %	2,590133 %	2,590133 %
Netto finansielt gjeldskrav	4,19 %	4,04 %	3,95 %	3,90 %	3,85 %	3,82 %	3,75 %	3,793458 %	3,793458 %	3,793458 %
Egenkapitalkrav	7,78 %	7,93 %	8,09 %	8,25 %	8,41 %	8,57 %	8,88 %	8,917331 %	8,917331 %	8,917331 %
Minoritetskrav	10,28 %	10,43 %	10,59 %	10,75 %	10,91 %	11,07 %	11,38 %	10,917331 %	10,917331 %	10,917331 %
Sysselsatt kapitalkrav	6,80 %	6,87 %	6,93 %	6,99 %	7,05 %	7,12 %	7,21 %	7,219566 %	7,219566 %	7,219566 %
Netto driftskrav	7,52 %	7,56 %	7,60 %	7,65 %	7,69 %	7,73 %	7,77 %	7,775098 %	7,775098 %	7,775098 %

Tabell 10-12 Oppsummering av krav

10.4 Strategisk fordel

Ved hjelp av egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav kan vi analysere den strategiske fordelten til Lerøy i den budsjetterte perioden. Resultatene viser at det vil være en midlertidig strategisk ulempe i 2023, men at den gradvis vil utvikles til en strategisk fordel, og stabilisere seg på 3,29 % i 2030. Dette estimatet anses som rimelig og gir en indikasjon på den strategiske fordelten til Lerøy i fremtiden. Imidlertid vil innføringen av grunnrenteskatt og økt konkurranse i bransjen føre til en reduksjon i den strategiske fordelten sammenlignet med bransjesnittet i analyseperioden.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Egenkapitalrentabilitet	6,8 %	8,1 %	9,2 %	10,4 %	10,8 %	11,3 %	12,2 %	12,2 %	12,2 %	12,2 %
Egenkapitalkrav	7,78 %	7,93 %	8,09 %	8,25 %	8,41 %	8,57 %	8,88 %	8,92 %	8,92 %	8,92 %
Strategisk fordel	-1,00352217 %	0,13423706 %	1,08463224 %	2,13909072 %	2,44295182 %	2,77298064 %	3,29216088 %	3,29035598 %	3,29035598 %	3,29035598 %

Tabell 10-13 Strategisk fordel for Lerøy

I tabell 10-14 kan vi observere tre faktorer som påvirker den strategiske fordelten. Blant disse faktorene utgjør finansieringsfordelen lite forskjell, og vil normalt ligge rundt 0 %. Av de tre faktorene er det bransjefordel fra drift som har størst innvirkning på den strategiske fordelten. Analysen viser at Lerøy, med unntak av i 2023, vil ha en positiv strategisk driftsfordel. Disse resultatene indikerer at selskapet vil kunne opprettholde en positiv strategisk fordel gjennom hele perioden som er analysert, noe som vil kunne være gunstig for selskapets fremtidige utvikling.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Bransjefordel drift	0,90 %	3,03 %	3,45 %	3,95 %	4,21 %	4,51 %	4,86 %	5,14 %	5,14 %	5,14 %
Ressursfordel drift	-1,75 %	-3,08 %	-2,77 %	-2,48 %	-2,54 %	-2,64 %	-2,78 %	-2,93 %	-2,93 %	-2,93 %
Gearingsfordel drift	-0,19 %	-0,01 %	0,19 %	0,46 %	0,58 %	0,71 %	0,93 %	0,99 %	0,99 %	0,99 %
Finansieringsfordel	0,03 %	0,20 %	0,21 %	0,21 %	0,20 %	0,19 %	0,28 %	0,09 %	0,09 %	0,09 %
Strategisk fordel	-1,00352217 %	0,13423706 %	1,08463224 %	2,13909072 %	2,44295182 %	2,77298064 %	3,29216088 %	3,29035598 %	3,29035598 %	3,29035598 %

Tabell 10-14 Strategisk fordel for Lerøy

10.5 Oppsummering

I henhold til rentabilitetsanalysen fra kapittel 8 er det historiske tidsvektede gjennomsnittet for strategisk fordel for Lerøy på 5,58%. Imidlertid har det vært en lavere fordel de siste

årene på grunn av faktorer som koronapandemien og usikkerhet knyttet til grunnrenteskatt. I 2022 var den strategiske fordel for Lerøy på 2,12%. Disse faktorene ble tatt i betraktning under utarbeidelsen av fremtidskrav og fremtidsregnskap. Vi har i kapittel 10 estimert en strategisk fordel på 3,29 % i steady state. Vi har vurdert konsekvensene av grunnrenteskatten og mener at estimatet om en reduksjon i Lerøys strategiske fordel til 3,29 % er en rimelig antakelse. Selv om skatten vil medføre utfordringer, har vi tillit til at både selskapet og bransjen generelt vil kunne håndtere disse på en effektiv måte.

Kapittel 11: Verdsettelse

I del tre av oppgaven har vi valgt å bruke fundamental verdivurdering som hovedmetode for å verdsette egenkapitalen til Lerøy. Tidligere i oppgaven har vi gjennomført både kvalitative og kvantitative analyser av de underliggende økonomiske forholdene. Vi har utarbeidet fremtidsregnskap og satt opp fremtidskrav basert på vår strategiske analyse. I dette kapitlet vil vi bruke disse verdiene til å estimere egenkapitalverdien og aksjeprisestimatet per 31.12.2022.

11.1 Egenkapitalmetoden

Utbyttmodellen / Fri kontantstrøm til Egenkapital-modellen

Utbyttmodellen har vi presentert i kapittel 3. I fremtidsregnskapet har vi tatt forutsetning om at fri kontantstrøm utbetales som utbytte. Det betyr at utbyttmodellen og fri kontantstrøm til egenkapital vil være identisk. Ved å benytte oss av formel blir egenkapitalverdien ved egenkapitalmetoden estimert.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{t+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekk - ekv)}$$

Utbyttmodellen	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Fri kontantstrøm til EK		(2 168 807)	842 957	1 145 401	1 802 414	2 184 392	2 613 565	3 746 454	2 422 490	2 519 390	2 620 165
Diskonteringsfaktor		1,078	1,1633	1,2574	1,3611	1,4755	1,6020	1,7442	1,8998	2,0692	2,2537
Verdi 1 til T	8 700 058										
Horisontverdi	25 751 597	(2 012 198)	724 606	910 917	1 324 216	1 480 405	1 631 439	2 147 926	1 275 158	1 217 588	1 162 617
Verdi Egenkapital	34 451 655,4619571									53284296,82	
Antall aksjer	595 475 920										
Verdiestimat	57,86										

Tabell 11-1 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved Fri kontantstrøm til EK

Superprofittmodellen

Superprofittmodellen viser at verdien av egenkapital i dag er balanseført verdi av egenkapital i dag pluss nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapital. (Knivsflå, 2023, F16) Superprofitt er avkastningen utover kravet.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{t+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekk - ekv)}$$

$$Der: SPE_t = EK_{t-1} * (ekr_t - ekk_t)$$

der: EK = Egenkapital,

Superprofitt til EK	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Nettoreultat til EK		1 590 821	1 985 097	2 369 265	2 785 009	2 997 295	3 200 461	3 390 207	3 536 792	3 678 263	3 825 394
Resultatkrav		1 533 691	1 861 461	1 990 111	2 130 396	2 254 049	2 367 797	2 504 718	2 484 149	2 583 515	2 686 856
Superprofitt til EK		57 130	123 636	379 154	654 613	743 246	832 664	885 489	1 052 643	1 094 748	1 138 538
Diskonteringsfaktor		1,078	1,163	1,257	1,361	1,476	1,602	1,744	1,900	2,069	2,254
Verdi av horisontledd	11 189 821										
Verdi av 1 til T	3 556 074	53 005	106 278	301 535	480 938	503 712	519 765	507 670	554 093	529 077	
Bokført verdi EK	19 705 761										
Verdi EK?	34 451 655,4619571										
Antall aksjer	595 475 920										
Verdiestimert	57,86										

