

# MASTEROPPGAVE

Emnekode: BE305E

Navn: Tony Jakobsen

---

## Verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA

---

Dato: 22.05.2023

Totalt antall sider: 54

## Sammendrag

Lerøy Seafood er et av Norges største sjømatsselskap i en av landets mest fremtredende sektorer. Hensikten med denne oppgaven er å estimere selskapets verdi ved utgangen av 2022, ved hjelp av både fundamental og komparativ verdsettelse, som krevde en serie av regnskaps- og strategiske analyser.

Strategisk analyse avdekket Lerøy som et sterkt selskap i en lovende bransje med positive utsikter, og påpekte flere styrker og muligheter. Dette ble bekreftet gjennom en regnskapsanalyse som viste at selskapet generelt har en solid økonomi.

Gjennom prognoser og antakelser om fremtidige kontantstrømmer, og ved bruk av en beregnet WACC, ble det estimert en egenkapitalverdi på 27,1 milliarder kroner, noe som ga en aksjepris på 45,60 kr i henhold til fundamental verdsettelse.

En komparativ verdsettelse, som inkluderte P/E, P/B og EV/KG-multipler for Lerøy og tre andre nøkkelspillere i sjømatindustrien, resulterte i en gjennomsnittspris på 63,01 kr per aksje for Lerøy. Etter å ha vektet den fundamentale verdsettelsen med 2/3 og den komparative verdsettelsen med 1/3, ble det endelige verdiestimatet 51,40 kr per Lerøy-aksje.

Sammenlignet med aksjeprisen på 55,15 kr den 30.12.2022, indikerer resultatene en overprising på 3,75 kr, eller 6,7%. Det resulterer dermed i en salgsanbefaling for Lerøy Seafood Group ASA.

## **Forord**

Denne masteroppgaven markerer avslutningen på mitt studie i Økonomi og Ledelse. Det har vært en lærerik prosess, hvor jeg har fått dybdeforståelse innen temaet verdsettelse av et børsnotert selskap.

Det har vært krevende å kombinere ulike faglige temaer og metoder i en sammenhengende oppgave, men det har også gitt meg verdifull innsikt og mulighet til å oppfriske kunnskap fra tidligere emner i studiet.

Jeg vil rette en takk til min veileder, Irena Kustec, for hennes verdifulle støtte og veiledning. Hun har vært tilgjengelig og gitt rask respons, noe det settes pris på.

## Abstract

Lerøy Seafood is one of Norway's largest seafood companies, operating in one of the country's most prominent sectors. The purpose of this thesis is to estimate the company's value at the end of 2022, employing both fundamental and comparative valuation methods. This involved a series of strategic and financial analyses.

Strategic analysis revealed Lerøy as a robust company within a promising industry with positive outlooks, demonstrating several strengths and opportunities. This was confirmed through a financial analysis, indicating that the company generally maintains a solid financial structure.

By crafting forecasts and assumptions about future cash flows, and using a calculated WACC (Weighted Average Cost of Capital), an equity value of NOK 27.1 billion was estimated. This resulted in a share price of NOK 45.60 according to the fundamental valuation.

A comparative valuation, which included P/E, P/B, and EV/KG multiples for Lerøy and three other key players in the seafood industry, resulted in an average share price of NOK 63.01 for Lerøy. After weighting the fundamental valuation at  $\frac{2}{3}$  and the comparative valuation at  $\frac{1}{3}$ , the final estimated value became NOK 51.40 per Lerøy share.

When compared with the share price of NOK 55.15 as of December 30, 2022, the results indicate an overpricing of NOK 3.75, or 6.7%. Thus, the findings result in a sell recommendation for Lerøy Seafood Group ASA.

.....	<b>0</b>
<b>1 Innledning</b> .....	<b>7</b>
1.1 Bakgrunn/Motivasjon for valg av problemstilling .....	7
1.2 Formål med oppgaven og definering av problemstilling .....	7
1.3 Struktur.....	8
<b>2 Beskrivelse av bransje og selskapet</b> .....	<b>9</b>
2.1 Oppdrettsnæringen .....	9
2.1.1 Historie .....	10
2.1.2 Utvikling.....	10
2.2 Lerøy Seafood .....	11
2.2.1 Historie .....	11
2.2.2 Forretningsområder og produkter .....	12
2.2.3 Økonomi og nøkkeltall.....	14
2.3 Konkurrenter i bransjen.....	14
2.3.1 MOWI .....	15
2.3.2 Salmar.....	15
2.3.3 Grieg Seafood .....	15
<b>3 Teoretisk grunnlag for verdsettelse</b> .....	<b>16</b>
3.1 Fundamental verdsettelse: .....	17
3.1.1 Totalkapitalmetoden .....	17
3.1.2 Egenkapitalmetoden .....	18
3.2 Komparativ verdsettelse:.....	19
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse: .....	19
3.4 Valg av verdsettelsesmodell.....	19
<b>4 Strategisk analyse</b> .....	<b>20</b>
4.1 PESTEL.....	20
4.1.1 Politiske forhold.....	20
4.1.2 Økonomiske forhold .....	22
4.1.3 Demografiske forhold.....	23
4.1.4 Teknologiske forhold .....	24
4.1.5 Miljømessige forhold.....	25
4.1.6 Juridiske forhold .....	25
4.1.7 Oppsummering.....	25
4.2 Porters fem krefter.....	26
4.2.1 Konkurrenter i bransjen:.....	26
4.2.2 Trussel for nye aktører i bransjen .....	27
4.2.3 Leverandørens forhandlingskraft .....	27
4.2.4 Kundens forhandlingskraft .....	27

4.2.5 Trusselen om substitutter (erstattetere) for produktene .....	28
4.2.6 Oppsummering.....	28
4.3 VRIO .....	28
4.3.1 Havbruk .....	29
4.3.2 Villfangst.....	29
4.3.3 Bearbeiding, salg og distribusjon .....	30
4.3.4 Oppsummering.....	30
4.4 SWOT.....	30
<b>5 Regnskapsanalyse .....</b>	<b>31</b>
5.1 Lønnsomhet.....	32
5.1.1 Resultatmargin (profit-margin) .....	32
5.1.2 Egenkapitalrentabilitet/ROE.....	32
5.1.3 Totalkapitalrentabilitet/ROCE .....	33
5.1.4 EBIT/KG.....	33
5.2 Kapitalstruktur og soliditet:.....	34
5.2.1 Gjeldsgrad.....	35
5.2.2 Egenkapitalandel .....	35
5.2.3 Finansieringsgrad 1.....	36
5.3 Likviditet .....	37
<b>6 Budsjettering av framtidige kontantstrøm (CF) .....</b>	<b>37</b>
6.1 Driftsinntekter .....	38
6.1.1 Slaktevolum .....	38
6.1.2 Laksepris .....	38
6.1.3 Driftsinntekter .....	39
6.2 Driftskostnader .....	40
6.3 Investeringer.....	40
6.3 Avskrivninger.....	41
6.4 Arbeidskapital .....	41
6.5 Kontantstrømoppstilling.....	41
<b>7 Estimering av avkastningskrav .....</b>	<b>42</b>
7.1 Egenkapitalkostnad .....	43
7.1.1 Risikofri rente .....	43
7.1.2 Beta.....	43
7.1.3 Markedsavkastning .....	44
7.2 Gjeldskostnad .....	44
7.3 WACC.....	44
<b>8 Verdsettelse.....</b>	<b>45</b>
8.1 Fundamental verdsettelse .....	45
8.1.1 Terminalverdi .....	45
8.1.2 Selskapsverdi .....	45

8.1.3 Egenkapitalverdi .....	46
8.1.4 Aksjekurs .....	46
8.2 Justert for grunnrenteskatten .....	46
8.3 Komparativ Verdsettelse .....	47
<b>10 Konklusjon .....</b>	<b>48</b>
<b>Litteraturliste: .....</b>	<b>50</b>

# 1 Innledning

## **1.1 Bakgrunn/Motivasjon for valg av problemstilling**

I denne masteroppgaven skal jeg foreta en verdivurdering av Lerøy Seafood Group ASA. Jeg har valgt verdsettelse som tema fordi at det gir meg muligheten til å anvende mye kunnskap vi har hatt som pensum i løpet av studiet, samt å utvikle mine evner til å benytte disse teoriene i praksis. Jeg syntes faget «verdsettelse og lønnsomhetsanalyse» var interessant og behersket dette godt, noe som også bidro til valget av dette som tema. Det å verdsette et stort selskap som Lerøy Seafood, er en krevende og grundig prosess, som kan gi meg ekstra kompetanse jeg trolig vil dra nytte av når jeg skal starte arbeid innenfor revisjon til høsten.

Valget falt på ett havbruksselskap som verdsettelsesobjekt fordi at de tilhører en voksende og spennende bransje, som er veldig viktig for den norske økonomien som helhet. Jeg har en ekstra tilknytning og interesse for sjømatnæringen, i og med at jeg er oppvokst i en liten nordnorsk kommune der oppdrett er veldig utbredt, samt at jeg er delvis aktiv innen fiskerinæringen selv. Dette har endt i at det falt naturlig for meg å skrive om et selskap i samme bransje.

Etter å ha bestemt meg for å velge noe innen sjømatnæringen, så jeg etter selskap som er børsnotert og som er godt etablert med stabil profitt. Det måtte da bli en av de store selskapene og valget falt for min del på Lerøy Seafood.

## **1.2 Formål med oppgaven og definering av problemstilling**

Formålet med oppgaven er å bruke relevante verdsettelsesteorier, samt ulike analyser for å komme frem til en beregnet aksjeverdi for aksjen til Lerøy Seafood ASA per 30.12.2022. Utrechnet verdi skal så sammenlignes med den gjeldende aksjepris på Oslo børs, for å konkludere om aksjen er riktig eller feilpriset.

I denne utredningen har jeg basert meg utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon og tall. Dette er fordi det skal gjøres fra en investors perspektiv, med den hensikt at en investeringsbeslutning skal tas.

Jeg ønsker å komme med et verdiestimat som gjenspeiler selskapets faktiske verdi.

Verdiestimater er basert på anslag om en usikker fremtid og vil som følger av dette være underlagt forutsetninger, antakelser og forenklinger av virkeligheten.



### **1.3 Struktur**

Dette masterprosjektet tar for seg en analyse og verdsettelse av Lerøy Seafood Group. I dette første kapittelet blir det gitt en innledning til oppgaven, med bakgrunn, motivasjon og valg av problemstilling.

I kapittel 2 gis det en oversikt over bransjen Lerøy opererer i, samt en beskrivelse av selskapet selv. Det inkluderer også ett innblikk i selskapets konkurrenter for å gi en forståelse av konkurransebildet.

I det tredje kapittelet, gir jeg en oversikt over det teoretiske grunnlaget for verdsettelsen. Det vil inkludere en diskusjon angående hvilke modeller og metoder som er mest hensiktsmessige for å verdsette Lerøy Seafood Group.

Det fjerde kapittelet består av en strategisk analyse av Lerøy, inkludert en undersøkelse av selskapets konkurransefortrinn. Dette inkluderer PESTEL-analyse, Porter's five forces, VRIO og SWOT-analyse.

I kapittel 5 utføres en regnskapsanalyse, hvor jeg ser på selskapets lønnsomhet, soliditet og likviditet.

Det sjette kapittelet handler om budsjettering av fremtidige kontantstrømmer. Her vil det bli satt opp forutsetninger og antakelser for fremtiden og disse blir brukt i kontantstrømbudsjettingen.

I kapittel 7 estimeres WACC (Weighted Average Cost of Capital), som vil være grunnlaget for diskontering av fremtidige kontantstrømmer.

Kapittel 8 tar for seg selve verdsettelsen av selskapet. Her blir det benyttet en fundamental verdsettelsesmodell, supplert med relativ verdsettelse.

Oppgaven avsluttes med en konklusjon i kapittel 9, hvor de viktigste funnene blir oppsummert, og det gis ett estimat av Lerøy Seafood Groups aksjepris og anbefalt handelsstrategi.

## 2 Beskrivelse av bransje og selskapet

### 2.1 Oppdrettsnæringen

Sjømatnæringen er utvilsomt svært lønnsom og utbredt i Norge. Norge har en lang kystlinje som alltid har vært ideell for fiske og havbruk. Nordmenn har vært aktive innen fiske- og fangst siden steinalderen (SNL, 2023). Det aller eldste og mest tradisjonsrike innen sjømat er altså villfisk-fangst. Når det kommer til oppdrett, det å fø opp fisk i fangenskap, så er dette en noe mer nytt og «moderne» måte å skape mat og verdi.

Norge er verdens desidert største produsent av laks. I Norge er det stort sett bare laksefisk (atlantisk laks, regnbueørret og sjørøye) som produseres, med 98,8% av all Norsk fiskeoppdrett (Misund, 2023).

Art ☺	Mengde (tonn) ☺	Verdi (millioner kroner) ☺
Atlantisk laks	1 546 121	76 316
Regnbueørret	88 831	3 772
Rognkjeks		408
Berggylt		182
Torsk	1 662	67
Kveite	2 716	267
Røye	501	31
Andre arter	350	29
Totalt	1 640 181	81 072

Tabell 1 Fiskeoppdrett i Norge, 2021 (SNL, 2023) <https://snl.no/fiskeoppdrett>

Når det kommer til oppdrett på verdensbasis, er det Asia, med Kina i spissen som står for majoriteten av verdens fiskeoppdrett. Nesten 90 prosent av oppdrett skjer i Asia, og Norge står for bare 2,4 prosent, målt i mengde fisk og ca. 5% målt i verdi. (Misund, 2023).

Art / gruppe ☺	Mengde (tonn) ☺	Verdi (millioner kroner) ☺
Karpefisker	30 544 737	555 478
Tilapia og andre ciklider	5 898 793	94 784
Andre ferskvannsfisker	9 944 402	208 868
Laksefisker	3 319 715	161 423
Ål	286 375	17 957
Stører	105 267	5 442
Andre diadrome arter *)	1 245 986	16 475
Flyndrer	190 243	12 121
Tunfisk	37 973	5 071
Andre marine arter	2 517 658	85 915
Totalt	54 091 148	1 163 534

### 2.1.1 Historie

Allerede på 60- og 70-tallet begynte det å bli utført forsøk med ulike laksearter, oppdrettsteknikker og ernæring. På slutten av 1960-tallet satte brødrene Ove og Sivert Grøntvedt fra Hitra ut den første unglaksen i sjøen og utviklet også en åttekantet bademerd. Historiens første oppdrettslaks ble slaktet i 1971. Dette tidlige banebrytende arbeidet la grunnlaget for moderne fiskeoppdrett i Norge. (Misund, 2023). Etter den tid har utviklingen bare gått en vei. I dag fins det ca. 1000 oppdrettslokaliteter langs norskekysten og nesten 200 havbruksselskap. (laks.no, u.å).

Etter hvert som denne nye industrien økte i skala, kom det naturligvis nye regler og begrensninger, knyttet til blant annet konsesjoner. Norske myndigheter har spilt en nøkkelrolle i utviklingen av Norges landbruksnæring gjennom statlig regulering og forvaltning og bransjen har vært underlagt strenge konsesjonskrav siden 1973. En merkverdig milepæl innen oppdrettsbransjen var da oppdretsloven ble endret i 1991, noe som gjorde det mulig å inneha flere konsesjoner, samt at kravene til lokal tilhørighet ble mildere. (UIB, u.å). Dette førte naturligvis til at det ble færre og større eiere. Denne utviklingen kan sammenliknes med den pågående liknende utviklingen i fiskerinæringen, der det blir færre og færre småsjarker og store trålere tar mer av andelen. Dette er naturlig dersom man tenker effektivitet og profitt, men det er mange som er imot en slik utvikling.

