



Universitetet
i Stavanger

Grieg
Seafood®

Verdsettelse av Grieg Seafood ASA
Bacheloroppgave våren 2023
Universitetet i Stavanger

Alise Pollestad, Eszter Kopacz og Francisco Canedo Mesquita



Universitetet
i Stavanger

**HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
TEMATISKE RETNING:

Regnskap og finans

TITTEL:

Verdsettelse av Grieg Seafood ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Grieg Seafood ASA

FORFATTERE:

Kandidatnr:

2216

.....

2177

.....

2237

.....

Navn:

Alise Pollestad

.....

Eszter Kopacz

.....

Francisco Canedo Mesquita

.....

VEILEDER:

Tom Sanne

Forord

Bacheloroppgaven vår markerer slutten på vårt bachelorstudium i økonomi og administrasjon på Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Fra begynnelsen av studiet høsten 2020, har vi tilegnet oss mye kunnskap innen både økonomiske og administrative fag. Gjennom studiet har verdsettelse vekket spesielt stor interesse hos oss, og dermed har vi valgt dette som tema for vår bacheloroppgave.

Vi vil takke vår veileder, Tom Sanne, for å ha bistått med svært god veiledning, konstruktiv kritikk og fleksibiliteten han har vist. Deretter vil vi takke Marius Sikveland for å vekke vår interesse innen temaet gjennom valgemnet «Finansregnskap og verdsettelse».

Stavanger, mai 2023

Alise Pollestad

ESQter Kopy

Francisco (Mesquita)

Sammendrag

Målet med bacheloroppgaven vår er å verdsette aksjeverdien til Grieg Seafood ASA, formulert med problemstillingen:

«Hva er verdien av Grieg Seafood ASA våren 2023?»

Vi starter vår oppgave med å gi en presentasjon av Grieg Seafood og oppdrettsbransjen for å gi leseren en bedre forståelse av bedriften og omgivelsene som den opererer i. Vi velger å sammenligne Grieg Seafood med konkurrentene SalMar ASA, Mowi ASA og Lerøy Seafood ASA konsistent i hele oppgaven. Vi har så tatt for oss verdsettelsesteorien som vi bruker i verdsettelsen av bedriften. Videre gjennomfører vi flere strategiske analyser for å få et bilde av Grieg Seafood sin strategiske posisjon i markedet og oppsummerer funnene i en SWOT-matrise. Deretter foretok vi en regnskapsanalyse hvor vi analyserer bedriftens nøkkeltall og måler disse opp mot de sammenlignbare konkurrentene. Her fant vi ut at Grieg Seafood har en konkurranseulemp basert på deres historiske nøkkeltall og bedriftens regnskapstall har blitt betydelig rammet av pandemien.

I neste steg begynte vi vår verdsettelse med å estimere CAPM og WACC, som ble henholdsvis 7,42% og 6,58%. Til slutt setter vi en terminalverdi og neddiskonterer denne sammen med fremtidige kontantstrømmer for å finne bedriftens total kapital. Vi trekker så fra gjeld og deler på antall utestående aksjer for å finne verdi per aksje, som ble 103NOK. Dette konkluderer den fundamentale verdsettelsen. For den relative verdsettelsen bruker vi multiplene P/E, P/B og EBIT/KG for å estimere aksjeverdi, som ble 117NOK. Vi velger å vektlegge den fundamentale- og relative verdsettelsen likt og konkluderer med en verdi per aksje på 110,33NOK. Per 26.04.2023 var aksjekursen i markedet 88,65NOK og dermed gir vi en kjøpsanbefaling på Grieg Seafood ASA.