Tabell 11-2 Verdiestimert av egenkapital til Lerøy ved superprofittmodellen

Superprofittvekstmodellen

I superprofittvekstmodellen er verdien av EK lik kapitalisert verdi av nettoresultat til EK uten vekst pluss kapitalisert nåverdi av fremtidig vekst. (Knivsflå, 2023, F16)

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ek_{k_1}} + \frac{1}{ek_{k_1}} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{t+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t+1}) * (ekk - ekv)} \right)$$

Der:

ΔSPE = Endring i superprofittvekst til EK, NRE = Nettoresultat til EK

	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Superprofittvekst til EK											
Nettoreultat til EK		1 590 821	1 985 097	2 369 265	2 785 009	2 997 295	3 200 461	3 390 207	3 536 792	3 678 263	3 825 394
Superprofitt til EK		57 130	123 636	379 154	654 613	743 246	832 664	885 489	1 052 643	1 094 748	1 138 538
Årlig diskonteringsrente		0,078	0,079	0,081	0,082	0,084	0,086	0,089	0,089	0,089	0,089
Verdi av superprofittvekst		0,928	0,86	0,80	0,73	0,68	0,62	0,57	0,53	0,48	0,44
Verdi av horisontleddet	4 607 350	4 872 140	5 406 966	6 003 745	6 663 974	7 402 285	8 378 710	9 168 810	9 986 423	10 385 880	
Nåverdi	9 635 327	9 394 976,832	6 873 892	4 021 236	3 283 488,340	2 507 667	2 121 534	433 520			
Nettoreultat til EK	20 208 977,9	25 023 932,0	29 295 737,4	33 768 682,4	35 655 587,1	37 342 207,9	38 188 156,4	39 661 998,1	41 248 478,0	42 898 417,1	
Verdi EK	34 451 655										
Antall aksjer	595 475 920										
Verdiestimat	57,86										

Tabell 11-3 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved superprofittvekst til EK-modellen

11.2 Selskapskapitalmetoden

Når selskapskapitalmetoden benyttes, estimeres verdien av selskapets egenkapital indirekte ved å først beregne selskapets verdi, så videre trekke fra verdien av selskapets gjeld og minoritetsinteresser. Ved selskapskapitalmetoden eksisterer det to metoder for å vurdere egenkapitalen, henholdsvis netto driftskapital og sysselsatt kapitalmetoden. Når sysselsatt kapitalmetoden anvendes, trekkes finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatt kapital for å finne egenkapital. Ved netto driftskapital metoden subtraheres netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. (Knivslå, 2023, F16)

11.2.1 Verdi av minoritetsinteresser

Bokført verdi av minoritetsinteresser reflekterer ikke den faktiske verdien. (Knivslå, 2023, F17). Derfor er det nødvendig å foreta beregninger av verdien av minoritetsinteresser for å kunne bruke selskapskapitalmetoden.

	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Fri kantonstrøm til minoritet											
Fri kantonstrøm til minoritet		(458 170)	70 688	75 116	107 843	136 890	167 417	225 005	172 084	178 967	186 126
Diskonteringsfaktor		1,103	1,218	1,347	1,492	1,654	1,837	2,046	2,270	2,518	2,793
Nåverdi horisontverdi T + 2	1 068 736	1 139 820							2 587 226	2 690 715	
Nåverdi 1 til T	201 381	(415 449)	58 042	55 772	72 301	82 750	91 117	109 950	75 813	71 085	
Verdi av minoritetsinteresser	1 270 116										

Tabell 11-4 Verdi av minoritetsinteresser

11.2.2 Netto driftskapitalmetoden

Fri kantonstrøm drift - modellen

Ved fri kontantstrømmodellen beregnes verdien av netto driftskapital ved å benytte nåverdien av fri kontantstrøm fra drift, diskontert med kravet til avkastning på netto driftskapital.

(Knivsflå, 2023, F17)

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{t+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t) * (ndk - ndv)}$$

	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Fri kontantstrøm fra drift											
Fri kontantstrøm fra drift		(289 235)	224 209	448 444	1 121 203	1 560 211	2 033 664	2 533 214	2 574 126	2 677 091	2 784 174
Diskonteringsfaktor		1,075	1,157	1,245	1,340	1,443	1,554	1,675	1,805	1,945	2,097
Nåverdi av horisont leddet	37 910 713									73 751 041	
Nåverdi av 1 · T + 1	7 826 854	(268 994)	193 857	360 333	836 911	1 081 476	1 308 550	1 512 525	1 426 074	1 376 122	
Verdi av NDK	45 737 566,4583										
Verdi av netto finansiell gjeld	5 530 641										
Verdi av minoritetsinteresser	1 270 116										
Verdi av EK	38 936 810										
Antall aksjer	595 475 920										
Verdiestimat	65,39										

Tabell 11-5 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved fri kontantstrøm fra drift-modellen

Superprofitt fra drift - modellen

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{t+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
NDK Vekst											
Netto driftsresultat, fullstendig		1 921 168	2 318 438	2 746 227	3 212 682	3 476 442	3 730 185	3 968 504	4 185 976	4 353 415	4 527 552
Resultatkrav		1 998 173	2 175 481	2 346 796	2 535 426	2 709 395	2 871 481	3 017 819	3 133 074	3 258 397	3 388 733
Superprofitt fra drift		(77 005)	142 957	399 431	677 256	767 046	858 704	950 686	1 052 902	1 095 018	1 138 819
Diskonteringsfaktor		1,075	1,157	1,245	1,340	1,443	1,554	1,675	1,805	1,945	2,097
Verdi horisontleddet T + 2	15 506 726									30 166 597,720	
Verdi 1 til T + 1	3 676 507	(71 616)	123 604	320 950	505 531	531 686	552 528	567 633	583 311	562 879	
Balansført NDK	26 554 334									29 006 344	
Verdi av netto driftskapital	45 737 566,4583										
Verdi av netto finansiell gjeld	5 530 641										
Verdi av minoritetsinteresser	1 270 116										
Verdi av EK	38 936 810										
Antall aksjer	595 475 920										
Verdiestimat	65,39										

Tabell 11-6 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved fri superprofitt fra drift-modellen

11.2.3 Sysselsatt kapital modellen

Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen

Ved fri kontantstrøm fra til sysselsatt kapitalmodellen er verdien av sysselsatt kapital nåverdien av fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital, diskontert med kravet til avkastning på sysselsatt kapital. (Knivsflå, 2023, F17)

Sysselsatt kapital	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler		(1 194 932)	273 182	343 180	1 071 288	1 641 371	2 170 878	2 979 993	2 505 841	2 606 075	2 710 318
Diskonteringsfaktor		1,0680	1,1414	1,2206	1,3059	1,3979	1,4974	1,6054	1,7213	1,8455	1,9788
Verdi horisontledd T + 2	45 614 266									84 182 708	
Verdi av 1 til T + 1	7 570 076	(1 118 831)	239 331	281 166	820 374	1 174 129	1 449 725	1 856 270	1 455 812	1 412 098	
Selskapsverdi	53 184 342										
Verdi finansiell gjeld	9 199 157										
Verdi minoritetsinteresser	1 270 116										
Verdi av EK	42 715 068										
Antall aksjer	595 475 920										
Verdiestimat	71,73										

Tabell 11-7 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved fri kontantstrøm til sysselsatte eiendeler-modellen