### 2.1.2 Utvikling

Som sagt ble norsk oppdrett i sjø startet tidlig 70-tallet og har siden da gått gjennom enorme utviklinger, knyttet til forskning, teknologi og effektivisering. Det har nå blitt Norges nest største eksportvare, kun slått av olja. Både oljenæringa og oppdrettsnæringa har kritikere, men olje har definitivt mest negativt omtale av disse to. Norge har lenge levd godt på olja, men vi ser at det i økende grad blir mer elektrisk og det siktes mot mindre oljeproduksjon. Denne utviklingen tyder på at det i fremtiden vil være sjømat, med oppdrett i spissen, som vil være Norges viktigste eksportvare.

Eksportverdien av laks har hatt jevn og god økning over lang tid, spesielt i de senere årene.



Figur 1: Eksportverdi av laks de siste 10 år (Norges sjømatråd, 2022).

Vi ser i figuren at det eneste året det ikke var vekst var i 2020 og det skyldes koronapandemien og dens medfølgende vanskeligheter. 2022 er ikke inkludert i figuren, men ifølge TV2 (2023) var fjoråret ett nytt rekordår, med total sjømateksport verdt 151,4 milliarder kroner. Oppdrettssektoren, og da spesielt laks, sto for majoriteten av denne verdien. Vi ser allerede nå tidlig i 2023 at det er rekordhøye fiskepriser, noe som tyder på at det igjen vil bli ett godt år for næringen. Så gjenstår det å se hvor stor innvirkning den nylig innførte grunnrenteskatten vil ha på norske havbruksbedrifter.

## 2.2 Lerøy Seafood

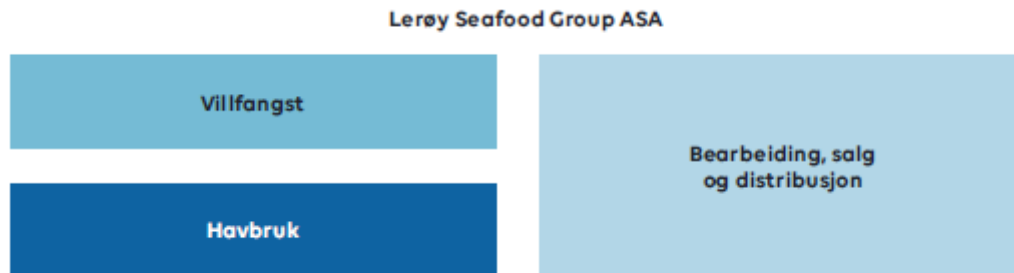
### 2.2.1 Historie

Ifølge Lerøy (2022) kan man spore deres aktivitet helt tilbake til 1800-tallet. Da rodde fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen til Bergen for å selge levende fisk han hadde med i fiskekister. Det ble etablert selskap først i 1939, kalt Hallvard Lerøy AS. Selskapet slet i perioder med dårlige marginer og endret strategi flere ganger i løpet av 1900-tallet. Like før 2000-tallet var det økte kundekrav og gode vekstmuligheter innen havbruk. De bestemte seg da for å åpne for eksterne finansielle investorer. Dette ledet til mange store investeringer i havbruksnæringen. Konsernet ble i 2002 børsnotert, og sørget for god tilgang på kapital. Denne tilgangen på kapital, i tillegg til kompetanse, har vært kritiske faktorer for å utvikle konsernet til å bli ett hel-integrert, globalt sjømatkonsern. Konsernet har gjennomført en

rekke oppkjøp, investeringer og utvidelser. Lerøy Seafood selger i dag sjømat til over 80 markeder rundt om i verden, de har over 60 selskaper og neste 5500 ansatte totalt. (Lerøy, 2022).

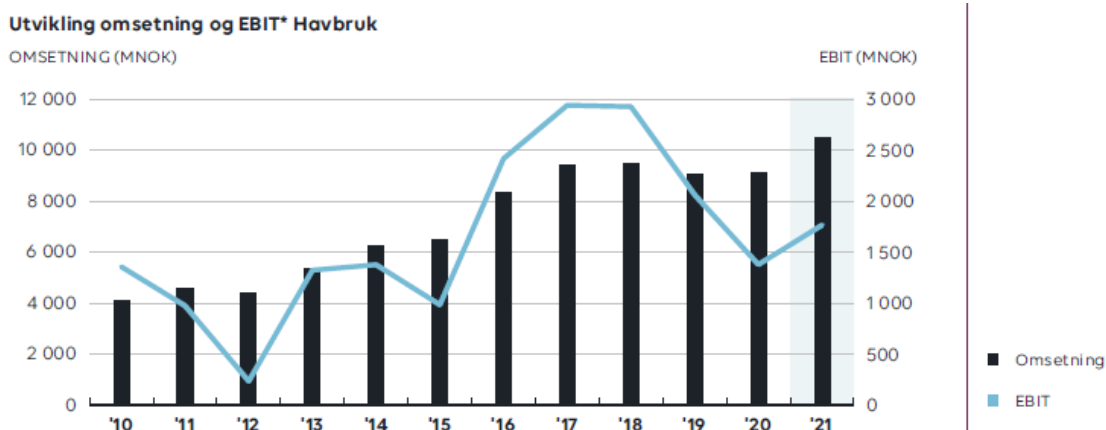
## 2.2.2 Forretningsområder og produkter

Innad i konsernet Lerøy Seafood ASA drives det i hovedsak i tre segmenter: «havbruk» «villfangst», og «bearbeiding, salg og distribusjon».



Figur 2: Segmenter (Lerøy, 2022)

Innen segmentet havbruk er det produksjon av egenprodusert laks og ørret, gjennom konsernets helintegreerte verdikjede. Dette drives i regionene nord (Lerøy Aurora), midt, og vest (Lerøy Sjøtroll). Hovedfokus innen havbruk er å ha stabil og økende produksjon, noe som kan oppnås ved å fokusere på viktige verdidrivere som kvalitet, produksjonshastighet, overlevelse, lusekontroll og medfølgende kostnader. De seneste årene har det vært mye fokus og satsing på RAS-teknologi, som innebærer å la smolten bli større på land før den sjøsettes. Det tenkes at større og mer robust smolt fører til høyere produksjon og lavere kostnader. Slaktevolumet innen havbruk-segmentet var i 2021 187 000 tonn, driftsresultat på over 1,7 milliarder og er med dette det største segmentet i konsernet. (Lerøy, 2022)

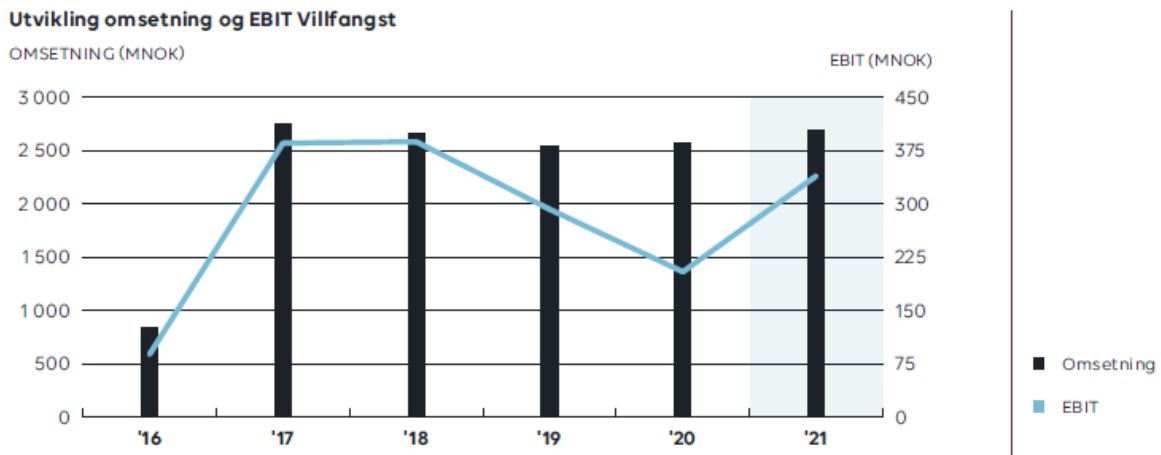


Figur 3: Utvikling omsetning og EBIT Havbruk. (Lerøy, 2022)

Villfangst-segmentet fungerer slik at det blir drevet fiskeri gjennom datterselskapet Lerøy Havfisk. De har totalt ti trålere, som til sammen har tillatelse til å fiske 10% av den totale

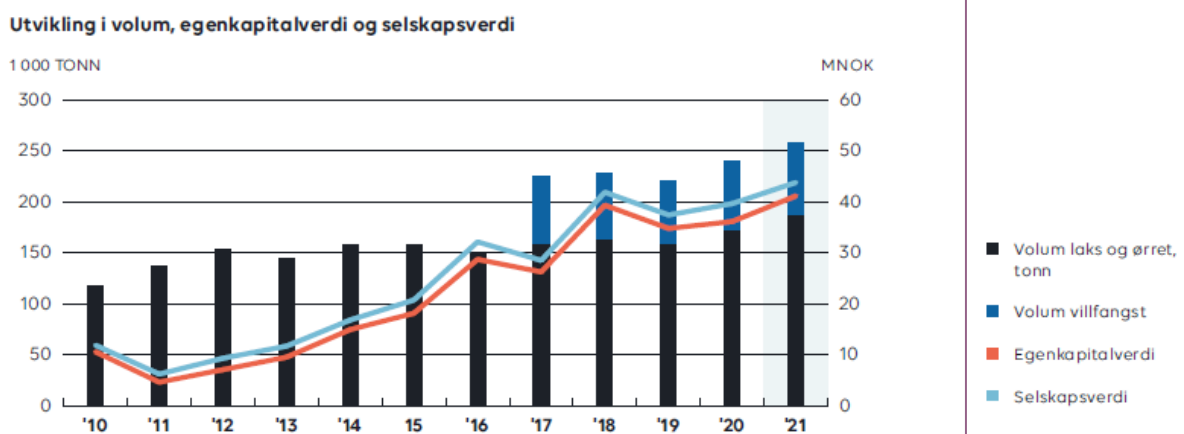
norske torskekvote nord for 62 breddegrader. Dette utgjør 30% av all trål-kvota. Utenom torsk så fanges det også betydelige mengder av sei og hyse. I tillegg til fiskebåtene, eier de en rekke fiskemottak/foredlingsanlegg langs kysten, som tar imot fisk fra også andre fiskere.

Lerøy Havfisk hadde i 2021 et fangstvolum på 72 000 tonn og segmentet villfisk bidro med ett driftsresultat på 340 millioner kr. (Lerøy, 2022)



Figur 4: Utvikling omsetning og EBIT Villfangst. (Lerøy, 2022)

Segmentet «bearbeidelse, salg og distribusjon» har som oppgave å behandle produktene, finne kjøperne, tilpasse seg etter forbrukernes ønsker og selge gode sluttprodukter til dem. Takket være den godt utviklede verdikjeden innad i konsernet, har de tilgang på laks, ørret, hvitfisk og skaldyr. Dette, i tillegg til deres tilstedeværelse i over 80 markeder, gjør at de har gode forutsetninger for å kunne levere ett godt og tilpasse produkt rundt om i verden. (Lerøy, 2022)



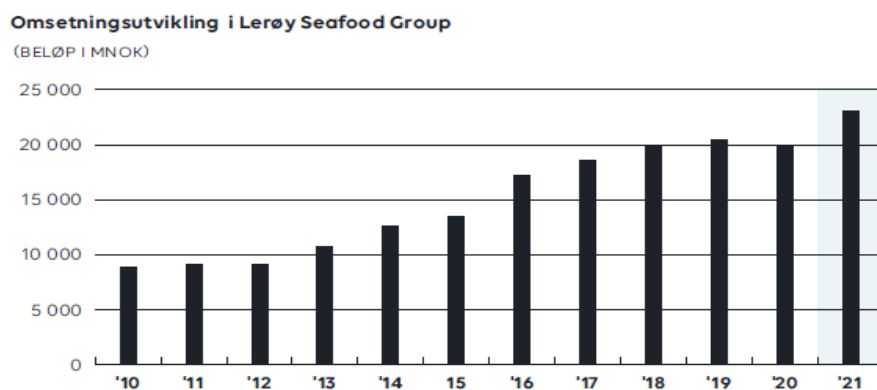
Figur 5: Utvikling i volum, egenkapital og selskapsverdi. (Lerøy, 2022)

Vi ser ut fra figuren at det har vært god vekst og at laks/ørret utgjør en mye større andel enn villfangst.

### 2.2.3 Økonomi og nøkkeltall

Alle konsernets segmenter hadde bedre inntjening i 2021 enn i 2020, noe som følgelig resulterte i en meget positiv utvikling totalt sett for Lerøy. Økning i omsetning var på 16% fra året før. En av de sentrale årsakene til den økte lønnsomheten er knyttet til økt etterspørsel og høyere priser, samt gjennomføringen av operasjonelle forbedringer. Disse faktorene har sammen bidratt til en positiv utvikling for selskapet, og har vært viktige faktorer bak økningen i inntjening. (Lerøy, 2022).

Driftsresultat (etter verdijustering) økte til 3,6 milliarder fra 1,1 milliarder året før og driftsmargin økte til 15,6% fra 5,6%. Utbytte per aksje var 2kr i 2021, men planlagt utbytte i 2022 var økt til 2,5kr. Dette kom etter et sterkt resultat per aksje på 4,42 i 2021. (Lerøy, 2022). Det er verdt å merke seg at de store økningene fra 2020 til 2021 skyldes mye at «korona-året» 2020 hadde en rekke utfordringer knyttet til pandemien. Når det er sagt, så kan vi sammenligne med hvilket som helst av de tidligere år og det har fortsatt vært positiv utvikling i omsetning.



Figur 6: Omsetningsutvikling i Lerøy Seafood Group. (Lerøy, 2022)

## 2.3 Konkurrenter i bransjen

I Norge eksisterer det flere børsnoterte oppdrettsselskaper som opererer innenfor samme bransje. For å kunne sammenligne Lerøy med andre liknende selskaper, har det størst mening å velge ut de som også er notert på Oslo børs. Etter rask undersøkelse, har jeg funnet at «Bakkafrost» og «Austevoll Seafood» etter min mening ikke kan regnes som passende konkurrenter å sammenliknes med, da Bakkafrost ikke opererer i Norge og Austevoll er majoritetseier i Lerøy Seafood. Dermed vil det være mer hensiktsmessig å velge tre selskaper som kan anses som passende konkurrenter for Lerøy. Disse selskapene er Mowi (Marine Harvest), Salmar og Grieg Seafood. Alle tre selskapene opererer hovedsakelig i Norge og

benytter en lignende produksjonsmetode, selv om de skiller seg i størrelse. Mowi er desidert størst, Grieg Seafood er minst, mens Salmar er omtrent på størrelse med Lerøy.

For å presentere disse selskapene og sammenligne dem, vil det bli brukt finansielle tall som er hentet fra de gjeldende selskapenes årsrapporter. Disse tallene vil gi innsikt i selskapenes økonomiske ytelse og deres evne til å generere inntekt.

### 2.3.1 MOWI

Mowi er en ledende aktør i sjømatindustrien og regnes som verdens største og mest bærekraftige selskap innenfor dette området. Mowi har en betydelig posisjon som oppdretter av atlantisk laks, og står for hele 20% av det globale markedet med et høstingsvolum på 466 000 tonn i 2021. Selskapet har en integrert verdikjede som strekker seg fra rogn til ferdig produkt, og benytter sitt eget fôr som er sertifisert som miljøvennlig og spesielt utviklet for Mowi-laksen. De leverer sjømat til over 70 land og har 11 800 ansatte. (Mowi, 2022). Dette med egen for-produksjon er ett område hvor Mowi skiller seg fra resten av konkurrentene i sammenlikningen.

