



UiT Norges arktiske universitet

Handelshøgskolen ved UiT

Bunnfradraget i grunnrenteskatten

Hvilken effekt har det på verdien til et lite oppdrettsselskap?

Camilla Hansen

Masteroppgave i økonomi og administrasjon, BED – 3901, juni 2024

Førord

Denne oppgaven er skrevet som en del av min mastergrad i økonomi og administrasjon. Den markerer slutten på min studietid ved Universitetet i Tromsø, og et sammenlagt fem år langt studieløp ved Handelshøgskolen i Tromsø. Dette hadde vært umulig uten alle de gode støttespillerne jeg har rundt meg.

Først vil jeg takke min veileder Sverre Braathen Thyholdt, for å ha pekt meg i riktig retning når jeg har vært i villrede.

Jeg ønsker også å takke familie og venner for gode samtaler om oppgavens tema, all hjelp og støtte i denne prosessen. En spesiell takk går til min samboer for all støtte, og alle timer han har stelt hjemme slik at jeg har kunnet sitte på skolen. Takk også til min datter for ikke drive han til vannvidt.

God lesning!

Kirkenes, juni 2024

Camilla Fredriksen Hansen

Sammendrag

Denne studien skal undersøke hvilken effekt bunnfradraget i grunnrenteskatten har på verdien til et lite oppdrettsselskap. For å gjøre dette vil oppgaven ta et dypdykk i grunnrenteskatten og bunnfradraget som ble innført i norsk havbruksnæring 1. januar 2023. Innføringen av grunnrenteskatten preger en av Norges fremste næringer, med både små og store aktører, som sprer seg fra større byer til små distriktskommuner. Grunnrenteskatten skal fungere som en mekanisme for å sikre at kommuner, lokalsamfunn og staten får en del av den ekstraordinære avkastningen som genereres i havbruksnæringen. Bunnfradragets oppgave er i hovedsak å skjerme mindre oppdrettsaktører, for å sikre at disse forblir konkurransedyktige. Dette innebærer at innføringen av grunnrenteskatten kan få store konsekvenser for selskapene i havbruksnæringen, og ringvirkninger for samfunnet generelt. Bunnfradraget ble innført for å redusere skattebelastningen på små aktører i næringen, og det kan være interessant å se om bunnfradraget faktisk forbedrer disse aktørenes økonomiske situasjon, etter skatteendringen.

For å svare på problemstillingen er oppgaven utformet som et casestudie, med utgangspunkt i Gratanglaks AS. I oppgaven sammenlignes tre kontantstrømmer. Den første kontantstrømmen representerer selskapet før innføring av grunnrenteskatten. Den andre kontantstrømmen viser effekten grunnrenteskatten har på selskapets verdi. Den tredje kontantstrømmen inkluderer både grunnrenteskatt og bunnfradrag, og skal vise effekten bunnfradraget har på verdien til selskapet. Ved å sammenlikne disse kontantstrømmene skal studien vise effekten bunnfradraget har på verdien til et lite oppdrettsselskap.

Resultatene viser at grunnrenteskatten har negativ effekt på selskapets verdi, gjennom å redusere netto kontantstrøm betydelig. Etter innføringen av bunnfradraget er det kun i vedvarende periode at selskapet har et grunnrenteskattepliktig overskudd. Innføring av bunnfradraget eliminerer altså en stor del av den ekstra skattebelastningen, og selskapets verdi er nesten den samme etter innføring av bunnfradrag som den var før innføringen av grunnrenteskatten. Dette indikerer at bunnfradraget oppfylder sitt formål og skjermer de små aktørene i næringen.

Nøkkelord: Grunnrenteskatt; bunnfradrag; havbruk; Gratanglaks AS; verdsettelse

Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	PROBLEMSTILLING	2
2	PRESENTASJON AV GRATANGLAKS AS	4
3	TEORI	7
3.1	PRESENTASJON AV HAVBRUKSNÆRINGEN.....	7
3.1.1	<i>Historisk utvikling</i>	7
3.1.2	<i>Verdikjeden i norsk havbruksnæring</i>	8
3.2	GRUNNRENTEBESKATNING	11
3.2.1	<i>Grunnrente</i>	11
3.2.2	<i>Grunnrenteskatt</i>	11
3.2.3	<i>Bunnfradrag</i>	13
3.2.4	<i>Produksjonsavgift</i>	14
3.3	OMGRUPPERT BALANSE	15
3.4	FRI KONTANTSTRØM	16
3.5	INVESTERT KAPITAL.....	16
3.6	KILOPRIS PÅ LAKS	17
3.7	VEKST.....	18
4	METODE	19
4.1	EMPIRISK KONTEKST.....	19
4.1.1	<i>Forskningsobjekt</i>	19
4.2	FORSKNINGSDESIGN.....	19
4.2.1	<i>Datainnsamling</i>	20
4.2.2	<i>Evaluering av metode</i>	21
4.2.3	<i>Prognosemodeller</i>	22
4.3	SKATTEMODELLENS UTFORMING	23
4.3.1	<i>Brutto grunnrenteinntekt</i>	24
4.3.2	<i>Fradragsberettigede kostnader</i>	24
4.3.3	<i>Negativ grunnrenteinntekt</i>	24
4.3.4	<i>Bunnfradrag</i>	24
4.3.5	<i>Produksjonsavgift</i>	25
4.3.6	<i>Oppsummering</i>	25
4.4	OMGRUPPERT BALANSE	25
4.4.1	<i>Driftsrelaterte eiendeler</i>	28
4.4.2	<i>Finansielle eiendeler</i>	29
4.4.3	<i>Gjeld</i>	29
4.5	METODISKE VALG	29
4.5.1	<i>Salgsinntekt</i>	29

4.5.2	<i>Kilopris på laks</i>	30
4.5.3	<i>Valg av perioder</i>	30
4.5.4	<i>Vekstrate</i>	32
4.5.5	<i>Produksjonsavgift</i>	34
4.6	ESTIMERT SALGSINNTÉKT	34
4.7	NØKKELTALL	34
4.8	DRIFTSRESULTAT ETTER SKATT (NOPAT)	36
4.9	AVKASTNING PÅ INVESTERT KAPITAL (ROIC).....	36
4.9.1	<i>Avkastning på ny investert kapital (RONIC)</i>	37
4.10	WACC	38
4.11	BEREGNET PRODUKSJONSAVGIFT.....	38
4.12	SELSKAPETS VERDI	40
5	RESULTATER	44
5.1	OMGRUPPERT BALANSE	44
5.2	NØKKELTALL	44
5.2.1	<i>Dekomponering av driftsmarginer</i>	45
5.2.2	<i>Inntektsvekst</i>	45
5.2.3	<i>NOPAT</i>	46
5.2.4	<i>WACC, ROIC og IC</i>	48
5.2.5	<i>Produksjonsavgift</i>	48
5.3	SELSKAPETS VERDI	49
5.3.1	<i>Kontantstrømoppstilling før innføringen grunnrenteskatt</i>	49
5.3.2	<i>Kontantstrømoppstilling med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag</i>	50
5.3.3	<i>Kontantstrømoppstilling med grunnrenteskatt og bunnfradrag</i>	51
5.4	OPPSUMMERING	53
6	DISKUSJON	54
6.1	STUDIENS BEGRENSNINGER OG VIDERE FORSKNING.....	56
	REFERANSELISTE	58
	VEDLEGG 1 – RESULTATREGNSKAP	62
	VEDLEGG 2 – BALANSEREGNSKAP	63
	VEDLEGG 3 – OMGRUPPERT BALANSE	64
	VEDLEGG 4 – INNTEKTER OG KOSTNADER 2017 TIL 2028	65
	VEDLEGG 5 – VEKST, ROIC, INVESTERT KAPITAL, FRI KONTANTSTRØM	65
	VEDLEGG 6 – WACC	65

Tabelliste

Tabell 1 – Presentasjon av skattemodellen	25
Tabell 2 – Omgruppering av Gratanglaks AS sin balanse	27
Tabell 3 – Betalbar grunnrenteskatt	40
Tabell 4 – Scenario 1, kontantstrømoppstilling før grunnrenteskatt	41
Tabell 5 – Scenario 2, kontantstrømoppstilling med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag	41
Tabell 6 – Scenario 3, kontantstrømoppstilling med grunnrenteskatt og bunnfradrag.	41
Tabell 7 – Dekomponering av driftsmarginer	45
Tabell 8 – Inntektsvekst i analyseperioden	46
Tabell 9 – Resultatoppstilling analyseperiode	46
Tabell 10 – Resultatoppstilling eksplisitt periode	47
Tabell 11 – ROIC	48
Tabell 12 – Produsert mengde, analyseperiode.....	49
Tabell 13 – Betalbar produksjonsavgift, eksplisitt periode.....	49
Tabell 14 – Netto fri kontantstrøm før grunnrenteskatt	50
Tabell 15 – Selskapets verdi før grunnrenteskatt	50
Tabell 16 – Netto fri kontantstrøm med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag.....	50
Tabell 17 – Selskapets verdi med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag	51
Tabell 18 – Netto fri kontantstrøm med grunnrenteskatt og bunnfradrag.....	52
Tabell 19 – Selskapets verdi med grunnrenteskatt og bunnfradrag	53
Tabell 20 – Selskapets verdi.....	53

Figurliste

Figur 1 – Verdikjeden til Gratanglaks AS, hentet fra: (Gratanglaks AS, 2022a)	5
Figur 2 – Verdikjeden i havbruksnæringen, hentet fra: (NOU 2019: 18)	8
Figur 3 – Produksjonsprosessen i havbruksnæringen, hentet fra: (NOU 2019: 18)	9
Figur 4 – Gjennomsnittlig årlig kilopris på laks fra 2012 til 2022 (Fishpool.com, u.å.).	17

Formelliste

Formel 1 – Vekstrate i prosent (WallStreetPrep, 2024)	32
Formel 2 – Inntektsvekstrate	33
Formel 3 – Salgsinntekt eksplisitt periode	34
Formel 4 – Sats for beregning av bruttofortjeneste	35
Formel 5 – Bruttofortjeneste	35
Formel 6 – Driftsresultat etter skatt (NOPAT) (Manganelli, 2017).....	36
Formel 7 – Investert kapital (Callahan & Mauboussin, 2022).....	37
Formel 8 – ROIC (Callahan & Mauboussin, 2022; Manganelli, 2017).....	37
Formel 9 – ROIC eksplisitt periode	37
Formel 10 – Produsert mengde i kilo	39
Formel 11 – Produsert mengde for hvert av årene i eksplisitt periode	39
Formel 12 – Betalbar produksjonsavgift det aktuelle året	39
Formel 13 – Fri kontantstrøm (FCF) (Manganelli, 2017).....	41
Formel 14 – Nåverdi fri kontantstrøm, eksplisitt periode (Manganelli, 2017).	42
Formel 15 – Vedvarende verdi (Manganelli, 2017).....	42
Formel 16 – Nåverdi av fri kontantstrøm, vedvarende periode (Manganelli, 2017)	43
Formel 17 – Selskapets verdi (Manganelli, 2017)	43
Formel 18 – Selskapets verdi, forenklet.....	43

1 Innledning

Norsk havbruksnæring er en av Norges mest lønnsomme næringer. I 2022 økte de samlede salgsinntektene til 106,5 milliarder NOK, dette innebærer en økning på 32,5 prosent fra foregående år. Økningen skyldes i hovedsak en økning i kiloprisen på oppdrettslaks og regnbueørret (Fiskeridirektoratet, 2023). Ifølge Fishpool.com (u.å.) økte den gjennomsnittlige årlige lakseprisen fra 58,26 NOK i 2021 til 83,18 NOK i 2022. Fiskeridirektoratets artikkel presenterer også økt sysselsetting i havbruksnæringen, hvor den for første gang overstiger 10.000 ansatte. I en rapport fra Nofima fremkommer det at havbruksnæringen er av stor betydning, både for større byer og for mindre lokalsamfunn langs kysten. Dette gjelder både direkte gjennom kjernevirksomhet og indirekte gjennom ringvirkningene næringen bringer med seg (Bendiksen et al., 2023).

1. januar 2023 ble det innført grunnrenteskatt på norsk havbruksnæring (NOU 2023: 23). Grunnrenteskatten er en skatt på inntekter som kommer fra bruk av statseide naturressurser, og har lenge vært forbundet med olje- og gass. Selskaper betaler grunnrente på grunn av den ekstraordinære avkastningen de får ved å ha tillatelse fra staten til å bruke en begrenset ressurs (NOU 2023: 23), som for eksempel vannet i en elv eller havbunnen der olje utvinnes. Det er altså tillatelsen fra staten til å benytte disse felleseide naturressursene som gir denne ekstra inntekten, ikke selskapets arbeid, innovasjon eller risikotaking. I Norge benyttes det grunnrenteskatt for inntekter fra oljeutvinning, vannkraft og havbruk (NOU 2023: 23), og fra 2024 vil den også omfatte deler av landbasert vindkraft (Bjørnø et al., 2023). Grunnrenten beskattes i tillegg til vanlig selskapsskatt (Prop. 78 LS (2022-2023)).

Innføring av grunnrenteskatt på norsk havbruk var og er omdiskutert (Prop. 78 LS (2022-2023)). Det er i hovedsak regjeringen, SSB og akademiske institusjoner som NMBU, NOAH og Naturvernforbundet som støtter innføring av skatten (Prop. 78 LS (2022-2023)). På den andre siden av diskusjonen finner man ulike næringslivsaktører, akademikere og bransjeorganisasjoner. Flere av disse uttrykker skepsis til skatten i sin helhet. Enkelte mener at en bør utsette innføringen, mens andre mener en bør vurdere andre skattemodeller (Prop. 78 LS (2022-2023)). Det er en tydelig splittelse mellom de som ser på grunnrenteskatten som en nødvendig omfordeling for å sikre en rettferdig fordeling av naturressursene, og de som ser potensielle negative effekter av skatten (Prop. 78 LS (2022-2023)). Dette indikerer at de som vil dra nytte av grunnrenteskatten også er de som er positiv til den, mens de som ser

potensielle negative effekter for sin virksomhet eller økonomi, også er de som uttrykker motstand.

Til tross for motargumentene fra de større næringslivsaktørene så er grunnrenteskatten i Norge designet for å beskatte meravkastningen (grunnrente) som naturressurser genererer, uten å straffe de minste aktørene. Dette er et viktig prinsipp i grunnrentebeskatningen. Mindre aktører har ofte mindre økonomisk kapasitet og høyere driftskostnader per enhet sammenlignet med større selskaper, i tillegg til at de utgjør et viktig bidrag til lokal verdiskaping ved at de skaper arbeidsplasser og økonomisk aktivitet i lokalsamfunnene. Ved å beskytte de minste aktørene gjennom et bunnfradrag på grunnrenteskatten sikrer man at ressursutnyttelsen er bredt basert og inkluderer en rekke forskjellige aktører, noe som bidrar til en mer balansert og bærekraftig ressursforvaltning (NOU 2023: 23).

I 2021 bestod norsk havbruksnæring av om lag 120 selskaper innen kommersiell matfiskproduksjon. Hovedandelen av disse regnes som små og mellomstore selskaper, og 75 prosent av de 120 selskapene er familieeide (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021). Grunnrenteskatten og bunnfradraget påvirker altså en svært stor andel av hjørnesteinsbedrifter i lokalsamfunnene i betydelige deler av distrikt Norge. På bakgrunn av dette ble det naturlig å velge et lite familieeid oppdrettsselskap for å på best mulig måte besvare problemstillingen og belyse temaet i oppgaven. Valget falt på Gratanglaks AS som er et familieeid oppdrettsselskap i Gratangen kommune (Gratanglaks.no, u.å.).

1.1 Problemstilling

Grunnrenteskatten pålegges selskaper som utnytter naturressurser, inkludert havbruksnæringen. Sammen med innføringen av grunnrenteskatt ble det også innført et bunnfradrag. Bunnfradraget er ment å skjerme de minste aktørene fra full skattebelastning, men effekten antas å variere avhengig av selskapets størrelse og økonomiske situasjon. Denne studien søker å finne svar på hvordan bunnfradraget kan påvirke verdien til mindre oppdrettsselskaper i Norge.

Problemstillingen for denne oppgaven er derfor som følger:

«Hvilken effekt har bunnfradraget på verdien til et lite oppdrettsselskap?»

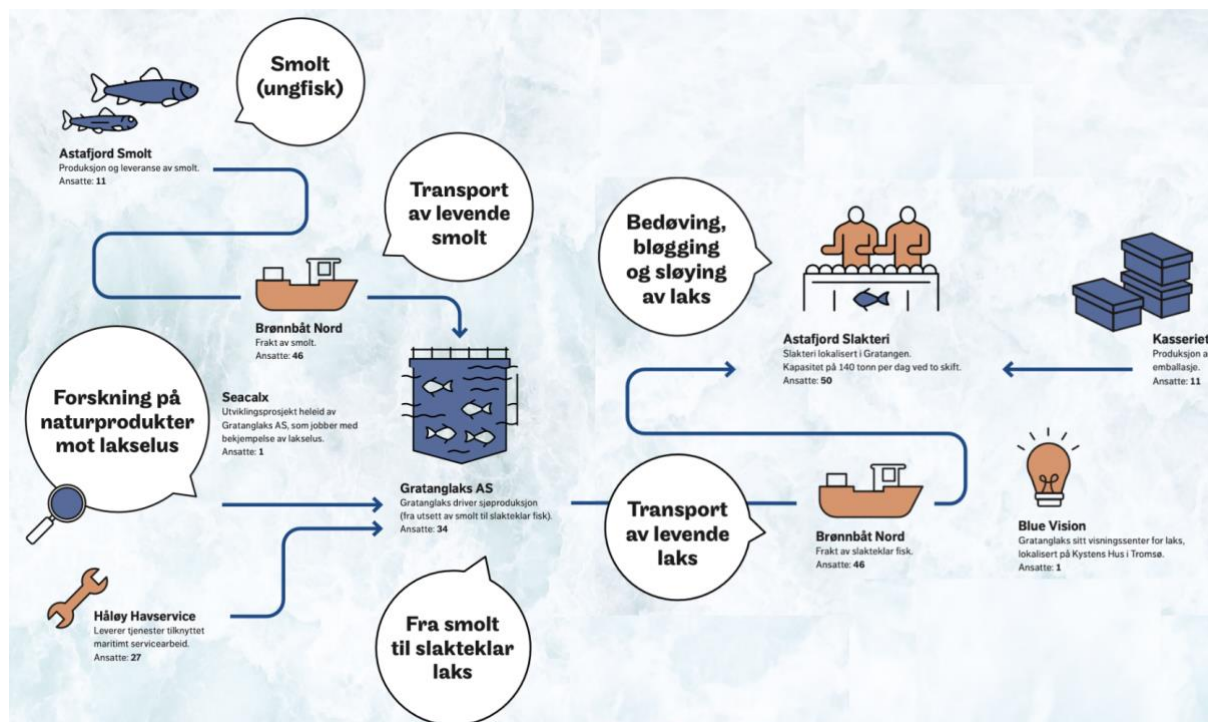
I norsk havbruksnæring er det totalt 120 oppdrettsselskap som driver kommersiell matfiskproduksjon av laksefisk (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021). Av disse 120 oppdrettsselskapene står de ti største for omtrent 70 prosent av lakseproduksjon (Vedum & Støre, 2023), hvilket vil si at de resterende aktørene samlet står for 30 prosent av lakseproduksjon. Sammenlignet med de ti største aktørene, kan disse regnes som små og mellomstore aktører. Gratanglaks er ikke listet som en av de ti store, og selskapets bærekrafts rapport fra 2022 viser at selskapet hadde 36 ansatte, og kan derfor klassifiseres som et lite oppdrettsselskap (Gratanglaks AS, 2022a).

2 Presentasjon av Gratanglaks AS

For å svare på problemstillingen på best mulig måte så jeg det nødvendig å bruke et eksisterende selskaps regnskapstall i analysen. Av problemstillingen fremkommer det at oppgaven skal se på bunnfradragets effekt på et lite oppdrettsselskap. Med en omsetning på nesten 575 millioner NOK i 2022 og 36 ansatte, er selskapet stort nok til å være økonomisk betydningsfullt, men samtidig lite nok til å representere små aktører i havbruksnæringen, da de største aktørene ofte har milliardomsetninger og flere hundre ansatte. Gratanglaks AS er dermed representativ til å illustrere de økonomiske effektene av bunnfradraget i grunnrenteskatten for mindre oppdrettsselskap

Gratanglaks AS er et familieeid selskap etablert i 1984, med hovedkontor i Gratangen kommune i Troms, Norge. De har lokaliteter i både Nordland og Troms, hvor mesteparten av produksjonen foregår i Astafjorden og Vågsfjorden (Gratanglaks.no, u.å.). Selskapet er en del av et konsern bestående av totalt fire selskaper med Erling Lundbergs Holding AS som morsselskap.

Selskapet har forpliktet seg til bærekraftig lakseproduksjon som sikrer god fiskevelferd og genererer positive lokale og regionale effekter gjennom sysselsetting, vekst og nye prosjekter. De har totalt 528 mål areal til havs i tillegg til 2 mål areal på land. I deres Bærekraftsrapport 2022 kommer det frem at selskapet fokuserer på å forbedre fiskehelsen og -velferden, øke biosikkerheten og redusere dødeligheten, med en dødelighet på 5,62 prosent i 2022 (Gratanglaks AS, 2022a). Videre skriver de at de har hatt null rømt laks siden oppstarten og jobber aktivt for å møte utfordringer som lakselus, gjennom ukentlige rapporteringer. Gratanglaks AS jobber strukturert for å sikre mattrygghet og har til eksempel full sporbarhet fra rogn til forbruker. De har oppnådd ulike sertifiseringer for å sikre kundene at de opprettholder gode rutiner, inkludert ASC-standarden, GlobalG.A.P., og Whole Foods Market, blant andre. De koordinerer også kontrollen av lakselus og rapporterer ingen registreringer av ville fugler og pattedyr for dagens generasjon av fisk (Gratanglaks AS, 2022a).