Superprofitt fra sysselsatte eiendeler-modellen

Superprofitt	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030	2 031	2 032
Resultat fra sysselsatte eiendeler		2 006 842	2 428 945	2 859 896	3 333 404	3 603 177	3 859 910	4 101 756	4 311 114	4 483 559	4 662 901
Resultatkrav		2 055 712	2 297 792	2 466 194	2 662 318	2 846 341	3 012 023	3 171 942	3 258 322	3 388 655	3 524 201
Superprofitt fra sysselsatte eiendeler		(48 870)	131 153	393 702	671 086	756 836	847 887	929 814	1 052 793	1 094 904	1 138 700
Diskonteringsfaktor		1,068	1,141	1,221	1,306	1,398	1,497	1,605	1,721	1,846	1,979
Verdi av horisontleddet T + 2	19 164 165									35 368 131	
Verdi av 1 til T + 1	3 797 326	(45 758)	114 901	322 560	513 907	541 391	566 224	579 191	611 638	593 272	
Balanseført SSE	30 222 850										
Selskapsverdi	53 184 342										
Verdi finansiell gjeld	9 199 157										
Verdi minoritetsinteresser	1 270 116										
Verdi EK	42 715 068										
Antall aksjer	595 475 920										
Verdiestimat	71,73										

Tabell 11-8 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved superprofitt fra sysselsatte eiendeler-modellen

11.2.4 Oppsummering av første verdiestimat

Tabell 11-9 viser verdiestimatet vi har funnet fra de tre metodene. Fra tabellen ser vi at det er tre ulike verdiestimat som følge av metodene benyttet. Dette er fordi avkastningskravene som har blitt benyttet er budsjettvektet, og ikke verdivektet. (Knivflå, 2023, F16). Til tross for dette ser vi at det ikke er veldig stor forskjell mellom estimatene. Fra egenkapitalmetoden er det en 23 % økning til sysselsatt kapitalmetoden. Gjennomsnittet av disse metodene gir et foreløpig verdiestimat per aksje på 64,992 .

Egenkapitalmetoden	57,8557
Sysselsattkapitalmetoden	71,7327
Netto driftskapitalmetoden	65,3877
Antall aksjer	595 475 920
Verdiestimat per aksje	64,992

Tabell 11-9 Oppsummering av verdiestimatene fra de ulike modellene

11.3 Konvergens prosedyre

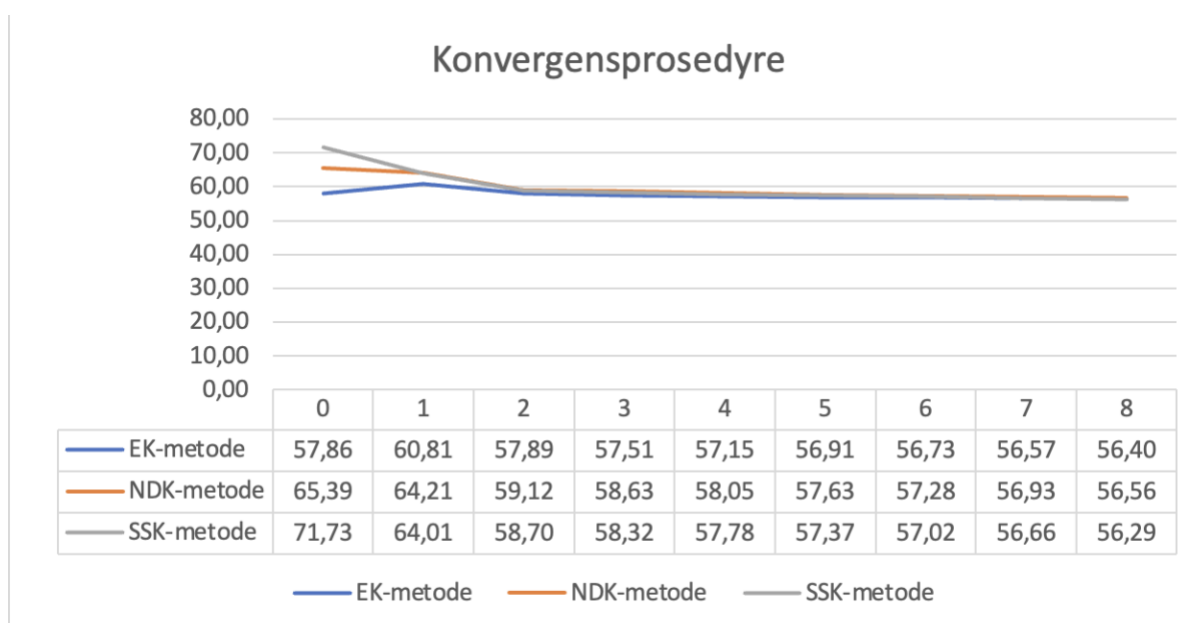
I det forrige delkapitlet ble det første verdiestimat presentert. Som nevnt tidligere ble egenkapitalen beregnet ved å benytte budsjetterte vekter. Ved å bruke budsjetterte vekter får vi et feilaktig verdiestimat, siden kapitalen i budsjettet ikke er konsistent med virkelig verdi. Det første verdiestimatet er likevel nødvendig for å oppdatere vektene, og få et mer pålitelig estimat.

For å sikre en mer pålitelig verdsettelse av egenkapitalen, gjennomføres en konvergeringsprosess. Denne prosessen innebærer justering av de budsjetterte vektene mot virkelige verdivekter. Målet med konvergeringen er å oppnå et samsvarende estimat for verdien ved bruk av både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden etter tilstrekkelig gjentakelser. Konvergeringsprosessen består av tre hovedtrinn: (Knivsflå, 2023, F17)

Steg 1: Benytt egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden til å verdsette egenkapital. Her vil avkastningskravene være utarbeidet ved å benytte budsjetterte vekter.

Steg 2: Basert på verdiene utarbeidet i steg 1 utarbeides det en verdi balanse. Etter å ha estimert verdi balansen, estimerer vi avkastningskrav mot disse estimatene.

Steg 3: Gjennomfør steg 2 frem til avstanden mellom verdiestimatene er tilnærmet null.



Figur 11-1 Konvergeringsprosedyre av verdiestimatet

Fra figur 11-1 ser vi konvergensprosedyren vi har utført. Figuren viser at verdiestimatet konvergere mot hverandre, men ikke helt til 0. Etter å ha gjennomført 15 konvergeringsprosesser har resultatene vist at standardavviket er lavest etter 8 steg. Dette tyder på en feil i konvergeringsprosessen, men vi velger å benytte gjennomsnittet til estimatet fra steg 8 som vårt endelig verdiestimat per aksje.

For å finne verdiestimatet på verdsettelsestidspunktet tar vi utgangspunkt i en verdi per aksje lik 56,42 (31.12.22). Vi benytter det verdivektete egenkapitalkravet for 2023. I slutten av mai 2023, ble det utbetalt utbytte lik 2,5 kroner per aksje. *Det fundamentale verdiestimatet* per aksje blir dermed 55,5 den 23. mai 2023. Estimatet vårt ligger dermed 9,25 % høyere enn børskursen på samme tidspunkt.

$$VEK_{31.12.2022} = 56,42 * (1 + 8,7\%)^{\frac{4}{12}} - 2,5 = 55,50$$

Det endelige verdiestimatet ved fundamental verdsettelse og konvergeringsprosess er 55,5 kr per aksje.

11.4 Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet vi har utarbeidet er et punkttestimat. Den forventede verdien er basert på forventet utvikling til budsjett og verdidrivere. Ettersom disse verdiene er basert på våre forutsetninger, vil det eksistere usikkerhet knyttet til dette. For å illustrere denne usikkerheten velger vi å foreta endimensjonale sensitivitetsanalyser på en rekke kritiske budsjett og verdidrivere.

En sensitivitetsanalyse er å synliggjøre usikkerhet ved å endre kritiske budsjett- og verdidrivere og illustrere hva som skjer med verdiestimatet. (Knivsflå, 2023, F18)

Vi vil i dette delkapitlet vise hva som skjer med verdiestimatet dersom vi endrer henholdsvis driftinntektsveksten, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler.

Tabell 11-10 viser hva som skjer med verdiestimatet dersom vi endrer driftsinntektsveksten i steady state. Vi kan se fra tabellen at desto høyere vekst i horisont, desto høyere verdiestimat.