Innholdsfortegnelse

FORORD	I
SAMMENDRAG	II
FIGURER, FORMLER OG TABELL	V
1 INNLEDNING	1
1.1 VALG AV OPPGAVE	1
1.2 PROBLEMSTILLING	1
1.3 AVGRENSNING AV OPPGAVEN	1
2 PRESENTASJON AV SELSKAPET	2
2.1 KORT OM SELSKAPET	2
2.2 SELSKAPETS HISTORIE.....	2
2.3 VISJON OG VERDIER	3
2.4 ORGANISASJONSSTRUKTUR.....	3
2.5 EIERSTRUKTUR	4
2.6 VERDIKJEDEN	5
3 PRESENTASJON AV BRANSJEN	6
3.1 GENERELT OM NORSK OPPDRETTBRANSJE	6
3.2 DRIVERE FOR ETTERSPORSEL	7
3.3 LAKSEPRISEN	9
3.4 MARKEDSSITUASJON	9
3.5 VEKST OG UTSIKTER	11
3.6 LAKSESKATT.....	11
3.7 KONKURRENTER	12
4 STRATEGISK ANALYSE	12
4.1 PESTEL ANALYSE.....	13
4.1.1 Politiske og legale faktorer.....	13
4.1.2 Økonomiske faktorer	15
4.1.3 Sosiokulturelle faktorer	20
4.1.4 Teknologiske faktorer	21
4.1.5 Miljømessige faktorer	23
4.1.6 Oppsummering PESTEL.....	24
4.2 PORTER'S FIVE FORCES	25
4.2.1 Trussel om nyetablering	25
4.2.2 Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter.....	26
4.2.3 Trusler fra substitutter.....	28
4.2.4 Kundenes makt.....	30
4.2.5 Leverandørens makt.....	31
4.2.6 Oppsummering av Porter's five forces	32
4.3 VRIO ANALYSE	32
4.3.1 Organisasjonsstruktur	33
4.3.2 Humankapital	33
4.3.3 Geografisk plassering.....	33
4.3.4 Teknologi og innovasjon.....	34
4.3.5 Oppsummering VRIO	34
4.4 SWOT	35
5 VERDSETTELSESTEORI	35
5.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	36
5.1.1 Egenkapitalmetoden	36
5.1.2 Totalkapitalmetoden	38
5.1.3 Terminalverdi	39

5.2	RELATIV VERDSETTELSE	40
5.2.1	<i>P/E</i>	41
5.2.2	<i>P/B</i>	42
5.2.3	<i>EBIT/KG</i>	43
5.3	VALG AV METODE	43
6	REGNSKAPSANALYSE	44
6.1	LØNNSOMHET	44
6.1.1	<i>Totalkapitalrentabilitet</i>	44
6.1.2	<i>Egenkapitalrentabilitet</i>	45
6.1.3	<i>Driftsmargin</i>	47
6.2	LIKVIDITET	48
6.2.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	48
6.2.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	49
6.3	SOLIDITET	50
6.3.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	50
6.4	KONKLUSJON REGNSKAPSANALYSE	51
7	PROGNOSE AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER.....	52
7.1	DRIFTSINNTEKTER	52
7.1.1	<i>Laksepris</i>	52
7.1.2	<i>Slaktevolum</i>	54
7.1.3	<i>Oppsummering driftsinntekter</i>	55
7.2	DRIFTSKOSTNADER.....	55
7.2.1	<i>Lønnskostnader</i>	56
7.2.2	<i>Varekostnader</i>	56
7.2.3	<i>Andre driftskostnader</i>	57
7.2.4	<i>Oppsummering driftskostnader</i>	58
7.3	AVSKRIVNINGER.....	59
7.4	SKATT	60
7.5	ARBEIDSKAPITAL	60
7.6	INVESTERINGER (CAPEx)	61
7.7	OPPSUMMERING KONTANTSTRØMMER	63
7.8	TERMINALVERDI	63
8	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	64
8.1	RISIKOFRI RENTE.....	64
8.2	EGENKAPITALBETA.....	64
8.2.1	<i>Regresjonsbeta</i>	64
8.2.2	<i>Fundamental beta</i>	65
8.2.3	<i>Justert beta</i>	66
8.3	MARKEDSRISIKOPREMIE	66
8.4	OPPSUMMERING	67
9	AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN.....	67
9.1	MARKEDSVERDI AV EGENKAPITALEN	67
9.2	MARKEDSVERDI AV GJELDEN.....	68
9.3	EGENKAPITALKOSTNAD.....	68
9.4	GJELDSKOSTNAD	68
9.5	SKATTESATS	69
9.6	OPPSUMMERING WACC	69
10	VERDIBEREGNING FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	70
11	SENSITIVITETSANALYSE	71
11.1	SLAKTEVOLUM OG PRIS.....	71
11.2	TERMINALVEKST OG WACC	72

11.3	SKATT	72
12	RELATIV VERDSETTELSE	73
12.1	P/E	73
12.2	P/B	74
12.3	EBIT/KG	75
12.4	OPPSUMMERING	75
13	VERDIESTIMAT	75
14	KRITIKK AV OPPGAVEN.....	76
15	KONKLUSJON.....	77
	LITTERATURLISTE.....	78