Figur 1 – Verdikjeden til Gratanglaks AS, hentet fra: (Gratanglaks AS, 2022a)

Figur 1 viser Gratanglaks AS' verdikjede. Av denne kan vi se at Gratanglaks sin kjernevirksomhet strekker seg fra utsetting av smolt i havmerder til fisken er slakteklar. Dette innebærer blant annet overvåking, og stell av laksen. I tillegg eier Gratanglaks AS utviklingsprosjektet Seacalx, som kort forklart forsker på naturprodukter til bruk for å bekjempe lakselus. For de øvrige leddene i produksjonskjeden har de ett tett samarbeid med andre lokale selskaper. Gratanglaks AS får levert smolt fra Astafjord Smolt, og når fisken er slakteklar er det Astafjord Slakteri som står for bedøving, bløgging og sløying. Det er Brønnbåt Nord som transporterer smolten og den levende, slakteklare fisken fra Gratanglaks sitt produksjonsanlegg. I tillegg benytter selskapet seg av Håøy Havservice for servicearbeid. Gratanglaks AS' kjernevirksomhet er i sjøfasen, deretter samarbeider de tett med andre lokale aktører i de resterende delene av verdikjeden. Dette innebærer at selskapets salgsinntekter og driftskostnader i hovedsak kan knyttes opp i sjøfasen, og gjør at tallene som brukes i analysen er mer representativ for lakseprisen på merdkanten, enn de ville vært dersom selskapet hadde en høyere grad av vertikal integrasjon.

Gratanglaks AS er et spennende selskap å gjøre en økonomisk analyse av, da de har hatt en betydelig vekst i omsetning siden 2019. Deres sterke finansielle situasjon gjør dem derfor til en passende og interessant bedrift å bruke som case når effekten av bunnfradraget skal beregnes.

3 Teori

3.1 Presentasjon av havbruksnæringen

For å analysere et fiskeoppdrettsselskap er det viktig å forstå næringen det opererer i. Teorikapitlet vil derfor innledes med en presentasjon av havbruksnæringen. Først vil næringens historiske utvikling gjennomgås, etterfulgt av en beskrivelse av verdikjeden og produksjonsprosessen. Videre vil oppgavens teoretiske grunnlag presenteres. Dette inkluderer blant annet grunnrente, grunnrenteskatt, produksjonsavgift og bunnfradrag. Avslutningsvis vil sentrale teoretiske konsepter bli forklart, herunder omgruppert balanse, fri kontantstrøm, investert kapital og kilopris på laks.

3.1.1 Historisk utvikling

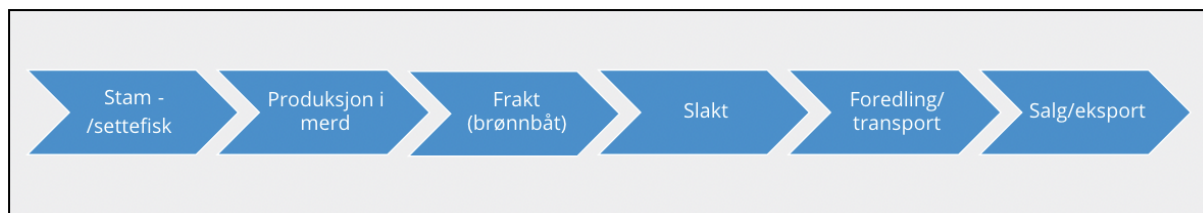
I Norsk Industri (2017) sin rapport kan en lese at norsk havbruksnæring har røtter helt tilbake til 1950-tallet da brødrene Olav og Karstein Vik fikk fisk til å leve i små vann. I 1959 satte de for første gang ut laks og ørret i flytende kasser i sjøen, og mange vil si at det dette var starten på norsk havbruksnæring (Norsk Industri, 2017). I 1971 slaktet Thor Mowinckel, eier av oppdrettsselskapet MOWI, den første høykvalitets oppdrettslaksen (Norsk Industri, 2017). Havbruk var i utgangspunktet tenkt som noe man drev med ved siden av sin vanlige jobb, men ble raskt en fulltidssyssel. I 1973 ble oppdrettsloven innført. Dette medførte at det nå krevdes tillatelse for å etablere nye oppdrettsanlegg. Loven sa at en person maksimalt kunne tildeles én tillatelse, og av de som fikk tildelt tillatelser måtte majoriteten ha lokal tilknytning (NOU 2019: 18). Slik sørget myndighetene for at havbruk forble en distriktsnæring.

Ekspansjonen i havbruksnæringen fortsatte utover 80-tallet, men for å begrense den store veksten ble det fra 1989 til 2002 ikke tildelt nye konsesjoner. Først etter 1991 ble den strenge eierskap reguleringen redusert (Norsk Industri, 2017), noe som medførte en sammenslåing i næringen, som etterhvert ble bestående av færre og større aktører (NOU 2019: 18). Dette har bidratt til å øke produktiviteten i næringen, fordi de store aktørene har ressurser til å utvikle næringen innen for både forskning og utvikling, produksjon, videreforedling, markedsføring og salg (Norsk Industri, 2017). Siden 1980 har havbruksnæringen økt produksjon av laks og ørret fra 4 000 tonn til over 1,6 millioner tonn pr. 2023 (Norsk Industri, 2017; Tande, 2024). I dag består hovedandelen av norsk havbruksnæring av få og store aktører.

Siden 1. januar 2006 har havbruksnæringen vært regulert av akvakulturloven. Selv om loven har hatt visse endringer siden den ble innført har de mest sentrale prinsippene stått fast (NOU 2019: 18). Dette omfatter bærekraftig utvikling, lisenssystem, tilsyn og kontroll, miljøovervåking, ansvar for rømming og hensyn til samfunn og lokalmiljø (Regnskapsloven, 1998), hvor man kan argumentere for at sistnevnte kan være en del av grunnlaget for grunnrenteskatten, siden de små oppdrettsselskapene ofte er av stor betydning for lokalsamfunnene.

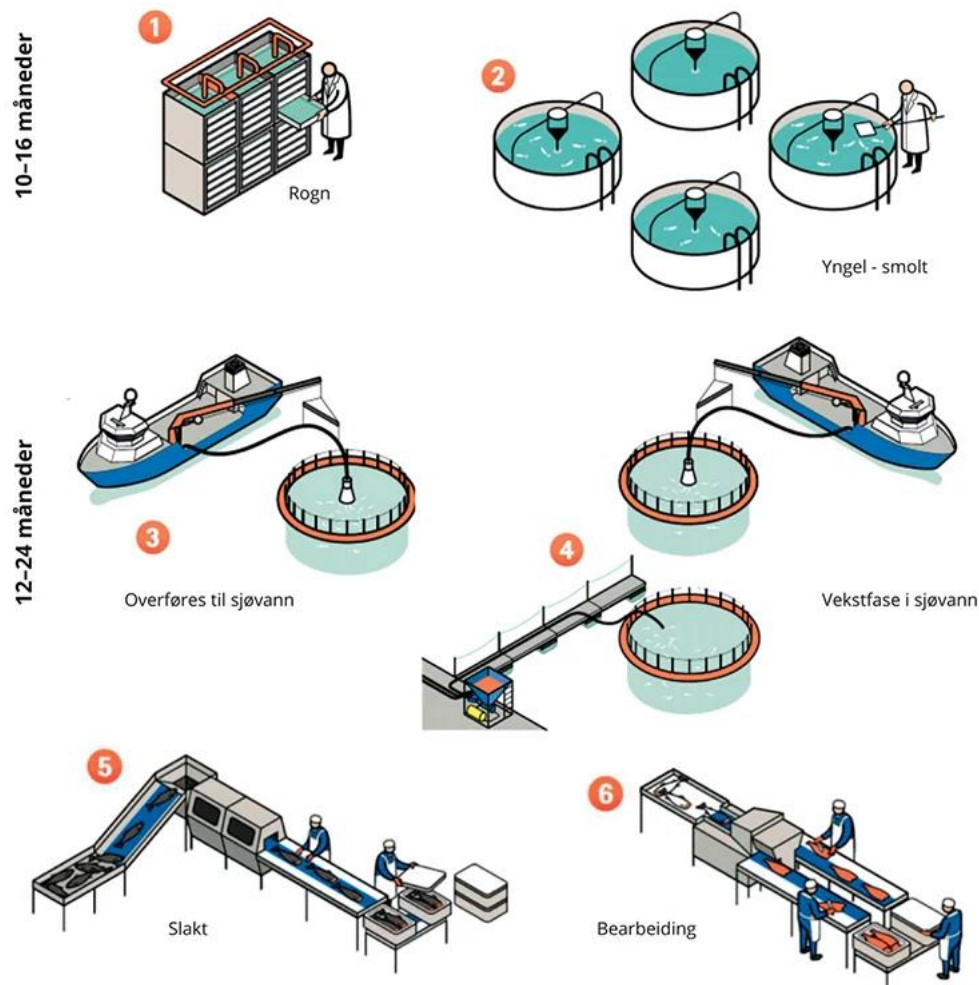
3.1.2 Verdikjeden i norsk havbruksnæring

For å danne en grunnleggende forståelse for den videre delen av oppgaven vil denne delen presentere verdikjeden og produksjonsprosessen i havbruksnæringen. Hvordan verdikjeden er utformet kan variere mellom ulike arter og produksjonsmetoder, men her presenteres en generell verdikjede for oppdrett av laks og regnbueørret (NOU 2023: 23).



Figur 2 – Verdikjeden i havbruksnæringen, hentet fra: (NOU 2019: 18)

Figur 2 viser verdikjeden i havbruksnæringen. Verdikjeden kan i grove trekk deles inn i seks faser. Slik figur 2 viser består den av stamfisk/settefisk, produksjon i merd (matfisk), transport, slaktning og salg av det ferdige produktet.



Figur 3 – Produksjonsprosessen i havbruksnæringen, hentet fra: (NOU 2019: 18)

Figur 3 viser en generell produksjonsprosess i norsk havbruksnæring. Prosessen starter med stamfisk som produserer rogn. Rogna utvikles til yngel som lever i ferskvannsanlegg på land, dette tar cirka to måneder (laks.no, u.å.). Av figuren ser vi hvordan yngelen etter 10-16 måneder i ferskvann er klar til å begynne å ta til seg fôr, og overføres til matfiskanlegg i saltvann. Det refereres da til den som smolt. Smolten veier vanligvis mellom 60 og 100 gram (laks.no, u.å.), og blir fraktet fra ferskvannsanleggene til matfiskanlegg i havet, altså sjømerder. Transporten skjer vanligvis ved hjelp av brønnbåter. I merdene vokser smolten seg til ung laks og videre til voksen laks, dette omtales ofte som sjøfasen. Etter 14-22 måneder har laksen oppnådd en vekt på omlag fire til seks kilo (laks.no, u.å.). Ønsket vekt på slakteklar laks vil variere fra selskap til selskap, avhengig av blant annet deres produksjons- og markedsstrategi (NOU 2019: 18). Hele prosessen fra rogn til fullvoksen laks tar rundt tre år (laks.no, u.å.). Når laksen har oppnådd ønsket vekt blir den levende transportert med brønnbåt

til slakteriene. Her blir den bedøvd, avlivet, bearbeidet, pakket og transportert videre ut til kunder rundt om i verden (Afewerki et al., 2023; NOU 2019: 18). I tillegg til dette er næringen avhengig av forskning, avl, genetikk, vaksiner, fôr, og diverse utstyr (NOU 2023: 23).

Det er store variasjoner i næringen på hvor mange ledd av verdikjeden de ulike oppdrettsselskapene selv styrer, men havbruksnæringen er kjent for å ofte ha høy grad av vertikal integrasjon (Prop. 78 LS (2022-2023)). Vertikalt integrerte selskaper kan lettere sikre høy kvalitet, redusere kostnader gjennom stordriftsfordeler, og raskt tilpasse seg markedsendringer (Barney, 2014). De har også større mulighet til å investere i forskning og utvikling gjennom hele verdikjeden, noe som kan føre til innovasjon og forbedringer. Vertikal integrering gjør det mulig for selskapene å optimalisere alle trinn, fra produksjon av settefisk til salg av ferdig produkt. For eksempel kan oppgavens case Gratanglaks AS, som er vertikalt integrert med sitt prosjekt Seacalx for bekjempelse av lakselus (Gratanglaks AS, 2022a), bedre håndtere biologiske utfordringer og opprettholde høy fiskevelferd.

Særnorske konkurransefortrinn

Norske oppdrettere har et betydelig konkurransefortrinn i sjøfasen av verdikjeden på grunn av de unike naturgitte forholdene i norske fjorder. Det kalde, klare og rene vannet i fjordene gir nemlig gunstige forhold for lakseoppdrett (laks.no, u.å.). Det er i sjøfasen hoveddelen av verdiskapningen skjer, ettersom det er her laksen tilbringer mesteparten av sin vekstperiode. Denne fasen er avgjørende for produksjonseffektiviteten og kvaliteten på oppdrettslaksen, siden god vanngjennomstrømning, stabile temperaturer og lav forekomst av sykdommer bidrar til raskere vekst og bedre fiskehelse (laks.no, u.å.). Teknologiske innovasjoner, som bruk av sensorer og automatiserte fôringssystemer har ytterligere forbedret effektiviteten i denne fasen i Norge (laks.no, u.å.). Samtidig er det sjøfasen som representerer den mest ressurskrevende delen av produksjonsprosessen, hvor kostnader knyttet til fôr, sykdomsforebygging og miljøtiltak er betydelige (laks.no, u.å.).

3.2 Grunnrentebeskatning

3.2.1 Grunnrente

Grunnrente og ressursrente brukes ofte om en annen, fordi begge begrepene brukes for å forstå og måle verdien som skapes av unike naturressurser. Grunnrente refererer til meravkastningen som genereres fra utnyttelsen av ressurser det er begrenset tilgang på, for eksempel vann/hav, jord eller grunn. Ressursrente er et bredere begrep, som begrepet grunnrente er en del av. Innholdsmessig er begrepene like (NOU 2019: 18). Videre i oppgaven brukes begrepet grunnrente.

I økonomisk sammenheng kan renprofitt ses på som et direkte resultat av grunnrenten. Renprofitt defineres i NOU 2019: 18 som: «det overskuddet en bedrift sitter igjen med etter at alle innsatsfaktorer i produksjonen, herunder kapital og arbeidskraft, har fått sin markedsmessige avlønning» (NOU 2019: 18). Renprofitt oppstår når det er knapphet på en av produksjonsinnsatsene. Når denne knappheten kommer som følge av begrenset tilgang til naturressurser, for eksempel olje, fisk eller land, kan den gi opphav til grunnrente (NOU 2019: 18). Om denne knappheten oppstår som følge av offentlige reguleringer, som for eksempel vernede fjorder og kystområder, eller effektiv vannsirkulasjon, refererer man gjerne til renprofitt som en reguleringsrente (NOU 2019: 18).

Kort oppsummert kan en si at mens grunnrente refererer til den økonomiske meravkastningen utover normale operasjonelle inntekter, viser renprofitt til den faktiske meravkastningen etter at kostnader og skatter er fratrukket. Grunnrenteskatten er utformet for å beskatte renprofitt. Ved å skattlegge denne meravkastningen sikres det at en del av verdien som skapes av naturressursene gis tilbake til fellesskapet (Prop. 78 LS (2022-2023)).

3.2.2 Grunnrenteskatt

Grunnrente er et sentralt begrep i forståelsen av formuesfordelingen, spesielt når det danner grunnlag for beskatning. En overskuddsskatt på grunnrente er kjent som en grunnrenteskatt. Dersom skatten er riktig utformet, vil den være nøytral. Dette betyr at prosjekter som i utgangspunktet var lønnsomme før innføringen av skatten også vil forbli lønnsomme etter innføringen av skatten. En godt utformet grunnrenteskatt skal altså ikke hemme investeringsinsentiver, og heller ikke påvirke beslutningstakingen til investorer (NOU 2023:

23). I tråd med et effektivt skattesystem vil altså en slik skatt ha minimalt med påvirkning på valgene til enkeltpersoner og virksomheter.

Grunnrenteskatten har lenge vært en viktig skatteinntekt for Norge da norsk olje- og gassindustri har vært pålagt skatten siden 1975 (Andal, 2023). Inntektene fra olje- og gassutvinning har gjort det mulig for Norge å bygge opp en betydelig finansiell reserve gjennom Statens pensjonsfond, populært kjent som oljefondet. Dette fondet investerer inntektene fra petroleumssektoren i internasjonale aksjer, obligasjoner og eiendom, og bidrar til å sikre økonomisk stabilitet for fremtidige generasjoner (Nbim.no, u.å.). På samme måte som olje- og gassindustri har også oppdrettsselskapene en betydelig eksportnæring som bidrar til økonomisk vekst og sysselsetting i kystsamfunn (Bendiksen et al., 2023).

Grunnrenteskatten på havbruk, som beskrevet tidligere, er derfor en mekanisme for å sikre at fellesskapet får ta del i de ekstraordinære inntektene som genereres av denne naturressursen (NOU 2023: 23).

Grunnrenteskatt i havbruksnæringen

Fra 1. januar 2023 utvidet Norge grunnrenteskatten til å også omfatte havbruksnæringen (NOU 2023: 23). Dette reflekterer prinsippet om at når produksjonsinnsats, som egnede lokaliteter for fiskeoppdrett, er knappe på grunn av naturlige grenser eller regulatoriske tiltak, bør det resulterende overskuddet beskattes. Denne utvidelsen sikrer at lokalsamfunn som leverer naturressurser også drar nytte av den genererte grunnrenten (Regjeringen.no, 2023). I havbruksnæringen er renprofitt et godt eksempel på en klassisk grunnrente på grunn av det begrensede antallet egnede lokasjoner for å drive oppdrett. Disse stedene er avhengige av faktorer som klimatiske forhold, egenskapene til sjøvann og beskyttelse mot værelementer (NOU 2019: 18). Dessuten spiller den regulatoriske renten inn med begrensninger på antall tillatelser som gis på grunn av miljøbestemmelser. Samspillet mellom regelverket og de naturlige fordelene ved for eksempel spesifikke lokasjoner gjør realiseringen av grunnrenten mulig (NOU 2019: 18).

Formålet med grunnrenteskatten er å ta en del av den meravkastningen selskapene i havbruksnæringen har som faktisk oppstår fra utnyttelsen av naturressurser (Prop. 78 LS (2022-2023)). Dette innebærer å skattlegge de delene av næringen som faktisk utnytter naturressursene, ikke alle leddene i verdikjeden. Tidligere i oppgaven ble det nevnt at verdikjeden til havbruksnæringen i hovedsak består av seks faser. Av disse seks er det produksjonsleddet i sjøfasen, altså der fisken vokser i merder i sjøen, som skal omfattes av

grunnrenteskatten. Dette forklares med at det er denne delen av verdikjeden som utnytter havressurser, og dermed har det naturgitte fortrinnet (NOU 2019: 18).

Det har vært diskutert flere ulike skattemodeller for grunnrenteskatten, blant annet overskuddsbasert skatt, men det ble vedtatt at havbruksnæringens grunnrente skal skattlegges ved en kontantstrømsskatt, i likhet med petroleums- og kraftverksbeskatningen. Skatten beregnes basert på selskapenes faktiske kontantstrømmer, og fungerer slik at staten har et passivt partnerskap i selskapet, og tar en lik andel av alle selskapets inntekter og kostnader (Prop. 78 LS (2022-2023)). Skatten skal øke investeringsinsentivene i havbruksnæringen ved at selskapene får umiddelbare fradrag for investeringer i sjøfasen.

Det har vært stor uenighet om hvilken skattesats som skal brukes for grunnrenteskatten i havbruksnæringen. Skattesatsen var i utgangspunktet foreslått å være på 40 prosent (NOU 2019: 18, 2019), men ble nedjustert til 35 prosent i Stortingets reviderte forslag i mars 2023. I mai 2023 var det inngått et forlik om at grunnrenteskatten skulle ha en skattesats på 25 prosent. Denne kommer på toppen av den vanlige selskapsskatten på 22 prosent (Furuset, 2023; NOU 2023: 23).

3.2.3 Bunnfradrag

Samtidig som innføringen av grunnrenteskatten i havbruksnæringen, ble det innført et bunnfradrag. Bunnfradraget er ikke unikt for havbruksnæringen, men finnes på eksempelvis formueskatt (NOU 2022: 20) og alminnelig inntekt for privatpersoner (Skatteetaten, u.å.), også kjent som «frikort». Bunnfradrag refererer til et skattefritt beløp som en person eller et selskap kan tjene før inntekten blir skattepliktig (Heldal & Kaarbø, 2023; NOU 2022: 20; Skatteetaten, u.å.).

I havbruksnæringen er det innført et bunnfradrag på 70 millioner NOK. Dette innebærer at selskapene vil få redusert grunnlaget for grunnrenteskatt med inntil 70 millioner NOK. Fratrukket skjer årlig og letter skattebyrden for selskapene (Finansdepartementet, 2022; NOU 2023: 23). Satsen på bunnfradraget vedtas årlig av Stortinget (Skatteloven, 2023).

Bunnfradraget har to formål. Det skal først og fremst fungere som et sjablongfradrag, og kompensere for de kostnadene som selskapene i havbruksnæringen tidligere har hatt, for eksempel ved kjøp av konsesjonstillatelser, siden det ikke finnes noe annet spesifikt fradrag for dette. Bunnfradraget gjør også at det er de selskapene i næringen med størst overskudd

som i hovedsak belastes av grunnrenteskatten, mens de mindre aktørene skjermes. Dette skal fremme vekst og investeringsinsentiver i næringen (NOU 2023: 23).