Driftsinntektsvekst	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %
Verdiestimat	50,3	53,1	55,5	62,2	64,7

Tabell 11-10 Endimensjonal sensitivitetsanalyse ved driftsinntektsvekst

Tabell 11-11 viser endringen i verdiestimatet ved en endring i netto driftsmargin. De ulike verdiestimatene viser at endringen i netto driftsmargin kan utgjøre en stor forskjell på verdiestimatet. Av verdidriverne er det størst forskjell ved endring i forholdstallet, men det kan også tenkes at usikkerheten også er størst. Hvordan grunnrenteskatten vil påvirke driftsmarginen er fortsatt uvisst, og tabellen viser at dersom det i steady state er stor forskjell fra vårt estimat vil det foreligge store forskjeller på verdiestimatet.

Netto driftsmargin	0,08	0,09	0,098	0,12	0,2
Verdiestimat	41,0	49,8	55,5	76,3	145,1

Tabell 11-11 Endimensjonal sensitivitetsanalyse ved netto driftsmargin

Den siste verdidriveren vi har valgt å inkludere i analyse av usikkerheten er omløpet til netto driftseiendeler. Her ser vi fra tabell 11-12 at verdiestimatet ikke er like stor som ved de to foregående. Vi legger uansett merke til at en økning i omløpshastigheten gir et positivt utslag på verdiestimatet.

Omløpet til netto driftseiendeler i T	1,00	1,05	1,06	1,07	1,12
Verdiestimat	52,0	54,4	55,5	57,5	62,3

Tabell 11-12 Endimensjonal sensitivitetsanalyse ved omløpet til netto driftseiendeler

Kapittel 12: Komparativ Verdsettelse

I dette kapittelet vil vi utføre komparativ verdsettelse ved bruk av multipler. Multiplene anvendes som et supplement til fundamental verddivurdering i kapittel 11. De komparative selskapene som kommer til anvendelse er de sammenlignbare selskapene som ble valgt i kapittel 2.

Det er fordeler og ulemper med tilnærmingen. I forhold til tradisjonell kontantstrømanalyse er multipler enkle og lite tidkrevende, ettersom det ikke er nødvendig å estimere prognoser langt frem i tid. En annen fordel er at det er markedet som rår. De utledede verdiene reflekterer hva markedet er villig til å betale for selskaper i samtiden. Uansett kan multipler være nyttige benchmarks dersom de sammenlignes med den kontantstrømbaserte verdien. Ulemper ved multipler er at de antar likhet i størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko for komparative selskaper, noe som sjelden er realiteten. Forskjellene hos selskapene påvirker prisingen. (Kaldestad & Møller, 2016, s. 226-227).

Det er lite hensiktsmessig å rangere multipler. Relevansen til multipler beror på situasjonen. Vi har valgt å benytte multipler som av Kaldestad & Møller (2016 s. 228) anses som de mest vanlige: Price/ Earnings, Price/ Book, Enterprise Value / EBITDA og Enterprise Value / EBIT. Beregningsgrunnlaget beror på tall fra regnskapsåret 2022, i tillegg til aksjekurs ved utgangen av 2022.

12.1 Price / Earnings

Modellen viser markedsverdi av egenkapital relativt til resultat etter skatt. Metoden er populær som følge av at den er enkel i bruk og å kommunisere. For selskaper som har nådd en stabil vekstfase, er forholdstallet et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen. På den annen side er den største svakheten knyttet til ulik kapitalstruktur hos selskapene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228-229).

Lerøy Seafood Group eier 297 760 egne aksjer av en total beholdning på 595 773 680 aksjer (LSG, 2023, Q4, s. 9). Antall utestående aksjer ved utgangen av 2022 er dermed 595 475 920 aksjer.

Price/Earnings	Lerøy	Mowi	Salmar	
Aksjekurs		55	167	349
Antall utestående aksjer	595 475 920	517 111 091	145 138 920	
Markedsverdi egenkapital	32 751 175 600	86 357 552 197	50 653 483 080	
Resultat etter skatt	3 165 162 000	7 935 681 600	3 715 000 000	
P/E	10,35	10,88	13,63	
Gjennomsnitt	11,62			
Resultat etter skatt	3 165 162 000			
Verdiestimat	36 783 858 323			
Antall utestående aksjer	595 475 920			
Verdiestimat pr aksje	61,77			

Tabell 12-1 Verdiestimat P/E

12.2 Pris/Bok

Fordelen med metoden er den er enkel i bruk (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233). Kaldestad & Møller (2016, s. 233) uttaler at P/B kan indikere selskapets evne til verdiskaping. En høy P/B indikerer at markedet har en forventning om at Lerøy er rustet til å skape merverdier på selskapets eiendeler. Dersom forholdstallet er under 1 tilsier det lav lønnsomhet, med tanke på at det tilsvarer at markedsverdien av egenkapitalen er lavere enn den bokførte egenkapitalen. En ulempe med metoden er regnskapsmessige effekter, som kan gi forskjellig multiplikator på selskaper som for øvrig er identiske (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233).

Pris/Bok	Lerøy	Mowi	Salmar	
Markedsverdi egenkapital	32 751 175 600	86 357 552 197	50 653 483 080	
Bokført egenkapital	21 023 693 000	37 255 468 800	24 155 000 000	
P/B	1,56	2,32	2,10	
Gjennomsnitt P/B	1,99			
Verdianslag	41 856 939 262			
Antall aksjer	595 475 920			
Estimert aksjepris	70,29			

Tabell 12-2 Verdiestimat P/B

12.3 EV/EBITDA

Formel for EV/EBITDA er:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

Metoden muliggjør sammenligning av underliggende drift hos selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s.231) er det hensiktsmessig å måle driftsresultat før avskrivninger, ettersom det utelukker forskjeller som kan oppstå grunnet ulik avskrivningsprofil, goodwill, og tilfeldige finansinntekter. Dog medfører det en ulempe at metoden ikke hensyntar sentrale elementer som ulikheter i risiko og fremtidige investeringsbehov hos selskapene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231).

EV/EBITDA	Lerøy	Mowi	Salmar
Markedsverdi egenkapital	32 751 175 600	86 357 552 197	50 653 483 080
Netto rentebærende gjeld	4 346 083 000	17 772 936 000	19 079 000 000
EBITDA	4 520 918 000	14 553 801 600	5 502 000 000
EV/EBITDA	8,21	7,15	12,67
Gjennomsnitt EV/EBITDA	9,34		
Verdianslag	42 247 347 691		
Antall aksjer	595 475 920		
Estimert aksjepris	70,95		

Tabell 12-3 Verdiestimat EV/EBITDA

12.4 EV/EBIT

Formel for EV/EBIT er:

$$\frac{\text{EV}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

Likeledes som ved EV/EBITDA blir selskapenes underliggende drift sammenlignet med hverandre når EV/EBIT-multippelen kommer til anvendelse. En fordel ved denne er at investeringsbehovet til en viss grad hensyntas ved å inkludere avskrivninger. På den annen

side er EBIT resultat etter avskrivninger, dermed kan ulikheter i avskrivninger, og nedskrivninger av goodwill og andre eiendeler, spille inn (Kaldestad & Møller, 2016, s. 232).

EV/EBIT	Lerøy	Mowi	Salmar
Markedsverdi egenkapital	32 751 175 600	86 357 552 197	50 653 483 080
Netto rentebærende gjeld	4 346 083 000	17 772 936 000	19 079 000 000
EBIT	4 283 045 000	10 647 595 200	4 465 000 000
EV/EBIT	8,66	9,78	15,62
Gjennomsnitt EV/EBIT	11,35		
Verdiestimat	48 625 007 198		
Antall aksjer	595 475 920		
Estimert aksjepris	81,66		

Tabell 12-4 Verdiestimat EV/EBIT

12.5 Komparativt verdiestimat

Selekterte multiplikatorer inkluderer både egenkapital- og totalkapitalmultiplikatorer. P/E og P/B har markedsverdi av egenkapitalen i telleren, som divideres med henholdsvis resultat etter skatt og bokført egenkapital. Disse representerer egenkapitalmultiplikatorer.