Resultatet for 2021 inkluderte en EBIT på 602,2 millioner euro (6 614 millioner NOK) og et resultat på 487,9 millioner euro. Utbetalt utbytte på 4,45 kroner per aksje og (underliggende) fortjeneste på aksje var 0,71 euro. ROCE var 13,4%. Egenkapitalandel var 54,6% (Mowi, 2022).

### 2.3.2 Salmar

Salmar er en godt utviklet lakseoppdretter og har sine røtter fra Frøya i Trøndelag. De har sin hoved drift i Norge, men har også blitt majoritetseier i Icelandic Salmon fra Island. En viktig del av Salmars strategi er satsing på oppdrett i åpent hav og de er ifølge deres årsrapport (2022) ledende aktør innen dette satsningsområdet. De har en integrert verdikjede, fra rogn til ferdig produkt, men produserer ikke eget fôr til fisken.

Salmar hadde i 2021 15 milliarder nok i omsetning og 2,67 milliarder i profitt etter skatt. EPS var 22,61 nok og 20 nok i utbytte per aksje. Egenkapitalandel var 55% (Salmar, 2022).

### 2.3.3 Grieg Seafood

Grieg Seafood er nokså lik dem andre med tanke på drift og produkt, men er uten tvil det minste av selskapene. De er norskeide og ble etablert først i 1992. De hadde i 2021 et slaktevolum på 75 601 tonn og omsatte for 4,6 milliarder kr, med profitt lik 604 millioner.



Egenkapitalandel er 52% og EPS var 10,7kr. Det har ikke blitt betalt utbytte de siste årene. ROCE var 6% i 2021. (Grieg Seafood, 2022).

### 2.3.4 Sammenlikning

	Mowi	Salmar	Grieg	Lerøy
Totale eiendeler (mill nok)	68 753	13 665	10 714	34 193
Slaktevolum (tonn)	466 000	182 000	75 601	186 635
Omsetning (mill nok)	46 156	15 044	4 599	23 073
Resultat etter skatt (mill nok)	5 360	1 792	604	2 781
ROCE	13,40 %	24 %	6 %	17 %
Egenkapitalandel	54,60 %	55 %	52 %	56,50 %

Tabell 3: Selskapenes nøkkeltall

I tabell 3 kan vi sammenligne bedriftenes nøkkeltall. Tallene er fra selskapenes årsrapporter for regnskapsåret 2021, da dette er seneste tilgjengelige årsrapport i skrivende stund.

Jeg vil påpeke at Lerøys slaktevolum, som er oppgitt i tabellen, bare inkluderer oppdrett. I tillegg til dette har de 71 521 tonn villfangst av hvitfisk. Dette forklarer hvorfor Lerøy har betydelig høyere omsetning enn Salmar, på tross av ganske så likt slaktevolum.

Alle fire aktørene har høy og nokså lik egenkapitalandel, men Lerøy stiller her sterkest med sine 56,5%. Også på ROCE, avkastning på sysselsatt kapital, er de i det øvre sjiktet, kun slått av Salmar. På slaktevolum, omsetning og resultat er Mowi klart størst og best, Grieg minst og Lerøy slår Salmar til andreplass, mye grunnet drahjelp av deres villfisk-segment.

## 3 Teoretisk grunnlag for verdsettelse

Det man ønsker å oppnå i en verdsettelse er å komme frem til verdien av ett selskap. I denne oppgaven vil jeg gjøre akkurat det, i form av å finne den «riktige» aksjeprisen til Lerøy Seafood. Det er dog ulike metoder/modeller som kan benyttes for å nå dette målet.

Ifølge Damadoran (2012) er det følgende tre hovedtyper som benyttes: fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse.

### 3.1 Fundamental verdsettelse:

Fundamental verdsettelse er en metode som følger en inntjeningsbasert tilnærming, hvor selskapet blir verdsatt ved hjelp av å beregne fremtidige kontantstrømmer og kalkulerer nåverdi av disse (Kaldestad & Møller, 2016). Ifølge Damadoran (2012) regnes dette som den grunnleggende metoden for verdsettelse, som andre teknikker bygger på.

Fundamental verdsettelse av et selskap tar utgangspunkt i regnskapsanalyse og en kvalitativ analyse av selskapet og bransjen, begge basert på offentlig tilgjengelig informasjon som for eksempel årsrapporter. Dette danner grunnlaget for et prognoseregnskap som skal brukes til å beregne selskapets verdi ved å neddiskontere forventede kontantstrømmer med et utregnet avkastningskrav. Historisk regnskapsinformasjon er viktig for å identifisere trender og muligens si noe om fremtidig inntjening.

To hovedteknikker brukes vanligvis for fundamental verdivurdering: egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden (Damodaran, 2012). Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte, mens totalkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte.

#### 3.1.1 Totalkapitalmetoden

Indirekte verdivurdering av egenkapitalen, som gjøres i totalkapitalmetoden, utføres ved at man bruker selskapets totale kontantstrøm, neddiskontert, og til slutt trekker fra gjeld for å komme frem til egenkapitalverdi. Totalkapitalmetoden bruker WACC, som er avkastningskrav for både gjeld og egenkapital.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(FCFF)_t}{(1+WACC)^t} + \frac{E(FCFF)_{n+1}}{(WACC-g)} * \frac{1}{(1+WACC)^n} - \textit{netto finansiell gjeld}$$

Formelen over er fra Kaldestad & Møller (2016) og viser hvordan man finner verdien av egenkapitalen ved hjelp av den indirekte metoden (totalkapitalmetoden). Kort forklart så er første ledd i formelen er sum av alle neddiskonterte kontantstrømmene. Man prognostiserer som regel bare for noen få år frem i tid (grunnet økende usikkerhet) og bruker deretter en terminalverdi, som finnes i andre ledd av formelen. Her blir det brukt Gordons vekst-formel. Denne terminalverdien diskonteres ned, før det i siste ledd trekkes fra netto finansiell gjeld. FCFF er fri kontantstrøm til totalkapitalen og regnes ifølge regnes ifølge Kaldestad & Møller (2016) ut slik:

Fri kontantstrøm til totalkapitalen	
	Inntekter
-	Kostnader før avskrivninger
=	<b>EBITDA</b>
-	Av- og nedskrivninger
=	EBIT
-	Skatt på EBIT
=	<b>Driftsresultat etter skatt</b>
+	Av- og nedskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
=	<b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)</b>

Tabell 4: Fri kontantstrøm til totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016)

Selv om Egenkapital- og totalkapitalmetoden tar utgangspunkt i forskjellige kontantstrømmer og diskonteringsrater (avkastningskrav), vil de likevel gi samme verdierestimat på egenkapitalen dersom de brukes konsistent. Dette ble påpekt av Damodaran i 2012 (s. 14).

### 3.1.2 Egenkapitalmetoden

Det at egenkapitalen verdsettes direkte, vil si at man her bruker *kontantstrømmene til egenkapital (FCFE)*. Dette regnes ut slik:

Fri kontantstrøm til egenkapitalen	
	Driftsresultat etter skatt
+	Netto av- og nedskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
+/-	Endring lån
=	<b>Fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)</b>

Tabell 5: Fri kontantstrøm til egenkapitalen (Damodaran, 2012).

Disse fremtidige kontantstrømmene blir så neddiskontert ved å bruke *egenkapitalens avkastningskrav*:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(FCFE)_t}{(1 + k_e)^t} \quad (\text{Kaldestad \& Møller, 2016})$$

Alt i alt er denne metoden ellers lik totalkapitalmetoden, bare man husker å bruke riktig kontantstrøm og avkastningskrav.

Man har også muligheten til å bruke *dividendemodellen*. Her ser man heller på utbyttene man får for å holde aksjen, istedenfor kontantstrømmen. Fremtidig utbytte neddiskonteres med egenkapitalkrav og om det forventes vekst i utbytter kan man også bruke Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016).

### **3.2 Komparativ verdsettelse:**

Komparativ verdsettelse er den vanligste tilnærmingen analytikere bruker for å vurdere verdien til ett selskap. Dette innebærer å sammenligne relative verdier estimert ved bruk av multipler og sammenligne med andre lignende selskaper. Bak denne metoden ligger økonomisk teori om «loven om én pris», som sier at identiske eiendeler bør selges til samme pris (Pinto, 2020, s.116). Gjennom bruk av en pris-multippel kan en vurdere om en eiendel er riktig priset, undervurdert eller overvurdert. Utfordringen her kan være å finne passende selskaper å sammenligne verdiene mot. (Pinto, 2020) Det fins en rekke ulike multiplikatorer, men noen av de som benyttes oftest er ifølge Damodaran (2012): Pris/Fortjeneste, Pris/Bok, Pris/Salg og EV/EBITDA.

En annen metode som kan brukes er å sammenlikne selskapets substansverdi med tilsvarende for ett liknende selskap. Denne metoden tar utgangspunkt i hva de totale eiendelene (minus gjeld) kan selges for i markedet. Dette er vanlig i for eksempel eiendomsmarkedet. (Kaldestad & Møller, 2016).

### **3.3 Opsjonsbasert verdsettelse:**

Dersom et selskap har patenter, spesielle rettigheter eller lignende, kan det være at dette tilfører selskapet en høyere verdi enn det man kommer frem til i andre verdsettelsesmetoder. I slike tilfeller kan opsjonsbasert verdsettelse være ett godt supplement til for eksempel fundamental kontantstrøm-analyse som alene ikke hensyntar disse fordelene eller fleksibiliteten (Kaldestad & Møller, 2016). Voksende selskaper i oppstartsfasen er eksempel på situasjoner der opsjonsbasert verdsettelse kunne vært egnet.

### **3.4 Valg av verdsettelsesmodell**

Når man skal verdsette ett selskap, ønsker man som analytiker å velge en verdsettelsesmodell som er passende i forhold til tilgjengelig informasjon som skal brukes som input.

Informasjonens tilgjengelighet vil ofte begrense valget av modell, samt måten den blir brukt på (Pinto, 2020, s.128)

For å verdsette Lerøy, som er et børsnotert selskap, må det gjøres en grundig analyse av historisk regnskapsdata. Selskapets historie strekker seg langt tilbake, og det stilles strenge krav til rapportering. Dette gjør at jeg og andre eksterne analytikere har god tilgang på pålitelig informasjon. Videre er det flere bedriftsspesifikke faktorer som er relevante for valg

av verdsettelsesmetode, inkludert selskapets bransje, fase i livssyklusen og framtidsutsikter. Oppdrettsnæringen kan vise til lang og stabil inntjening, noe som tilsier at bransjen og Lerøy er i en moden fase. På grunnlag av dette mener jeg at en fundamental verdsettelsesteknikk er godt egnet for å verdsette selskapet og mer konkret har jeg valgt å bruke kontantstrømmetoden.

Videre har jeg bestemt meg for å bruke komparativ verdsettelse som et supplement til fundamental verdsettelse. Dette gjøres for å få bedre treffsikkerhet på estimatet og for å styrke troverdigheten til resultatet. I og med at vi har flere andre store oppdrettselskaper, som også er børsnotert og driver i utgangspunktet ganske likt som Lerøy, passer det bra å bruke disse innenfor komparativ verdsettelse. Alle selskapene i bransjeutvalget produserer samme produkt og blir likt påvirket av eksterne faktorer.

## **4 Strategisk analyse**

Jeg vil i dette kapitlet utføre en strategisk analyse, både intern og ekstern analyse. Jeg vil benytte meg av rammeverkene «PESTEL», «Porters five forces» og «VRIO». PESTEL og PFF vil være gode hjelpeverktøy for å analysere eksterne forhold, mens VRIO ser på det interne innad i Lerøy. Avslutningsvis vil jeg oppsummere både internt og eksternt ved hjelp av en SWOT-analyse.

### **4.1 PESTEL**

PESTEL er en analyse som tar for seg makroomgivelsene og står for «political», «economic», «sociocultural», «technological», «environmental» og «legal» (Sander, 2020). Den ser altså på disse ulike eksterne forhold som kan påvirke bransjen. Oversatt til norsk blir disse forholdene henholdsvis: politiske, økonomiske, sosiokulturelle/demografiske, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold.

#### **4.1.1 Politiske forhold**

Sjømatnæringen er en veldig stor næring og det medfølger naturligvis politiske regler og restriksjoner som må overholdes. På samme måte som fiskerinæringen blir regulert i form av fiskekvoter, blir havbruksnæringen regulert i form av konsesjoner. Det er altså en *tillatelsesbasert næring*. En slik tillatelse fungerer ifølge fiskeridirektoratet (u.å) slik at når

man innehar tillatelse, innebærer det at man får spesielle fordeler, inkludert muligheten til å drive eksklusivt på offentlig eiendom, under forutsetning av at man overholder vilkårene satt av myndighetene og bidrar til økt verdiskaping både lokalt og nasjonalt. I en slik tillatelse/konsesjon er det spesifisert selskapets og lokasjonens maksimalt tillatte biomasse (MTB), som sier hvor mange kg levende fisk som maksimalt kan ha i havet. Normal størrelse på en konsesjon er 945 tonn i Troms/Finnmark og 780 tonn i resten av landet (Fiskeridirektoratet, u.å). Fordelen til oppdrettsnæringen, i forhold til fiskerinæringen, er at de produserer fisken selv, slik at det blir ikke her et problem at «havet fiskes tomt». Dette legger til rette for at det kan gis tillatelse til å kontinuerlig øke produksjonsnivå, dersom de andre eksterne faktorene tilsier at dette kan gjøres på en bærekraftig måte.

Foruten om regulering i form av konsesjoner, er det en annen viktig faktor som styres av politisk hold, nemlig skatt. Havbruksnæringen har siden starten hatt samme skatt som øvrige næringer, med vanlig skattesats på rundt 20-25%, i tillegg til konsesjons- og produksjonsavgift. Nå kan dette bli endret på fremover, i form av en mye omdiskutert grunnrenteskatt.

Grunnrenteskatt er ifølge Stranden (2022) en ekstraskatt til selskaper som tjener på å bruke våre naturressurser i driften sin. De som har en slik skatt fra tidligere er oljenæringen og vannkraftsnæringen.

Regjeringen og mange andre mener at det skulle bare mangle at havbruksnæringen også skal betale for deres bruk av naturen, fellesskapets ressurser. Regjeringen har foreslått å innføre en grunnrenteskatt for oppdrett på 40 %. Dette vil komme på toppen av vanlig selskapsskatt (som er 22% i år) og resulterer i en samlet effektiv marginalsatt på 62% (regjeringen, 2022, 28. september).

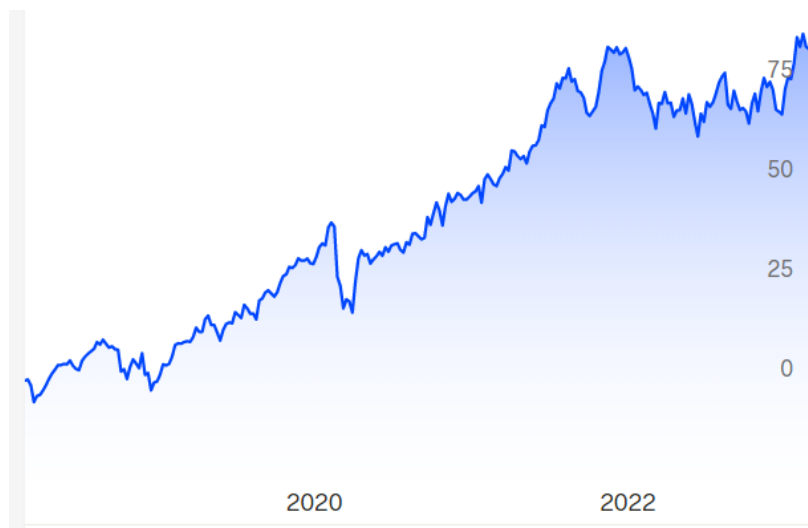
Det er per dags dato (01.03.2023) ikke bestemt og fastslått hvor stor denne planlagte grunnrenteskatten vil bli. Oppdretterne og mange andre mener på sin side at forslaget er altfor høyt, da dette vil føre til en betydelig svekkelse av næringens fremdrift, vekst og utvikling. Oppdrettsselskapet Nova Sea har for eksempel valgt å pause sine planer om å bygge nytt slakteri og settefiskanlegg til tre milliarder (Molland, 2023).