Det gis kun ett bunnfradrag for selskaper i samme konsern, for å motvirke at selskapene splitter seg opp for å oppnå flere bunnfradrag. Regjeringen har foreslått at det bør lages en definisjon på konsernnivå (Finansdepartementet, 2022; Prop. 78 LS (2022-2023)). Ulike instanser er uenige om hva denne definisjon bør omfatte. Blant annet foreslår Skattedirektoratet at definisjonen av konsern utvides til å omfatte tilfeller med bestemmende innflytelse over et annet selskap, dette er for å unngå at én aktør skal kunne ha avgjørende kontroll i flere selskaper (Prop. 78 LS (2022-2023)). For å unngå utnyttelse av regelverket for bunnfradrag, for eksempel gjennom taktiske eierstrukturer, foreslår Finansdepartementet at et selskap kan anses som et morselskap dersom det har bestemmende innflytelse over et annet selskap, uavhengig av eierskapets størrelse (Prop. 78 LS (2022-2023)). Fordi det fremdeles kan være insentiv for oppsplitting foreslås det også at det etableres regler på eiernivå. Dette innebærer at en person og dens familie og slekt kun får ett bunnfradrag. Dette for å motvirke salg eller fisjon til flere og mindre effektive selskaper for å oppnå flere bunnfradrag (Finansdepartementet, 2022).

I Prop. 78 LS (2022-2023) pekes det på at bunnfradraget kan få negativ effekt på grunnrenteskattens effektivitet og derfor ikke bør innføres. Et forslag fra utvalget er at det kan være mer effektivt å redusere skattesatsen til grunnrenteskatten, fremfor å innføre et bunnfradrag. Det er flere aktører i næringen som er kritiske til beregningen av grunnrenteskatten i havbruksnæringen, mens andre mener at det i hovedsak er bunnfradraget som er problematisk. Econa er en aktør som støtter innføringen av grunnrenteskatt i havbruksnæringen, men ikke innføring av bunnfradrag (Prop. 78 LS (2022-2023)). Ifølge Econa vil bunnfradraget føre til en dårligere beskatningsmodell enn grunnrenteskatten ville vært uten fradraget. Videre hevder de at den foreslåtte skatten ikke vil virke nøytralt, og at fordelingspolitikk basert på størrelse ikke er et passende virkemiddel for å drive fordelingspolitikk (Prop. 78 LS (2022-2023)).

3.2.4 Produksjonsavgift

Produksjonsavgiften på laks, ørret og regnbueørret ble innført i havbruksnæringen i 2021. Avgiftsplikten oppstår når fisken er slaktet, altså må selskapet betale avgift pr kilo sløyd fisk. Frem til 2023 har produksjonsavgiften vært på 40,5 øre per kilo produsert fisk, men fra 1.

januar 2023 ble avgiften økt til 90 øre per kilo (Finansdepartementet, 2022; NOU 2023: 23; Regjeringen.no, 2023). Produksjonsavgiften som betales kan trekkes fra grunnrenteskatten, krone for krone. Altså får selskapene et direkte fradrag i skatten som skal betales (Prop. 78 LS (2022-2023)), i stede for at den blir en ytterligere belastning for oppdrettere som betaler grunnrenteskatt (Prop. 1 LS (2022-2023)). Inntektene fra produksjonsavgiften fordeles mellom stat og kommunesektoren, og har som formål å gi kommuner og fylker betaling for at de stiller naturressursene til disposisjon for havbruksnæringen. Avgiften sikrer altså at lokalsamfunnene får en andel av verdiskapningen som havbruksnæringen genererer. Kommunesektoren får tildelt en del av overskuddet fra auksjonssalget av konsesjonstillatelser. Til sammen utgjør dette at halvparten av bruttoinntektene fra grunnrenteskatten vil tilfalle kommunen og fylkeskommunen (Prop. 78 LS (2022-2023)).

3.3 Omgruppert balanse

Et regnskap er tradisjonelt sett bygd opp etter lovpålagte standarder, og oppsettet tar utgangspunkt i tidsperspektiv, for eksempel når det avgjøres om noe er et anleggsmiddel eller et omløpsmiddel skilles det på om midlet har en levetid på over eller under ett år. Dette oppsettet gir et godt øyeblikksbilde på selskapets finansielle situasjon, men for å kunne gjennomføre en presis analyse av et selskaps verdi er det Ifølge Gjesdal (2007) nødvendig å omgruppere regnskapstallene. Et omgruppert regnskap gir en grundigere innsikt over den økonomiske situasjonen i selskapet. Når et regnskap skal omgrupperes kan det skilles mellom finansielle og driftsrelaterede eiendeler, og finansiell og driftsrelatert gjeld, mens sammenhengen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og anleggsmidler og langsiktig gjeld blir mindre viktig. For å kunne gjøre en god omgruppering av regnskapet er det hensiktsmessig å ha tilgang på full informasjon om selskapet. Dersom en ekstern interessent skal foreta en omgruppering av et selskaps regnskap er det som regel noteinformasjon som blir brukt. Dette gjør omgrupperingen mindre presis (Gjesdal, 2007).

Driftsrelaterede midler er de midlene i selskapets balanse som den daglige driften er avhengig av. Finansielle midler er de midlene i selskapets balanse som den daglige driften ikke er avhengig av, men som kan bedre den økonomiske situasjonen til selskapet. Slik et vanlig regnskap er bygd opp er det ikke klart til å analyseres, og behovet for å omgruppere balansen oppstår. Ved å omgruppere regnskapet kan man lettere skille mellom normal og unormal opptjening, noe som er nyttig for å forstå selskapets driftsrelaterede inntekter og identifisere eventuelle unormalheter i resultatet som kan påvirke verdsettelsen (Gjesdal, 2007).

Hvordan omgrupperingen er gjennomført i denne oppgaven presenteres nærmere i kapittel 4.5.

3.4 Fri kontantstrøm

Ifølge Kinserdal (2017) finnes det mange ulike måter å verdsette et selskap på. Når ulike verdsettelsesmetoder anvendes riktig, skal de ende opp med samme resultat. Et selskaps verdi kan beregnes ved å ta selskapets kontantstrømsprognoser og diskontere disse til nåverdi ved hjelp av en diskonteringsfaktor (Kinserdal, 2017). En av de mest brukte nåverdi-metodene for verdsettelse av selskaper er diskonterte kontantstrømmodeller, enten som verdien av egenkapital eller som verdien av selskapet (Kinserdal, 2017). I denne oppgaven er det verdien av selskapet som brukes og dette inkluderer selskapets driftsinntekter og -kostnader etter skatt og investeringer knyttet til driftsmidler og endring i arbeidskapital. En av årsakene til at denne metoden er populær, skyldes dens evne til å gi en detaljert vurdering av selskapets verdi, fordi den tar hensyn til fremtidige kontantstrømmer (Kinserdal, 2017).

Fri kontantstrøm (FCF) representerer inntjeningen til et selskap etter å ha hensyntatt kontantutgifter, og er et mål på lønnsomhet som inkluderer selskapet sine utgifter til utstyr og eiendeler, i tillegg til endringer i selskapets arbeidskapital fra balansen (Fernando, 2024). Den frie kontantstrømmen er de kontantene et selskap har tilgjengelig for å tilbakebetale for eksempel kreditorer, og er et vanlig å bruke som mål på selskapets finansielle helse (Fernando, 2024). Fri kontantstrøm tar imidlertid også hensyn til investering i eiendom, driftsmidler og annet utstyr. Dette er aktiviteter som ikke skjer jevnlig, og kan bidra til ujevnheter over tid hvilket gjør metoden mindre egnet for analyseformål (Fernando, 2024).

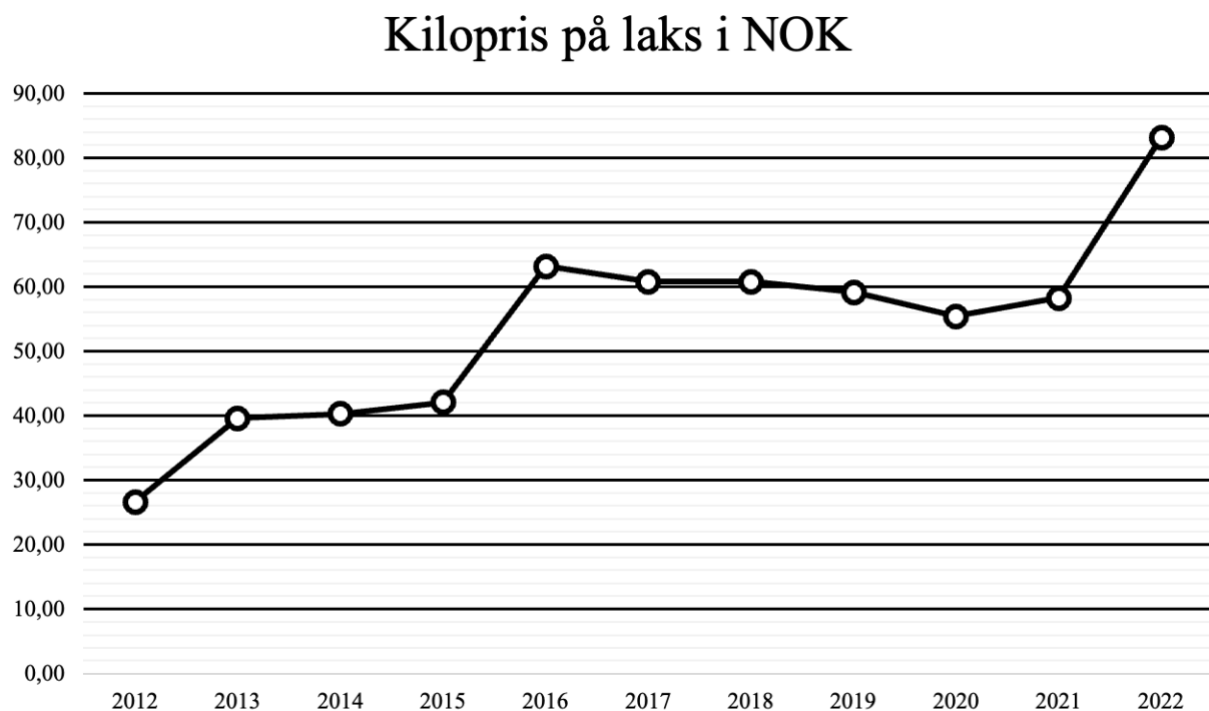
3.5 Investert kapital

For å kunne fortsette eller utvikle sin drift er selskaper, på sikt avhengige av å investere kapital. Investert kapital refererer til den totale mengden kapital et selskap har investert i sin kjernevirksomhet over en periode (Manganelli, 2017), også kalt selskapets driftseiendeler. Et selskap skaper verdi når nåverdien av kontantstrømmen fra dets investeringer er større enn kostnadene som følger investeringene (Callahan & Mauboussin, 2022). Ifølge Callahan og Mauboussin (2022) kan investert kapital beregnes på to måter, enten ved å ta utgangspunkt i selskapets finansielle aktiviteter eller deres driftsaktiviteter. I artikkelen forklarer de at begge metodene er gode, men å estimere investert kapital ved hjelp av deres driftsaktiviteter er foretrukket.

Investert kapital er viktig for å beregne Return On Invested Capital (ROIC). ROIC måler den kontantinntekten et selskap genererer fra sin investerte kapital, uavhengig av om det er fullt finansiert av egenkapital eller om det har mye gjeld (Callahan & Mauboussin, 2022). Dette gjør ROIC til en viktig indikator på hvor effektivt et selskap utnytter den kapitalen det har tilgjengelig for å skape inntekter, og i hvilken grad selskapet skaper verdi på sine investeringer (Callahan & Mauboussin, 2022; Goedhart et al., 2020). Så lenge nåverdien av kontantstrømmen er større enn kostnadene som følger investeringene skaper selskapet verdier (Callahan & Mauboussin, 2022).

3.6 Kilopris på laks

Svingninger i kiloprisen på laks har stor påvirkning på oppdrettsselskaperes inntektsstrømmer, det blir derfor naturlig å anta at en endring i kiloprisen på laks vil gjenspeile seg i selskapets salgsinntekter, og videre i selskapets kontantstrømmer. Det å forstå prisutviklingen blir derfor essensielt for å gjennomføre en presis økonomisk analyse.



Figur 4 – Gjennomsnittlig årlig kilopris på laks fra 2012 til 2022 (Fishpool.com, u.å.).

Figur 4 viser den gjennomsnittlige kiloprisen på laks i det norske markedet, per år fra 2012 til 2022. Den årlige gjennomsnittsprisen per kilo på laks har hatt moderate svingninger fra år til år, men tall fra Fishpool.com (u.å.) viser at trenden har vært økende slik figuren presenterer. I

årene 2013, 2016 og 2022 hadde lakseprisen betydelige hopp. For å få med disse hoppene inneholder grafen tall fra de siste ti årene.

3.7 Vekst

I sin artikkel forklarer Vipond (u.å.) at et selskaps vekst avhenger av hvilken modenhetsfase selskapet er i. Han deler modenhetsfasene i tre, ekspansjonsfase, avtakende fase og moden fase. Han forklarer hvordan man kan prosjektere vesten i et selskaps frie kontantstrøm basert på hvilken fase de befinner seg i. I ekspansjonsfasen kan man Ifølge Vipond (u.å.) anta en vekst på over 10 prosent, i avtakende fase vil veksten avta og en vekstrate på 5 til 8 prosent er mer realistisk. I den modne fasen er vekstraten nede i 2 til 4 prosent. En sentral del når man skal foreta en kontantstrømsprognose er nåværende trender. Gjesdal (2007) anbefaler at selskap tar utgangspunkt i den inntjeningstrenden de er inne i, og forsøker å unngå å fravike fra denne, med mindre de har tilgjengelig informasjon som kan forsvare valget.

Vekstraten til et selskap i vedvarende periode bør ikke være større enn den forventede veksten i landets økonomi (Kaldestad & Møller, 2016; Vipond, u.å.). Norsk bruttonasjonalprodukt (BNP) har en historisk realvekst på 2-3 prosent. Dersom man antar en langsiktig inflasjon på 2 prosent, vil den langsiktige nominelle veksten i norsk økonomi være på omtrent 4 prosent (Kaldestad & Møller, 2016). De argumenterer videre for at selskapets nominelle vekst bør være lavere enn nominell vekst i BNP, fordi langsiktig vekst sjelden er høyere enn inflasjon.

4 Metode

I metodekapitlet beskrives det hvilket oppsett oppgaven har, deretter presenteres forskningsobjekt- og design, datainnsamling og hvor reliabel og valid dataen er. Videre er målet med kapitlet å gi en oversiktlig fremstilling av forskningsprosessen som er brukt i oppgaven; fra innsamling av data til tolking av resultater.

4.1 Empirisk kontekst

Jeg har gjennomført en omgruppering av Gratanglaks AS' balanse fra 2017 til 2022. Denne informasjon blir brukt for å analysere selskapets inntekter og kostnader. Det blir videre budsjettert en kontantstrøm for eksplisitt periode, altså årene 2023 til 2028, hvor 2029 behandles som vedvarende periode. Med utgangspunkt i den frie kontantstrømmen lages det kontantstrømoppstillinger for å vise hvilken verdi selskapet har uten grunnrente, med grunnrente og med grunnrente og bunnfradrag. Formålet er å avdekke den direkte finansielle belastningen grunnrenteskatten representerer, for å måle effekten av bunnfradraget på 70 millioner NOK.

4.1.1 Forskningsobjekt

Valg av forskningsobjekt vil være avhengig av hvilken problemstilling som skal besvares. I denne oppgaven skal jeg finne ut hvilken effekt bunnfradraget har på et lite oppdrettsselskap, med Gratanglaks AS som case. Selskapet er, som mange av de norske oppdrettsselskapene, familieeid. Dette gjør Gratanglaks AS til et godt forskningsobjekt til denne problemstillingen.

4.2 Forskningsdesign

Forskningsdesignet er utformet for å på best mulig måte adressere problemstillingen i oppgaven, dette omfatter både hva oppgaven skal undersøke og hvilke analytiske metoder som brukes. Gjennom å kombinere teori og empiriske data skal kapitlet gi en oversiktlig fremstilling av fremgangsmåten som blir brukt i oppgaven.

Denne oppgaven skal besvare problemstillingen basert på et casestudie. Casestudie er en empirisk undersøkelse som går i dybden på et fenomen (Ebneyamini & Sadeghi Moghadam, 2018). Et særpreg ved casestudier er at fenomenet som skal studeres, må studeres i sammenheng med konteksten. Lewis et al. (2007) fremhever viktigheten av dette, og påpeker

at slike studier kan gi en dyp forståelse av forskningskonteksten, og av fenomenet som undersøkes. Det å fange opp kompleksiteten i den enkelte situasjon blir viktig (Ebneyamini & Sadeghi Moghadam, 2018). For å forstå skatteendringene i havbruksnæringen og dens effekt på Gratanglaks AS er det avgjørende å sette seg inn i selskapets økonomiske tilstand.

I Lewis et al. (2007) skilles det mellom fire casestudiestrategier, basert på to dimensjoner. Enkeltstående versus multiple casestudier, og holistiske versus embeddede casestudier. Denne oppgavens studie er et enkeltstående og holistisk casestudie. Enkeltstående casestudier er vanlig å bruke når den representerer et kritisk eller unikt tilfelle, men kan også velges fordi casestudiet er typisk (Lewis et al. (2007)). Holistisk casestudie refererer til studiets analyseenhet. Det vil si at dersom analyseobjektet behandles i sin helhet, er det holistisk (Lewis et al. (2007)), dette kan for eksempel være når man ser på selskapet i sin helhet, i stede for underenheter i selskapet. Når Gratanglaks AS analyseres gjøres dette med mål om at selskapet skal kunne representere et typisk eksempel på små og mellomstore oppdrettsselskap i Norge. Ved å kun analysere dette ene selskapet gir det rom for å skaffe en dypere forståelse av de spesifikke økonomiske effektene grunnrenteskatten og bunnfradraget medfører. Casestudiet betegnes som holistisk, noe som begrunnes med at analysen tar høyde for selskapet sin situasjon som en enhet, ved at både regnskap, kontantstrømoppstilling, nøkkeltall, verdikjede, produsert mengde og laksepriser undersøkes. Den holistiske tilnærmingen gir en bred forståelse av selskapet og hvilke effekter som kommer med grunnrenteskatten og bunnfradraget (Lewis et al., 2007).

4.2.1 Datainnsamling

En korrekt utført datainnsamling kan kjennetegnes ved at den er systematisk, grundig og gir riktig bilde av situasjonen (Christoffersen et al., 2016). Dataen som er brukt i oppgaven er sekundærdata. Dette innebærer at den i utgangspunktet ble innsamlet til ett formål, men brukes for å utforske noe annet, altså et annet formål (Lewis et al., 2007). Det er vanlig å skille mellom harde og myke data. Myke data er gjerne i form av tekst, mens harde data kan kvantifiseres ved hjelp av tall (Christoffersen et al., 2016). I oppgaven består datagrunnlaget av regnskapstall, hvilket vil si at grunnlaget i oppgaven er harde, kvantitative data.

Denne oppgaven baserer seg på rådata fra årsrapportene til Gratanglaks fra 2017 til 2022. Årsrapportene, som er primærkildene i oppgaven, er alle offentlig tilgjengelige kilder, og oppfyller, ifølge statsautorisert og uavhengig revisor, gjeldende lovkrav, og gir et rettvise bilde av selskapets finansielle stilling. De samsvarer med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge. Dette reduserer risikoen for feiltolkninger og underbygger reliabiliteten til grunndataen i oppgaven (Gratanglaks AS, 2018, 2019, 2020b, 2021, 2022b). Ifølge Regnskapsloven (1998) er dataen tuftet på standardiserte og internasjonale anerkjente regnskapsmetoder, noe som sikrer at dataene som analyseres er sammenlignbare og nøyaktige. Regnskapstallene som brukes i oppgaven er nedlastet fra Proff Forvalt sine nettsider, via Universitetet i Tromsø sin databasetilgang for å unngå feiltastinger. For å supplere og støtte regnskapsanalysen vil det benyttes ulike sekundærkilder. Disse inkluderer informasjon fra selskapenes hjemmeside, selskapets egne bærekraftsrapporter, lovdata, publiserte forskningsrapporter, NOUer, avisartikler og øvrige rapporter som er relevant for både selskapet og næringen generelt. Sekundærkildene er basert på andres datainnsamling og bearbeidelse. Disse innsamlede dataene vil danne en valid informasjonsbase for å gjennomføre en grundig analyse av bunnfradragets effekt på små oppdrettsselskapers verdi, og økonomiske situasjon, noe som igjen vil bidra til å sikre pålitelighet og validitet til forskningens funn og konklusjoner.

Det skilles mellom intern og ekstern regnskapsanalyse. I en intern analyse har man ubegrenset tilgang til selskapets informasjon og regnskapstall, slik at en kan gjennomføre en grundig undersøkelse og evaluering av de ulike aspektene av organisasjonens økonomiske situasjon (Christoffersen et al., 2016). En ekstern analyse vil derimot kun bestå av data tilgjengelig for offentligheten (Christoffersen et al., 2016). Denne studien baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon, og havner derfor under kategorien ekstern regnskapsanalyse. Informasjonen om selskapet baserer seg som nevnt innledningsvis på selskapets hjemmeside, årsrapporter og bærekraftsrapporter.

4.2.2 Evaluering av metode

Validitet refererer til hvor godt forskningsdesignet og metoden måler det de er ment å måle, og om resultatene faktisk representerer det fenomenet som blir undersøkt (Christoffersen et al., 2016).