EV/EBITDA og EV/EBIT går på selskapsverdi, og gir en representering med hensyn til totalmultiplikatorer. Sistnevnte synes mest hensiktsmessig da den gjenspeiler underliggende drift. Det virker mest nærliggende å vektlegge multipler på selskapsnivå, og dermed unngå ulempen med ulik kapitalstruktur, som kan være et problem ved bruk av egenkapitalmultiplikatorer. Dersom kun de nevnte selskapsmultipler gjøres gjeldende blir verdiestimatet på 76 kroner per aksje. Det virker høyt sett i sammenheng med avdekket ressursulempen på 2,4% i kapittel 8. Egenkapitalmultiplikatorene, særlig P/E, bidrar til å trekke ned det endelige gjennomsnittet etter komparativ metode iht. tabell 12-5. Lerøy har den laveste P/E i utvalget på 10,35, reflektert av at Lerøy har lavest markedsverdi av EK (teller) og lavest resultat (nevner). I lys av avdekket ressursulempen og usikkerhet rundt grunnrenteskatt, synes det rimelig å inkludere egenkapitalmultiplikatorer som gir et mer pessimistisk syn på dagens situasjon enn totalkapitalmultiplikatorene, i det komparative estimatet. Dermed inkluderes alle de nevnte multiplikatorene med lik vektning. Etter dette inkluderes P/E, P/B, EV/EBITDA og EV/EBIT i det komparative verdiestimatet.

Når det er beregnet verdiestimat for alle multipler kan vi estimere aksjeprisen. Vekting av multipler er like ved utarbeidelsen av estimatet. Fra tabell 12-5 fremgår det at estimert aksjepris er 71,17 kr. Dette estimatet er større enn det fundamentale verdiestimatet i forrige kapittel. Det tyder på at komparativ verdsettelse viser et mer optimistisk syn på aksjens verdi, sammenlignet med den fundamentale verdsettelsen. I det neste kapitlet presenteres vårt endelige verdiestimat på aksjen til Lerøy, på bakgrunn av fundamental- og komparative verdsettelse.

Vekt	0,25	0,25	0,25	0,25	
	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT	Gjennomsnitt
Estimert aksjepris	61,77	70,29	70,95	81,66	71,17

Tabell 12-5 Gjennomsnittlig aksjepris komparativ verdsettelse

Kapittel 13: Konklusjon og handlingsstrategi

13.1 Oppsummering

Dermed vil vi besvare vår problemstilling:

Hva er egenkapitalverdien til Lerøy Seafood Group per 31.12.2022?

Tilnærmingen for besvarelsen av problemstillingen er fundamental verdsettelse. Dessuten har vi brukt komparativ verdsettelse som supplement til den fundamentale analysen. Disse metodene kommer til anvendelse for å beslutte en investors handlingsstrategi.

I kapittel 4 kom vi frem til at Lerøy innehar en ressursulempe i forhold til komparative selskaper, dette ble videre underbygget i oppgavens 8. kapittel. Den negative fordelen kan tilskrives en marginulempe, ettersom omløpsfordelen ble ansett ubetydelig. Videre er oppdrettsnæringen uansett en attraktiv bransje, og bransjefordelen er den viktigste faktoren som bidrar til strategisk fordel på 5,58%. Den er dog mindre attraktiv når forventningen om grunnrenteskatt gjøres gjeldende. Dermed har vi nedjustert forventningene knyttet til fremtiden, som gjenspeiles i fremtidskrav og fremtidsregnskap. I analysen har vi inkludert en negativ effekt av grunnrenteskatten, ved å redusere netto driftsmargin til Lerøy. Selv med en reduksjon i netto driftsmargin, og tilhørende konsekvenser ved å endre budsjettdriveren; viser fremtidsregnskapet i budsjetteringsperioden positive kontantstrømmer, og en strategisk fordel på 3,29 % i steady state.

Basert på det utarbeidede fremtidsregnskapet og -kravet ble den fundamentale verdsettelsen gjennomført. I den fundamentale analysen og tilhørende konvergeringsprosess kom vi frem til en aksjeverdi på kr 55,5 per aksje. I den komparative verdsettelsen estimerte vi en gjennomsnittlig aksjeverdi på kr 71,17, på bakgrunn av 4 multipler. Imidlertid er komparativ verdsettelse mindre omfattende, slik at denne vektlegges mindre.

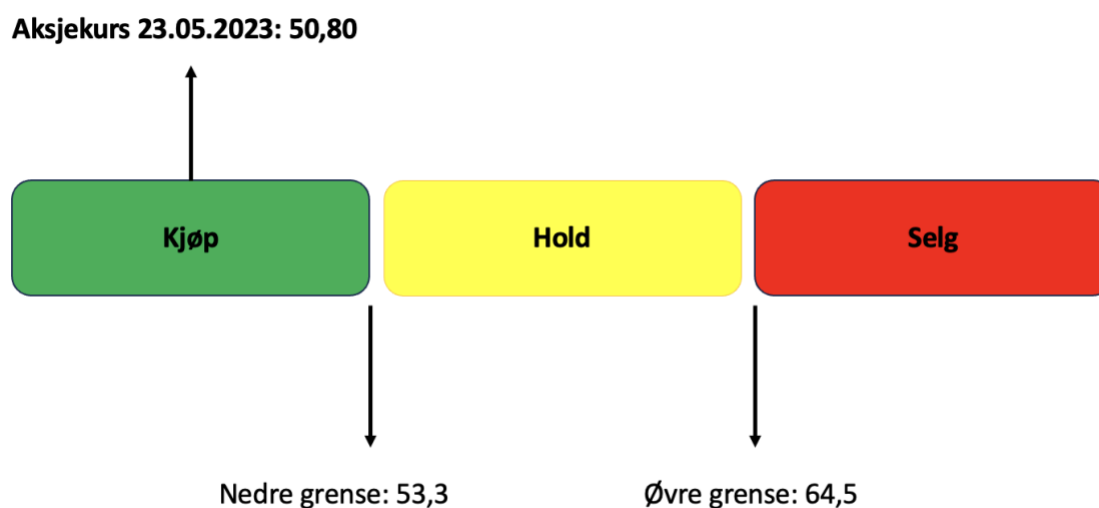
Ved å skjønsmessig vektlegge estimatet fra den fundamentale verdivurderingen 80 % og estimatet fra den supplerende verdsettelsen 20% oppnår vi et endelig verdiesimat på 58,6 kroner per aksje.

Metode	Verdi	Vekt	Vektet estimat
Fundamental		55,5	80 %
Komparativ		71,17	20 %
Endelig verdiestimat			58,6

Tabell 13-2 Endelig verdiestimat

13.2 Handlingsstrategi

På bakgrunn av det endelige verdiestimatet beregnes handlingsstrategien med avvik på 10 % på hver side. Det gir en øvre og nedre grense på henholdsvis 64,5 og 53,3. I figur 13-1 nedenfor er vår anbefalte handlingsstrategi basert på grensene og børskursen til Lerøy per 23. mai 2023 illustrert.



Figur 13-1 Handlingsstrategi 23. mai 2023

Slik det fremgår av figur 13-1 er børskursen til Lerøy på 50,80 kroner per 23. mai 2023. Med utgangspunkt i vårt verdiestimat anser vi Lerøy som undervurdert. Børskursen er omtrent 15,4 % under vårt estimat, og således under den nedre grensen på 53,3 kroner. Av den grunn avgir vi en kjøpsanbefaling på aksjen per 23. mai 2023.