Figur 7: Sjømatsindeks på Oslo børs. (Sparebank1, 2023)

#### 4.1.2 Økonomiske forhold

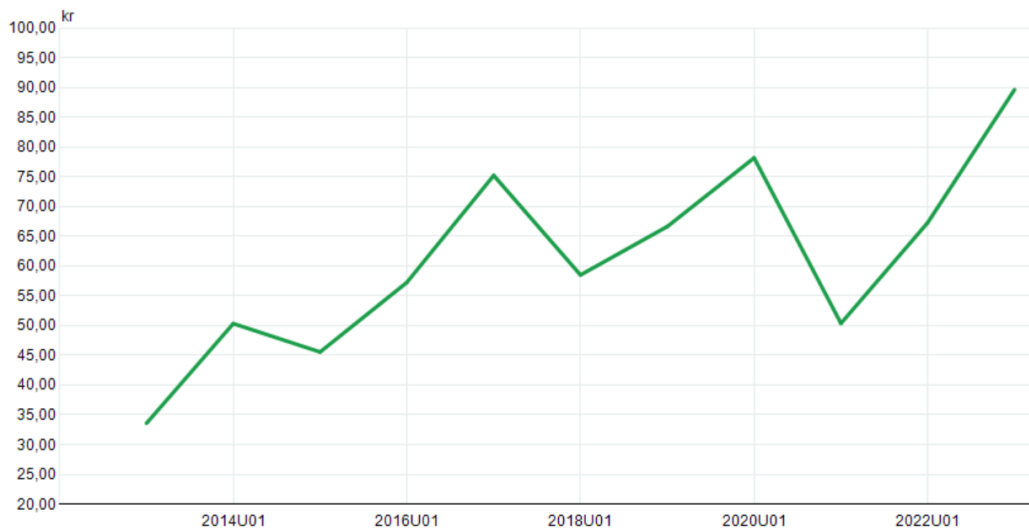
Økonomien som helhet har vært gjennom volatile tider de seneste årene. Verdensøkonomien har vært preget av korona-pandemien, høy inflasjon og nå krigen i Ukraina.



Figur 8: DNB global indeks A (Nordnet)

Figur 7 viser utviklingen i verdensøkonomien de siste 5 år. Vi ser at det har vært god vekst, med en brå dupp i 2020 da pandemien startet. Etter dette så vi en ekstrem vekst frem til begynnelsen av 2022 da det stagnerte noe. Det er naturlig at økonomien gjør det godt når det er lave renter (som etter korona-krasjen) og at det går dårlig når rentene heves (som fra starten av 2022). Det at rentene heves er ett tiltak som vanligvis gjøres for å senke inflasjon (Norges bank, 2019). I og med at inflasjonen enda er høy, må vi trolig leve med høye renter en stund til.

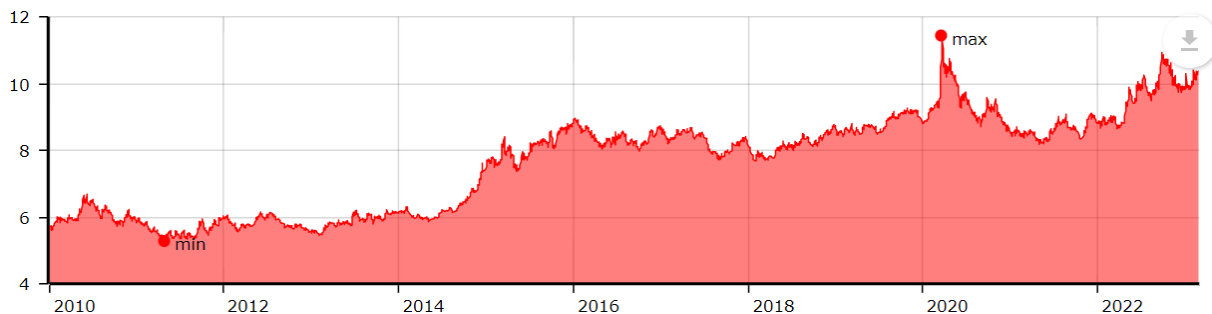
En veldig viktig økonomisk faktor er lakseprisen:



Figur 9: Eksportpris per kilo laks (statistisk sentralbyrå).

Figur 9 viser prisen av laks den første uka hvert år fra 2013 til 2023. Siste tilgjengelige data er i skrivende stund (01.03.2023) at prisen i uke 2023 uke 8 var på rekordhøye 112kr pr kilo (Statistisk sentralbyrå, 2023). Vi ser altså at prisen har hatt en enorm vekst.

En annen viktig faktor for alle som driver med import og eksport er valutakursen. Altså hvor sterk er den norske krona mot andre valutaer.



Figur 10: Valutakurs, norsk krone mot amerikansk dollar. (valuta-kurser.no, 2023)

Vi ser at krona har svekket seg enormt mye de siste 10-15 årene, fra nærmere 5 kroner per dollar på sitt laveste, til over 10 kroner som det er nå. En svakere krone vil gjøre at man kan ta en høyere pris for varene man eksporterer (laks), men samtidig vil det bli dyrere for å importere (fôr). Krona er også svekket mot andre store valutaer som euroen. (Norges bank, 2018).

#### 4.1.3 Demografiske forhold

Som vi så i de økonomiske forholdene, så har prisen økt mye. Mye av dett skyldes demografiske forhold, som befolkningsvekst i verden og bedre økonomi, flere folk i middelklassen. Det er selvsagt at etterspørselen øker når verdensbefolkningen øker. Dette i



kombinasjon med at tilbudet ikke øker i samme fart, resulterer i høy laksepris. I tillegg, ser vi et økt fokus på helse og sunt kosthold, som bidrar til å øke etterspørsel etter laks ytterligere. (Egenes & Dahl, 2022)

Videre kan man peke på en økende miljøbevissthet som en hjelpende faktor. Laks krever nemlig mye mindre fôr per kilo protein produsert, og det krever et mindre CO<sub>2</sub> avtrykk. Ifølge MOWI (2022) unngår vi 1,9 millioner tonn CO<sub>2</sub>-utslipp bare på deres lakseproduksjon, sammenlignet med tilsvarende landbasert produksjon.

#### 4.1.4 Teknologiske forhold

Oppdrettsnæringen er avhengig av kontinuerlig teknologisk utvikling, både for å forbedre effektivitet og kvalitet på matproduksjonen, samt åpne for økning av volum på en bærekraftig måte.

Det foreligger strenge krav til inspisering av fisken i anleggene. Takket være teknologisk utvikling kan dette utføres ved hjelp av digitale sensorer og dataanalyse, noe som gjør det mulig å overvåke forholdene i oppdrettsanlegget på en mer presis og pålitelig måte, og analysere dataene for å forbedre produktiviteten og fiskevelferden. (Holand, 2021).

Automatisering og robotisering er også blitt en sentral del av havbruksdriften. Teknologiske løsninger kan automatisere oppgaver som fôring, overvåkning og rengjøring, og dermed øke effektiviteten og redusere kostnadene. (Sintef, u.å).

Innen all oppdrett er avlingen ett viktig element. Utviklingen innen alv og genetikk er avgjørende for å øke produksjonen av mat, samt å forbedre helse og trivsel. Eksempler på metoder som jobbes med for å løse utfordringer innen oppdrett er genredigering, kvantitativ genetikk og genomseleksjon. Dette er avgjørende for å lykkes med rask produksjon og god filet-kvalitet. Det undersøkes videre hvordan dette kan hjelpe å forebygge for eksempel lakselus. (Nofirma, 2023).

Det kan videre pekes på en rekke teknologiske utviklingstrender innen næringa, som for eksempel bruken av kunstig intelligens eller videreutviklingen av matprodukter/fiskeolje/proteinpulver og lignende. Det som sannsynligvis vil kunne ha størst positiv påvirkning er nok utviklingen innen bærekraftig teknologi, som lukkede anlegg, med redusert risiko for rømming og lakselus.

#### 4.1.5 Miljømessige forhold

Ifølge Holand (2021) var det i 2020 52 millioner oppdrettsfisk som døde før normalt slaktetidspunkt. Hovedårsaken er smittsomme sykdommer som lakselus og andre årsaker som rømming, dårlig fiskevelferd og vannkvalitet. Lus og rømming har for stor belastning på villaksen og dette bidrar til at myndighetene hindrer betydelig produksjonsøkning, frem til næringen får bedre kontroll på utfordringene (Tennøe, 2012).

Andre faktorer som påvirker nærmiljøet er ifølge miljødirektoratet (u.å) utslipp av fôr og ekskrementer, utslipp av legemidler/fremmedstoffer og endret vandringsmønster, gyteområder og kvalitet for villfisk.

#### 4.1.6 Juridiske forhold

Norge er ett land med strengt lovverk når det kommer til matproduksjon. Dette medfører mye krav til kontrollering, dokumentering og rapportering. Dette fører til noe økte kostnader sammenlignet med andre land som ikke har fullt så strenge regler, men det kan og bli sett på som en fordel. Det fører til bedre produksjonskvalitet og Norsk laks blir dermed mer etterspurt.

#### 4.1.7 Oppsummering

Den politiske analysen pekte på at politisk styrt lovgivning og regulering påvirker bransjen og kan skape utfordringer. Politiske endringer kan føre til økt risiko og usikkerhet i bransjen. Det er mye usikkerhet rundt den omdiskuterte grunnrenteskatten.

Den økonomiske analysen viste at økonomisk usikkerhet og volatilitet i verdensmarkedene kan påvirke selskapets inntekter og mulighet for vekst. Videre kan inflasjon og høye råvarepriser påvirke selskapets kostnader og lønnsomhet. Lakseprisen har hatt god vekst og når stadig nye rekorder.

Sosiale faktorer påvirker etterspørselen etter bransjens produkter og tjenester. Endringer i forbrukerpreferanser mot bærekraftige produkter kan gi en konkurransefordel, samt at økende fokus på kosthold/helse kan også påvirke etterspørselen positivt. Verdens befolkning øker mer enn produksjonen av laks, noe som bidrar til prisoppgang.

Utvikling innen teknologi kan føre til økt effektivitet og innovasjon i bransjen. Bransjen har kommet langt innen automatisering, men har fortsatt mest å vinne på å bekjempe lus og rømming. Dette er ett nåværende stort problem og en eventuell løsning ville vært veldig fordelaktig, da det åpner for mer og bedre produksjon.

Oppdrettsnæringen har stor påvirkning på villaksen og nærmiljøet. Frem til det utbedres betydelig, vil mest sannsynlig myndighetene bremse fremtidig vekst.

Til slutt avdekket den rettslige analysen at strenge reguleringer og lover knyttet til havbruk kan påvirke selskapets kostnader, men kan ses på som fordelaktig siden det setter norsk laks i ett godt lys og øker etterspørselen.

Basert på analysen kan det konkluderes med at oppdrettsbransjen har en sterk økonomisk situasjon, med stadig økende laksepriser og etterspørsel. Bransjen er også teknologisk avansert og har potensial for økt effektivitet og innovasjon. Imidlertid er det også flere svakheter og utfordringer, som kostnader knyttet til politisk og rettslig regulering, samt negative påvirkninger på miljøet og villaksen. Det er også et stort problem med lus og rømming som påvirker bransjens omdømme og bærekraft.

## **4.2 Porters fem krefter**

Porters femkraftsmodell er en modell som identifiserer og analyserer fem konkurransekrefter som påvirker en hel bransje. Modellen hjelper til med å bestemme bransjens styrker og svakheter, og brukes ofte for å kartlegge bransjens struktur og dermed bestemme virksomhetens strategi. De fem konkurransekraftene er: Konkurrenter i bransjen, trussel for nye aktører i bransjen, Leverandørens forhandlingskraft, Kundens forhandlingskraft, Trusselen om substitutter (erstatte) for produktene (Investopedia, 2022).

### **4.2.1 Konkurrenter i bransjen:**

Oppdrettsnæringen i Norge består av mange små og store selskaper, men grunnet utviklingen nevnt i kapittel 2 ser vi at de store blir større og de små blir færre. Konesjoner er etterspurte og de store kjøper opp de små. Dette resulterer i at det er få men store konkurrenter. Laksen som produseres av de ulike aktørene er i bunn og grunn en og samme vare, noe som i enkelte situasjoner kunne ledet til priskrig. Ettersom etterspørselen etter norsk laks er så stor som den er, har ikke dette vært et problem og laksepris stiger jevnlig.

Det er noe mer konkurranse når det kommer til behandling og differensiering av sjømatprodukter. Dette er et område hvor bedriftene har mulighet til å skille seg ut fra konkurrentene, men i og med at nesten all laks som eksporteres ubehandlet, resulterer heller ikke dette i noe betydelig intern rivalisering. Totalt sett så gjør stor etterspørsel og gode priser at det er en lav intern rivalisering.

#### 4.2.2 Trussel for nye aktører i bransjen

Ifølge Sletmo (2018) kan den enorme digitaliseringen hjelpe å bidra til at inngangsbarrieren blir lavere. Dette er siden kunnskapsutviklingen går enormt mye fortere ved hjelp av digitalisering, og det er nettopp denne akkumulerte kunnskapen over flere tiår som har vært en stor barriere i bransjen. På tross av dette vil jeg si at oppdrettsnæringen har relativt høye inngangsbarrierer som kan hindre nye aktører fra å entre markedet. Myndighetsreguleringer som konsesjonssystemet begrenser tilgangen til å drive med oppdrett i Norge, og det er i tillegg begrenset tilgang til konsesjoner som kan kjøpes på annenhåndsmarkedet, noe som resulterer i en høyere pris. Geografisk beliggenhet representerer enda en inngangsbarriere for nye aktører, da det ikke er hvor som helst man kan starte med oppdrett. Det er allerede veldig mange merder langs kysten og de beste lokalitetene er nok allerede kapret av de etablerte aktørene. Etableringskostnadene er høye, og det kreves relativt mye kunnskap og erfaring om produksjonsprosessen. Stordriftsfordeler og vertikal integrasjon representerer også en inngangsbarriere for mulige nye aktører. Trusselen fra inntrengere anses derfor som lav, selv om myndighetene kan endre sin konsesjonspolitik på lengre sikt.

#### 4.2.3 Leverandørenes forhandlingskraft

Alle de store aktørene innen norsk oppdrett er meget selvforsynt med egen integrert verdikjede, men det er bare MOWI som er helt selvforsynt, i den forstand at de lager fôr til egen produksjon. De andre, inkludert Lerøy er dermed veldig avhengige av laksefôr-leverandørene. Dette kan tilsi at leverandørene har noe stor forhandlingskraft. På den andre siden, så er fôr en standardisert vare, og selskapene kan lett bytte leverandør om ønskelig. Leverandørene er også gjensidig avhengig av oppdrettselskapene, slik at det blir en gjensidig avhengighet. Leverandørenes forhandlingskraft er derfor lav-moderat.