Ifølge Gjesdal (2007) bør finansanalytikere legge mer vekt på årsrapporter enn de gjør. Sammen med Penman (1991) presiserer han at å observere historisk lønnsomhet og relevant informasjon om dagens situasjon kan være fordelaktig når fremtidig lønnsomhet på kort og mellomlang sikt skal prognostiseres. Penman (1991) omtaler kort og mellomlang sikt i dette tilfelle som 6-10 år. Årsaken er at det er egenskaper med selskapet og omgivelsene som ikke endres over natten. Verden er mer stabil en mange tror, og det er vanlig å overvurdere de endringene som har skjedd (Penman, 1991). Undersøkelser viser at analyseprognoser har en tendens til å være overoptimistiske (Gjesdal, 2007). Antakelsen er at et selskaps vekst og lønnsomhet på lang sikt svinger rundt et gjennomsnitt (Penman, 1991).

En typisk kritikk av casestudier er at resultatene ikke er generaliserbare (Ebneyamini & Sadeghi Moghadam, 2018). Kritikken kommer fra at slike studier ofte har fokus på spesifikke fenomener i unike kontekster. I oppgavens tilfelle er det mange like selskaper som står i samme situasjon som Gratanglaks AS, noe som gir grunn til å tro at funnene i stor grad er generaliserbare innad i havbruksnæringen, og at funnene i oppgaven kan brukes til å forstå effekten av bunnfradraget for små oppdrettsselskap.

Reliabilitet uttrykker hvor presise et sett med målinger er. Dette vil si at for at en datainnsamling skal være pålitelig bør det være en viss stabilitet i variabelen som måles (DeVellis, 2017). I praksis betyr dette at andre med tilgang til de samme dataene, og den samme informasjon skal være i stand til å reprodusere resultatene fra denne oppgaven.

Innholdet i årsrapportene består av informasjon fra foregående år. Ifølge Lewis et al. (2007) kan jevnlig innsamling brukes som et middel for å styrke reliabiliteten til en datainnsamling. Gjennom kontinuerlig innsamling blir dataen mer presis, og innholdet mer pålitelig fordi en unngår å glemme eller mistolke informasjon. Begge disse eksemplene er vanlige feil som oppstår i datainnsamlingsmetoder som er irregulær eller sporadisk (Banks et al., 2014).

4.2.3 Prognosemodeller

I følge Kaldestad og Møller (2016) finnes det en rekke ulike prognosemodeller, blant disse presenteres naive modeller og top-down-modeller i boken deres. Naive modeller baserer seg i hovedsak på a gjennomsnitt av forgående år sine kontantstrømmer, eventuelt justert for trend. Dette er en enkel modell å bruke. Dersom en ekstern analytiker skal gjennomføre en analyse av et stabilt selskap kan naive modeller være like god som mere avanserte modeller (Kaldestad & Møller, 2016). Dette kan forklares av at begrenset tilgang på informasjon i en ekstern analyse kan svekke avanserte modeller. Top-down-modeller lager prognoser med

utgangspunkt i de ulike linjene i selskapets resultat- og balanseregnskap. Sammenlignet med naive modeller har disse et høyere predikasjonsnivå, og kan være vel så gode som mer avanserte modeller, likevel er det lettere å overse viktige sammenhenger mellom for eksempel inntekter, kostnader og investeringer (Kaldestad & Møller, 2016).

På bakgrunn av dette er det hensiktsmessig å benytte en blanding mellom naive modeller og top-down-modeller i denne analysen. For å beregne selskapets frie kontantstrøm i brukes en blanding av disse modellene. Selskapets bruttofortjeneste og kostnader blir estimert ved hjelp av gjennomsnitt, som faller inn under naive modeller. Disse estimatene, sammen med skattekostnad utgjør NOPAT. I tillegg tas det høyde for avkastningen på investerte kapital (ROIC) for å estimere deres frie kontantstrøm. Videre spiller WACC en sentral rolle når nåverdi av fri kontantstrøm beregnes.

4.3 Skattemodellens utforming

Formålet med oppgaven er å se hvilken effekt bunnfradraget har på verdien til et lite havbruksselskap. For å finne ut hvilken effekt det har er det viktig å ha oversikt over skattesystemet som grunnrenteskatten tar utgangspunkt i, og hvordan skatten er utformet. Denne delen av analysen skal beregne grunnrenteskatten for Gratanglaks AS basert på relevante prinsipper i Skatteloven (2023) og proposisjonen Finansdepartementet sendte til Stortinget 2023.

Ofte vil en skatt på grunnrente beregnes basert på en formel som vurderer selskapenes meravkastning. I Prop. 78 LS (2022-2023) foreslås det imidlertid at skattegrunnlaget skal bestemmes av selskapenes faktiske kontantstrømmer, dette innebærer at investeringene som kun brukes i sjøfasen, føres som utgifter direkte. For å sikre en nøytral skattlegging må skattleggingen av meravkastningen være så presis som mulig. Den fasen i verdikjeden som genererer grunnrente er sjøfasen, og derfor bør skatteavregningen baseres på denne fasen. Slik unngår man at andre faser i verdikjeden tas med i beregningen av grunnrenteinntekt. Dette innebærer at bruttoinntekten i grunnrenteskatten skal beregnes av markedsverdien av fisken på merdkanten.

4.3.1 Brutto grunnrenteinntekt

I henhold til Skatteloven § 19-5 skal brutto grunnrenteinntekt beregnes ut fra brutto salgsinntekter fra levende fisk i sjøfasen. Salgsinntektene beregnes til fiskens markedsverdi på merdkanten.

4.3.2 Fradragsberettigede kostnader

I henhold til Skatteloven § 19-6 kan følgende kostnader trekkes fra brutto grunnrenteinntekt:

- Driftskostnader som har direkte tilknytning til havbruksproduksjon, med dette menes sjøfasen. I oppgaven innebærer dette lønn og andre driftskostnader.
- Avskrivninger på driftsmidler tilhørende til sjøfasen.
- Beregnet selskapskatt for den delen av produksjon som direkte knyttes til sjøfasen.
- Eiendomsskatt er også en fradragsberettiget kostnad, men blir i oppgaven satt til kroner 0 begrunnet med at årsrapporten ikke inkluderer den nødvendige informasjon.
- Forskningsavgift

Det er flere kostnader som oppgis å være fradragsberettiget i Skatteloven (2023), men fordi oppgaven baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon kan enkelte deler av informasjon være mangelfull. Her er kun de som er aktuelle for oppgaven presentert.

4.3.3 Negativ grunnrenteinntekt

I henhold til Skatteloven § 19-7 kan et selskap med negativ grunnrenteinntekt etter beregningen i § 19-4, få hele eller deler av den negative grunnrenteinntekten fratrukket i positiv grunnrenteinntekt et annet selskap tilhørende konsern.

4.3.4 Bunnfradrag

I henhold til Skatteloven § 19-8 Bunnfradrag, er det fastsatt et bunnfradrag som trekkes fra selskapets netto grunnrenteinntekt. Bunnfradraget kan trekkes fra positiv grunnrenteinntekt for inntektsåret én gang pr. konsern, jf. § 19-3. Bunnfradraget er bestemt til 70 millioner, og satsen vedtas årlig av Stortinget (NOU 2023: 23; Skatteloven, 2023).

4.3.5 Produksjonsavgift

I henhold til Skatteloven § 19-9 kan produksjonsavgiften trekkes fra grunnrenteskatten. Loven sier også at en grunnrenteskattepliktig ikke kan få negativ grunnrenteskatt som følge av at produksjonsavgiften trekkes fra grunnrenteskatten. Produksjonsavgiften kommer til fradrag krone for krone i grunnrenteskatten (NOU 2023: 23). Som nevnt tidligere i oppgaven fremkommer det at avgiften er bestemt å være på 90 øre pr. kilo og skal beregnes av vekten på sløyd fisk (Prop. 78 LS (2022-2023)).

4.3.6 Oppsummering

Tabell 1 presenterer hvordan grunnrenteskatten er beregnet i oppgaven, med utgangspunkt i Skatteloven kapittel 19.

Tabell 1 – Presentasjon av skattemodellen

Beregning av betalbar grunnrenteskatt for havbruksnæringen	
	Brutto grunnrenteinntekt
-	Driftskostnader
-	Avskrivninger
-	Selskapsskatt
-	Eiendomsskatt
-	Forskningsavgift
=	Netto grunnrenteinntekt
-	Negativ grunnrenteinntekt året før
-	Bunnfradrag
=	Grunnlag for grunnrenteskatt
*	Grunnrenteskatt (25 %)
-	Fratrekk betalt produksjonsavgift
=	Betalbar grunnrenteskatt

Oppsettet viser beregningen av betalbar grunnrenteinntekt basert på Skatteloven (2023).

4.4 Omgruppert balanse

Som nevnt innledningsvis baserer oppgaven seg på offentlig tilgjengelig informasjon, dette inkluderer selskapets årsregnskap og bærekraftsrapporter. Artikkelen fra Gjesdal (2007) er

brukt for å sortere balansepostene mellom finansielle- og driftsrelaterte eiendeler- og gjeld. Det er vanlig å bruke noteinformasjon i regnskapet når man foretar en omgruppering. Noteinformasjonen er sentral fordi den i utgangspunktet inneholder nødvendige opplysninger som trengs for å omgruppere. Det viser seg imidlertid at tilleggsinformasjon ikke alltid er like godt presentert, hvilket kan gjøre en omgruppering krevende for en ekstern aktør. Dette kan følgelig gjøre omgrupperingen mindre nøyaktig (Gjesdal, 2007). De postene som kan være utfordrende å gruppere vil kommenteres i tillegg til presentasjonen i tabell 2. Eksempler på poster som kan være vanskelig å gruppere er blant annet kontanter og bankinnskudd, og andre fordringer. Det er viktig at det er samsvar mellom spesifisering i resultatregnskap og balanse, fordi en feilgruppering kan ha uheldige konsekvenser, og påvirke dataens reliabilitet (Gjesdal, 2007). Ved ta utgangspunkt i artikkelen til Gjesdal (2007) har målet vært å minimere feilgruppering og opprettholde påliteligheten i regnskapsdataen.

Tabell 2 presenterer hvordan de ulike balansepostene i Gratanglaks sin balanseoppstilling er gruppert basert på om de er driftsrelaterte eller finansielle. Selskapets omgrupperte balanse ligger vedlagt som Vedlegg 3.

Tabell 2 – Omgruppering av Gratanglaks AS sin balanse

Klassifisering av balanseposter	Driftsrelatert	Finansiell
Konsesjoner, patenter og lisenser	X	
Sum immaterielle anleggsmidler		
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	X	
Maskiner og anlegg	X	
Skip, rigger, fly og lignende	X	
Anlegg under utførelse	X	
Aksjer/Investeringer i datterselskap	X	
Sum varige driftsmidler		
Investeringer i tilknytte selskap	X	
Lån tilknyttet selskap og felles kontrollert virksomhet	X	
Investeringer i aksjer og andeler	X	
Andre langsiktige fordringer		X
Sum finansielle anleggsmidler		
Sum varer	X	
Kundefordringer	X	
Andre fordringer	X	
Markedsbaserte aksjer		X
Kasse/bank/post		X
Sum omløpsmidler		
Aksjekapital/Selskapskapital		X
Overkursfond		X

Annen innskutt egenkapital		X
Annen egenkapital		X
Sum egenkapital		
Utsatt skatt	X	
Pantegjeld		X
Annen langsiktig gjeld		X
Sum langsiktig gjeld		
Gjeld til kredittinstitusjoner		X
Leverandørgjeld	X	
Betalbar skatt	X	
Skyldige offentlige utgifter	X	
Annen kortsiktig gjeld	X	
Sum kortsiktig gjeld		

4.4.1 Driftsrelaterte eiendeler

Driftsrelaterte eiendeler er eiendeler som kan knyttes direkte til selskapets produksjon. Her inkluderes både materielle og immaterielle ressurser som brukes for å produsere selskapets varer eller tjenester.

Det kan være vanskelig å anslå hvor stor andel av Gratanglaks AS' bygninger og annen eiendom som kan knyttes direkte opp mot drift, og hva som bør klassifiseres som finansielle eiendeler. Deres driftsrelaterte investeringer, som anlegg under utførelse, investeringer i datterselskap eller i tilknyttede selskap klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler. I oppgaven forutsettes det at alle bygninger og eiendommer er tilknyttet drift. Skulle en betydelig andel av de driftsrelaterte eiendelene være finansielle eiendeler vil dette ha en negativ effekt på netto finansiell gjeld.

4.4.2 Finansielle eiendeler

Finansielle midler er de midlene i selskapets balanse som den daglige driften ikke er avhengig av, men som likevel kan bedre selskapets økonomiske situasjon. Finansielle eiendeler er ofte vanskelig å identifisere. Spesielt kan posten for kasse/bank som by på utfordringer. Dette forklarer Gjesdal (2007) med at den kan inneholde både driftsrelaterte og finansielle eiendeler, og det er ikke alltid dette er presisert i regnskapets noter. Siden oppgaven baserer seg på kun offentlig tilgjengelig informasjon kan ikke oppgaven med sikkerhet si hvordan de skal sorteres, men det er forutsettes at de i sin helhet skal behandles som finansielle eiendeler. Posten for andre langsiktige fordringer vil behandles som finansiell. Dette begrunnes med at langsiktig gjeld ofte er rentebærende, ettersom rentebærende gjeld Ifølge Gjesdal (2007) bør føres som en finansiell eiendel.

4.4.3 Gjeld

Ifølge Gjesdal (2007) defineres gjeld som ikke er rentebærende som driftsrelatert gjeld, dette omfatter ofte kortsiktige gjeldsposter, mens gjeld som er rentebærende defineres som finansiell gjeld. Dette omfatter ofte langsiktige gjeldsposter. I Gratanglaks AS' balanse klassifiseres utsatt skatt og kortsiktige gjeldsposter som driftsrelatert, og alle langsiktige gjeldsposter er definert som finansiell gjeld. Postene annen langsiktig gjeld og annen kortsiktig gjeld er samleposter, hvilket vil si at de kan inneholde både driftsrelatert og finansiell gjeld, men med utgangspunkt i artikkelen til Gjesdal (2007) blir posten annen kortsiktig gjeld i sin helhet definert som driftsrelatert, og posten annen langsiktig gjeld blir i sin helhet definert som finansiell gjeld.

4.5 Metodiske valg

I dette kapitlet presenteres og diskuteres de mest sentrale metodiske valgene som er tatt i denne oppgaven. Hensikten med denne gjennomgangen er å gi en forklaring på metodikken som er benyttet og hvilke valg som er gjort, dette for å legge et solid grunnlag for forståelsen av hvordan resten av forskningsprosessen er gjennomført.

4.5.1 Salgsinntekt

Salgsinntekten i analyseperioden er en viktig variabel i denne oppgaven. Det er viktig å understreke at det er salgsinntekten alene som er sentral, ikke de totale driftsinntektene. Dette

forklares med at Gratanglaks AS har hele sin produksjon i sjøfasen. Selskapets salgsinntekter kan derfor reflektere salgsprisen på merdkanten. Siden grunnrenteskatten estimeres av laksens salgspris på merdkanten er det grunn til å tro at disse to verdiene kan være relativt like.

Samtlige av selskapets salgsinntekter knyttes til sjøfasen, dette betyr at deres inntekter er utelukkende relevant for grunnrenteinntekten og vil derfor i sin helhet tas med i beregning av grunnrenteskatten. Det samme gjelder naturligvis også for selskapets kostnader. Selskapets frie kontantstrøm består av selskapets salgsinntekter og kostnader, og på bakgrunn av dette vil selskapets frie kontantstrøm regnes som deres grunnrenteinntekt. Selskapets netto grunnrenteinntekt vil fra nå av omtales som fri kontantstrøm (FCF).

4.5.2 Kilopris på laks

Dersom hovedmålet i denne oppgaven hadde vært å estimere et selskaps fundamentale verdi ville det vært viktig å gjøre en god estimering av veksten i laksepris. Hovedmålet med oppgaven er imidlertid å vurdere effekten av bunnfradraget på selskapets verdi, derfor er det ikke like kritisk at denne veksten blir helt presis. På bakgrunn av dette benyttes en gjennomsnittsverdi som utgangspunkt, da det er usikkerhet om den store økningen i 2022 er ett avvik eller om denne økningen faktisk er representativ for næringen frem i tid.

I oppgaven brukes historisk kilopris på laks som et steg på veien for å estimere produksjonsavgiften i eksplisitt periode, da denne er fradragsberettiget når grunnrenteskatten skal beregnes.

4.5.3 Valg av perioder

Tidsperspektivet i oppgaven er delt inn i tre ulike deler. Første fase refereres til som analyseperiode, andre fase er eksplisitt periode og den tredje fase er vedvarende periode.

Analyseperiode

Som tidligere nevnt i oppgaven argumenterer Gjesdal (2007) og Penman (1991) for å observere historisk lønnsomhet, og bruke relevant informasjon om dagens situasjon til å predikere fremtidig lønnsomhet. I denne studien innebærer det å analysere tidligere regnskapstall for å beregne mer presise fremtidsprognoser, samtidig som man unngår å analysere data som ikke lengre er relevante for næringens nåværende markedsforhold (Kaldestad & Møller, 2016).

Gratanglaks AS har hatt en del svingninger i sine regnskapstall de siste 10 årene. Fra 2016 til 2017 hadde de et hopp i anleggsmidler på om lag 50 prosent, og et nytt hopp fra 2019-2020. Den betydelige økningen i anleggsmidler kan brukes som argumentasjon på at situasjonen innad i bedriften har endret seg etter store investeringer i 2017, og at den historiske dataen etter dette vil være mer representativ for dagens situasjon enn data før 2017. Ustabilitet i kilopris på laks er et annet argument for valg av analyseperiode. Historiske laksepris-data fra Fishpool.com (u.å.) viser at lakseprisen hadde ett oppsving på nesten 20 NOK i 2016, sammenlignet med 2015. Dette indikerer et helt annet prisregime de senere årene, og at lakseprisen etter 2016 er mer representativ for dagens situasjon. Lakseprisen har også hatt en betydelig økning fra 2021 til 2022. Denne økningen representerer markedsforholdene i dag og kan sikre at analysen hensyntar den økonomiske situasjon i næringen i dag. Selskapets salgssinntekter har hatt en relativt stabil vekst, og deretter en enorm økning i 2022. Økningen kan antas å være en konsekvens av økningen i kiloprisen på laks.

På bakgrunn av dette vil det i oppgaven tas utgangspunkt i historiske data fra 6 år tilbake i tid. Dette omfatter data fra 2017 til 2022, hvilket bør være et solid grunnlag for å bygge fremtidsprognoser.

Eksplisitt periode

Analyseperioden danner grunnlaget for prognosen til eksplisitt periode. Kaldestad og Møller (2016) skiller mellom kortsiktige og langsiktige kontantstrømmer. Kortsiktige kontantstrømmer refererer til eksplisitt periode, og baserer seg på grundige analyser. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er det ikke unormalt at eksplisitt periode settes til 5 år, uten videre refleksjon. Likevel kan både 2, 10 eller 20 år være vel så riktig. Det som er viktig er at eksplisitt periode dekker hele perioden inntil selskapet stabiliserer seg, og ikke lengre kan oppnå meravkastning på sine fremtidige ekspansjonsinvesteringer. For næringer med stor superprofitt, noe havbruksnæringen gjentatte ganger har vist seg å ha, kan en eksplisitt periode utover 5 år være naturlig. Likevel kan det være utfordrende å lage prognoser utover 2-3 år, og en eksplisitt periode på 5 år kan være tilstrekkelig for å gi en stabil og konsistent ramme for å gjennomføre analysen (Kaldestad & Møller, 2016).

Havbruksnæringen består av noen få store, og mange små aktører. De store aktørene har større grad av stordriftsfordeler, høyere grad av markeds- og forhandlingsmakt, og gjerne mer ressurser til blant annet forskning og utvikling. På bakgrunn av dette kan det argumenteres for at de største aktørene har høyere grad av superprofitt enn de mindre aktørene i næringen.

Grataglaks AS er ikke en ledende aktør i norsk havbruksnæring, noe som gjør en litt kortere eksplisitt periode mer aktuelt.

Casestudien i denne oppgaven baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon, og en lang eksplisitt periode kan øke usikkerheten i analysen, da offentlig tilgjengelig informasjon som regel ikke gir dyp nok innsikt i selskapets faktiske situasjon. I analysen er det derfor besluttet å ha en eksplisitt periode på 6 år. Dette er for å øke påliteligheten og få en mer presis analyse.

Vedvarende periode

Når man snakker om langsiktige kontantstrømmer refereres det til kontantstrømmer i vedvarende periode. Disse beregnes ved hjelp av forenklete modeller fordi informasjon på lang sikt sjelden er god nok til å kunne gjennomføre en detaljert analyse (Kaldestad & Møller, 2016). Langsiktige kontantstrømmer refereres ofte til som vedvarende periode og omtaler selskapet i tiden etter det har stabilisert seg, det vil si etter den eksplisitte perioden.

Antagelsen er at netto nåverdi på nyinvesteringer over tid vil jevne seg ut og synke mot null. Et selskap i vedvarende periode vil fortsette å generere overskudd i det uendelige. Dette gjøres ved at kontantstrømmer stabiliserer seg og man antar en konstant vekstrate. I vedvarende periode er det vanlig å estimere en *continuing value*, altså vedvarende verdi, for å bestemme verdien på selskapet. Dette gjøres ofte ved hjelp av Gordons vekstformel eller verdidriverformelen (Goedhart et al., 2020; Kaldestad & Møller, 2016). Selskapets vedvarende verdi vil oppgaven gå nærmere inn på i kapittel 4.12 Selskapets verdi.