13.2.1 Sentiment

Avslutningsvis ønsker vi å studere konsensus i markedet. Tabell 13-2 nedenfor gir en oppsummering av anbefalinger som relaterer seg til Lerøy aksjen, fra meglerhus per 23. mai 2023. Vi noterer oss at det generelle sentimentet til aksjen er positivt, med tanke på at 5 av 7 meglerhus anbefaler kjøp. To av meglerhusene anbefaler en Hold strategi. Det taler for at det hersker optimisme i markedet med henblikk på fremtiden til Lerøy Seafood Group. Det høyeste kursmålet er på 71 kr, mens det laveste er på 58 kr. Vår analyse har ikke vært påvirket av at flere meglerhus anbefalte kjøp. Vi finner det interessant å se hva erfarne analytikere hadde som estimat på aksjen, og at 5 meglerhus kom med samme anbefaling som oss.

Meglerhus	Kursmål	Anbefaling	Avvik	Dato
Vårt estimat	59	Kjøp	0 %	23.05.2022
Arctic Securities	58	Hold	-1,09 %	22.05.2022
Pareto Securities	60	Kjøp	2,32 %	22.05.2022
DNB Markets	61	Kjøp	4,03 %	22.05.2022
SpareBank 1 Markets	61	Kjøp	4,03 %	22.05.2022
ABG Sundal Collier	71	Kjøp	21,08 %	22.05.2022
SEB	52	Kjøp	-11,32 %	22.05.2022
Fearnley Securitates	62	Hold	5,74 %	22.05.2022

Tabell 13-3 Sentiment i markedet. Tall hentet fra (Finansavisen, 2023)

Litteraturliste:

Faglitteratur:

Barney. (2011). *Gaining and sustaining competitive advantage* (Fourth edition ; Pearson new international edition.).

Berk, J. & DeMarzo, P. M. (2011). «Corporate finance» 3th edition. Pearson higher education. New York

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation : Tools and techniques for determining the value of any asset*. Wiley.

Fjeldstad, Ø. D., & Lunnan, R. (2014). *Strategi*. Fagbokforlaget.

Yngve Kaldestad, & Bjarne Møller. (2016). *Verdivurdering teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Fagbokforlaget.

Arne Kinserdal. (2005). *Finansiell rapportering og analyse = Financial reporting an analysis*. Oslo Cappelen Akademisk.

Penman, S. H. (1991). *An evaluation of accounting rate-of-return*. Journal of accounting, Auditing & Finance, 6(2), 233-255.

Plenborg, T., Finn Kinserdal, & Petersen, C. V. (2021). *Financial statement analysis : valuation - credit analysis - performance evaluation*. Fagbokforlaget.

Roos, G., Von Krogh, G., Roos, J., & Boldt-Christmas, L. (2014). *Strategi: en innføring (6 utg.)*. Fagbokforlaget.

Forelesninger:

Knivsflå, K.H. 2023. Forelesning 1: Introduksjon – teknikker – rammeverk.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/ACC421A%20-%2001.pdf>

Knivsflå, K.H. 2023. Forelesning 2: Strategisk analyse – bransje og selskap.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/ACC421A%20-%2002.pdf>

Knivsflå, K.H. 2023. Forelesning 3: Introduksjon til ra – og trailing.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2003.pdf>

Knivsflå, K.H. 2023. Forelesning 4: Omgruppering av resultatoppstilling.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2004.pdf>

Knivsflå, K.H. 2023. Forelesning 5: Omgruppering av balanse + kontantstrøm.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2005.pdf>

Knivsflå, K. H 2023. Forelesning 7: Måle- og rapporteringsfeil - Oversikt

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2007.pdf>

Knivsflå, K.H. 2023. Forelesning 9: Analyse av risiko – syntetisk rating.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2009.pdf>

Knivsflå, K.H. 2023. Forelesning 10: Avkastningskrav – målestokk for rentabilitet.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2010.pdf>

Knivsflå, K.H. 2023. Forelesning 11: Analyse av lønnsomhet – finansieringsanalyse.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2011.pdf>

Knivsflå, K.H. 2023. Forelesning 12: Analyse av lønnsomhet – driftsanalyse.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2012.pdf>

Knivsflå, K.H. 2023. Forelesning 13: Ramme for budsjett, vekst og framskriving.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2013.pdf>

Knivslå, K.H. 2023. Forelesning 14: Budsjettering av drift og finans.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2014.pdf>

Knivslå, K.H. 2023. Forelesning 15: WACC, fullstendige krav og strategisk fordel.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2015.pdf>

Knivslå, K.H. 2023. Forelesning 16: Praksis, ramme; EK-metode med fire modeller.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2016.pdf>

Knivslå, K.H. 2023. Forelesning 17: Selskapskapitalmetode og konvergens.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2017.pdf>

Knivslå, K.H. 2023. Forelesning 18: Uvisse – sensitivitet, scenario og simulering.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2018.pdf>

Knivslå, K.H. 2023. Forelesning 23: Komparativ verdivurdering.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/ACC421A%20-%2023.pdf>

Kilder årsrapporter og kvartalsrapporter:

Års- og kvartalsrapporter som er brukt til utarbeidelse av historisk regnskapsinformasjon (2016-2022), med mer, er hentet fra selskapenes hjemmesider:

Lerøy (2022). *Årsrapport 2021*. Hentet fra:

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

LSG (2023, Q4). Kvartalsrapport Q4 2022. Hentet fra:

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

Mowi (2022). *Årsrapport 2021*; Mowi (2023). *Kvartalsrapport 2022*. Hentet fra:

<https://mowi.com/investors/reports/>

Salmar (2022). Årsrapport 2021; Salmar (2023). Kvartalsrapporter 2022. Hentet fra:

<https://www.salmar.no/siste-rapporter/>

Offentlige kilder:

Dyrevernalliansen. (30.02.2022). *Fakta om fiskeoppdrett og oppdrettsfisk*. Hentet 07. februar fra <https://dyrevern.no/article/fakta-om-fiskeoppdrett-og-oppdrettsfisk/>

Finansavisen. (2023, May 22). *Analytikerne drar frem spikkekniven*. Wwww.finansavisen.no. <https://www.finansavisen.no/sjomat/2023/05/22/8009934/analytikerne-drar-frem-spikkekniven>

Fiskeridirektoratet. (u.å.). *Tildelingsprosessen*. Hentet 27. januar fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Havforskningsinstituttet. (02.01.2023). *Tema: Landbasert oppdrettsanlegg/ lukkede anlegg*.

Hentet 07 februar fra <https://www.hi.no/hi/temasider/akvakultur/landbaserte-oppdrettsanlegg-lukkede-anlegg>

Heggen, H. (2022, 12. februar). Her kjem eit kilometerlangt oppdrettsanlegg. *NRK*. <https://www.nrk.no/vestland/dette-oppdrettsanlegget-pa-land-blir-over-ein-kilometer-langt-1.15848381>

Helsedirektoratet. (7.12.2021). *Kostråd om fisk og annan sjømat*. Hentet 30. jan. 2023 fra <https://www.helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere/>

Helsedirektoratet. (24.10.2016). *Kostrådene*. Hentet 30. jan. 2023 fra <https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer/kostrad-for-befolkningen#fisk-til-middag-to-til-tre-ganger-i-uken-begrunnelse>

Hovland, E., Haaland, A., Hersoug, B., Kolle, N., & Møller, D. (2014).

Norges fiskeri- og kysthistorie» Band 5: Havbruk. <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>

Knudsen, C. (2023, January 31). *Norges Bank øker kronosalget: – Peker mot svakere krone.* E24.No.

<https://e24.no/boers-og-finans/i/wAKbaA/norges-bank-oeker-kronosalget-peker-mot-svakere-krone>

Lerøy. (2022a). *Sustainability library 2021. Hentet fra*

[Lerøy - Improve our climate \(leroyseafood.com\)](https://www.leroyseafood.com/leroy-improve-our-climate)

Miljødirektoratet. (2022, June 8). *Fiskeoppdrett.* Miljøstatus.

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>

Miljødirektoratet. (2022a, June 8). *Utslipp av næringsalter fra fiskeoppdrett.* Miljøstatus.

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/forurensning/overgiodsling/utslipp-av-naringsalter-fra-fiskeoppdrett/>

Miljødirektoratet. (2022, September 14). *Rømt oppdrettslaks.* Miljøstatus.