#### 4.2.4 Kundens forhandlingskraft

Kundene i oppdrettsnæringen kan muligens utgjøre en viss trussel mot lønnsomheten, da de har en viss forhandlingsmakt når det kommer til pris. Oppdrettsnæringen preges generelt av standardiserte og lite differensierte produkter, og det er på ingen måte mangel på tilbydere. Kundene er typisk store dagligvarekjeder og grossister kan være krevende i forhandlinger. Samtidig er etterspørselen etter norsk oppdrettslaks høy og økende, mens tilbudet er begrenset og mindre økende, noe som gir kundene en relativt lav forhandlingsmakt.

#### 4.2.5 Trusselen om substitutter (erstatte) for produktene

Trusselen fra substitutter kan svekke lønnsomheten i en bransje. I oppdrettsnæringen kan substitutter komme fra andre fiskeprodukter eller alternative proteinkilder som kylling eller svin. Trusselen fra substitutter vil normalt øke hvis de er billigere eller mer tilgjengelige enn laks. (Jørgensen, 2011). Selv om laks er en sunn og populær kilde til protein, kan høye priser eller negative oppfatninger/holdninger om oppdrett føre til at kundene velger alternativer. Det synes og å være en økende grad av veganere. På lang sikt kan teknologiske og miljømessige faktorer også føre til økt trussel fra substitutter. Dermed anses trusselen fra substitutter i oppdrettsnæringen som moderat.

#### 4.2.6 Oppsummering

Oppdrettsnæringen har høye inngangsbarrierer, lav-moderat forhandlingskraft for leverandører og kunder, og moderat trussel fra substitutter. Det er også lav intern rivalisering på grunn av stor etterspørsel og gode priser. Alt i alt så kan oppdrettsnæringen anses å ha en bransjefordel.

### 4.3 VRIO

VRIO er en analysemodell som brukes til å evaluere ressursene til en organisasjon for å bestemme om de kan gi en varig konkurransefordel. VRIO står for Value, Rarity, Imitability og Organized.

*Value:* Ressursen må skape verdi for organisasjonen.

*Rarity:* Ressursen må være sjelden eller unik.

*Imitability:* Ressursen må være vanskelig å imitere eller etterligne.

*Organized:* Organisasjonen må være i stand til å utnytte ressursen eller kapabiliteten effektivt.

Hvis en ressurs eller kapabilitet oppfyller alle fire kriteriene, kan det gi en varig konkurransefordel for organisasjonen. VRIO-modellen kan brukes til å evaluere forskjellige typer ressurser og kapabiliteter (Sander, 2023).

Jeg vil nå utføre en VRIO-analyse med fokus på Lerøys tre hovedsegmenter: «*havbruk*», «*villfangst*» og «*bearbeiding, salg og distribusjon*», og evaluere om disse ressursene er verdifulle, sjeldne, vanskelig å imitere og organisasjonens evne til å utnytte dem optimalt. Dette vil gi en bedre forståelse av Lerøys eventuelle konkurransefortrinn og bidra til å

identifisere muligheter for ytterligere forbedring og vekst. Informasjonen til den interne analysen er hovedsakelig fra kapittel 2 og årsrapport fra Lerøy.

#### 4.3.1 Havbruk

**Verdifull:** Havbruk-segmentet til Lerøy Seafood er en *verdifull* ressurs, da det gir konsernet muligheten til å produsere og selge laks og ørret av høy kvalitet på en kostnadseffektiv måte.

**Sjelden:** Mens andre konkurrenter også har integrerte verdikjeder for havbruk, er Lerøy Seafood en av få som har investert betydelig i RAS-teknologi for produksjon av større smolt. Norsk havbruk har generelt ett etterspurt og godt produkt. Dette kan ses som sjeldent på verdensbasis, men *ikke sjelden i Norge*, da andre aktører opererer på noenlunde lik måte.

**Ikke-imiterbar:** Noen av Lerøy Seafoods ressurser i havbrukssegmentet er vanskelige å etterligne, som for eksempel selskapets erfaring og kompetanse innenfor RAS-teknologi og landbasert produksjon av laks. Imidlertid har flere av konkurrentene også satset på disse områdene og utvikler tilsvarende kompetanse, og dermed er *ikke* Lerøys havbruks-ressurser ikke-imiterbare.

**Organisert:** Konsernet har en godt utviklet verdikjede for havbruk, med produksjon i tre regioner i Norge. Lerøy Seafood har også et aktivt forhold til nye teknologier som landbasert produksjon av laks og offshore havbruk. Organisasjonen er definitivt i stand til å utnytte ressursen og er derfor *organisert*.

#### 4.3.2 Villfangst

**Verdifull:** Fangstbåtene og fiskemottakene er verdifulle ressurser for Lerøy Seafood da det gir dem tilgang til gode råvarer som hvitfisk. Dette tillater konsernet å produsere og tilby et bredt spekter av produkter til kundene sine. Lerøy Havfisk har fiskeritillatelse som gir dem mulighet til å fiske en betydelig mengde av de norske torskekvotene.

**Sjelden:** Det er sjeldenhet forbundet med ressursene i dette segmentet. For eksempel kan det være begrensninger på tilgangen til fiskekvoter, og det kan ta tid og kapital å oppnå disse rettighetene. Å drive fiske og fangst er ikke sjeldent, men å gjøre det i så stort omfang er sjeldent. Lerøy er eneste av de store konkurrentene som driver slikt, og ressursen anses derfor som *sjelden*.

**Ikke-imiterbar:** Konkurrenter kan forsøke å etterligne Lerøy Seafood sin tilnærming til fangst og landindustri, men det krever betydelige ressurser og investeringer i nye skip, kvoter og produksjonsteknologi. Lerøy Seafood har også et betydelig forsprang i form av sine

etablerte relasjoner med kunder og leverandører. Tross høye inngangsbarrierer i fiskeri, er det umulig, og er dermed *ikke ikke-imiterbart*.

**Organisert:** Lerøy Seafood har en sterk organisasjon som støtter sine aktiviteter i "villfangst"-segmentet. Konsernet har investert i moderne teknologi og har en sterk markedsposisjon som gjør det mulig for dem å utnytte ressursene og kapabilitetene på en effektiv måte.

#### 4.3.3 Bearbeiding, salg og distribusjon

**Verdifull:** Lerøys nærhet til sentrale markeder og dermed kunnskap om kundens behov er en *verdifull ressurs*. Lerøy distribuerer et bredt utvalg sjømatprodukter til over 80 ulike markeder, og de bearbeider og distribuerer også en rekke markedsspesifikke sjømatprodukter i sine respektive lokalmarkeder

**Sjelden:** Helintegreerte og kostnadseffektive verdikjedesystemer for sjømat er relativt vanlige i sjømatindustrien, men Lerøy Seafood Group sin tilnærming til å bygge distribusjonssentre i flere sentrale sjømatmarkeder. Jeg vil likevel si at et *ikke* er en sjelden ressurs.

**Ikke-imiterbar:** Det kan være utfordrende for konkurrenter å etterligne Lerøy Seafood Group sin nærhet og tilstedeværelse i markedene på kort sikt, men konkurrentene har også sine egne godt etablerte salgs-kanaler.

**Organisert:** Lerøy Seafood Group har organisert sitt bearbeiding, salg og distribusjonssegment på en kostnadseffektiv og helintegreert måte, som gir gjør at de får utnyttet ressursen effektivt.

#### 4.3.4 Oppsummering

VRIO avdekket at alle de tre segmentene er verdifulle ressurser for selskapet. Det er for øvrig bare «villfangst» som anses som sjelden. Villfangs-segmentet gir derfor en svak konkurransefordel, mens de to andre holder til konkurransemessig paritet.

## 4.4 SWOT

SWOT står ifølge Johnson et al. (2020) for styrker, svakheter, muligheter og trusler. Analysen har som mål å identifisere organisasjonens interne styrker og svakheter, og eksterne muligheter og trusler.

Jeg vil nå oppsummere den strategiske analysen (PESTEL, P5F og VRIO) ved hjelp av SWOT:

<p style="text-align: center;"><b>Styrker</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Bra produkt og et godt omdømme.</li> <li>- God tilstedeværelse på viktige globale markeder.</li> <li>- Konsernet har en kostnadseffektiv og helintegrert verdikjede fra produksjon til distribusjon.</li> <li>- God økonomisk posisjon, som muliggjør investeringer og innovasjon.</li> <li>- Villfangst bidrar til økt produktbredde.</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Svakheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Stor avstand til noen markeder.</li> <li>- Produserer ikke eget fôr og er derfor avhengig av leverandører.</li> <li>- Mindre lønnsomt innen villfangst enn oppdrett.</li> <li>- Lakselus og rømning</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Muligheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Økende global etterspørsel.</li> <li>- Teknologiske innovasjoner og fremskritt.</li> <li>- Øke produksjon i utlandet.</li> <li>- Økning i «sunne» trender blant folket.</li> <li>- Starte egen produksjon av fôr.</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Trusler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Lus og rømning.</li> <li>- Politiske endringer/lovendringer.</li> <li>- Grunnrenteskatt.</li> <li>- Økende renter, som føle av inflasjon.</li> <li>- Økt forhandlingskraft hos fôrleverandører.</li> </ul>

Tabell 6: SWOT

## 5 Regnskapsanalyse

For å få bedre innsikt i Lerøy-konsernets inntekter, kostnader og ellers deres finansielle situasjon, vil jeg i dette kapitlet utføre en regnskapsanalyse. Jeg har hentet tall fra 2017 og samlet dem i Excel for bedre oversikt. Tallene for regnskapsåret 2022 er (grunnet tilgjengelighet) hentet fra fjerde kvartalsrapport, mens 2017 til og med 2021 er tatt fra de mer detaljerte årsrapportene. Jeg vil først se på utviklingen de siste årene, samt gå nærmere inn på noen finansielle nøkkeltall for å beskrive lønnsomhet, kapitalstruktur/soliditet og likviditet.

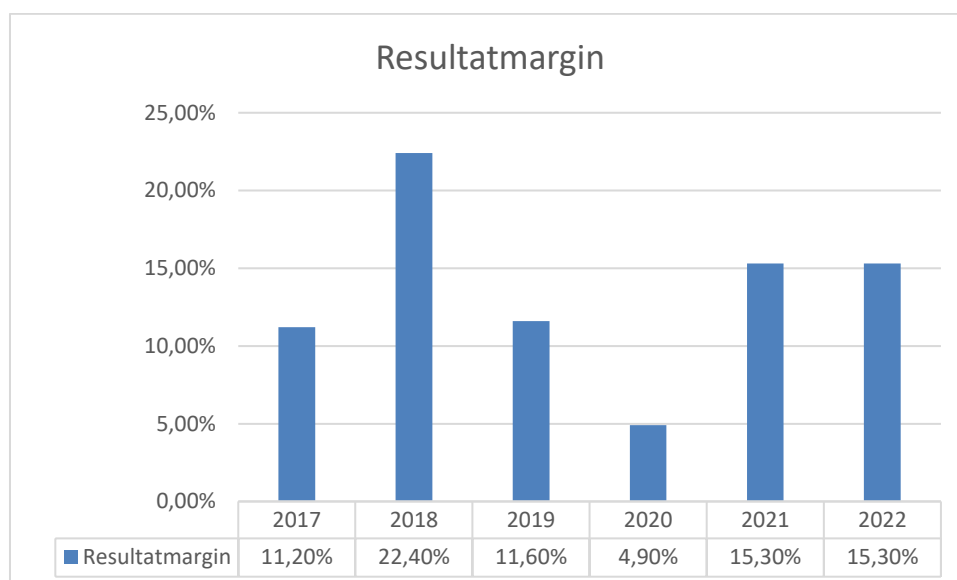


## 5.1 Lønnsomhet

Nøkkeltall relatert til lønnsomhet skal ifølge Hillier (2020) si noe om hvor effektivt en bedrift klarer å utnytte sine eiendeler og håndterer sin drift.

### 5.1.1 Resultatmargin (profit-margin)

Resultatmargin finner man ved å ta profitt delt på omsetning (Hillier, 2020). Dette refererer til forholdet mellom fortjeneste og inntekt, og viser hvor mye av omsetningen som blir igjen som fortjeneste etter at kostnadene er trukket fra. Resultatmargin uttrykkes vanligvis som en prosentandel.

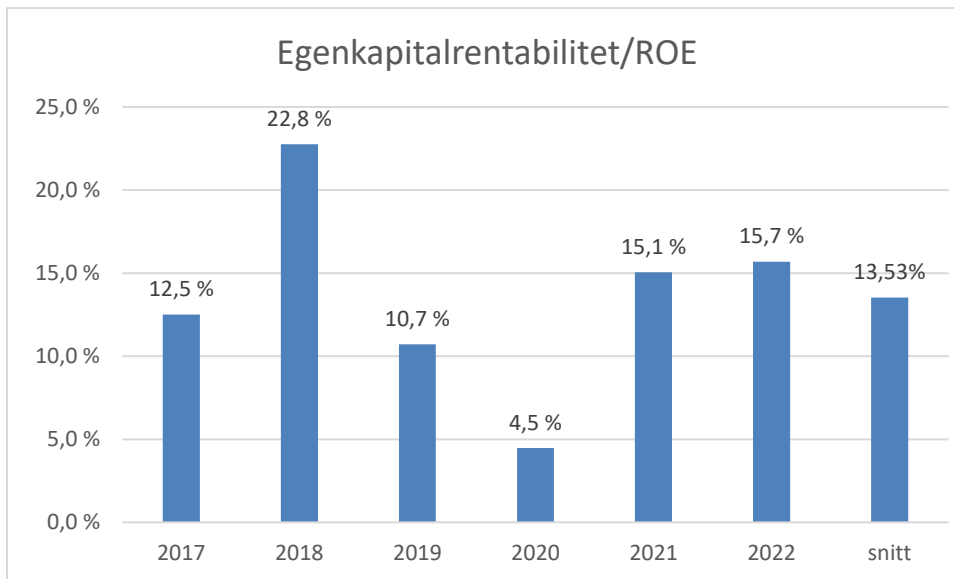


Figur 11: Resultatmargin, egentilvirket – tall fra Lerøys årsrapporter

Som vi kan se i figur 11, så var det unormalt høy resultatmargin i 2018 og lav i 2020. Den lave marginen i 2020 skyldes korona-pandemien. Gjennomsnittlig driftsmargin de seks siste årene har vært 13,45%. Vi ser at Lerøy har i de to siste årene klart å beholde over 15% av omsetning som profitt.

### 5.1.2 Egenkapitalrentabilitet/ROE

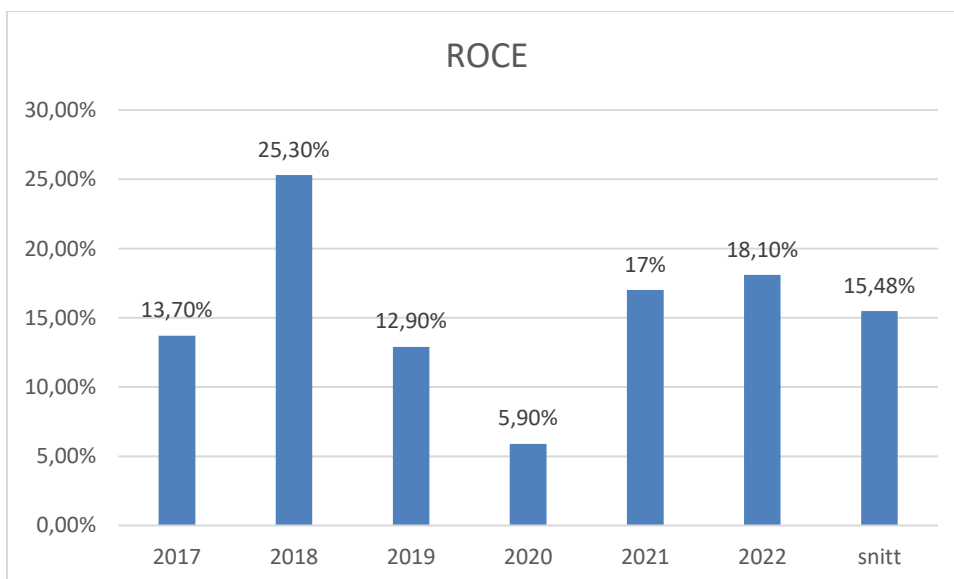
Egenkapitalrentabilitet er det som på engelsk kalles «retur non equity». Dette er en måling av hvor mye overskudd en virksomhet skaper i forhold til egenkapitalen som er investert. Dette nøkkeltallet gir altså en indikasjon på hvor effektivt virksomheten har klart å brukt egenkapitalen til å generere fortjeneste. Man finner egenkapitalrentabilitet ved å ta profitt (årsresultat) delt på gjennomsnittlig egenkapital (Hillier, 2020).