4.5.4 Vekstrate

Formel 1 viser den generelle formelen for vekstrate. Det er denne som blir brukt for å som blir brukt for å beregne selskapets vekstrate:

Formel 1 – Vekstrate i prosent (WallStreetPrep, 2024)

$$\text{Vekstrate} = \frac{\text{Verdi}_t}{\text{Verdi}_{t-1}} - 1$$

Formelen viser at ved å ta verdien i tidspunkt t og dividere på verdien i tidspunkt t-1 finner man vekstfaktoren. Ved å trekke fra 1 finner vi den prosentvise endringen, altså vekstraten.

Vekstrate beskrives Ifølge WallStreetPrep (2024) som endringshastigheten til verdien av en bestemt faktor over en gitt i tidsperiode.

I kontantstrømsprognosen blir det, som forklart nærmere i kapittel 4.6 Estimert salgsinntekt, tatt utgangspunkt i selskapets salgsinntekt. Når vekstraten skal beregnes er den generelle formelen tilpasset for å spesifikt måle endringen i salgsinntekt. Formel 2 viser altså formelen for vekstrate med utgangspunkt i selskapets salgsinntekt.

Formel 2 – Inntektsvekstrate

$$\text{Inntektsvekstrate} = \frac{\text{Salgsinntekt}_t}{\text{Salgsinntekt}_{t-1}} - 1$$

Ved å ta salgsinntekt i år t og dividerer på selskapets salgsinntekt i år t-1 beregnes endringshastigheten selskapets salgsinntekter har hatt årlig fra 2017 til 2022.

Med utgangspunkt i artikkelen fra Vipond (u.å.), presentert i kapittel 3.7 kan Gratanglaks AS plasseres i avtakende fase. Selskapet har allerede gjennomført betydelige investeringer og årsrapportene presenterer et selskap som nå jobber for å opprettholde driften, for eksempel med Seacalx (Gratanglaks AS, 2022b). I oppgaven blir det antatt at Gratanglaks AS vil bevare sin nåværende markedsposisjon, og at de vil fortsette å følge samme effektivisering som resten av bransjen. Havbruksnæringen er en bransje med høy lønnsomhet og høy vekst (fiskarlaget.no, 2023; Miljødirektoratet, 2022). Ifølge Blomgren et al. (2019) har havbruksnæringen hatt en raskere veksthistorie enn mange andre bransjer så langt, i tillegg til at næringen antas å ha gode fremtidsutsikter. Av artikkelen fra Vipond (u.å.) og næringens høye historiske vekst er det besluttet å bruke en vekstsats på 8,6 prosent i oppgaven. Denne vekstraten er den samme som selskapet hadde fra år 2019 til 2020, hvilket oppgaven vil komme tilbake til i kapittel 5.2.2 Inntektsvekst. Vekstraten vil synke lineært frem til 2028 hvor den er nede i 3 prosent. Fra 2029 og ut refereres det til som vedvarende periode, her brukes det en vekstrate på 2 prosent. Dette forklares, som nevnt i kapittel 4.5.3 Valg av perioder, med at et selskap på lang sikt sjelden vil ha en vekst høyere enn landets inflasjon (Kaldestad & Møller, 2016). Det å sette den vedvarende vekstraten til 2 prosent bør derfor være et fornuftig valg for å unngå overoptimistisk langsiktig vekst.

Vekstraten skal brukes som utgangspunkt til å estimere årlig inntekt, lønn, avskrivning og andre driftskostnader. På denne måten er det riktig å si at dette er den estimerte vekstraten som driver veksten i selskapets netto frie kontantstrøm.

4.5.5 Produksjonsavgift

I oppgaven forutsettes det at halvparten av økningen i salgsinntekt kommer fra prisøkning og halvparten fra økning i produsert mengde. Hvilket innebærer at hvis salgsinntekten øker med 8,6 prosent, har produsert mengde økt med 4,3 prosent og lakseprisen har økt med 4,3 prosent, hvilket påvirker produksjonsavgiften, da denne avgiften går direkte på produsert mengde.

4.6 Estimert salgsinntekt

Salgsinntekt brukes som grunnlag for beregning av flere av de andre nøkkeltallene. Den har en direkte effekt på bruttofortjeneste, driftskostnader og avskrivninger, da disse beregnes ut fra samme vekst som salgsinntekten. Salgsinntekt har også en indirekte effekt på NOPAT, RONIC og IC som er sentrale for den videre delen av beregningene, blant annet av selskapets frie kontantstrøm, og nåverdien av selskapets frie kontantstrøm.

Formel 3 viser hvordan salgsinntekten i eksplisitt periode er beregnet:

Formel 3 – Salgsinntekt eksplisitt periode

$$Salgsinntekt_{EP} = Salgsinntekt_{t-1} + (Salgsinntekt_{t-1} * g)$$

Her er $Salgsinntekt_{t-1}$ selskapets salgsinntekt på tidspunkt $t - 1$ og g refererer til selskapets vekstrate.

4.7 Nøkkeltall

I dette kapittelet presenteres det hvordan det er gått frem for å estimere nøkkeltallene som blir brukt i oppgaven. Nøkkeltallene skaper grunnlaget for å budsjettere den fremtidige kontantstrømmen, og selskapets verdi. Nøkkeltallene er viktig for å få en god forståelse av hvorfor kontantstrømmen ser ut som den gjør.

Dekomponering av driftsmargin

For å dekomponere driftsmargin er det vanlig å inkludere selskapets samlede omsetning, dette omfatter både salgsinntekter og andre driftsinntekter. Når grunnrenteskatten skal beregnes er det imidlertid lakseprisen på merdkanten som er aktuell, ikke selskapets samlede omsetning. Dette begrunnes med at selskapets salgsinntekt gjenspeiler lakseprisen på merdkanten bedre,

sammenlignet med deres samlede omsetning. I analysen er det derfor besluttet å bruke salgsinntekter i stede for omsetning i dekomponering av driftsmargin.

En god forståelse av selskapets kostnadsstruktur er viktig for å utarbeide en mest mulig presis kontantstrømsprognose for den eksplisitte perioden. For å inkludere bruttofortjenesten, lønnskostnadene, avskrivninger og andre driftskostnader for hvert av årene i den eksplisitte perioden er det utledet fire historiske satser fra selskapets årsrapporter fra 2017 til 2022. Satsene vil bli brukt i kontantstrømsprognosen.

Bruttofortjeneste

Formel 4 viser hvordan satsen som skal brukes for å beregne selskapets bruttofortjeneste i eksplisitt periode, er beregnet. Salgsinntekt og varekostnad her refererer til selskapets salgsinntekt og varekostnad for hvert år i analyseperioden.

Formel 4 – Sats for beregning av bruttofortjeneste

$$\text{Sats for bruttofortjeneste} = \frac{\text{Salgsinntekt} - \text{Varekostnad}}{\text{Salgsinntekt}}$$

Med utgangspunkt i resultatene fra formel 4 blir det funnet gjennomsnittlig bruttofortjeneste for analyseperioden. Dette er satsen som brukes for å inkludere bruttofortjenesten i eksplisitt periode. Satsen inkluderes i formel 5, dette er for å estimere bruttofortjenesten for hvert av årene i eksplisitt periode:

Formel 5 – Bruttofortjeneste

$$\text{Bruttofortjeneste}_{EP} = \text{Salgsinntekt}_{t-1} * \text{Sats for bruttofortjeneste}$$

Gjennomsnittlig bruttofortjeneste baserer seg, som nevnt innledningsvis, på selskapets bruttofortjeneste fra 2017 til 2022. Salgsinntekten er den estimerte salgsinntekten fra formel 3, for det aktuelle budsjettåret.

Lønn/salgsinntekt

For å inkludere lønnskostnadene i analysen beregnes lønn i forhold til salgsinntekt for hvert av årene. Videre tas gjennomsnittet av de seks årene for å beregne satsen for lønn som skal brukes for å estimere lønnskostnader i den eksplisitte perioden.

I kontantstrømsprognosen multipliseres satsen for lønnskostnad med salgsinntekten det aktuelle året. Dette gir innsikt i hvor stor andel av salgsinntekten som går til å dekke lønnskostnadene.

Andre driftskostnader/salgsinntekt

For å inkludere selskapets andre driftskostnader (ADK) i analysen beregnes disse, på samme måte som for lønn, i forhold til selskapets salgsinntekter for hvert av årene. Også her tas gjennomsnittet av de seks årene for å beregne satsen for ADK, som senere skal brukes for å estimere disse i den eksplisitte perioden. Satsen gir innsikt i hvor stor andel av salgsinntekten som går til å dekke andre driftskostnader.

Avskrivning/salgsinntekt

Forholdstallet mellom avskrivninger og salgsinntekt skal inkludere avskrivningene i analysen, da disse påvirker overskuddet til selskapet. Også her tas gjennomsnittet av de seks årene for å beregne satsen for avskrivninger, som senere skal brukes for å estimere disse i den eksplisitte perioden.

4.8 Driftsresultat etter skatt (NOPAT)

NOPAT står for Net Operating Profit After Tax, som oversatt til norsk blir driftsresultat etter skatt. I oppgaven er den beregnet ved å trekke skattekostnaden fra selskapets driftsresultat før skatt, slik formel 6 viser:

Formel 6 – Driftsresultat etter skatt (NOPAT) (Manganelli, 2017)

$$NOPAT = \text{Driftsresultat før skatt} - \text{Skattekostnad}$$

For å beregne skattekostnaden blir det i oppgaven brukt en sats på 22 prosent, da dette er standard sats for selskapsskatt i Norge (NOU 2022: 20). NOPAT forteller oss hvor mye fortjeneste selskapet oppnår fra sine kjernevirksomheter, etter skatt. Altså utelates finansielle inntekter og kostnader. NOPAT viser selskapets inntjeningsevne, og er en god indikator på deres økonomiske helse. I oppgaven brukes den direkte i beregningen av avkastningen på investert kapital (Manganelli, 2017).

4.9 Avkastning på investert kapital (ROIC)

Formel 7 er formelen som er brukt for å beregne selskapets investerte kapital, med utgangspunkt i deres driftsaktiviteter. Som formelen viser blir investert kapital beregnet ved å summere selskapets netto arbeidskapital med deres driftsrelaterte anleggsmidler (Callahan & Mauboussin, 2022). Hvor netto arbeidskapital refererer til selskapets driftsrelaterte omløpsmidler fratrukket selskapets ikke-rentebærende gjeld. Nærmere forklaring av hva som

faller inn under netto arbeidskapital og driftsrelaterte anleggsmidler i oppgaven kan sees i den omgrupperte balansen i vedlegg 3.

Formel 7 – Investert kapital (Callahan & Mauboussin, 2022)

$$\text{Investert kapital} = \text{Netto arbeidskapital} + \text{Driftsrelaterte anleggsmidler}$$

I følge Callahan og Mauboussin (2022) defineres ROIC som driftsresultat etter skatt delt på investert kapital, som vist i formel 8:

Formel 8 – ROIC (Callahan & Mauboussin, 2022; Manganelli, 2017)

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Driftsresultat etter skatt (NOPAT)}}{\text{Investert Kapital (IC)}}$$

Formelen viser at ved å dividere selskapets NOPAT på deres investerte kapital, finner vi avkastningen på selskapets investerte kapital.

I oppgaven blir det budsjettert NOPAT og investert kapital for eksplisitt periode. Dette gjør at jeg implisitt får en ROIC, da det ikke budsjetteres for *ny* investert kapital. Formel 9 viser en modifisert versjon av formel 8. Den presenterer hvordan ROIC for eksplisitt periode er beregnet:

Formel 9 – ROIC eksplisitt periode

$$\text{ROIC}_{EP} = \frac{\text{Budsjettert NOPAT}}{\text{Budsjettert IC}}$$

4.9.1 Avkastning på ny investert kapital (RONIC)

Beregning av ROIC krever historiske data eller presise estimeringer som baserer seg på nylig tilgjengelig data (Goedhart et al., 2020). I vedvarende periode har man ikke tilgang på presise estimeringer. Likevel kan det være interessant å analysere selskapets effektivitet ved nyinvesteringer, for eksempel når investeringsbeslutninger skal tas. Når ROIC skal beregnes for en periode hvor data ikke er tilgjengelig, i dette tilfelle vedvarende periode, er det vanlig å estimere avkastning på ny investert kapital (Return On New Invested Capital), heretter referert til som RONIC. RONIC gir et mål på avkastningen på ny investert kapital og er et nyttig verktøy for å måle effektiviteten av fremtidige investeringer. Vedvarende verdi blir mer sensitiv til endring i vekstraten dersom RONIC er høy (Goedhart et al., 2020). Normalt sett anbefaler Goedhart et al. (2020) at man i konkurransepregede næringer bør sette RONIC lik WACC. Han sier også at næringer med bærekraftige konkurransefortrinn kan sette RONIC lik

den avkastningen selskapet er forventet å tjene i de senere årene av den eksplisitte perioden. I oppgaven er det beregnet ROIC for eksplisitt periode, men dette skal ikke være av betydning. Med utgangspunkt i dette vil RONIC i oppgaven beregnes ved å ta gjennomsnitt av ROIC i den eksplisitte perioden.

4.10 WACC

Selskapet som analyseres i oppgaven er ikke børsnotert, noe som kan gjøre det utfordrende å estimere WACC grunnet manglende markedsdata som gjør det vanskelig å beregne beta, kostnad på egenkapital etc. Derfor ble det besluttet å ta utgangspunkt i to selskaper i samme bransje, som er sammenlignbare med Gratanglaks AS, da dette er vanlig praksis innenfor verdsettelse når nødvendig informasjon mangler (Berk & DeMarzo, 2020; Damodaran, 2006). Begge selskapene er ledende aktører i norsk og internasjonal havbruksnæring. Ved å ta et gjennomsnitt av WACCen til de respektive selskapene oppnås det en WACC som er representativ i næringa og for casestudiet.

WACCen er hentet fra Lerøy Seafoods Group ASA (LSG) og SalMar ASA sine årsrapporter og er på henholdsvis 6,6 og 7,7 prosent (LSG ASA, 2022; SalMar ASA, 2023). Ved å ta gjennomsnittet av disse blir Gratanglaks AS' WACC 7,15 prosent.

To selskap fra samme bransje er valgt for å sikre at de spesifikke risikoene WACCen tar høyde for er relevante for casestudiet i oppgaven. Både LSG og SalMar er stabile og godt etablerte selskaper, dette gjør deres WACC-rater relativt pålitelige til å bruke som sammenligning.

Å estimere riktig WACC er nødvendig for å diskontere fremtidige kontantstrømmer til nåverdi i kontantstrømsprognosen, noe som er viktig for å gjøre en riktig vurdering av selskapets verdi (Kaldestad & Møller, 2016). Estimering av WACC er presentert i vedlegg 6.

4.11 Beregnet produksjonsavgift

For å beregne produksjonsavgiften for en bestemt periode er det nødvendig å vite selskapets produserte mengde per år. Siden årsrapporten ikke opplyser hvor mange kilo laks som ble produsert av selskapet for hvert av årene, er det derfor nødvendig å beregne dette.

Formel 10 beregner selskapets produserte mengde laks i kilo, i analyseperioden. Dette blir gjort ved å dividere selskapets salgssinntekt i år t på den gjennomsnittlige markedsprisen pr. kilo på laks i år t .

Formel 10 – Produsert mengde i kilo

$$\text{Produsert mengde}_{AP} = \frac{\text{Salgsinntekt}_t}{\text{Gjennomsnittlig kilopris for laks}_t}$$

I oppgaven vil det bli brukt et gjennomsnitt av den produserte mengden fra analyseperioden som sats for å beregne produsert mengde i eksplisitt periode. Dette begrunnes med at markedsprisen per kilo på laks har hatt moderate svingninger gjennom hele den historiske perioden, med unntak av 2022. Fra 2021 til 2022 skjedde det ett hopp på nesten 25 NOK. Siden kiloprisen på laks vil ha en betydelig effekt på den estimerte produserte mengden, vil ikke 2022 nødvendigvis være et representativt år å ta utgangspunkt i for videre beregninger, men ved å ta gjennomsnittet av analyseperioden vil likevel prisøkningen i 2022 bli tatt høyde for.

Videre antas det at den estimerte årlige veksten i salgsinntekter i eksplisitt periode fordeler seg jevnt mellom økning i kiloprisen og økning i produsert mengde. Produsert mengde i eksplisitt periode har, med utgangspunkt i den beregnede satsen fra analyseperioden, en årlig vekst tilsvarende halvparten av salgsinntektens årlige vekst, slik formel 11 viser:

Formel 11 – Produsert mengde for hvert av årene i eksplisitt periode

$$\text{Produsert mengde}_{EP} = \text{Produsert mengde}_{t-1} * \frac{g}{2}$$

Hvor $\text{Produsert mengde}_{t-1}$ er selskapets produserte mengde i periode $t - 1$, og $\frac{g}{2}$ estimerer halvparten av den vekstraten som danner grunnlag for selskapets vekst. Formel 11 forteller hvor mange kilo laks selskapet vil produsere hvert av årene i eksplisitt periode.

For å beregne hvor mye produksjonsavgift selskapet må betale per år i eksplisitt periode brukes formel 12:

Formel 12 – Betalbar produksjonsavgift det aktuelle året

$$\text{Betalbar produksjonsavgift} = \text{Produsert mengde}_t * \text{Produksjonsavgift}$$

Formel 12 viser selskapets betalbare produksjonsavgift ved å ta produserte mengde i år t subtrahert med den vedtatte produksjonsavgiften. Formelen beregner hvor mye selskapet skal betale i produksjonsavgift det aktuelle året.

Ifølge Regjeringen.no (2023) er produksjonsavgiften i havbruksnæringen satt til 90 øre pr. kg. Dette vil si at for hver kilo sløyd laks selskapet produserer, må 90 øre trekkes fra som

produksjonsavgift. Denne avgiften er som nevnt i kapittel 3.2.4 Produksjonsavgift, fradragsberettiget krone for krone av betalbar grunnrenteskatt.

4.12 Selskapets verdi

I denne delen av oppgaven forklares metoden som er brukt for å beregne Gratanglaks AS' verdi i hvert av de ulike scenarioene. Først presenteres det hvordan selskapets estimerte betalbare grunnrenteskatt beregnes i hvert av scenarioene. Denne delen tar utgangspunkt utformingen fra skattemodellen i tabell 1, og baserer seg på retningslinjene fra Skatteloven (2023). Her brukes modellen med nødvendige modifikasjoner for å tilpasse den til oppgaven, dette vises i tabell 3. Tabell 4, 5 og 6 inkluderer også selskapets netto frie kontantstrøm.

Videre i kapitlet vises det hvordan selskapets frie kontantstrømmer er beregnet. Deretter diskonteres disse tilbake til nåverdi, for å beregne selskapets verdi i eksplisitt periode. Så beregnes selskapets verdi i vedvarende periode. Denne skal representere verdien av alle selskapets kontantstrømmer til evig tid. Til slutt beregnes selskapets totale verdi ved å summere de diskonterte kontantstrømmene fra eksplisitt periode med den diskonterte verdien fra vedvarende periode. Målet er å kunne vise effekten bunnfradraget har på selskapets verdi.

Tidligere var oppgaven inne på at grunnrenteskatten er satt til 25 prosent og beregnes av selskapets frie kontantstrøm. Selskapet har ikke negativ grunnrente noen av årene, så derfor er denne raden fjernet fra tabell 3.

Tabell 3 – Betalbar grunnrenteskatt

	Fri kontantstrøm (FCF)
-	Bunnfradrag
=	Grunnlag for grunnrenteskatt
*	Grunnrenteskatt (25 %)
-	Fratrekk for produksjonsavgift
=	Betalbar grunnrenteskatt

Med utgangspunkt i tabell 3 blir det laget tre ulike kontantstrømmer. Den første vises i tabell 4. Her estimeres verdien av selskapet i en situasjon hvor det ikke eksisterer grunnrenteskatt eller bunnfradrag.

Tabell 4 – Scenario 1, kontantstrømoppstilling før grunnrenteskatt

	Fri kontantstrøm
-	Produksjonsavgift
=	Netto fri kontantstrøm

Tabell 5 viser den andre kontantstrømmen. Her er verdien av selskapet i en situasjon hvor det eksisterer grunnrenteskatt, men ingen bunnfradrag.

Tabell 5 – Scenario 2, kontantstrømoppstilling med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag

	Fri kontantstrøm
*	Grunnrenteskatt (25 %)
-	Fratrekk for produksjonsavgift
=	Betalbar grunnrenteskatt
=	Netto fri kontantstrøm

Kontantstrøm nummer tre vises i tabell 6. Denne viser verdien av selskapet i en situasjon hvor det eksisterer grunnrenteskatt og bunnfradrag.

Tabell 6 – Scenario 3, kontantstrømoppstilling med grunnrenteskatt og bunnfradrag.

	Fri kontantstrøm
-	Bunnfradrag
=	Grunnlag for grunnrenteskatt
*	Grunnrenteskatt (25 %)
-	Fratrekk for produksjonsavgift
=	Betalbar grunnrenteskatt
=	Netto fri kontantstrøm

Verdi eksplisitt periode

Selskapets frie kontantstrøm (FCF) blir funnet ved hjelp av formel 13. Formelen beregner selskapets frie kontantstrømmer for hvert av årene i eksplisitt periode.

Formel 13 – Fri kontantstrøm (FCF) (Manganelli, 2017).

$$FCF = NOPAT * \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)$$

Formelen viser at selskapets kontantstrømmer er avhengig av driftsresultat etter skatt, og forholdet mellom vekstraten og ROIC.

Formel 14 viser hvordan nåverdien til selskapets frie kontantstrøm i eksplisitt periode er beregnet.

Formel 14 – Nåverdi fri kontantstrøm, eksplisitt periode (Manganelli, 2017).

$$\text{Nåverdi } FCF_{EP} = \frac{FCF}{(1 + WACC)^t}$$

$(1 + WACC)^t$ = diskonteringsfaktor. Ved å dele FCF på diskonteringsfaktoren, diskonteres selskapets fremtidige kontantstrømmer til nåverdi. Dette vil si at de fremtidige kontantstrømmene justeres til dagens verdi. Summen av Nåverdi FCF i eksplisitt periode tilsvarer selskapets totale verdi i eksplisitt periode.