Figurer, formler og tabell

Figurer

Figur 1 – Organisasjonsstruktur	4
Figur 2 - Oversikt over de største aksjonærene til Grieg Seafood ASA	4
Figur 3 - Verdikjeden til Grieg Seafood.....	5
Figur 4 - Årlig produksjon og førstehandsverdi for havbruksnæringen i Norge i 2020	6
Figur 5 - Største markedene for norsk laks i 2020	7
Figur 6 - Sammenligning av proteinkilder	8
Figur 7 - Sammenligning av karbonutslipp mellom animalsk produksjon	8
Figur 8 - Historisk utvikling av lakseprisen	9
Figur 9 - Lag av forretningsmiljøet	13
Figur 10 - Kilopris av oppdretts laks per uke 2015-2022	16
Figur 11 – Eksportverdi av laks siste 10 år	17
Figur 12 – Eksportmengde av laks siste 10 år.....	17
Figur 13 - Styringsrenten i % 2010-2022.....	18
Figur 14 - Valutakurs NOK-EUR de siste årene.....	19
Figur 15 - Valutakurs de siste årene NOK-USD	19
Figur 16 - Relative priser målt mot laks.....	30
Figur 17 - SWOT.....	35
Figur 18 - Totalkapitalrentabilitet 2018-2022	45
Figur 19 - Egenkapitalrentabilitet 2018-2022	46
Figur 20 - Driftsmargin 2018-2022	47
Figur 21 - Likviditetsgrad 1 2018-2022	49
Figur 22 - Likviditetsgrad 2 2018-2022	50
Figur 23 - Egenkapitalprosenten 2018-2022	51
Figur 24 - Forward prices fra Fishpool 2023-2025	53
Figur 25 - Regresjonsanalyse av Grieg Seafood mot OSEBX.....	65

Formler

Formel 1 - Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer	36
Formel 2 - Nåverdi av egenkapital basert på fremtidige kontantstrømmer.....	36
Formel 3 - CAPM.....	37
Formel 4 - WACC	38
Formel 5 - Terminalverdi (stabil vekstmodell)	40
Formel 6 - Fremtidige kontantstrømmer til selskapet	40
Formel 7 - P/E multippel.....	42
Formel 8 - P/B multippel.....	42
Formel 9 - EBIT/KG multippel.....	43
Formel 10 - Totalkapitalrentabilitet	45
Formel 11 - Egenkapitalrentabilitet etter skatt	46
Formel 12 - Driftsmargin	47
Formel 13 - Likviditetsgrad 1.....	48
Formel 14 - Likviditetsgrad 2.....	49
Formel 15 - Egenkapitalprosent	51
Formel 16 - Arbeidskapital	60
Formel 17 - Justert beta	66
Formel 18 - Estimert terminalverdi	70

Tabeller

Tabell 1 - Porters five forces oppsummering	32
Tabell 2 - VRIO oppsummering.....	35
Tabell 3 - Estimert laksepris 2023-2027	54
Tabell 4 - Historisk slaktevolum 2018-2022.....	54
Tabell 5 - Estimert slaktevolum 2023-2027	55
Tabell 6 - Historiske driftsinntekter 2018-2022	55
Tabell 7 - Estimerte driftsinntekter 2023-2027	55
Tabell 8 - Historiske lønnskostnader 2018-2022	56
Tabell 9 - Estimerte lønnskostnader 2023-2027	56
Tabell 10 - Historisk varekostnad 2018-2022	56
Tabell 11 - Estimert varekostnad 2023-2027	57
Tabell 12 - Historiske andre driftskostnader 2018-2022.....	57
Tabell 13 - Estimerte andre driftskostnader 2023-2027.....	58
Tabell 14 - Oppsummering historiske driftskostnader perioden 2018-2022.....	58
Tabell 15 - Estimerte driftskostnader 2023-2027.....	59
Tabell 16 - Historiske avskrivninger 2018-2022.....	59
Tabell 17 - Estimerte avskrivninger 2023-2027.....	60
Tabell 18 - Historisk arbeidskapital 2018-2022	61
Tabell 19 - Estimert arbeidskapital samt prosentvis endring 2023-2027.....	61
Tabell 20 - Historisk CapEx 2018-2022	62
Tabell 21 - Estimert CapEx 2023-2027.....	62
Tabell 22 - Oppsummering FCFF	63
Tabell 23 - Gjennomsnittlig regresjonsbeta	65
Tabell 24 - Fundamental beta beregning.....	66
Tabell 25 - Justert levered beta	66
Tabell 26 - Avkastningskrav til egenkapital	67
Tabell 27 - Markedsverdi egenkapital.....	68