Figur 12: Egenkapitalrentabilitet, egentilvirket – tall fra Lerøys årsrapporter

### 5.1.3 Totalkapitalrentabilitet/ROCE

I motsetning til ROE, så ser ROCE (retur non capital employed) på hvor stort overskuddet er i forhold til totalkapitalen inkludert gjeld, ikke bare egenkapitalen. Formelen for å regne ut ROCE er:  $(EBIT + \text{renteinntekt}) / \text{gjennomsnittlig sum eiendeler}$ . (Hillier, 2020).

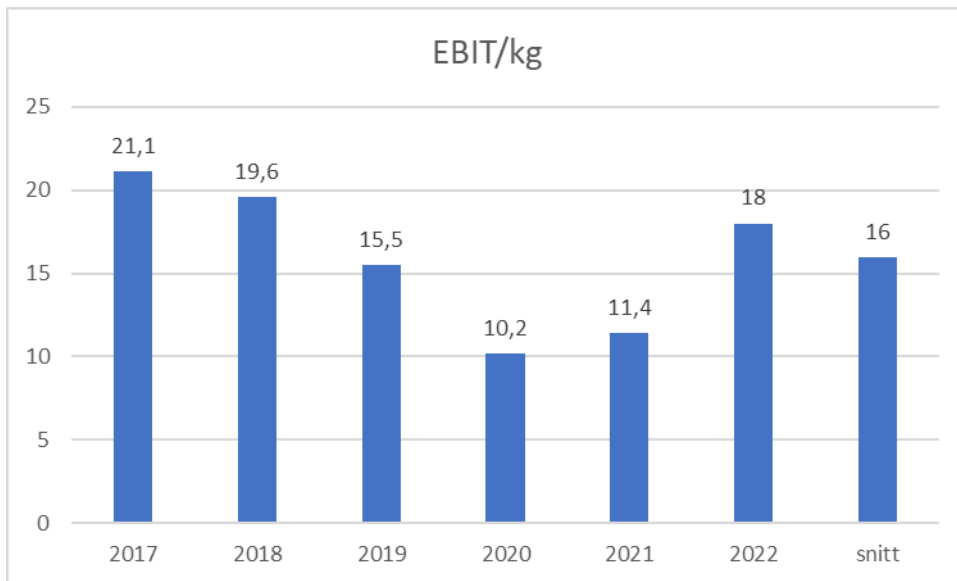


Figur 13: Totalkapitalrentabilitet, egentilvirket – tall fra Lerøys årsrapporter

### 5.1.4 EBIT/KG

EBIT, er fortjeneste før skatt og renter. Dette kaller vi driftsresultat på norsk. Dersom man ønsker å se på kun det operasjonelle resultatet, er EBIT passende. Innenfor oppdrettsnæringen kan det være praktisk å se på EBIT/kg, som vil gi ett svar på hvor mye bedriften

(operasjonelt) tjener per kg fisk. Dette er en måleparameter som ofte kan sees brukt som multiplum på for eksempel Oslo børs. I og med at det er meget begrenset vekst i tillatt volum produsert, er det ekstra viktig å produsere hvert kg mest mulig effektivt/lønnsomt.



Figur 14: EBIT/kg, egentilvirket – tall fra Lerøys årsrapporter

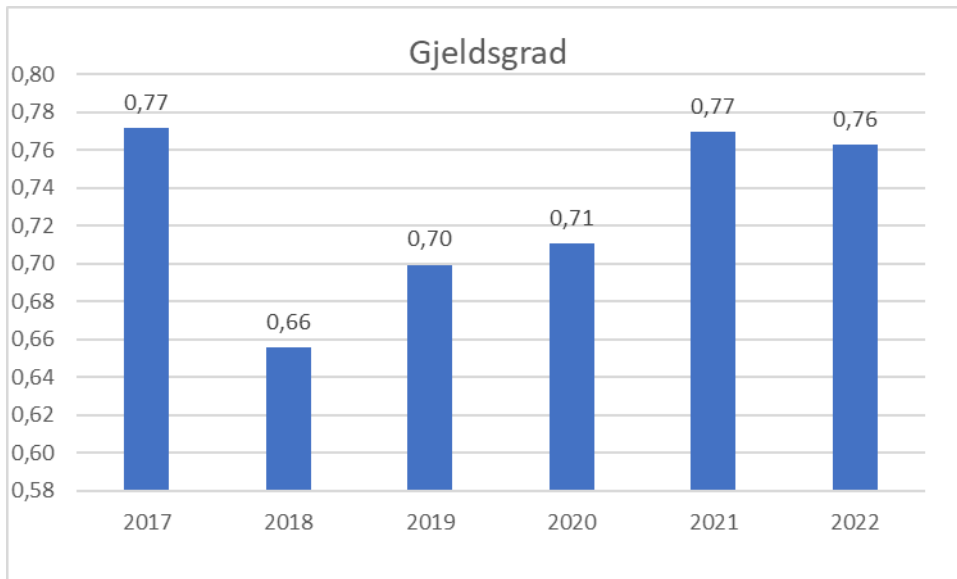
Figuren viser tall eksklusiv villfangst, før verdjusteringer. Vi ser at effektiviteten per kg slaktet laks/ørret har vært synkende frem til 2020, før det har tatt seg opp igjen etter det.

## **5.2 Kapitalstruktur og soliditet:**

Langsiktige soliditetsforhold er ment å vurdere selskapets kapitalstruktur, deres evne til å møte sine langsiktige forpliktelser (Hillier, 2020). Med andre ord, disse forholdene gir informasjon om hvorvidt en virksomhet har tilstrekkelige midler til å betjene gjelden sin på lang sikt, og dermed kan brukes til å evaluere virksomhetens langsiktige økonomiske helse og stabilitet. For å se nærmere på Lerøys soliditet vil jeg legge frem nøkkeltallene gjeldsgrad, egenkapitalandel og finansieringsgrad 1.

### 5.2.1 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden er et forholdstall mellom gjeld og egenkapital som forteller hvordan bedriften er finansiert. Man finner gjeldsgrad ved å dele gjeld på egenkapital.



Figur 15: Gjeldsgrad, egentilvirket – tall fra Lerøys årsrapporter

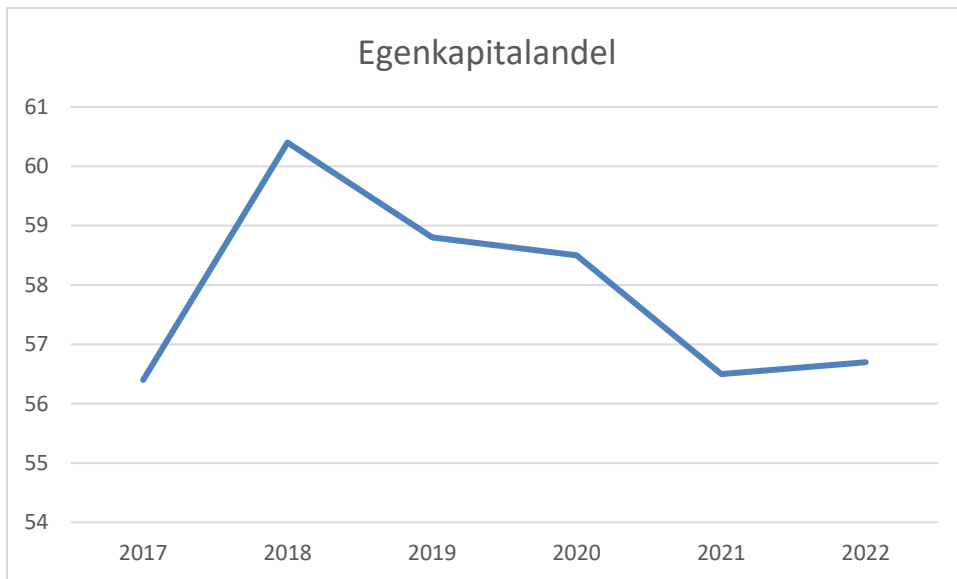
Vi ser at Lerøy har fra 2018 bygd opp noe mer gjeld i forhold til egenkapital, men dette er fortsatt veldig gode tall.

### 5.2.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel er et godt finansielt nøkkeltall for å vise hvor stor del av selskapets totale kapital som er finansiert av egenkapital. Egenkapitalandel gir en indikasjon på selskapets finansielle styrke og stabilitet. Formelen for å beregne egenkapitalandelen er:

$$\text{Egenkapitalandel} = (\text{Egenkapital} * 100\%) / \text{Totalkapital}$$

En høy egenkapitalandel indikerer at selskapet har en større andel egenkapital i forhold til gjeld, noe som tyder på en sterkere finansiell posisjon og lavere finansiell risiko.

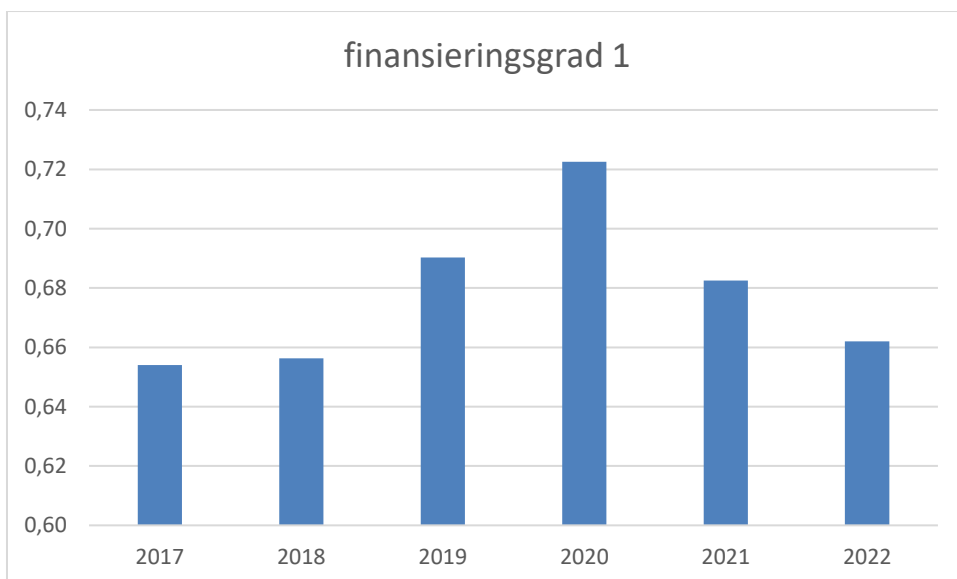


Figur 16: Egenkapitalandel, egentilvirket – tall fra Lerøys årsrapporter

Egenkapitalandelen er oppgitt i prosent, og vi kan se at egenkapitalen har utgjort 55-60% de siste årene, noe som er meget tilfredsstillende tall og tilsier en solid finansiell posisjon.

### 5.2.3 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser hvordan anleggsmidlene er finansiert. Det er lurt å ha mest mulig finansiert av langsiktig kapital (langsiktig gjeld og egenkapital) og ikke kortsiktig kapital. Grunnen til dette er at langsiktig kapital ofte er billigere. Formelen er:  $\text{Finansieringsgrad} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{langsiktig kapital}}$ . Finansieringsgrad 1 bør være på under 1, da dette vil tilsa at alle anleggsmidler er finansiert av langsiktig kapital.



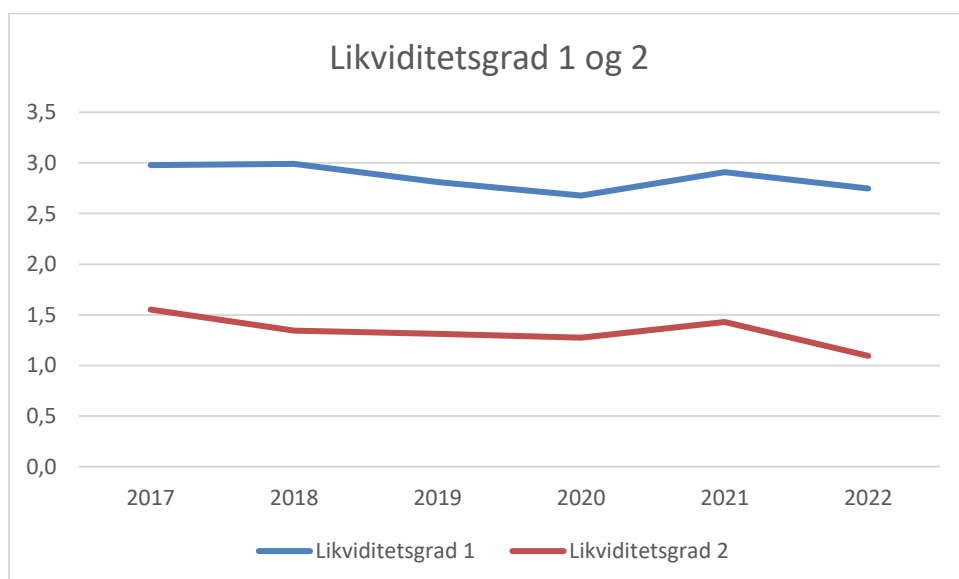
Figur 17: Finansieringsgrad 1, egentilvirket – tall fra Lerøys årsrapporter

Som vist i figur 17, ser vi at finansieringsgrad 1 er godt under 1 alle år.

### 5.3 Likviditet

Likviditet refererer til et selskaps evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser ved hjelp av kortsiktige eiendeler/omløpsmidler. Det gir et bilde av selskapets finansielle fleksibilitet og evne til å betale uforutsette utgifter og regninger generelt. Med andre ord, handler likviditet mer om det kortsiktige, i motsetning til soliditet som tar for seg det mer langsiktige. For å se nærmere på Lerøys likviditet, vil jeg legge frem likviditetsgrad 1 og 2.

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, mens man i likviditetsgrad 2 ser kun på de mest likvide midlene og tar derfor bort varebeholdningen (biologiske eiendeler og andre varer).



Figur 18: Likviditetsgrad 1 og 2, egentilvirket – tall fra Lerøys årsrapporter

Det er en kjent tommelfingerregel at likviditetsgrad 1 og to burde være henholdsvis over 2 og 1. Dette er på ingen måte noen fasit, da det er mange ulikheter inne i ulike firma og bransjer. Vi ser likevel at Lerøy har over «tommelfingerregelen» både når det kommer til likviditetsgrad 1 og 2.

Alt i alt har regnskapsanalysen vist at Lerøy har god lønnsomhet, god soliditet og god likviditet.

## 6 Budsjettering av framtidige kontantstrøm (CF)

I dette kapittelet skal jeg budsjettere fremtidige kontantstrømmer for Lerøy Seafood Group. Estimering av fremtidige kontantstrømmer er en kritisk komponent innen verdsettelse av selskaper da dette i praksis er selskapets evne til å generere overskudd og skape verdier for aksjonærene, samt deres evne til å finansiere fremtidig vekst og håndtere gjeld.