Basert på Kinserdal (2017) sin artikkel kan markedsverdien av et selskap finnes ved å ta summen av alle forventede kontantstrømmer til evig tid, neddiskontert. Forklaringen presenteres i forhold til dividendemodeller. Siden diskontert kontantstrøm bygger på samme grunnprinsipp er samme metode brukt for å avgjøre selskapets verdi i eksplisitt periode. Oppsummert er selskapets verdi i eksplisitt periode lik summen av nåverdi FCF for alle årene i eksplisitt periode.

Verdi vedvarende periode

For å beregne selskapets verdi i vedvarende periode benyttes continuing value, heretter referert til som vedvarende verdi. Denne beregnes for å finne den samlede verdien av de fremtidige kontantstrømmene etter at selskapet har stabilisert seg (Goedhart et al., 2020). For å beregne selskapets verdi i vedvarende periode er følgende formel brukt:

Formel 15 – Vedvarende verdi (Manganelli, 2017)

$$\text{Vedvarende verdi} = \frac{NOPAT_{t+1} * \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

Telleren i formelen er lik formel 15, som ble brukt for å finne selskapets frie kontantstrøm i eksplisitt periode, men $NOPAT_{t+1}$ refererer til NOPAT første året etter eksplisitt periode.

$\left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)$ justerer for vekst og avkastningen på nyinvesteringer og $WACC - g$ er diskonteringsfaktoren. Formel 15 viser verdien av selskapets kontantstrømmer i vedvarende periode, diskontert til verdien ved slutten av eksplisitt periode.

Formel 16 viser nåverdien av selskapets frie kontantstrøm i vedvarende verdi:

Formel 16 – Nåverdi av fri kontantstrøm, vedvarende periode (Manganelli, 2017)

$$Nåverdi FCF_{VP} = \frac{Vedvarende\ verdi}{(1 + WACC)^n}$$

Vedvarende verdi er presentert i formel 15, og $(1 + WACC)^n$ diskonterer verdien av kontantstrømmene i vedvarende periode til dagens verdi, n refererer til antall år i eksplisitt periode.

Selskapets verdi

Formel 17 brukes for å beregne selskapets totale verdi:

Formel 17 – Selskapets verdi (Manganelli, 2017)

$$Selskapets\ verdi = \sum_{t=1}^n \frac{FCF}{(1 + WACC)^t} + \frac{Vedvarende\ verdi}{(1 + WACC)^n}$$

Formel 17 viser at summen av nåverdien av selskapets frie kontantstrømmer i eksplisitt periode summert med nåverdien av selskapets frie kontantstrømmer i vedvarende periode estimerer selskapets verdi. Formel 18 viser en forenkling:

Formel 18 – Selskapets verdi, forenklet

$$Selskapets\ verdi = Sum\ nåverdi\ FCF_{EP} + Nåverdi\ FCF_{VP}$$

5 Resultater

I denne delen av oppgaven presenteres resultatene fra analysen. Først presenteres omgruppert balanse, videre undersøkes nøkkeltallene som er brukt for å estimere selskapets frie kontantstrøm og til slutt resultatet av selskapets verdi.

5.1 Omgruppert balanse

Begrunnelse for plassering av postene i den omgrupperte balansen er presentert i kapittel 4.4 Omgruppert balanse, men kort forklart er eiendeler og gjeld delt inn etter om de har direkte tilknytning til driften eller ikke. Formålet med dette kapitlet er å presentere resultatene av omgrupperingen og synliggjøre hvordan Gratanglaks AS har håndtert sine ressurser og forpliktelser gjennom analyseperioden. Den omgrupperte balansen kan leses i vedlegg 1.

Av den omgrupperte balansen ser vi at selskapet fra 2017 til 2022 har gjort betydelige investeringer i anleggsmidler. Økningen er spesielt synlig på konsesjoner, patenter og lisenser, noe som ifølge selskapets årsrapporter er investeringer for å øke produksjonskapasitet. Den samme økende trenden ser vi på samtlige av postene for driftsrelaterte anleggsmidler. For de driftsrelaterte omløpsmidlene har det også vært en betydelig økning, som Ifølge årsrapportene skyldes en økning i produksjon og lagerbeholdning. Netto arbeidskapital viser differansen mellom driftsrelaterte omløpsmidler og driftsrelatert gjeld. Den positive utviklingen er en god indikator på at selskapet gjennom årene har klart å forbedre sin likviditet og kortsiktige betalingsevne. Økningen i netto driftsrelaterte eiendeler, også kalt investert kapital, reflekterer selskapets investeringsvillighet i driftsmidler, både på kort og lang sikt.

5.2 Nøkkeltall

Først presenteres de ulike nøkkeltallene som er brukt i forkant av beregningene til kontantstrømmene. Her presenteres dekomponering av driftsmargin, vekstrate, NOPAT, WACC, IC, ROIC og fri kontantstrøm. For å oppsummere sammenhengen mellom driftsmargin, vekstrate og NOPAT i neste del av kapitlet vil jeg starte med en kort oppsummering fra metodekapitlet:

Gjennomsnittet av de ulike tallene i den dekomponerte driftsmargin er basert på årlige gjennomsnitt i analyseperioden, disse satsene brukes til å beregne hvor stor andel av

salgsinntektene som fordeles til bruttofortjeneste, lønnskostnader, avskrivninger og andre driftskostnader. De ulike komponentene i driftsmargin følger samme vekstrate som inntekten. Deretter presenteres de historiske og fremtidige resultatoppstillingene i hver sin tabell.

5.2.1 Dekomponering av driftsmarginer

Tabell 7 viser selskapets dekomponerte driftsmargin. Her inkluderes beregningen av bruttofortjeneste, så vel som lønnskostnader-, avskrivninger- og andre driftskostnader i forhold til selskapets salgsinntekter. Tallene i tabellen er fra analyseperioden, og er tatt med for å vise selskapets utvikling.

Tabell 7 – Dekomponering av driftsmarginer

Dekomponert driftsmargin	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Bruttofortjeneste	50,2 %	25,9 %	27,5 %	27,9 %	51,0 %	38,7 %
Lønn/salgsinntekt	4,8 %	6,2 %	5,6 %	6,3 %	4,9 %	5,2 %
Avskrivning/salgsinntekt	2,9 %	3,0 %	2,8 %	3,2 %	2,4 %	2,7 %
ADK/salgsinntekt	12,7 %	15,2 %	19,3 %	15,3 %	8,9 %	13,6 %

Det er tydelig at Gratanglaks AS har hatt en del svingninger i bruttofortjenesten. Bruttofortjenesten har hatt vekst samtlige år i analyseperioden. I 2018 og 2022 er veksten høy, sammenlignet med perioden 2019 til 2021, hvor den varierer mellom ca. 26 og 28 prosent. Bruttofortjenestens vekst i analyseperioden gjenspeiler økningen i kiloprisen på laks, som igjen påvirker selskapets salgsinntekter. Bruttofortjenesten hadde en voldsom vekst fra 2021 til 2022. Det samme året steg kiloprisen på laks fra 58,26 NOK til 83,18 NOK, som vist i figur 4. Den gjennomsnittlige bruttofortjenesten er beregnet til 38,7 prosent og er en del lavere enn i 2022.

De resterende tallene, lønn, avskrivning og andre driftskostnader viser at selskapets kostnader sammenlignet med salgsinntekter har hatt litt svingninger, men har holdt seg relativt stabile gjennom analyseperioden.

Lengst til høyre i tabell 7 er satsene som benyttes som utgangspunkt for å estimere selskapets kostnader i eksplisitt periode inkludert.

5.2.2 Inntektsvekst

I tabell 8 presenteres Gratanglaks AS' årlige inntektsvekst i analyseperioden. Tallene er en del av grunnlaget for å bestemme vekstraten som brukes i eksplisitt periode.

Tabell 8 – Inntektsvekst i analyseperioden

Historisk inntektsvekst	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Inntektsvekst	-0,24 %	-11,01 %	8,60 %	5,75 %	52,38 %	11,10 %

Tabell 8 viser veksten til Gratanglaks AS i analyseperioden. Av tabellen vises det at de har hatt en noe svingede vekst mellom årene 2018 til 2022. I 2019 opplevde selskapet en nedgang på 11,01 prosent. Til sammenlikning opplevde de en vekst på 52,38 prosent i 2022, hvilket antas å være en effekt av økningen i kiloprisen på laks. Denne ekstraordinære veksten kan ikke forventes å fortsette i fremtiden.

Vekstrate

Hvordan selskapets vekstrate er fordelt utover eksplisitt periode kan leses av vedlegg 5. For å beregne vekstraten til eksplisitt periode ble det forsøkt å bruke en vekstrate basert på gjennomsnittet fra de seks årene i analyseperioden, dette ga en vekstrate på 11,10 prosent, slik vi ser av resultatene i tabell 8. Fordi dette avviker ganske mye fra anbefalingene presentert i kapittel 4.5.5 Vekstrate ble det besluttet å bruke en vekstrate på 8,6 prosent i 2023. Denne kan underbygges av både næringens historiske høye vekst, og Vipond (u.å.). I tillegg fremkommer det av tabell 8 at denne vekstraten er lik veksten i 2019 til 2020, noe som indikerer at valgte vekstrate er oppnåelig for selskapet.

5.2.3 NOPAT

Her presenteres først selskapets inntekter og kostnader, og driftsresultat før og etter skatt i analyseperioden. Videre presenteres Gratanglaks AS' resultatoppstilling for eksplisitt periode, og hvilke satser som har dannet grunnlag for beregningene. Tabell 9 viser selskapets resultatoppstilling for analyseperioden. Det er disse tallene som er brukt som grunnlag for satsene i tabell 7, dekomponert driftsmargin.

Tabell 9 – Resultatoppstilling analyseperiode

Resultatoppstilling historisk periode	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Inntekt	369 527 442	368 643 831	328 065 594	356 272 608	376 764 278	574 109 868
Bruttofortjeneste	183 888 880	185 240 869	85 082 774	97 954 941	104 951 456	292 697 898
- Lønnskostnad	13 356 997	17 722 799	20 462 230	19 879 878	23 592 993	27 930 658
- Avskrivning	8 017 587	10 629 878	9 787 895	9 975 067	12 160 702	13 693 086
- Andre driftskostnader	37 967 370	46 954 361	49 783 328	68 808 586	57 642 378	50 815 346
= Driftsresultat før skatt	124 205 787	105 413 836	109 124 589	11 501 931	57 826 396	144 991 498
- Skattekostnad (selskapsskatt 22 %)	28 741 341	23 940 923	24 568 457	2 802 321	12 815 756	32 462 885
= Driftsresultat etter skatt (NOPAT)	95 464 446	81 472 913	84 556 132	8 699 610	45 010 640	112 528 613

Av tabellen ser vi at Gratanglaks AS hadde en nedgang i bruttofortjeneste på over 100 millioner NOK i 2019. Ifølge selskapets bærekraftsrapport fra 2020 kan den negative utviklingen forklares av en kraftig algeoppblomstring som rammet store deler av Sør-Troms, inkludert Gratanglaks AS. Utbruddet medførte store tap i produksjon, i tillegg til betydelig økning i deres kostnader (Gratanglaks AS, 2020a). I 2020 viser bruttofortjenesten en økning fra 85 millioner NOK til nesten 98 millioner NOK. Dette er fortsatt en lav bruttofortjeneste sammenlignet med årene før algeutbruddet, men den er stigende. Den moderate økningen kan også begrunnes med utfordringer forårsaket av koronapandemien (Gratanglaks AS, 2022a). I 2021 begynner ting å stabilisere seg etter de tidligere krisene. Et betydelig hopp i kiloprisen på laks gjør at selskapets salgsinntekter skyter i været i 2022. Økningen i bruttofortjeneste er på nesten 188 millioner NOK og tilsvarer en økning på 178,9 prosent.

Selskapets kostnader og avskrivninger svinger gjennom analyseperioden. Jevnt over har selskapet høye kostnader, noe som relateres til fiskehelse og avlusning (Gratanglaks AS, 2019, 2020b). Selskapets avskrivninger har vist en moderat økning. Dette gjenspeiler selskapets investeringer i varige driftsmidler (Gratanglaks AS, 2021, 2022b).

Til tross for utfordringene har Gratanglaks AS konsekvent levert positive driftsresultat. Selskapets laveste driftsresultat er for 2020. Fra 2021 til 2022 har driftsresultatet etter skatt en økning på 150 prosent. Samlet sett har selskapets driftsresultat etter skatt (NOPAT) økt med nesten 18 prosent i løpet av analyseperioden.

Tabell 10 viser selskapets resultatoppstilling for eksplisitt periode. Tabellen viser selskapets vekst basert på veksten som forklart i kapittel 5.2.2. Satsene som presenteres i denne tabellen er hentet fra tabell 7, dekomponert driftsmargin.

Satsene som presenteres i denne tabellen er hentet fra tabell 7.

Tabell 10 – Resultatoppstilling eksplisitt periode

Resultatoppstilling eksplisitt periode	Satser	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Inntekt		623 483 317	670 119 869	710 863 157	744 131 552	768 539 067	791 595 239
Bruttofortjeneste	38,71 %	241 371 697	259 426 300	275 199 419	288 078 752	297 527 735	306 453 567
- Lønnskostnad	5,23 %	32 594 069	35 032 106	37 162 058	38 901 242	40 177 203	41 382 519
- Avskrivning	2,74 %	17 093 129	18 371 695	19 488 694	20 400 765	21 069 910	21 702 007
- Andre driftskost.	13,61 %	84 846 079	91 192 566	96 737 074	101 264 369	104 585 840	107 723 416
= Driftsresultat før skatt		106 838 419	114 829 933	121 811 593	127 512 375	131 694 781	135 645 625
- Skattekostnad (selskapsskatt 22 %)		23 504 452	25 262 585	26 798 550	28 052 723	28 972 852	29 842 037
= Driftsresultat etter skatt (NOPAT)		83 333 967	89 567 348	95 013 042	99 459 653	102 721 929	105 803 587

5.2.4 WACC, ROIC og IC

I oppgaven er WACC estimert til å være 7,15 prosent, med utgangspunkt i sammenlignbare selskaper.

Tabell 11 presenterer historisk og estimert ROIC. I tillegg er RONIC for vedvarende periode, altså 2029, inkludert i tabellen. Resultatene fra å ha beregnet ROIC, og bestemt RONIC viser at med unntak 2020 er ROIC høyere enn WACC samtlige år, dette indikerer at selskapet klarer å skape verdier av sine investeringer.

Tabell 11 – ROIC

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
ROIC	46,45 %	38,86 %	27,82 %	2,72 %	11,66 %	30,50 %	26,33 %
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
ROIC	22,59 %	22,36 %	22,06 %	21,77 %	21,48 %	21,42 %	21,95 %

Havbruksnæringen har en betydelig lønnsomhet og et stort potensial for vekst. Dette kan forklares av den meravkastningen næringen har som følge av naturgitte fordeler. Resultatene i tabell 11 viser først ROIC basert på regnskapstallene fra 2017 til 2022. Her fremkommer det at ROIC svinger fra 46,45 prosent i 2017 til 2,72 prosent i 2020. I gjennomsnitt ligger den på 26,33 prosent for analyseperioden. I eksplisitt periode er ROIC synkende, noe som kan forklares av den avtakende veksten i perioden. Likevel har samtlige år i eksplisitt periode en ROIC på mer enn 20 prosent.

Med disse resultatene for historisk- og eksplisitt periode ville det vært unaturlig å justere RONIC i vedvarende periode til å være lik WACC. I tråd med kapittel 4.9 Avkastning på investert kapital, ble det bestemt at RONIC i vedvarende periode skulle settes til et gjennomsnittstall av ROIC i eksplisitt periode.

5.2.5 Produksjonsavgift

Tabell 12 viser hvordan selskapets produserte mengde blir beregnet. Gjennomsnittet av produsert mengde er beregnet til 6.245.653 kg, som forklart i kapittel 4.11 Beregnet produksjonsavgift, er dette mengden som brukes som grunnlag for produsert mengde i eksplisitt periode, og som igjen danner grunnlaget for produksjonsavgift.

Tabell 12 – Produsert mengde, analyseperiode

Produsert mengde	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Salgsinntekt	369 527 442	368 643 831	328 065 594	356 272 608	376 764 278	574 109 868	
Årlig gjennomsnittlig laksepris	60,88	60,76	59,15	55,48	58,26	83,18	62,95
= Produsert mengde (kilo)	6 069 767	6 067 212	5 546 333	6 421 640	6 466 946	6 902 018	6 245 653

Tabell 13 tar utgangspunkt i resultatene fra tabell 12, og viser hvor mye Gratanglaks AS må betale i produksjonsavgift i eksplisitt periode.

Tabell 13 – Betalbar produksjonsavgift, eksplisitt periode

Produksjonsavgift	Sats	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Vekst (g)		4,30 %	3,74 %	3,04 %	2,34 %	1,64 %	1,50 %
Produsert mengde	6 245 653	6 514 216	6 757 848	6 963 286	7 126 227	7 243 097	7 351 744
= Betalbar produksjonsavgift	0,9	5 862 794	6 082 063	6 266 958	6 413 604	6 518 788	6 616 569

Halvparten av veksten i salgsinntekt ble, som forklart i kapittel 4.5.6, forutsatt å være vekst i produsert mengde. Selv om selskapets vekst i salgsinntekt i eksplisitt periode ikke er basert på produsert mengde, er vekstraten i tabell 13 halvparten av vekstraten i selskapets salgsinntekt som presenteres i kapittel 5.2.2. Denne antakelsen innebærer at 50 prosent av økningen i salgsinntekt skyldes mengdeøkning og 50 prosent skyldes prisøkning. Med utgangspunkt i dette øker selskapets produserte mengde med 4,3 prosent i 2023. Denne veksten er avtakende frem til 2028 hvor veksten er nede i 1,5 prosent. Totalt vil selskapets betalbare produksjonsavgift øke med 13 prosent i eksplisitt periode.

5.3 Selskapets verdi

Dette delkapitlet vil presentere kontantstrømoppstillingene og selskapets verdi for hvert av de tre scenarioene. Tabellene viser beregningene for både eksplisitt og vedvarende periode. Senere i oppgaven skal resultatene fra hver av de tre kontantstrømoppstillingene sammenlignes med hverandre, for å gi en bedre forståelse av hvordan grunnrenteskatten påvirker selskapets verdi.

5.3.1 Kontantstrømoppstilling før innføringen grunnrenteskatt

Tabell 14 presenterer selskapets frie kontantstrøm før innføring av grunnrenteskatt.

Tabell 14 – Netto fri kontantstrøm før grunnrenteskatt

Selskapets kontantstrømsoppstilling før grunnrenteskatt							
Kontantstrømsoppstilling	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Fri kontantstrøm	51 606 902	59 598 995	68 831 664	78 081 593	87 037 815	90 987 837	98 085 551
- Produksjonsavgift	(5 862 794)	(6 082 063)	(6 266 958)	(6 413 604)	(6 518 788)	(6 616 569)	(6 682 735)
= Netto fri kontantstrøm	45 744 108	53 516 932	62 564 707	71 667 988	80 519 028	84 371 268	91 402 816
= Nåverdi fri kontantstrøm	42 691 655	46 612 979	50 857 251	54 369 647	57 008 242	55 749 570	

Selskapets netto frie kontantstrøm er positiv samtlige år, og har en jevn økning gjennom perioden. Fra 2023 til 2029 har deres netto frie kontantstrøm doblet seg. Det er viktig å legge merke til effekten av økningen, og hvordan den påvirker selskapet sin samlede verdi.

Tabell 15 viser selskapets verdi uten grunnrenteskatt.

Tabell 15 – Selskapets verdi før grunnrenteskatt

Med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag	
Verdi selskap eksplisitt periode	307 289 344
- Verdi selskap vedvarende periode	1 172 733 396
= Selskapets verdi med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag	1 480 022 740

Som vi ser av tabellen er selskapets verdi estimert til nesten 1,5 milliarder NOK. Siden selskapet ikke betaler grunnrenteskatt beholder det mer av sin frie kontantstrøm, noe som igjen øker nåverdien av selskapets frie kontantstrøm, som igjen har positiv effekt på selskapets verdi.

5.3.2 Kontantstrømsoppstilling med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag

Tabell 16 viser selskapets frie kontantstrøm med grunnrenteskatt, men uten fratrukk for bunnfradraget.

Tabell 16 – Netto fri kontantstrøm med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag

Beregninger med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag							
Kontantstrømsoppstilling	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Fri kontantstrøm	51 606 902	59 598 995	68 831 664	78 081 593	87 037 815	90 987 837	98 085 551
Grunnrenteskatt (25 %)	12 901 726	14 899 749	17 207 916	19 520 398	21 759 454	22 746 959	24 521 388
- Fratrukk betalt produksjonsavgift	(5 862 794)	(6 082 063)	(6 266 958)	(6 413 604)	(6 518 788)	(6 616 569)	(6 682 735)
= Betalbar grunnrenteskatt	7 038 931	8 817 686	10 940 958	13 106 794	15 240 666	16 130 390	17 838 653
Selskapets kontantstrømsoppstilling med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag							
Fri kontantstrøm	51 606 902	59 598 995	68 831 664	78 081 593	87 037 815	90 987 837	98 085 551
- Betalbar grunnrenteskatt	(7 038 931)	(8 817 686)	(10 940 958)	(13 106 794)	(15 240 666)	(16 130 390)	(17 838 653)
- Betalt produksjonsavgift	(5 862 794)	(6 082 063)	(6 266 958)	(6 413 604)	(6 518 788)	(6 616 569)	(6 682 735)
= Netto fri kontantstrøm	38 705 177	44 699 246	51 623 748	58 561 195	65 278 361	68 240 878	73 564 163
= Nåverdi fri kontantstrøm	36 122 423	38 932 819	41 963 626	44 426 411	46 217 704	45 091 175	

Av tabellen ser vi at selskapet genererer et grunnrenteskattepliktig overskudd samtlige år i eksplisitt periode. Gjennom årene i eksplisitt periode øker selskapets frie kontantstrøm fra 51,6 millioner NOK i 2023, til 91 millioner NOK i 2028. Grunnrenteskatten har en negativ effekt på Gratanglaks AS' frie kontantstrøm og gjør at selskapet mister en betydelig del av sitt overskudd. Ved å inkludere grunnrenteskatten reduseres altså selskapets netto frie kontantstrøm, og følgelig også nåverdien av selskapet sin frie kontantstrøm.