Tabell 28 - Interest coverage ratio.....	68
Tabell 29 - Standardisert tabell for miligholdsrisiko	69
Tabell 30 - Nåverdier av kontantstrømmer	70
Tabell 31 – Egenkapitalverdi	70
Tabell 32 - Endelig verdi per aksje basert på fundamental verdsettelse	71
Tabell 33 - Sensitivitetsanalyse slaktevolum og pris	71
Tabell 34 - Sensitivitetsanalyse terminalvekst og WACC	72
Tabell 35 - Sensitivitetsanalyse for skatt.....	73
Tabell 36 - P/E multiplikator beregninger.....	73
Tabell 37 - Estimert aksjepris basert på P/E	74
Tabell 38 - P/B multiplikator beregninger	74
Tabell 39 - Estimert aksjepris basert på P/B	74
Tabell 40 - EBIT/KG multiplikator beregninger.....	75
Tabell 41 - Endelig aksjepris basert på relativ verdsettelse	75
Tabell 42 - Endelig aksjeverdi beregning	76

1 Innledning

1.1 Valg av oppgave

Gjennom bacheloroppgaven vår skal vi anvende den kunnskapen vi har tilegnet oss de siste tre årene under vårt bachelor-studieløp på økonomi og administrasjon på Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Vi fikk spesielt stor interesse for finansregnskap og verdsettelse, og valgte dermed å fordype oss i dette for vår bacheloroppgave.

Valget av hvilken bedrift vi skulle skrive om falt på Grieg Seafood, ettersom vi hadde et par kriterier vi ville holde oss under. For enkelhetens skyld ønsket vi å velge en bedrift som kun opererer i en bransje. Dessuten ville vi skrive om en norsk bedrift som er børsnotert. Alle børsnoterte selskaper har krav som de må følge ved rapportering av tall og drift og på denne måten kunne vi ha tilgang til mye informasjon om selskapet. I og med at havbruksnæringen er den nest største eksportnæringen i landet, tenkte vi at dette vil være mest interessant og relevant å skrive om (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021). Valget av akkurat Grieg Seafood kom av deres lokale tilknytning til Rogaland. Det er spennende for oss å kunne fordype oss i et selskap som har innvirkning i vårt lokale næringsliv.

1.2 Problemstilling

Formålet med oppgaven vår er å verdsette verdien av Grieg Seafood ASA målt i norske kroner. Videre vil vi estimere en aksjeverdi og ut ifra det gi en kjøps- eller salg anbefaling. Følgende problemstilling er dermed formulert:

«Hva er verdien av Grieg Seafood ASA våren 2023?»

1.3 Avgrensning av oppgaven

Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene, med unntak av Mowi, fører årsregnskapet sitt i norske kroner. Tall og priser vil i denne oppgaven i all hovedsak føres i norske kroner. Tallene som kommer frem i oppgaven er i hovedsak oppført i millioner kroner og slaktevolum er oppført i tonn. Regnskapstallene som er brukt i oppgaven er, fra og med 2020, ekskludert selskapets virksomhet i Shetland, fordi avdelingen ble solgt i 2021. Alle regnskapstall som blir brukt i oppgaven er hentet fra selskapene sine egne års-

og kvartalsrapporter fra 2018-2022 (Grieg Seafood, u.å.-i) (SalMar, u.å.) (Mowi, u.å.) (Lerøy Seafood ASA, u.å.).

2 Presentasjon av selskapet

2.1 Kort om selskapet

Grieg Seafood ASA, heretter kalt Grieg Seafood, er et norsk lakseoppdrettsselskap som ble startet av entreprenøren Per Grieg Jr. tidlig på 1990 tallet. Selskapet er en av Norges ledende oppdrettsselskap og produserte i 2022 laks som tilsvarte nærmere 1,5 millioner fiskemiddager hver dag (Grieg Seafood, 2023a, s. 3). Hovedmarkedet til Grieg Seafood er EU og Amerika, men de eksporterer også til Storbritannia og Asia.

2.2 Selskapets historie

Selskapets historie startet i 1992 hvor Grieg Seafood Salmon (trading selskap) og Bioinvest (lakseoppdrettsselskap) ble stiftet. Selskapet ble først startet av Per Grieg Jr. i Vest-Norge. Fra stiftelsen til dagens dato har selskapet vært gjennom en rekke oppkjøp og sammenslåinger. I senere tid har de ekspandert til Nord-Norge, Canada og Storbritannia.