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/ferskvann/laks/romt-oppdrettslaks/>

Miljødirektoratet. (2021, November 26). *Lakselus.* Miljøstatus.

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/ferskvann/laks/lakselus/>

Miljødirektoratet. (2020, September 14). *Rømt oppdrettsfisk.* Miljøstatus.

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/ferskvann/laks/romt-oppdrettslaks/>

Mowi. (2022a, October 4). *NewsWeb.* Newsweb.oslobors.no.

<https://newsweb.oslobors.no/message/572528>

Nilsen, H. R. (2022, February 15). *EUs taksonomi for bærekraftig aktivitet – Store norske leksikon.* Store Norske Leksikon.

https://snl.no/EUs_taksonomi_for_b%C3%A6rekraftig_aktivitet

Nilsen, A. A., & Knudsen, C. (2022, September 28). *Børsverdier raser etter skatteforslag: Fire storeiere med papirtap på 12 mrd.* E24.No.

<https://e24.no/boers-og-finans/i/zErWOK/boersverdier-raser-etter-skatteforslag-fire-storeiere-med-papirtap-paa-12-mrd>

Norges Bank. (2023, 17 januar). *Investorrelasjoner.* Hentet 30.3. fra:

<https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/Investorrelasjoner/>

Norges Bank. (2022, December 31). *Valutakurser.* Wwww.norges-Bank.no.

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR>

Norges Bank. (2022a, 18 november). *Statsrenter.* Hentet 26.03.2023 fra:

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/syntetiske-renter/>

Norges Bank. (2022, 26. juli). *Nullkupongrenter.* Hentet 29.03.2023 fra:

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/statsrenter/>

Norges Sjømatråd. (2023). *Nøkkeltall.* Seafood.no.

<https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2022, June 7). *Fargeleggingen i trafikklyssystemet i havbruk er klar.* Regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/fargelegging-i-trafikklyssystemet-i-havbruk/id2917698/>

Oslo Børs. (17.2.2023). LSG. Hentet 17. februar 2023 fra

<https://e24.no/bors/instrument/LSG.OSE>

Pwc. (2022). *Risikopremien i det norske markedet.* Hentet fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Pwc. (2021, desember). *Risikopremien i det norske markedet.* Hentet fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>

Regjeringen. (28.09.2022). Grunnrenteskatt på havbruk. Hentet 30. januar fra

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>

Regjeringen - Høring - Grunnrente skatt på havbruk. (2022, September 28). Regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929159/?expand=horingsvar>

Rørhus, J. O. (2022, November 15). *Prisvekst på olje bidrar til sterk eksportverdi*. SSB.

<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/utenrikshandel-med-varer/artikler/prisvekst-pa-olje-bidrar-til-sterk-eksportverdi>

Salmar. (2022a, September 3). *NewsWeb*. Newsweb.oslobors.no.

<https://newsweb.oslobors.no/mess>

Thomassen, E., & Semet, T. (2022, October 27). *grunnrente*. Store Norske Leksikon.

<https://snl.no/grunnrente>

Thommesen. (2022, June 7). *Trafikklyssystemet i havbruk 2022-2024*. Wwww.thommessen.no.

<https://www.thommessen.no/aktuelt/trafikklyssystemet-i-havbruk-2022-2024>

Thommesen. (2022, September 28). Grunnrenteskatt på havbruk. Wwww.thommessen.no.

<https://www.thommessen.no/aktuelt/grunnrenteskatt-paa-havbruk>

Visma, u.å. Hentet fra:

<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/k/kapital>

Vøllestad, L. A., & Borgstrøm, R. (2022, May 10). *smolt*.

<https://snl.no/smolt>

Oversikt over figurer:

Figur 2-1 Traffiklyssystemet langs norges kyst. Skjerm bilde fra (Nærings og fiskeridepartementet, 2022).....	8
Figur 2-2: LSG sin EBIT-margin og årlige investering siden børsnotering i 2002. Skjerm bilde hentet fra (LSG, 2023).....	16
Figur 2-3: Verdikjeden til Lerøy.	26
Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2023, F1).....	31
Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2023c).....	49
Figur 5-2 Skille mellom drift og finansiering	61
Figur 5.3 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital	67
Figur 5-4 : Illustrasjon av rammeverk for forholdstallsanalyse fra (Knivsflå, 2023, F9)	73
Figur 6.1 Likviditetsgrad for Lerøy, 2016-2022	76
Figur 6.2-: Likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjen	77
Figur 6-3 Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	79
Figur 6-4 Rentedekningsgrad, 2016-2022	80
Figur 6-5 Egenkapitalprosent, 2016-2022.....	81
Figur 6-6 Netto driftsrentabilitet	82
Figur 7-1 Avkastning til Lerøy mot OSEBX, 2016-2022	89
Figur 7-2 Regresjonsanalyse av Lerøy mot OSEBX, 2016-2022	89
Figur 8-1 EBIT-Margin	100
Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap.....	114
Figur 9-2 Realvekst i BNP i verdensøkonomien	118
Figur 9-3 Inflasjon i verdensøkonomien	118
Figur 9-4 Historisk driftsinntektsvekst.....	119
Figur 9-5 Omløpshastighet netto driftseiendeler for Lerøy og bransjen	123
Figur 9-6 Budsjettert omløpshastighet netto driftseiendeler for Lerøy	124
Figur 9-7 Historisk netto driftsmargin	125
Figur 9-8 Budsjettert netto driftsmargin	127
Figur 9-9 Historisk finansiell gjeldsdel	128
Figur 9-10 Budsjettert finansiell gjeldsdel.....	129
Figur 9-11 Historisk finansiell eiendelsdel	130
Figur 9-12 Budsjettert finansiell eiendelsdel	131
Figur 10-1: 10-årig statsobligasjon (Norges bank, 2022).....	135
Figur 11-1 Konvergeringsprosedyre av verdierstatimtet	147
Figur 13-1 Handlingsstrategi 23. mai 2023	156

Oversikt over tabeller:

Tabell 2-1 Oppsummering av fiskefor. Skjerm bilde hentet fra (Lerøy, 2022a).....	13
Tabell 2-2 Finansielle nøkkeltall for Salmar	22
Tabell 2-3 Finansielle nøkkeltall MoWi.....	24
Tabell 4-1 Porters Five Forces	43
Tabell 4-2 Oppsummering VRIO	47
Tabell 4-3 SWOT-analysen	48
Tabell 5-1: Resultat.....	52
Tabell 5-2: Balanse	53
Tabell 5-3: Endring i egenkapital for Lerøy, 2016-2022.....	53
Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat for Lerøy, 2016-2022.....	54
Tabell 5-4a: Annet fullstendig resultat i perioden	55
Tabell 5-5: Fullstendig driftsresultat for Lerøy, 2016-2022	55
Tabell 5-6: Fullstendig finansresultat for Lerøy, 2016-2022	56
Tabell 5-7: Unormalt netto driftsresultat for Lerøy, 2016-2022	57
Tabell 5-8: Unormalt netto finansresultat for Lerøy, 2016-2022	58
Tabell 5-9: Selskapsskattesats, 2016-2022	58
Tabell 5-10: Finansinntektsskattesats, 2016-2022	58
Tabell 5-11: Netto finanskostnad	58
Tabell 5-12: Netto finansinntekt for Lerøy, 2016-2022.....	58
Tabell 5-13: Tall brukt til beregning av driftsskattesats	59
Tabell 5-14: Beregnet driftsskattesats og normalisert driftsskattesats for Lerøy, 2016-2022	59
Tabell 5-15: Fordeling av rapportert skattekostnad for Lerøy, 2016-2022	59
Tabell 5-16: Omgruppert resultatregnskap for Lerøy, 2016-2022	60
Tabell 5-17 : Driftsrelaterte og finansielle eiendeler.....	64
Tabell 5-18 Tabell av driftsrelatert og finansiell gjeld.....	65
Tabell 5-19: Omgruppering til sysselsatt kapital for Lerøy, 2016-2022	65
Tabell 5-20: Omgruppering til netto driftskapital for Lerøy, 2016-2022	65
Tabell 5-21: Omgruppering av kontantstrømmen til Lerøy, 2016-2022.....	65
Tabell 5-22: Omgruppering til sysselsatt kapital for Lerøy, 2016-2022	66
Tabell 5-23 Fri kontantstrøm til egenkapital, 2016-2022	67
Tabell 5-24: Justert netto driftsresultat for Lerøy i perioden.	69
Tabell 5-25: Omgruppert og justert resultatregnskap for Lerøy i perioden.....	69
Tabell 5-26: Justert sysselsatt kapital i perioden.	70
Tabell 5-27: Justert netto driftskapital for Lerøy i perioden.....	70
Tabell 5-28: Omgruppert og justert kontantstrøm for Lerøy i perioden.	70