For å estimere fremtidige kontantstrømmer, vil jeg vurdere ulike faktorer som påvirker selskapets inntekter og utgifter, som slaktevolum og laksepris. Jeg vil også ta hensyn til historiske trender og egne antakelser.

## 6.1 Driftsinntekter

### 6.1.1 Slaktevolum

Slaktevolum er en nøkkelfaktor for Lerøy Seafood Group, da det påvirker selskapets inntjening og vekst.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Gj.snitt av vekst
<b>Slaktevolum</b>	150 200	157 700	162 100	158 200	171 000	186 600	192 600	
<b>Vekst</b>		4,99 %	2,79 %	-2,41 %	8,09 %	9,12 %	3,21 %	4,30 %

Tabell 6: Historisk slaktevolum, egentilvirket – tall fra Lerøys årsrapporter

Som tabellen viser, så har veksten vært varierende de siste årene. Som nevnt i Kapittel 4, er det grunn til å anta at økte investeringer innen ny teknologi kan føre til økt vekst. På den andre siden er det knyttet mye usikkerhet til den kommende lakseskatten. Det kan for øvrig nevnes at Lerøy selv har anslått at slaktevolum i 2023 vil være på 193 500 tonn, som tilsvarer en vekst på bare 0,47% (Lerøy, 2023). Jeg ser det derfor som rimelig å benytte den gjennomsnittlige veksten på 4,3% som utgangspunkt for også de kommende årene, men nedjusterer denne ned til **4%**, omstendighetene tatt i betraktning.

### 6.1.2 Laksepris

Lakseprisen er en annen viktig faktor som påvirker Lerøys driftsinntekter, da laks er deres desidert største inntektspost.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Gj.snitt av vekst
<b>Laksepris</b>	57,27	75,25	58,52	66,66	78,2	50,38	67,32	
<b>Vekst</b>		31,40 %	-22,27 %	13,90 %	17,33 %	-35,52 %	33,64 %	6,41 %

Tabell 7: Historisk laksepris, egentilvirket – tall fra Statistisk sentralbyrå

Prisene i tabell 7 er hentet fra SSB og gjelder den første uka i det gjeldende året. Den strategiske analysen i Kapittel 4 pekte på at vi kan forvente økt pris grunnet blant annet

befolkningsvekst, økt fokus på helse, miljø og bærekraft. Dette kombinert med den begrensede volumveksten, gir grunn til å tro på prisøkning.

Det må nevnes at lakseprisen har hatt en vanvittig økning i tiden etter overnevnte data. Prisen var i starten av 2023 89,67kr og var i uke 15, 2023 (siste tilgjengelige statistikk) på rekordhøye 113,39 kr per kilo. Fra starten av 2022 til starten av 2023 var altså prisveksten på 33,2% og den har vokst med ytterlige 26,45% etter den tid.

Prisendringen de siste årene har vært preget av ekstrem volatilitet, relatert til unormale årsaker som blant annet pandemi og meget høy inflasjon. Det er urealistisk at vekst vil være på slike nivåer fremover. Bankene jobber nå hardt med å bekjempe prisstigning og prisen vil trolig ha stabilisert seg før utgangen av 2024. Jeg antar derfor en prisøkning på 30% i løpet av året 2023, før prisen stabiliserer seg.

### 6.1.3 Driftsinntekter

For å prognostisere fremtidige inntekter, kan det være nyttig å se på de historiske.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Gj.snitt av vekst
<b>Driftsinntekter</b>	17 269 735	18 619 588	19 879 978	20 454 147	19 966 221	23 136 094	26 652 257	
<b>Vekst</b>		7,81 %	6,78 %	2,88 %	-2,37 %	15,84 %	15,20 %	7,69 %

Tabell 7: Historisk laksepris, egentilvirket – tall fra Lerøys årsrapporter

Vi ser at veksten var synkende frem til 2020, og har vært meget høy i årene etter det, noe som har resultert i en årlig snitt-vekst på 7,69%.

Siden slaktevolum og pris er det som hovedsakelig avgjør inntekten, vil jeg bruke disse faktorene som grunnlag for estimering av fremtidig driftsinntekt. Som nevnt tidligere i kapitlet, antar jeg en volumvekst på 4% årlig og prisøkning på 30%, bare det første året.

Jeg tar utgangspunkt i driftsinntektene fra 2022 og beregne de kommende 5 årene ved hjelp av nevnte volum og pris-vekst. Det har vel og merke vært snakk om pris og volum på laks. Laks utgjør rundt 2/3 av Lerøys totale inntekt og nevnte økninger vil derfor bli vektet deretter.

Estimert driftsinntekt:

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Driftsinntekter</b>	32 871 307	33 745 684	34 643 319	35 564 831	36 510 856
<b>Vekst</b>	23,33 %	2,66 %	2,66 %	2,66 %	2,66 %

Tabell 8: Estimert fremtidige driftsinntekter, egentilvirket.



## 6.2 Driftskostnader

Driftskostnader	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Varekostnad	10 561 407	9 916 876	11 008 753	11 284 327	11 344 160	12 836 975	16 064 207	
Beholdningsendringer	- 296 387	- 262 665	- 630 477	- 106 155	- 237 156	- 94 868	-1 656 202	
Lønnskostnader	1 785 537	2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129	3 473 829	3 815 833	
Andre driftskostnader	1 864 088	2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293	3 142 642	3 907 502	
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>13 914 645</b>	<b>14 319 575</b>	<b>15 651 773</b>	<b>16 702 852</b>	<b>16 857 426</b>	<b>19 358 578</b>	<b>22 131 340</b>	Gj.snitt
Endring		3 %	9 %	7 %	1 %	15 %	14 %	<b>8,17 %</b>
Prosent av driftsinntekter	80,6 %	76,9 %	78,7 %	81,7 %	84,4 %	83,7 %	83,0 %	<b>81,41 %</b>

Tabell 9: Historiske driftskostnader, Tall hentet fra Lerøys årsrapporter.

Vi ser en økning i kostnader for hvert år. Økningen var på bare 1% i 2020, noe som skyldes pandemien, og vi ser en spesielt høy kostnadsøkning de to siste årene. Gjennomsnittlig kostnadsvekst har vært 8,17%. Dette er litt høyere enn inntektsveksten i samme periode. Det er rimelig å anta at den store veksten de to siste årene skyldes den høye inflasjonen i verden og at det dermed ikke vil holde seg på et såpass høyt vekstnivå. Tabellen viser også hvor stor andel kostnadene utgjør i forhold til inntektene. Dette kan være nyttig i og med at inntekter og kostnader ofte henger noenlunde sammen. Siden veksten i kostnader er såpass ujevn, velger jeg å bruke den gjennomsnittlige prosent av driftsinntekter som mål på de kommende årenes kostnader. Denne er 81,41%.

Estimerte driftskostnader:

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Driftskostnader</b>	26 759 273,19	27 471 069,86	28 201 800,32	28 951 968,20	29 722 090,56

Tabell 10: Estimert fremtidige driftskostnader, egentilvirket.

## 6.3 Investeringer

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto investeringer i varige driftsmidler	- 742 095	- 1 463 917	- 1 657 067	- 1 180 693	- 1 183 730	- 971 577	- 887 391
Netto investeringer i immaterielle eiendeler	- 534	- 20 323	- 91 632	- 2 304	- 182 787	- 3 460	- 287
Netto investeringsnivå	- 742 629	- 1 484 240	- 1 748 699	- 1 182 997	- 1 366 517	- 975 037	- 887 678
Andel av driftsinntekter	4,3 %	8,0 %	8,8 %	5,8 %	6,8 %	4,2 %	3,3 %
Gj.snitt andel	<b>5,9 %</b>						

Tabell 11: Historiske investeringer, Tall hentet fra Lerøys årsrapporter.

Får å se på det totale investeringsnivået har jeg sett på investeringer i varige driftsmidler samt investeringer i immaterielle eiendeler. Jeg mener det er rimelig å anta at Lerøys investeringer vil utvikle seg i takt med deres fremtidige inntjening. Jeg velger derfor å benytte gjennomsnittlig andel av driftsinntekter som mål. Dette er 5,9%.

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Investeringer</b>	1 934 711	1 986 175	2 039 007	2 093 244	2 148 925

Tabell 12: Estimert fremtidige investeringer, egentilvirket.

### 6.3 Avskrivninger

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Avskrivninger</b>	511 621	583 265	659 670	1 012 041	1 157 590	1 252 334	1 326 039
<b>Andel av driftsinntekter</b>	3,0 %	3,1 %	3,3 %	4,9 %	5,8 %	5,4 %	5,0 %
<b>Gjennomsnittlig andel</b>	<b>4,4 %</b>						

Tabell 13: Historiske avskrivninger, Tall hentet fra Lerøys årsrapporter.

Vi ser en stigende trend, med betydelige svingninger. Jeg forventer også noen svingninger i fremtiden, men velger å bruke 4,4% av driftsinntektene som estimat, da dette er det tidligere gjennomsnittet. Estimert fremtidige avskrivninger blir derfor:

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Avskrivninger</b>	1 434 464	1 472 621	1 511 793	1 552 006	1 593 290

Tabell 14: Estimert fremtidige avskrivninger, egentilvirket.

### 6.4 Arbeidskapital

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Arbeidskapital</b>	7 871 963	7 555 934	8 317 440	7 983 643	7 181 466	9 307 721	10 139 139
<b>Endring</b>		-4,0 %	10,1 %	-4,0 %	-10,0 %	29,6 %	8,9 %
<b>Andel av driftsinntekter</b>	45,6 %	40,6 %	41,8 %	39,0 %	36,0 %	40,2 %	38,0 %
<b>Gjennomsnittlig andel</b>	<b>40,2 %</b>						

Tabell 15: Historisk arbeidskapital, Tall hentet fra Lerøys årsrapporter.

Også her har det vært betydelige svingninger de tidligere årene. Snittet har vært på 40,2% av inntektene, og jeg velger å bruke dette for fremtidig beregning av arbeidskapital:

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Arbeidskapital</b>	13 208 343	13 559 685	13 920 372	14 290 654	14 670 785

Tabell 16: Estimert fremtidige arbeidskapital, egentilvirket.

### 6.5 Kontantstrømoppstilling

Ved hjelp av beregningene og antakelsene gjort i dette kapitlet, har jeg kommet frem til følgende prognose for fremtidige kontantstrømmer:

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Driftsinntekter</b>	32 871 307	33 745 684	34 643 319	35 564 831	36 510 856
<b>Driftskostnader</b>	26 759 273	27 471 070	28 201 800	28 951 968	29 722 091
<b>EBITDA</b>	6 112 034	6 274 614	6 441 519	6 612 863	6 788 765
<b>Avskrivninger</b>	1 434 464	1 472 621	1 511 793	1 552 006	1 593 290
<b>EBIT</b>	4 677 570	4 801 993	4 929 726	5 060 857	5 195 475
<b>Skatt 22%</b>	1 029 065	1 056 438	1 084 540	1 113 388	1 143 005
<b>Resultat etter skatt</b>	3 648 504	3 745 554	3 845 186	3 947 468	4 052 471
<b>Avskrivninger</b>	1 434 464	1 472 621	1 511 793	1 552 006	1 593 290
<b>Endring i arbeidskapital</b>	3 069 204	351 342	360 688	370 282	380 131
<b>Investeringer</b>	- 1 934 711	- 1 986 175	- 2 039 007	- 2 093 244	- 2 148 925
<b>Kontantstrøm</b>	<b>6 217 461</b>	<b>3 583 343</b>	<b>3 678 660</b>	<b>3 776 512</b>	<b>3 876 967</b>

Tabell 17: Prognostisert fremtidig kontantstrømoppstilling, egentilvirket.

## 7 Estimering av avkastningskrav

I denne delen av oppgaven skal jeg estimere Lerøys totale kapitalavkastningskrav (WACC). Gjennom å gjøre dette, beregnes selskapets vektete og gjennomsnittlige kapitalkostnad, som er et veid gjennomsnitt av avkastningskravene til kreditorer og eiere. Dette vil bli brukt til å diskontere fremtidig kontantstrøm og å finne selskapets terminalverdi. Investorer forventer alltid en viss avkastning på sine investeringer, og selskaper må derfor gi en avkastning på den kapitalen som er investert. Avkastningen skal dekke inflasjon, tidsverdi og risiko, og varierer basert på finansieringskildene til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016).

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

$R_e$  = Selskapets egenkapital kostnad

$E$  = Markedsverdi av egenkapital

$D$  = Markedsverdi av gjeld

$R_d$  = Selskapets lånekostnad

$t$  = Skattesats

Jeg vil først finne Lerøys egenkapitalkostnad og gjeldskostnad, så gange disse med deres respektive andeler av totalkapitalen og legge sammen for å finne vektet gjennomsnitt.

## 7.1 Egenkapitalkostnad

For å finne egenkapitalkostnaden har jeg valgt å benytte meg av kapitalverdimodellen (CAPM), da denne er både praktisk og anvendbar (Kaldestad & Møller, 2016).

Formelen for kapitalverdimodellen er:  $Re = Rf + B(Rm - Rf)$

Re = Egenkapitalens avkastningskrav

Rf = risikofri rente

B = Beta

Rm = Markedsavkastning

### 7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den renten som en investor forventer å tjene fra en investering uten å ta noen risiko. Med andre ord, det er avkastningen på en investering som ikke har noen fare for finansielt tap. Eksempler kan være statsobligasjoner (Kaldestad & Møller, 2016).

I estimeringen av Lerøy sitt avkastningskrav har jeg valgt å bruke den 10-årige statsobligasjonen som grunnlag. Denne er for tiden veldig høy grunnet de hyppige renteøkningene. 08.05.2023 var denne på 3,175%. Denne høye renta skyldes som sagt den nylige økningen og det er ikke realistisk at det vil holde seg på et slikt nivå. Fra 2015 til 2022 har den stort sett vært mellom 1 og 2% (Norges bank). På bakgrunn av dette vil jeg benytte **2%** som risikofri rente videre i oppgaven.

### 7.1.2 Beta

Beta er en måling av den systematiske risikoen til en aksje eller en portefølje, sammenlignet med markedsrisikoen som helhet. Hvis en aksje har en beta på 1, betyr det at aksjen er forventet å bevege seg i takt med markedet og en beta på 2 vil tilsi at aksjen svinger dobbelt så mye som markedet. (Kaldestad & Møller, 2016).

Måten beta regnes ut på er kovariansen mellom Markedet og Lerøy delt på variansen i markedet. Lerøys ettårige beta er 0,59 (dninvestor, 2023) og den 5-årige betaen er 0,93 (yahoo finance, 2023). Jeg velger å benytte den femårige betaen på **0,93** for videre utregning av avkastningskrav.

### 7.1.3 Markedsavkastning

Fra CAPM-formelen har vi  $R_m$ , som er avkastningen man får fra å investere i markedet. ( $R_m - R_f$ ) er det vi kaller for markedets risikopremie. Dette er meravkastningen man kan forvente å oppnå ved investering i markedet, utover den risikofrie renta (Kaldestad & Møller, 2016).

Det fins flere metoder for å komme frem til markedets risikopremie, men jeg har i denne oppgaven valgt å benytte meg av PwC's og FFN's årlige undersøkelse som estimat. De har gjennomført denne undersøkelsen i 12 år og de har sett at markedets risikopremie har ligget ganske stabilt på **5%** (PwC, u.å).

$$\text{CAPM: } R_e = 2\% + 0.93(5\%) = \mathbf{6,65\%}$$

## 7.2 Gjeldskostnad

Vi kan finne gjeldskostnader ved å se hva Lerøy har hatt i utgifter knyttet til deres gjeld, altså rentekostnadene. Ifølge årsrapporten 2022 var rentebærende gjeld på 7 650 960.