Som forklart i kapittel 3.2.4 kan produksjonsavgiften trekkes fra grunnrenteskatten krone for krone. Effekten fra produksjonsavgiften er ganske høy i starten av eksplisitt periode, men denne effekten avtar årlig gjennom perioden. Dette skyldes at vekstraten som representerer selskapets vekst er dobbelt så høy som veksten i produsert mengde, som ligger til grunn for beregning av produksjonsavgiften.

Selskapets betalbare grunnrenteskatt øker fra 7 millioner NOK i 2023 til nesten 18 millioner i 2029.

Tabell 17 viser selskapets verdi i scenario nummer to.

Tabell 17 – Selskapets verdi med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag

Med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag	
Verdi selskap ekplisitt periode	252 754 158
- Verdi selskap vedvarende periode	943 856 599
= Selskapets verdi med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag	1 196 610 757

Her er selskapets verdi estimert til i nesten 1,2 milliarder NOK. Dette skyldes at selskapet betaler en betydelig del av sin frie kontantstrøm som grunnrenteskatt, hvilket reduserer den samlede kontantstrømmen og følgelig gir en lavere nåverdi av deres frie kontantstrøm.

Fratrekket av produksjonsavgiften reduserer effekten av grunnrenteskatten betydelig. Likevel reduserer grunnrenteskatten selskapets verdi fra omtrent 1,5 milliarder NOK til 1,2 milliarder NOK. Dette innebærer en nedgang i selskapets verdi på 283.411.983 NOK, noe som tilsvarer 19,1 prosent. Det er dette scenarioet som illustrerer den faktiske belastningen grunnrenteskatten har på selskapet.

5.3.3 Kontantstrømoppstilling med grunnrenteskatt og bunnfradrag

Tabell 18 viser selskapets kontantstrøm med grunnrenteskatt og bunnfradrag på 70 millioner NOK.

Tabell 18 – Netto fri kontantstrøm med grunnrenteskatt og bunnfradrag

Beregninger med grunnrenteskatt og bunnfradrag							
Kontantstrømsoppstilling	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Fri kontantstrøm	51 606 902	59 598 995	68 831 664	78 081 593	87 037 815	90 987 837	98 085 551
- Bunnfradrag	70 000 000	70 000 000	70 000 000	70 000 000	70 000 000	70 000 000	70 000 001
= Grunnlag grunnrenteskatt	0	0	0	8 081 593	17 037 815	20 987 837	28 085 550
Grunnrenteskatt (25 %)	0	0	0	2 020 398	4 259 454	5 246 959	7 021 387
- Fratrukk betalt produksjonsavgift	(5 862 794)	(6 082 063)	(6 266 958)	(6 413 604)	(6 518 788)	(6 616 569)	(6 682 735)
= Betalbar grunnrenteskatt	0	0	0	0	0	0	338 652
Selskapets kontantstrømsoppstilling med grunnrenteskatt og bunnfradrag							
Fri kontantstrøm	51 606 902	59 598 995	68 831 664	78 081 593	87 037 815	90 987 837	98 085 551
- Betalbar grunnrenteskatt	0	0	0	0	0	0	(338 652)
- Betalt produksjonsavgift	(5 862 794)	(6 082 063)	(6 266 958)	(6 413 604)	(6 518 788)	(6 616 569)	(6 682 735)
= Netto fri kontantstrøm	45 744 108	53 516 932	62 564 707	71 667 988	80 519 028	84 371 268	91 064 163
= Nåverdi fri kontantstrøm	42 691 655	46 612 979	50 857 251	54 369 647	57 008 242	55 749 570	

I løpet av de tre første årene har selskapet en fri kontantstrøm på henholdsvis 51,6, 59,6 og 68,8 millioner NOK. Dette innebærer at Gratanglaks AS i 2023, 2024 og 2025 ikke er i en grunnrenteskattepliktig posisjon. I tabell 18 er dette fremhevet ved at grunnlaget for grunnrenteskatt er satt til 0. Fra 2026 og utover overskrider selskapets frie kontantstrøm 70 millioner NOK, hvilket betyr at de er i grunnrenteskattepliktig posisjon. Med en fri kontantstrøm på 78,1 millioner NOK har de et skattegrunnlag på ca. 8,1 millioner NOK. Dette grunnlaget har en årlig økning gjennom resten av perioden.

Selv om Gratanglaks AS har grunnrenteskattepliktig overskudd i årene 2026, 2027 og 2028, gjør produksjonsavgiften at selskapet i perioden slipper unna grunnrenteskatt. Det er fordi produksjonsavgiften kan trekkes fra grunnrenteskatten krone for krone, og selskapets betalbare grunnrenteskatt går i null. Med andre ord; når produksjonsavgiften er høyere enn grunnrenteskatten slipper selskapet å betale grunnrenteskatt, og deres frie kontantstrøm blir den samme som før innføringen av grunnrenteskatten. I vedvarende periode har imidlertid grunnlaget for grunnrenteskatt oversteget produksjonsavgiften, hvilket medfører at selskapet i perioden må betale grunnrenteskatt. Summen selskapet må betale i grunnrenteskatt i 2029 er 338.652 NOK. Med en fri kontantstrøm på 98 millioner NOK utgjør det 0,345 prosent.

At selskapet ikke må betale grunnrenteskatt øker nåverdien av deres frie kontantstrøm betydelig. Jo mindre grunnrenteskatt de betaler, desto større andel av kontantstrømmen beholder de som fri kontantstrøm, hvilket betyr at nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene øker.

Tabell 19 viser scenario nummer tre. Her er både grunnrenteskatt og bunnfradrag medregnet.

Tabell 19 – Selskapets verdi med grunnrenteskatt og bunnfradrag

Med grunnrenteskatt og bunnfradrag	
Verdi selskap ekplisitt periode	307 289 344
- Verdi selskap vedvarende periode	1 168 388 355
= Selskapets verdi med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag	1 475 677 699

Effekten av bunnfradraget er at selskapets verdi øker til nesten 1,48 milliarder. Dette er nesten på høyde med selskapets verdi før grunnrenteskatten ble innført. Bunnfradraget reduserer grunnlaget som grunnrenteskatten beregnes fra, og dermed også deres totale skattebelastning. Selskapet beholder en større andel av sin frie kontantstrøm, noe som har positiv effekt på netto fri kontantstrøm og selskapets verdi.

5.4 Oppsummering

Tabell 20 viser en oversikt over selskapets verdi i hvert av de tre scenarioene, og dermed også effekten bunnfradraget har på verdien til Gratanglaks AS.

Tabell 20 – Selskapets verdi

Oversikt av bunnfradragets effekt	
Gratanglaks verdi uten grunnrenteskatt	1 480 022 740
Gratanglaks verdi med grunnrenteskatt, uten bunnfradrag	1 196 610 757
Gratanglaks verdi med grunnrenteskatt og bunnfradrag	1 475 677 699

Tabellen viser at selskapets verdi var høyest før innføringen av grunnrenteskatten. Likevel er det tydelig at bunnfradraget demper effekten av grunnrenteskatten betydelig. Reduksjonen i grunnlaget for grunnrenteskatten reduserer Gratanglaks AS' totale skattebelastning. Produksjonsavgiften trekkes fra grunnrenteskatten krone for krone, noe som ytterligere reduserer selskapets betalbare skatt, og har positiv effekt på selskapet sin frie kontantstrøm og verdi. Resultatene viser at gjennom innføring av bunnfradraget øker selskapets verdi med 23,3 prosent. Dette innebærer at verdien med bunnfradrag er nesten den samme som verdien før innføringen av grunnrenteskatt.

6 Diskusjon

1. januar 2023 ble det innført grunnrenteskatt i norsk havbruksnæring. I tillegg til innføringen av grunnrenteskatten, ble det også etablert et bunnfradrag. Formålet med denne oppgaven er å estimere hvilken effekt bunnfradraget har på verdien til et lite oppdrettsselskap. For å svare på problemstillingen brukes Gratanglaks AS som casestudie. Etter å ha gjennomført en rekke beregninger og prognoser ble det utformet tre kontantstrømmer. Den første estimerer selskapets verdi før innføring av grunnrenteskatt, den andre estimerer selskapets verdi med grunnrenteskatt, men uten bunnfradrag, og den tredje estimerer selskapets verdi med grunnrenteskatt og bunnfradrag. Resultatene fra studien gir god innsikt i hvordan små oppdrettsselskaper påvirkes av skatteendringen. I denne delen av oppgaven skal jeg diskutere resultatene og hvilke konsekvenser de har for selskapet, oppdrettsnæringen og samfunnet, i tillegg til å presentere studiens begrensninger og muligheter for videre forskning.

Resultatene viser at både grunnrenteskatt og bunnfradrag har vesentlig påvirkning på Gratanglaks AS' verdi. Den økte skattebelastningen har en direkte negativ effekt på selskapets netto frie kontantstrøm, som følgelig reduserer selskapets verdi med godt over 283 millioner NOK. Dette innebærer en reduksjon på nesten 20 prosent. Dette setter selskapet i en svakere økonomisk posisjon, hvilket kan ha en negativ effekt på verdiskapningen i næringen. Ved å inkludere bunnfradraget i beregningene styrkes deres økonomiske situasjon, blant annet gjennom den økonomiske lettelsen som følger av en redusert skattebelastning, og økt finansiell stabilitet. I scenario 3 er det kun i vedvarende periode at Gratanglaks AS har et grunnrenteskattepliktig overskudd. Resultatene viser at selskapets verdi i scenario 3 nesten er på høyde med verdien i scenario 1. Altså, etter innføring av bunnfradraget er det kun 0,3 prosent som skiller selskapets verdi i de to scenarioene. Det konkluderes med at selskapets verdi er høyest før innføringen av grunnrenteskatten, men at bunnfradraget uten tvil forbedrer selskapets økonomiske situasjon etter innføring av grunnrenteskatten.

Bunnfradraget er spesielt utformet for å skjerme de små aktørene i næringen. Skattelettelsen som kommer fra bunnfradraget gjør mindre aktører i havbruksnæringen mer konkurransedyktige sammenlignet med større aktører. Samtidig kan det argumenteres for at små oppdrettsselskaper får en urettferdig stor økonomisk fordel på grunn av bunnfradraget, sett i forhold til den økte skattebelastningen større oppdrettsselskaper får med innføringen av grunnrenteskatten. Dette kan oppleves som en skjevfordeling i næringen. Likevel er det viktig

å bevare mangfoldet og beskytte de mindre aktørene, da dette kan bidra til å fremme innovasjon og sikre hjørnesteinsbedrifter og arbeidsplasser i distriktene.

Gjennom å redusere skattepliktig inntekt bidrar bunnfradraget til økt finansiell stabilitet for de små aktørene. Dette kan ha positive ringvirkninger i lokalsamfunnene og fremme investering. Bunnfradraget styrker selskapenes netto frie kontantstrøm, ved at små aktører kan reinvestere disse ekstra midlene, noe som kan stimulere økonomisk aktivitet og sysselsetting i distriktene. Samtidig er det slik at dette ekstra overskuddet de mindre oppdrettsselskapene sitter igjen med må komme fra en plass. Den reduserte skattebelastningen gjør at stat og kommune taper skatteinntekter, både fra grunnrenteskatten og produksjonsavgiften, siden sistnevnte kan trekkes fra krone for krone i grunnrenteskatten. Selv om staten taper skatteinntekter, så vil likevel bunnfradraget fremme en økonomisk vekst som kommer samfunnet til gode på andre måter. Den økonomiske veksten fremmes direkte gjennom lavere skattebyrde for små oppdrettsselskap, men også indirekte gjennom å sette større oppdrettsselskap i en dårligere økonomisk situasjon, slik at de mindre selskapene får en sterkere konkurransevne mot dem. Når konkurransen i markedet opprettholdes og små oppdrettsselskaper får mulighet til å vokse seg større, vil dette igjen kunne øke det samfunnsøkonomiske overskuddet.

Formålet med bunnfradraget er å skjerme små aktører i havbruksnæringen fra grunnrenteskatten. Analysen som er gjort i denne oppgaven viser at bunnfradraget effektivt reduserer den skattepliktige inntekten til Gratanglaks AS, og gir selskapet en høyere økonomisk verdi enn det har uten grunnrenteskatt og bunnfradrag. Dette indikerer at bunnfradraget oppfyller sitt formål, men det burde nevnes at det likevel kan få noen uheldige konsekvenser grunnet årlig endring i fradraget. I oppgaven er det brukt et fast bunnfradrag på 70 millioner NOK. Bunnfradraget skal som nevnt i kapittel 3.5 vedtas årlig av Stortinget, hvilket kan skape ustabilitet i næringen, hemme investeringsinsentivene, og påvirke langsiktig planlegging negativt. Så selv om fradraget i seg selv burde øke insentivet til å investere, så kan dette insentivet også bli noe svekket på grunn av usikkerheter rundt størrelsen på fradraget fra år til år.

Basert på resultatene som er presentert i oppgaven konkluderes det med at effekten bunnfradraget har på små oppdrettsselskaper som Gratanglaks AS, kan være avgjørende for selskapets verdi. Grunnrenteskatten og bunnfradraget har begge betydelige effekter på kontantstrømmen og verdien til Gratanglaks AS. Grunnrenteskatten tar en vesentlig bit av selskapets overskudd, men bunnfradraget viser seg imidlertid å være et godt egnet virkemiddel for å redusere disse effektene. Selv om små oppdrettsselskaper kan ha, for

eksempel, ulike driftsmodeller, kapitaltilgang, og miljøforhold, kan det antas at effektene vil være like fra selskap til selskap. De positive effektene bunnfradraget har for små oppdrettsselskapers finansielle situasjon understreker viktigheten av nøye planlegging og vurdering av skattemessige insentiver.

6.1 Studiens begrensninger og videre forskning

Oppgaven baserer seg i sin helhet på sekundærdata. Dette innebærer at man bør være kritiske til informasjon, da upartiskhet kan svekke validiteten i oppgaven (Lewis et al., 2007). Dataen som brukes er regnskapsrapporter som er godkjent etter strenge krav. Likevel kan for eksempel feiltastinger eller manglende informasjon føre til svakheter i studien (Lewis et al., 2007). For å kunne svare på problemstillingen har det blitt tatt en rekke forutsetninger, blant annet at selskapets driftsinntekter- og kostnader utelukkende er grunnrenteskattepliktig, at halvparten av økningen i salgsinntekt kommer fra prisøkning og halvparten fra økning i produsert mengde, og at eiendomsskatten settes til null. Selv om slike forutsetninger er nødvendige, kan de ha en negativ effekt på analysens nøyaktighet.

Videre er det gjennomført en ekstern regnskapsanalyse. Dette innebærer at all informasjon i oppgaven er offentlig tilgjengelig. En konsekvens av dette er at man ikke har et helhetlig bilde av situasjonen i selskapet. Dette kan svekke dataen i analysen fordi valgene som er tatt i omgrupperingen av balansen kun er basert på regnskapsnotene (Gjesdal, 2007).

Det er ikke foretatt noen analyse av markeds- og konkurranseforholdene i havbruksnæringen. En slik analyse kunne bidratt til mer fullstendig informasjon om situasjon i næringen, og større sikkerhet rundt de valgene som er tatt for å prognostisere kontantstrømmene. I stede for er disse i hovedsak basert på historisk data. Det at studien utelukkende baserer seg på historiske data og trender, gjør også at resultatene som er presentert utelukkende vil avhenge av de forutsetninger som er lagt til grunn i analysen.

Selskapets vedvarende verdi står ofte for mellom 60 til 80 prosent av den totale verdien (Kinserdal, 2017). Dette innebærer at en feil i beregningen av denne kan få store utslag i resultatene av selskapets verdi. Å bruke nøye utvalgte parametere når selskapets vedvarende verdi skal beregnes ansees som viktig (Kinserdal, 2017). Dersom beregning av WACC og vekstraten i vedvarende periode skulle vise seg å være for høye eller lave for Gratanglaks AS, kan dette potensielt gjøre at selskapets verdi blir uriktig.

I denne studien blir det tatt utgangspunkt i kun ett lite oppdrettsselskap. I videre forskning kan det vært interessant å se på flere sammenliknbare selskaper for å bekrefte eller avkrefte om resultatene fra oppgaven er generaliserbare. Bunnfradraget skal vedtas årlig, noe som det argumenteres for at vil skape ustabilitet i næringen. Det kunne derfor også vært interessant å analysere effektene av å justere bunnfradraget høyere eller lavere, og/eller se endring av skattesatsen for grunnrenteskatten.

Referanseliste

- Afewerki, S., Osmundsen, T., Olsen, M. S., Størkersen, K. V., Misund, A. & Thorvaldsen, T. (2023). Innovation policy in the Norwegian aquaculture industry: Reshaping aquaculture production innovation networks. *Marine Policy*, 152, 105624. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.marpol.2023.105624>
- Andal, Ø. (2023, 10. januar 2023). *The Norwegian petroleum tax system*. PwC. Hentet 16. januar fra <https://blogg.pwc.no/skattebloggen-en/the-norwegian-petroleum-tax-system>
- Banks, M., Barbour, R. S., Buscatto, M., Charmaz, K., Coetzee, J. K., Coffey, A., Creswell, J., Denzin, N., Eberle, T. S., Fielding, N., Freebody, P., Gobo, G., Knoblauch, H., Livingstone, S., Maxwell, J., Mertens, D., Morse, J., Peräkylä, A., Sun, J. & Weller, W. (2014). *The SAGE Handbook of Qualitative Data Analysis* (U. Flick, Red. 1. utg.). SAGE Publications Ltd. [https://www.ufs.ac.za/docs/librariesprovider68/resources/methodology/uwe_flick_\(ed-\)-the_sage_handbook_of_qualitative\(z-lib-org\)-\(1\).pdf?sfvrsn=db96820_2](https://www.ufs.ac.za/docs/librariesprovider68/resources/methodology/uwe_flick_(ed-)-the_sage_handbook_of_qualitative(z-lib-org)-(1).pdf?sfvrsn=db96820_2)
- Barney, J. (2014). *Gaining and Sustaining Competitive Advantages* (4. utg.). Pearson.
- Bendiksen, B. I., Inversen, A., Nyrud, T., Robertsen, R. & Steinsbø, S. (2023). *Havbruksnæringens ringvirkninger - Verdiskaping og sysselsetting i 2022* (32/2023). Nofima. <https://nofima.brage.unit.no/nofima-xmlui/bitstream/handle/11250/3108841/Rapport%2b32-2023%2b-%2bHavbruksn%25C3%25A6ringens%2bringvirkninger%2bi%2b2022.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance* (5. utg.). Pearson.
- Bjørnø, G. A., Lorås, S., Nytrøen, A. T. & Solheim, V. W. (2023). *Grunnrenteskatt på landbasert vindkraft fra 2024 – en oppsummering*. bdo.no. Hentet 7. juni fra <https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/grunnrenteskatt-pa-landbasert-vindkraft-fra-2024-%E2%80%93-vedtatt-i-stortinget>
- Blomgren, A., Haus-Reve, S., Misund, B., Reve, T. & Tveterås, R. (2019). *En konkurransedyktig og kunnskapsbasert havbruksnæring*. BI Norwegian Business School. Sjømat Norge. https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2019/08/BI_2019_En-konkurransedyktig-og-kunnskapsbasert-havbruksn%C3%A6ring.pdf
- Callahan, D. & Mauboussin, M. J. (2022). Return on Invested Capital - How to Calculate ROIC and Handle Common Issues. *Counterpoint Global Insights*. https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_returnoninvestedcapital.pdf
- Christoffersen, L., Johannessen, A. & Tufte, P. A. (2016). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode* (5. utg.). Abstrakt forlag.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance* (2. utg.). John Wiley & Sons. [https://mis.kp.ac.rw/admin/admin_panel/kp_lms/files/digital/Core%20Books/Finance/Damodaran%20on%20Valuation_%20Security%20Analysis%20for%20Investment%20and%20Corporate%20Finance%20\(%20PDFDrive%20\).pdf](https://mis.kp.ac.rw/admin/admin_panel/kp_lms/files/digital/Core%20Books/Finance/Damodaran%20on%20Valuation_%20Security%20Analysis%20for%20Investment%20and%20Corporate%20Finance%20(%20PDFDrive%20).pdf)
- DeVellis, R. F. (2017). *Scale Development - Theory an Applications* (4. utg.). SAGE Publications, Inc. <https://tms.iau.ir/file/download/page/1635238305-develis-2017.pdf>
- Ebneyamini, S. & Sadeghi Moghadam, M. R. (2018). Toward Developing a Framework for Conducting Case Study Research. *International Journal of Qualitative Methods*, 17(1). <https://doi.org/https://doi.org/10.1177/1609406918817954>