Tabell 5-29 Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen i perioden 2016-2022	71
Tabell 5-30 Omgruppert og justert resultatregnskap, 2016-2022.....	72
Tabell 5-31 Omgruppert og justert netto driftskapital for bransjen, 2016-2022.....	72
Tabell 5-32 Omgruppert og justert kontantstrøm for bransjen i perioden.....	72
Tabell 5-33: Tidsvekting av årsrapporter for forholdstallanalyse i perioden.....	74
Tabell 6-1 Syntetisk rating (Knivsfå, 2023, F9).....	83
Tabell 6-2 Syntetisk rating for Lerøy i perioden	83
Tabell 6-3 Syntetisk rating for bransjen i perioden.....	84
Tabell 7-1 Årlige statsobligasjoner	86
Tabell 7-2 Risikofri rente, 2016-2022	87
Tabell 7-3 Estimert Beta for bransjen.....	89
Tabell 7-4 Justert egenkapitalbeta for bransjen	90
Tabell 7-5: Egenkapitalkrav for Lerøy etter skatt	92
Tabell 7-6: Minoritetskrav for Lerøy etter skatt.....	92
Tabell 7-7 Finansielt gjeldskrav	93
Tabell 7-8 Finansielt eiendelskrav for Lerøy, 2016-2022.....	94
Tabell 7-9 Implisitt finansiell eiendelsbeta.....	95
Tabell 7-10 Netto finansielt gjeldskrav	95
Tabell 7-11 Netto driftsbeta for Lerøy, 2016-2022	97
Tabell 7-12 Egenkapitalkrav CAPM, Egenkapitalkrav og Minoritetskrav	97
Tabell 7-13 Syssestatt kapitalkrav	98
Tabell 7-14 Netto driftskrav.....	98
Tabell 7-14 Oppsummering over historiske avkastningskrav for Lerøy, 2016-2022.....	98
Tabell 8-1 EBIT-Margin for Lerøy og Bransjen	100
Tabell 8-2 Omløpshastighet til netto driftskapital for Lerøy og komparative selskaper, 2016-2022.	100
Tabell 8-3 Netto driftsrentabilitet for Lerøy og komparative selskaper, 2016-2022.....	101
Tabell 8-4 Egenkapitalrentabilitet	102
Tabell 8-5 Strategisk fordel drift for Lerøy, 2016-2022	103
Tabell 8-6 Bransjefordel drift	104
Tabell 8-7 Ressursfordel drift for Lerøy, 2016-2022	105
Tabell 8-8 Marginfordel.....	106
Tabell 8-9 Netto driftsresultat fra egen virksomhet	106
Tabell 8-10 Vektet omløpsfordel.....	108
Tabell 8-11 Dekomponert ressursfordel	109
Tabell 8-12 Gearingfordel drift for Lerøy, 2016-2022.....	110
Tabell 8-13 Finansieringsfordel	111

Tabell 8-14 Strategisk fordel dekomponert	112
Tabell 8-15 Strategisk fordel.....	112
Tabell 9-1 Nominell vekst i BNP	119
Tabell 9-2 Driftinntektsvekt for Lerøy Seafood.....	121
Tabell 9-3 Budsjettert driftsinntekt.....	121
Tabell 9-4 Budsjettpunkter for budsjettert omløpshastighet netto driftseiendeler	123
Tabell 9-5 Budsjettert netto driftseiendeler for Lerøy.....	124
Tabell 9-6 Historisk driftsmargin med tidsvektet snitt.....	125
Tabell 9-7 Budsjettpunkter netto driftsmargin	126
Tabell 9-8 Budsjettert netto driftsresultat.....	127
Tabell 9-9 Budsjettpunkter finansiell gjeldsdel	129
Tabell 9-10 Budsjettert finansiell gjeld.....	129
Tabell 9-11 Budsjettpunkter finansiell eiendelsdel.....	130
Tabell 9-12 Budsjetterte finansielle eiendeler	131
Tabell 9-13 Netto finansiell gjeld	131
Tabell 9-14 Budsjettert netto finanskostnad.....	132
Tabell 9-15 Budsjettert netto finansinntekt.....	132
Tabell 9-16 Netto finansresultat.....	133
Tabell 9-17 Budsjettert minoritetsinteresser.....	133
Tabell 9-18 Budsjettert netto minoritetsresultat.....	133
Tabell 9-19 Budsjettert fremtidsregnskap for Lerøy i perioden 2023-2032	134
Tabell 9-20 Budsjettert sysselsatt kapital for Lerøy i perioden 2023-2032.....	134
Tabell 9-21 Budsjettert netto driftskapital for Lerøy i perioden 2023-2032.....	134
Tabell 9-22 Budsjettert fri kontantstrøm for Lerøy i perioden 2023-2032.....	134
Tabell 10-1 Risikofri rente etter skatt.....	136
Tabell 10-2 Netto driftsbeta	136
Tabell 10-3 Egenkapitalkrav og minoritetskrav	137
Tabell 10-4 Finansielt gjeldskrav	137
Tabell 10-5 Netto finansiell gjeldsbeta	138
Tabell 10-6 Finansielt eiendelskrav	138
Tabell 10-7 Finansiell eiendelsbeta	138
Tabell 10-8 Netto finansielt gjeldskrav	139
Tabell 10-9 Netto finansiell gjeldsbeta	139
Tabell 10-10 Sysselsatt kapitalkrav	139
Tabell 10-11 Netto driftskrav	139
Tabell 10-12 Oppsummering av krav	140
Tabell 10-13 Strategisk fordel for Lerøy	140

Tabell 10-14 Strategisk fordel for Lerøy	140
Tabell 11-1 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved Fri kontantstrøm til EK.....	142
Tabell 11-2 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved superprofittmodellen	143
Tabell 11-4 Verdi av minoritetsinteresser.....	144
Tabell 11-5 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved fri kontantstrøm fra drift-modellen ...	145
Tabell 11-6 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved fri superprofitt fra drift-modellen	145
Tabell 11-7 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved fri kontantstrøm til sysselsatte eiendeler-modellen	146
Tabell 11-8 Verdiestimat av egenkapital til Lerøy ved superprofitt fra sysselsatte eiendeler-modellen.....	146
Tabell 11-9 Oppsummering av verdiestimatene fra de ulike modellene	146
Tabell 11-10 Endimensjonal sensitivetsanalyse ved driftsinntektsvekst	149
Tabell 11-11 Endimensjonal sensitivetsanalyse ved netto driftsmargin	149
Tabell 11-12 Endimensjonal sensitivetsanalyse ved omløpet til netto driftseiendeler	149
Tabell 12-1 Verdiestimat P/E	151
Tabell 12-2 Verdiestimat P/B	151
Tabell 12-3 Verdiestimat EV/EBITDA.....	152
Tabell 12-4 Verdiestimat EV/EBIT	153
Tabell 12-5 Gjennomsnittlig aksjepris komparativ verdsettelse.....	154
Tabell 13-2 Endelig verdiestimat	156
Tabell 13-3 Sentiment i markedet. Tall hentet fra (Finansavisen, 2023).....	157