Rentekostnaden var 321 627.

Lånerente er funnet ved å dividere rentekostnad med rentebærende gjeld. I dette tilfellet, med tallene nevnt over, får vi en lånerente på **4,20%**. Dette vil bli brukt som gjeldskostnad når det videre skal estimeres WACC.

## 7.3 WACC

Lerøy har 595 773 680 aksjer utstedt, som ved siste handelsdag 2022 gikk for 55,15 NOK per aksje (Oslobørs, 2023). Dette utgjør en markedsverdi på egenkapitalen lik 32,28 milliarder kroner. Ifølge årsrapporten for 2022 var total gjeld 16,037 milliarder kroner. Andelen egenkapital og gjeld er henholdsvis 0,672 og 0,328.

<b>aksjer utestående</b>	595 773 680
<b>Markedsverdi egenkapital</b>	32 856 918 452
<b>Markedsverdi gjeld</b>	16 037 967 000
<b>Markedsverdi total kapital</b>	48 894 885 452
<b>Andel egenkapital</b>	0,672
<b>Andel gjeld</b>	0,328

Tabell 18: WACC, egentilvirket. Tall fra Lerøys årsrapporter.

Avkastningskravet på total kapitalen (WACC) blir:

$$6,65\% * 0,672 + 4,20\% * (1 - 22\%) * 0,328 = \mathbf{4,8\%}$$

## 8 Verdsettelse

### 8.1 Fundamental verdsettelse

#### 8.1.1 Terminalverdi

Kontantstrømmene for de 5 neste årene er allerede beregnet, men for å kunne utføre en fundamental verdsettelse, gjenstår det fortsatt å beregne terminalverdien. Denne skal representere den videre verdien til selskapet, utover de kalkulert neste 5 årene. Vi kalkulerer nåverdi av terminalverdien ved hjelp av den kjente Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016):

$$Verdi = \frac{Kontantstrøm}{(Avkastningskrav - vekstfaktor)}$$

Vekstfaktoren er veldig viktig når man beregner terminalverdi, da denne skal representere evig vekst. Dersom man setter vekstfaktoren for høy, vil dette naturligvis resultere i en altfor høy verdsettelse av selskapet. Jeg velger å bruke inflasjonsmålet som ifølge Norges bank er 2%, som vekstfaktor.

<b>Kontantstrøm 2027</b>	3 876 967
<b>Vekstfaktor</b>	2 %
<b>WACC</b>	4,80 %
<b>Terminalverdi</b>	<b>138 463 120</b>

Tabell 19: Terminalverdi, egentilvirket.

#### 8.1.2 Selskapsverdi

For å finne verdien på selskapet må de prognostiserte kontantstrømmene samt terminalverdien neddiskonteres, ved å bruke WACC (Kaldestad & Møller, 2016).

<b>Kontantstrøm</b>	6 217 461	3 583 343	3 678 660	3 776 512	142 340 087
<b>Neddiskontert</b>	5 932 692	3 262 615	3 195 993	3 130 731	112 595 443
<b>Selskapsverdi</b>	<b>128 117 473</b>				

Tabell 20: Selskapsverdi, egentilvirket.

### 8.1.3 Egenkapitalverdi

Nå må markedsverdi gjeld trekkes fra, for å finne verdien av egenkapitalen. Som nevnt lenger opp var markedsverdi gjeld 16,037 milliarder for 2022. Egenkapitalverdi blir da:

<b>Selskapsverdi</b>	<b>128 117 473</b>
<b>Markedsverdi gjeld</b>	16 037 967
<b>Egenkapitalverdi</b>	<b>112 079 506</b>

Tabell 21: Egenkapitalverdi, egentilvirket.

### 8.1.4 Aksjekurs

For å estimere aksjekursen deler vi egenkapitalverdien med antall aksjer.

<b>Egenkapitalverdi</b>	<b>112 079 506</b>
<b>Antall aksjer</b>	595 773 680
<b>Pris per aksje</b>	188,1

Tabell 22: Aksjekurs estimert, egentilvirket.

## **8.2 Justert for grunnrenteskatten**

Til nå har jeg gjennomført en verdsettelse av aksjekursen uten å spesifikt ta hensyn til den kommende grunnrenteskatten. Dette har resultert i en verdsettelse basert på dagens skattemessige og økonomiske forhold. Nå vil jeg vurdere hvordan aksjekursen mulig kunne bli påvirket når vi inkluderer den fremtidige grunnrenteskatten i beregningene. Dette vil innebære en justering av de forventede fremtidige kontantstrømmer for å hensynta effekten av den nye skatten, og gir en indikasjon på hvordan dette kan påvirke verdien.

Jeg vil anta en grunnrenteskatt på 40%, slik det var foreslått av regjeringen i fjor 2022. Denne skatten var foreslått skulle starte fra og med starten av 2023 (Regjeringen, 2022).

For å kunne beregne hvilken effekt skatten vil ha på de fremtidige beregnede kontantstrømmene, må jeg først finne skattepåvirkning hvert år.

	2023	2024	2025	2026	2027	
Normal avkastning (wacc*total kapital)	1 778 960	1 778 960	1 778 960	1 778 960	1 778 960	
Ebit	4 677 570	4 801 993	4 929 726	5 060 857	5 195 475	
Grunnrenteinntekt	2 898 610	3 023 033	3 150 766	3 281 897	3 416 515	
Grunnrenteskatt	1 159 444	1 209 213	1 260 306	1 312 759	1 366 606	
Justerte kontantstrømmer/terminalverdi	5 058 017	2 374 130	2 418 353	2 463 754	2 510 361	38 035 776
Neddiskonert	4 826 352	2 161 633	2 101 048	2 042 453	32 073 258	
Selskapsverdi	43 204 743					
Markedsverdi gjeld	16 037 967					
Egenkapitalverdi	27 166 776					
Antall aksjer	595 773 680					
Pris per aksje	45,60					
Kurs 30.12.2022	55,15					
oppside	-9,55	-17 %				

Tabell 23: Justert for grunnrenteskatt, egentilvirket.

Jeg har altså beregnet meg frem til en aksjekurs på 45,60kr, dersom man regner med grunnrenteskatt på 40%.

### 8.3 Komparativ Verdsettelse

Jeg vil nå supplere med komparativ verdsettelse. Multiplene jeg har valgt å benytte er P/E, P/B og EV/Kg.

#### P/E

P/E	Lerøy	MOWI	Salmar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt
Pris per aksje	55,15	167,2	384,8	78,6	
Fortjeneste per aksje	3,59	15,1	27,64	10,3	
P/E	15,4	11,1	13,9	7,6	12,0
Multipl	12				
Årsresultat	3 165 122 000				
Egenkapitalverdi	37 981 464 000				
Antall aksjer	595 773 680				
Verdi per aksje	63,75				

Tabell 24: P/E, egentilvirket.

Vi kan se at gjennomsnittlig P/E i bransjen er 12 og Lerøy blir ved bruk av denne verdsatt til 63,75 per aksje.

#### P/B



P/B	Lerøy	MOWI	Salmar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt
Pris per aksje	55,15	167,2	384,8	78,6	
Bokført egenkapital (1000nok)	21 023 693	36 870 000	24 154 763	6 485 708	
Antall aksjer	595 773 680	517 111 091	131 432 674	112 095 231	
Bokført egenkapital per aksje	35	71	184	58	
P/B	1,56	2,35	2,09	1,36	1,84
Multipel	1,84				
Bokført verdi per aksje	35				
Aksjekurs	<b>64,93</b>				

Tabell 25: P/B, egentilvirket.

P/B har ligger i snitt på 1,84, og resulterer i en aksjeverdi på 64,93NOK for Lerøy.

## EV/KG

EV/KG	Lerøy	MOWI	Salmar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt
Markedsverdi av egenkapital	32 856 918 452	86 460 974 415	50 575 292 955	8 810 685 157	
Rentebærende gjeld	4 346 083 000	17 600 000 000	19 079 386 000	1 869 000 000	
EV	37 203 001 452	104 060 974 415	69 654 678 955	10 679 685 157	
Kg slaktet	174 629 000	463 635 000	193 670 000	84 697 000	
EV/KG	213	224	360	126	231
Multipel	231				
Kg slaktet	174 629 000				
EV	40 305 922 443				
Rentebærende gjeld	4 346 083 000				
Egenkapital	35 959 839 443				
Antall aksjer	595 773 680				
Aksjekurs	<b>60,36</b>				

Tabell 26: EV/KG, egentilvirket.

Ved bruke av EV/KG ser vi at Lerøy`s aksje blir verdsatt til 60,36NOK.

De to foregående ga aksjepris på 63,75 og 64,93. Gjennomsnittet av disse blir **63,01 NOK**.

Dette er noe høyere enn estimatet som fremkom av den fundamentale verdsettelsen, 45,60.

Jeg velger å vekte den fundamentale verdsettelsen med 2/3 og den relative verdsettelsen med 1/3, noe som resulterer i ett endelig verdiestimat på **51,40 NOK** per aksje for LSG.

## 10 Konklusjon

Formålet med denne masteroppgaven var å komme frem til et verdiestimat for Lerøy Seafood Group ASA i utgangen av 2022. Jeg valgte å benytte meg av fundamental verdsettelse og å supplere med komparativ verdsettelse. Dette innebar å utføre en rekke analyser knuttet til regnskap og det strategiske, både internt og eksternt.

Jeg har gjort antakelser og utarbeidet estimat for fremtidige kontantstrømmer. Jeg brukte disse prognosene, samt estimert WACC for å avgjøre terminalverdi på 38 milliarder kr. Lerøys

egenkapitalverdi ble beregnet til 27,1 milliarder kr. Dette ble delt på antall aksjer og jeg konkluderte den fundamentale verdsettelsen med at aksjens verdi er 45,60 kr.

Videre ble det utført en komparativ verdsettelse, hvor jeg brukte P/E, P/B og EV/KG for Lerøy, MOWI, Salmar og Grieg. Den komparative verdsettelsen endte med en snittpris for Lerøy lik 63,01 kr per aksje.

Jeg valgte å vekte resultatet av den fundamentale verdsettelsen med 2/3 og den komparative med 1/3. Dette resulterte i ett endelig verdiestimat på **51,40 kr** per LSG-aksje.

Vi sammenligner dette opp mot prisen 30.12.2022 som var 55,15NOK. Dette tilsier en overprising på 3,75kr eller 6,7%. Dette resulterer i en **salgsanbefaling**.

## Litteraturliste:

- Lerøy. (2022) Årsrapport 2021
- Lerøy. (2023) Årsrapport 2022
- Lerøy. (2023) Kvartalsrapprt Q4 2022
- Lerøy. (2020) Årsrapport 2019
- Lerøy. (2018) Årsrapport 2017
- Mowi. (2022) Årsrapport 2021
- Mowi. (2023) Årsrapport 2022
- Salmar. (2023) Årsrapport 2022
- Grieg Seafood. (2023) Årsrapport 2022
- Salmar. (2022) Årsrapport 2021
- Grieg Seafood. (2022) Årsrapport 2021
- Kaldestad, Y. og Møller, B. (2016) Verdivurdering. 2. utg. Bergen: Fagbokforlaget.
- Damodaran, A. (2012) Investment Valuation. 3. utg. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Pinto, Jerald E.. Equity Asset Valuation, John Wiley & Sons, Incorporated, 2020.
- Sander, K. (2020, 26. desember). PESTEL – analyse (analyse av makroomgivelsene). Estudie.no. <https://estudie.no/pestel-analyse/>
- Fiskeridirektoratet (u.å). Tildelingsprosessen. Hentet 01.03.2022 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- Store Norske Leksikon. (2023, 4. januar). *Norsk fiskehistorie*. [https://snl.no/Norsk\\_fiskerihistorie](https://snl.no/Norsk_fiskerihistorie)
- Misund, B. (2023, 21. januar). *Fiskeoppdrett*. <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- UIB. (u.å). BAND 5: HAVBRUK: Havbruksnæringen – et eventyr i Kyst-Norge <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>
- Bu, F. (2023, 4. januar). *Rekordår for norsk sjømateksport: – Milepæl*. <https://www.tv2.no/nyheter/innenriks/rekordar-for-norsk-sjomateksport-milepael/15398608/>
- Stranden, A. L. (2022, 4. november). *Forskning.no. Dette er grunnrente: – Lakseskatt er i tråd med økonomers lærebøker*. <https://forskning.no/enkelt-forklart-finans-okonomi/dette-er-grunnrente-lakseskatt-er-i-trad-med-okonomers-laereboker/2102001>

- Molland, E. (2023, 19. februar). Nettavisen. *Lakseprisen i taket etter lanseringen av grunnrenteskatt*. <https://www.nettavisen.no/okonomi/lakseprisen-i-taket-etter-lanseringen-av-grunnrenteskatt/s/5-95-921544>
- Nordnet (u.å). *DNB Global Indeks A*. <https://www.nordnet.no/market/funds/16801174-dnb-global-indeks>
- Norges bank (2019). *Hvordan påvirker renten økonomien og inflasjonen?* <https://www.norges-bank.no/kunnskapsbanken/styringsrenten/hvordan-pavirker-renten-okonomien/>
- Sparebank1 (2023) *Tror på gode tider for lakseaksjer*. <https://www.sparebank1.no/nb/bank/om-oss/nyheter/fondssparing-gode-tider-for-lakseaksjer.html>
- valuta-kurser.no (2023) *Amerikanske dollar valutakurser - USD til NOK* <https://www.valuta-kurser.no/amerikanske-dollar-valutakurser>
- Norges bank (2018) *Hvor mye drahjelp har vi fått av kronesvekkelsen? Del 1*. <https://www.norges-bank.no/bankplassen/arkiv/2018/hvor-mye-drahjelp-har-vi-fatt-av-kronesvekkelsen-del-1/>
- Egenes & Dahl (2022). Intrafish. *Nye produksjonsformer er nødvendig for å dekke en stadig økende etterspørsel etter oppdrettsfisk*. <https://www.intrafish.no/kommentarer/nye-produksjonsformer-er-nodvendig-for-a-dekke-en-stadig-okende-etterspørsel-etter-oppdrettsfisk/2-1-1188922>
- Holand M. L. (2021, 11. april). *DISSE DIGITALE LØSNINGENE KAN SIKRE EN BÆREKRAFTIG EKSPANSJON AV OPPDRETTSNÆRINGEN*. <https://www.blueye.no/blog/onsker-femdobling-av-fiskeoppdrett>
- Sintef (u.å). *Havbruksrobotikk og autonome løsninger*. <https://www.sintef.no/ekspertise/ocean/havbruksrobotikk-og-autonome-losninger/>
- Nofirma (2023, 20. februar). *Avl og genetikk*. <https://nofima.no/forskning/ravarer-fra-havbruk-fiskeri-og-landbruk/avl-og-genetikk/>
- Miljødirektoratet (u.å). *Akvakultur*. <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>
- Investopedia (2022, 1. august). *Porter's 5 Forces Explained and How to Use the Model*. <https://www.investopedia.com/terms/p/porter.asp>
- Sletmo D. (2018, 29. november). *Økonomiske implikasjoner av digitalisering i havbruk*. <https://ilaks.no/okonomiske-implikasjoner-av-digitalisering-i-havbruk/>

- Jørgensen, S. (2011). Markedsanalyse og strategisk planlegging. Universitetsforlaget.
- Sander K. (2023, 17. januar). *SWIMA / VRIO – analyse (ressursanalyse)*.  
<https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/>
- Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2020). Corporate finance (5th ed.). Pearson Education Limited.
- PwC (u.å). *Risikopremien i det norske markedet*.  
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>