- Fernando, J. (2024, 23. mai 2024). *Free Cash Flow (FCF): Formula to Calculate and Interpret It*. Hentet 27. mai fra <https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflow.asp>
- Finansdepartementet. (2022). *Høringsnotat - Grunnrenteskatt på havbruk*. Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/contentassets/dfe403fd8a8b4d40af2165583e25c747/horingsnotat-grunnrenteskatt-pa-havbruk.pdf>
- Fishpool.com. (u.å.). *Price history – weekly, monthly and annual average*. <https://fishpool.eu/price-history/>
- fiskarlaget.no. (2023). *Verdiskapingen øker*. Fiskarlaget. Hentet 22. mai fra <https://fiskarlaget.no/verdiskapingen-oket/>
- Fiskeridirektoratet. (2023, 25. mai 2023). *Rekordhøye salgssinntekter innen oppdrett i 2022*. Fiskeridirektoratet. Hentet 5. mai fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2023/rekordhoye-salgssinntekter-i-oppdrettsnaeringen-i-2022>
- Furuset, A. (2023, 1. Juni). *Lakseskatt på 25 prosent vedtatt i Stortinget*. *Dagens næringsliv*. <https://www.dn.no/havbruk/grunnrenteskatt/laks/havbruk/lakseskatt-pa-25-prosent-vedtatt-i-stortinget/2-1-1459003>
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Idunn*, 23(2), 3-17. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2007-02-02>
- Goedhart, M., Koller, T. & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7. utg.). Wiley. <https://ereader.perlego.com/1/book/1485147/16>
- Gratanglaks AS. (2018). *Årsregnskapet for regnskapsåret 2018 - generell informasjon*. Gratanglaks AS,. <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/ec4f4ae61d489375c9cbf3cd7bdb7e2f/20230002694096-5.pdf>
- Gratanglaks AS. (2019). *Årsregnskapet for regnskapsåret 2019 - generell informasjon*. Gratanglaks AS,. <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/1a2ef17d807dfa18b406d1821ec8549e/20230002694096-4.pdf>
- Gratanglaks AS. (2020a). *Bærekraft i Gratanglaks*. https://www.gratanglaks.no/files/ugd/25e5a4_535e68bdb3464e7eb5d638068a21a3a4.pdf
- Gratanglaks AS. (2020b). *Årsregnskapet for regnskapsåret 2020 - generell informasjon*. Gratanglaks AS,. <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/620f69eb5e45c1a9efbf504fc0987f03/20230002694096-3.pdf>
- Gratanglaks AS. (2021). *Årsregnskapet for regnskapsåret 2021 - generell informasjon*. Gratanglaks AS,. <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/5fe90573df6212b8bad86c092e448ae2/20230002694096-2.pdf>
- Gratanglaks AS. (2022a). *Bærekraft i Gratanglaks*. https://indd.adobe.com/view/publication/a6c7740c-344d-4afd-9dbc-d0dafa5de73/1/publication-web-resources/pdf/BYRAA_Moloen_GratanglaksB_rekraftsrapport_2022_Original.pdf

- Gratanglaks AS. (2022b). *Årsregnskapet for regnskapsåret 2022 - generell informasjon*. Gratanglaks AS,.
<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/eComsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/eComsys/54b688e5d0506bc880416344e15fb689/20230002694096-1.pdf>
- Gratanglaks.no. (u.å.). *Om oss*. Gratanglaks. Hentet 05. mai fra
<https://www.gratanglaks.no/om>
- Heldal, I. & Kaarbø, T. (2023). Grunnrenteskatt på havbruk. (4), 54-60.
<https://www.revregn.no/asset/Utgaver/2023/04/Revregn-2023-04-54-60.pdf>
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Fagbokforlaget.
- Kinserdal, F. (2017). Verdssettelse - ulike metoder gir samme verdi. *Magma*.
<https://doi.org/10.23865/magma.v20.1037>
- laks.no. (u.å.). *Norsk laks fra fjord til bord*. laks.no. Hentet 13. mai fra
<https://laks.no/lakseproduksjon/#laksereisen>
- Lewis, P., Saunders, M. & Thornhill, A. (2007). *Research Methods for Business Students* (4. utg.). Prentice Hall - Financial Times.
https://sfa2142120804c535.jimcontent.com/download/version/1436278548/module/10058477483/name/Research_Methods_for_Business_Students.pdf
- LSG ASA. (2022). *Årsrapport 2022*. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/lfs-arsrapport-22-240523-.pdf>
- Manganelli, M. (2017). *A Primer On Company Valuation*. Seeking Alpha. Hentet 18. mai fra
<https://seekingalpha.com/article/4043285-primer-on-company-valuation>
- Miljødirektoratet. (2022, 08. juni 2022). *Fiskeoppdrett – en næring i vekst*. Hentet 18. juli fra
<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>
- Nbim.no. (u.å.). *Oljefondets historie*. Hentet 22. mai fra
<https://www.nbim.no/no/oljefondet/oljefondets-historie/>
- Norsk Industri. (2017). *Veikart for havbruksnæringen - Sunn Vekst*. Norsk Industri,. Norsk Industri. https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/rapporter-og-brosjyrer/veikart-havbruksnaringen_f41_web.pdf
- NOU 2019: 18. (2019). *Skattlegging av havbruksvirksomhet*. Finansdepartementet.
<https://www.regjeringen.no/contentassets/207ae51e0f6a44b6b65a2cec192105ed/no/pdfs/nou201920190018000dddpdfs.pdf>
- NOU 2022: 20. (2022). *Et helhetlig skattesystem*. Finansdepartementet.
<https://www.regjeringen.no/contentassets/2dcc57a783cc4403bbdb48558514dc38/no/pdfs/nou202220220020000dddpdfs.pdf>
- NOU 2023: 23. (2022-2023). *Helhetlig forvaltning av akvakultur for bærekraftig verdiskaping*. N.-o. fiskeridepartementet.
<https://www.regjeringen.no/contentassets/d6df195037794ed9a7582641bf68bf75/no/pdfs/nou202320230023000dddpdfs.pdf>
- NOU 2023: 23. (2023). *Helhetlig forvaltning av akvakultur for bærekraftig verdiskaping*. N.-o. fiskeridepartementet.
<https://www.regjeringen.no/contentassets/d6df195037794ed9a7582641bf68bf75/no/pdfs/nou202320230023000dddpdfs.pdf>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2021). *Et hav av muligheter - Regjeringens havbruksstrategi*. Nærings- og fiskeridepartementet. D. s.-o. serviceorganisasjon.
<https://www.regjeringen.no/contentassets/e430ad7a314e4039a90829fcd84c012a/no/pdfs/et-hav-av-muligheter.pdf>

- Penman, S. H. (1991). An Evaluation of Accounting Rate-of-return. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 6(2), 233-255.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1177/0148558X9100600204>
- Prop. 1 LS (2022-2023). *Skatter, avgifter og toll 2023*. Finansdepartementet.
<https://www.regjeringen.no/contentassets/882fb5c97bf04386b4eb5d1ed898ae7b/no/pdfs/prp2022202300011s0dddpdfs.pdf>
- Prop. 78 LS (2022-2023). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Finansdepartementet.
<https://www.regjeringen.no/contentassets/b2dafcc40a164a03ab178fa77e6fa9e8/no/pdfs/prp202220230078000dddpdfs.pdf>
- Regjeringen.no. (2023). *Regjeringens forslag om grunnrenteskatt på havbruk*. Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-forslag-om-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2968430/>
- Regnskapsloven. (1998). *Lov om årsregnskap* (LOV-1998-07-17-56). Lovdata.
https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56/KAPITTEL_3#KAPITTEL_3
- SalMar ASA. (2023). *SalMar Annual Report 2022*.
- Skatteetaten. (u.å.). *Personfradrag*. Hentet 12. mai fra
<https://www.skatteetaten.no/satser/personfradrag/>
- Skatteloven. (2023). *Lov om skatt av formue og inntekt* (LOV-1999-03-26-14). Lovdata.
https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14/KAPITTEL_20#KAPITTEL_20
- Tande, T. (2024). *2023 et nytt flott år!* Hentet 10. mai fra
<https://norskfisk.no/2024/02/05/2023-et-nytt-flott-ar/>
- Vedum, T. S. & Støre, J. G. (2023). En historie om fellesskap og naturressurser. *Verdens Gang*. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/en-historie-om-fellesskap-og-naturressurser/id2969509/>
- Vipond, T. (u.å.). *Terminal Growth Rate: How the terminal growth rate is used in valuation*. Hentet 15. april fra <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-terminal-growth-rate/>
- WallStreetPrep. (2024, 20. februar 2024). *Growth Rate: Step-by-Step Guide to Understanding Growthrate (Percentage Change)*. Hentet 15. april fra
<https://www.wallstreetprep.com/knowledge/growth-rate/>

Vedlegg 1 – Resultatregnskap

RESULTATREGNSKAP	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Salgsinntekt	369 527 442	368 643 831	328 065 594	356 272 608	376 764 278	574 109 868
Annen driftsinntekt	62 700	66 300	9 689 477	21 295 533	20 795 733	668 232
Sum driftsinntekter	369 590 142	368 710 131	337 755 071	377 568 141	397 560 011	574 778 100
Varekostnad	185 638 562	183 402 962	242 982 820	258 317 667	271 812 822	281 411 970
Beholdningsendringer	403 839	4 586 295	(94 385 791)	9 085 012	(25 475 280)	42 483 272
Lønnskostnader	13 356 997	17 722 799	20 462 230	19 879 878	23 592 993	27 930 658
Avskrivning varige driftsmidler/im. eiend.	8 017 587	10 629 878	9 787 895	9 975 067	12 160 702	13 693 086
Nedskrivning av driftsmidler/im. eiend.						13 452 270
Andre driftskostnader	37 967 370	46 954 361	49 783 328	68 808 586	57 642 378	50 815 346
Sum driftskostnader	245 384 355	263 296 295	228 630 482	366 066 210	339 733 615	429 786 602
Driftsresultat	124 205 787	105 413 836	109 124 589	11 501 931	57 826 396	144 991 498
Annen renteinntekt	2 173 314	2 678 648	2 598 887	1 423 148	602 284	3 090 635
Verdiøk. markedsbaserte omløpsmidler (vurd. virkelig verdi)						299 477
Sum annen finansinntekt	250 000	375 000	503 097	377 322	750 000	1 450 000
Sum finansinntekter	2 423 314	3 053 648	3 101 984	1 800 470	1 352 284	4 840 112
Annen rentekostnad	225 400	206 046	120 645	164 374	206 553	579 851
Annen finanskostnad			143		100	2 234
Sum finanskostnader	225 400	206 046	120 788	164 374	206 653	582 085
Netto finans	2 197 914	2 847 602	2 981 196	1 636 096	1 145 631	4 258 027
Ordinært resultat før skattekostnad	126 403 701	108 261 438	112 105 785	13 138 027	58 972 027	149 249 525
Skattekostnad på ordinært resultat	28 741 341	23 940 923	24 568 457	2 802 321	12 815 756	32 462 885
Årsresultat etter skatt (ordinært resultat)	97 662 360	84 320 515	87 537 328	10 335 706	46 156 271	116 786 640

Vedlegg 2 – Balanseregnskap

BALANSEREGNSKAP	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Konsesjoner, patenter, lisenser	22 045 750	31 285 750	31 285 750	64 706 020	64 706 020	51 253 750
Sum immaterielle anleggsmidler	22 045 750	31 285 750	31 285 750	64 706 020	64 706 020	51 253 750
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	1 533 721	7 817 829	14 514 721	17 908 721	17 526 721	25 016 262
Maskiner og anlegg	13 913 690	12 480 005	10 552 100	9 467 618	10 638 618	11 569 618
Skip, rigger, fly og lignende	42 180 995	33 844 540	29 173 540	60 382 000	82 250 089	100 993 723
Anlegg under utførelse		2 294 086	2 294 086	2 294 086	2 294 086	2 294 086
Sum varige driftsmidler	57 628 406	56 436 460	56 534 447	90 052 425	112 709 514	139 873 689
Aksjer/Investeringer i datterselskap				7 409 149	3 824 994	3 824 994
Lån til foretak i samme konsern						
Investeringer i tilknyttede selskap	26 967 881	31 967 881	34 967 881	34 967 881	34 967 881	36 768 061
Lån tilknyttet selsk. og felles kontrollert verk.	20 000 000	20 050 000	11 050 000	10 550 000	6 050 000	6 050 000
Investeringer i aksjer og andeler	9 344 336	2 850 336	3 258 336	3 258 336	3 258 336	3 258 336
Andre langsiktige fordringer	15 160 000	160 000	235 106	241 106	247 106	176 356
Sum finansielle anleggsmidler	71 472 217	55 028 217	49 511 323	56 426 472	48 348 317	50 077 747
Sum anleggsmidler	151 146 373	142 750 427	137 331 520	211 184 917	225 763 851	241 205 186
Sum varer	84 226 953	79 640 658	174 026 449	164 941 437	190 416 717	147 933 445
Sum varelager	84 226 953	79 640 658	174 026 449	164 941 437	190 416 717	147 933 445
Kundefordringer	69 146 966	75 780 268	82 954 762	46 426 373	72 385 937	145 877 438
Andre fordringer	6 684 241	3 745 222	3 036 008	18 166 136	12 426 224	4 149 569
Sum fordringer	75 831 207	79 525 490	85 990 770	64 592 509	84 812 161	150 027 007
Markedsbaserte aksjer						70 619 707
Sum investeringer						70 619 707
Kasse/bank/post	121 561 669	143 749 385	123 755 553	104 061 402	75 315 682	152 100 918
Sum kasse/bank/post	121 561 669	143 749 385	123 755 553	104 061 402	75 315 682	152 100 918
Sum omløpsmidler	281 619 829	302 915 533	383 772 772	333 595 348	350 544 560	520 681 077
Sum eiendeler	432 766 202	445 665 960	521 104 292	544 780 265	576 307 412	761 886 264
Aksjekapital/Selskapskapital	50 502 000	50 502 000	50 502 000	50 502 000	50 502 000	50 502 000
Overkursfond			10 034 944	10 034 944	10 034 944	10 034 944
Annen innskutt egenkapital					2 786 413	2 786 413
Sum innskutt egenkapital	50 502 000	50 502 000	60 536 944	60 536 944	63 323 357	63 323 357
Annen egenkapital	286 264 933	299 091 447	364 379 272	361 548 656	365 943 517	482 730 157
Sum opptjent egenkapital	286 264 933	299 091 447	364 379 272	361 548 656	365 943 517	482 730 157
Sum egenkapital	336 766 933	349 593 447	424 916 216	422 085 600	429 266 874	546 053 514
Utsatt skatt	20 583 295	17 753 246	37 654 012	36 742 755	42 948 640	34 889 243
Sum avsetninger til forpliktelser	20 583 295	17 753 246	37 654 012	36 742 755	42 948 640	34 889 243
Pantegjeld/gjeld til kredittinstitusjoner	5 482 000	4 000 000	3 000 000	2 000 000	1 000 000	
Annen langsiktig gjeld					31 383 455	45 762 826
Sum annen langsiktig gjeld	5 482 000	4 000 000	3 000 000	2 000 000	32 383 455	45 762 826
Sum langsiktig gjeld	26 065 295	21 753 246	40 654 012	38 742 755	75 332 095	80 652 069
Gjeld til kredittinstitusjoner			22 406	25 410		
Leverandørgjeld	41 468 698	28 243 793	39 940 070	48 456 176	28 066 926	49 069 595
Betalbar skatt	26 820 689	26 354 689	2 362 091			40 522 282
Skyldige offentlige utgifter	670 033	642 071	976 391	1 432 493	4 123 048	4 310 234
Annen kortsiktig gjeld	974 555	19 078 714	12 233 106	34 037 832	39 518 468	41 278 571
Sum kortsiktig gjeld	69 933 975	74 319 267	55 534 064	83 951 911	71 708 442	135 180 682
Sum gjeld	95 999 270	96 072 513	96 188 076	122 694 666	147 040 537	215 832 751
Sum egenkapital og gjeld	432 766 203	445 665 960	521 104 292	544 780 266	576 307 411	761 886 265

Vedlegg 3 – Omgruppert balanse

OMGRUPPERT BALANSE	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Konsesjoner, patenter, lisenser	22 045 750	31 285 750	31 285 750	64 706 020	64 706 020	51 253 750
Tomter og annen fast eiendom	1 533 721	7 817 829	14 514 721	17 908 721	17 526 721	25 016 262
Maskiner og anlegg	13 913 690	12 480 005	10 552 100	9 467 618	10 638 618	11 569 618
Skip, rigger, fly og lignende	42 180 995	33 844 540	29 173 540	60 382 000	82 250 089	100 993 723
Anlegg under utførelse		2 294 086	2 294 086	2 294 086	2 294 086	2 294 086
Aksjer/Investeringer i datterselskap				7 409 149	3 824 994	3 824 994
Investeringer i tilknyttede selskap	26 967 881	31 967 881	34 967 881	34 967 881	34 967 881	36 768 061
Lån tilknyttet selsk. og felles virk.	20 000 000	20 050 000	11 050 000	10 550 000	6 050 000	6 050 000
Investeringer i aksjer og andeler	9 344 336	2 850 336	3 258 336	3 258 336	3 258 336	3 258 336
Sum driftsrelaterede AM	135 986 373	142 590 427	137 096 414	210 943 811	225 516 745	241 028 830
Sum varer	84 226 953	79 640 658	174 026 449	164 941 437	190 416 717	147 933 445
Kundefordringer	69 146 966	75 780 268	82 954 762	46 426 373	72 385 937	145 877 438
Andre fordringer	6 684 241	3 745 222	3 036 008	18 166 136	12 426 224	4 149 569
Sum driftsrelaterede OM	160 058 160	159 166 148	260 017 219	229 533 946	275 228 878	297 960 452
Utsatt skatt	20 583 295	17 753 246	37 654 012	36 742 755	42 948 640	34 889 243
Leverandørgjeld	41 468 698	28 243 793	39 940 070	48 456 176	28 066 926	49 069 595
Betalbar skatt	26 820 689	26 354 689	2 362 091			40 522 282
Skyldige offentlige utgifter	670 033	642 071	976 391	1 432 493	4 123 048	4 310 234
Annen kortsiktig gjeld	974 555	19 078 714	12 233 106	34 037 832	39 518 468	41 278 571
Sum driftsrelatert gjeld	90 517 270	92 072 513	93 165 670	120 669 256	114 657 082	170 069 925
NAK	69 540 890	67 093 635	166 851 549	108 864 690	160 571 796	127 890 527
Netto driftsrelaterede eiendeler (Investert kapital)	205 527 263	209 684 062	303 947 963	319 808 501	386 088 541	368 919 357

Sum egenkapital	336 766 933	349 593 447	424 916 216	422 085 600	429 266 874	546 053 514
Pantegjeld/gjeld til kred.institusjoner	5 482 000	4 000 000	3 000 000	2 000 000	1 000 000	
Annen langsiktig gjeld					31 383 455	45 762 826
Gjeld til kredittinstitusjoner			22 406	25 410		
Sum finansiell gjeld	5 482 000	4 000 000	3 022 406	2 025 410	32 383 455	45 762 826
Andre (finansielle) fordringer	15 160 000	160 000	235 106	241 106	247 106	176 356
Markedsbaserte aksjer						70 619 707
Kasse/bank/post	121 561 669	143 749 385	123 755 553	104 061 402	75 315 682	152 100 918
Sum finansielle eiendeler	136 721 669	143 909 385	123 990 659	104 302 508	75 562 788	222 896 981
Netto finansiell gjeld	(131 239 669)	(139 909 385)	(120 968 253)	(102 277 098)	(43 179 333)	(177 134 155)
Netto finansielle poster (Investert kapital)	205 527 264	209 684 062	303 947 963	319 808 502	386 087 541	368 919 359

Vedlegg 4 – Inntekter og kostnader 2017 til 2028

Inntekter og kostnader analyseperiode	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Inntekt	369 527 442	368 643 831	328 065 594	356 272 608	376 764 278	574 109 868
Bruttofortjeneste	183 888 880	185 240 869	85 082 774	97 954 941	104 951 456	292 697 898
Lønnskostnad	13 356 997	17 722 799	20 462 230	19 879 878	23 592 993	27 930 658
Avskrivning	8 017 587	10 629 878	9 787 895	9 975 067	12 160 702	13 693 086
ADK	37 967 370	46 954 361	49 783 328	68 808 586	57 642 378	50 815 346

Inntekter og kostnader eksplisittperiode	Satser	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Inntekt	574 109 868	623 483 317	670 119 869	710 863 157	744 131 552	768 539 067	791 595 239
Bruttofortjeneste	38,71 %	241 371 697	259 426 300	275 199 419	288 078 752	297 527 735	306 453 567
Lønnskostnad	5,23 %	32 594 069	35 032 106	37 162 058	38 901 242	40 177 203	41 382 519
Avskrivning	2,74 %	17 093 129	18 371 695	19 488 694	20 400 765	21 069 910	21 702 007
ADK	13,61 %	84 846 079	91 192 566	96 737 074	101 264 369	104 585 840	107 723 416

Vedlegg 5 – Vekst, ROIC, investert kapital, fri kontantstrøm

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
ROIC	46,45 %	38,86 %	27,82 %	2,72 %	11,66 %	30,50 %	26,33 %
Investert kapital	205 527 263	209 684 062	303 947 963	319 808 501	386 088 541	368 919 357	

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Vekst (g)	8,60 %	7,48 %	6,08 %	4,68 %	3,28 %	3,00 %	2,00 %
ROIC	22,59 %	22,36 %	22,06 %	21,77 %	21,48 %	21,42 %	21,95 %
Investert kapital	400 646 422	430 614 774	456 796 152	478 174 212	493 858 326	508 674 076	
Fri kontantstrøm	51 606 902	59 598 995	68 831 664	78 081 593	87 037 815	90 987 837	98 085 551

Vedlegg 6 – WACC

WACC etter skatt	
WACC LSG 2022	7,70 %
WACC SalMar 2022	6,60 %
Gjennomsnitt	7,15 %