Grieg Seafood Rogaland ble etablert i 1998. I 2001 kjøpte selskapet opp Scandic Marine Ltd i British Colombia og etablerte Grieg Seafood BC. I 2006 hadde de en sammenslåing med Volden Group og etablerte Grieg Seafood Finnmark. Selskapet ble børsnotert i 2007. Samme år kjøpte de opp Hjaltland Ltd og etablerte Grieg Seafood Shetland. I 2010 etablerte Grieg Seafood salgsselskapet Ocean Quality, sammen med Bremnes Seashore. Fra selskapets start har de gjennomført en rekke omstruktureringer, som beskrevet ovenfor. De har gjennomført en rekke ulike sertifiseringer og jobbet for å stadig videreutvikle selskapet (Grieg Seafood, u.å.-f). I 2021 besluttet selskapet å legge ned sin avdeling i Shetland, slik at de kunne fortsette å fokusere driften i de regionene med størst vekstmuligheter, Norge og Canada (Grieg Seafood, 2022).

I årene som kommer har Grieg Seafood satt seg mål for 2026, 2030 og 2050. Innen 2026 har de som mål å nå et slaktevolum mellom 120-135 000 tonn, ha et konkurransedyktig kostnadsnivå og styrke markedsposisjonen. Innen 2030 har de som mål å redusere karbonutslipp med 35%. Innen 2050 har de som mål å redusere karbonutslipp med 100% (Grieg Seafood, 2022).

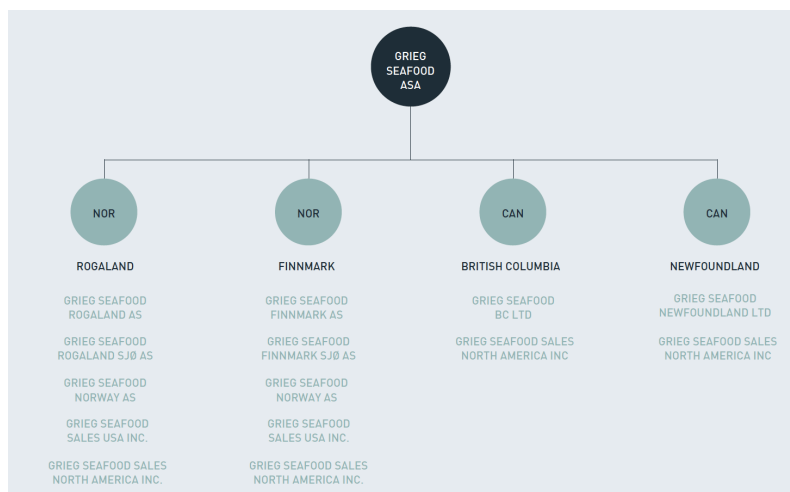
2.3 Visjon og verdier

Grieg Seafood sin visjon er «rooted in nature – farming the ocean for a better future». Selskapet beskriver seg selv som sjøbønder som lever av og for havet. De etterstreber å produsere fisk som er sunn for mennesker og bærekraftig for planeten. Visjonen gjenspeiles i Grieg Seafood sine produksjonsaktiviteter, strategi og målsetninger (Grieg Seafood, u.å.-k).

Verdiene til Grieg Seafood er at de skal være åpne, ambisiøse og omsorgsfulle. Disse verdiene beskriver både hvem Grieg Seafood er, og hvem de ønsker å være. De skal være åpne med hverandre, både gjennom å være åpne for nye ideer, men også åpne for å lære av hverandre. De inviterer samfunnet til sine fasiliteter og hevder å dele ærlig informasjon ut i media, selv uten at dette kreves av dem. Videre streber de etter å være ambisiøse og å gjøre jobben deres på best mulig måte, for alle parter. De ønsker å alltid være over gjennomsnittet og setter seg store og ambisiøse mål for alt de gjør. De omfavner endring og innovasjon, noe de hevder både kommer samfunnet og dem til gode. Selskapets ansatte skal behandle hverandre med respekt og omsorg. De ønsker å hjelpe de ansatte for å kunne utvikle deres talenter. De bryr seg om fisken og deres naturlige miljø, noe som er nødvendig for å produsere sunn laks, for både nåværende og kommende generasjoner (Grieg Seafood, u.å.-k).

2.4 Organisasjonsstruktur

Grieg Seafood ASA inngår i et konsern med totalt 43 selskaper. Grieg Seafood har 5 datterselskap, hvor noen av datterselskapene har egne mindre selskap (Proff, u.å.). Hovedkontoret til Grieg Seafood ASA ligger i Bergen. Selskapet har avdelinger i Finnmark og Rogaland i Norge, samt British Columbia og Newfoundland i Canada. Nedenfor viser figur 1 selskapets organisasjonsstruktur (Grieg Seafood, 2022, s. 83).



Figur 1 – Organisasjonsstruktur

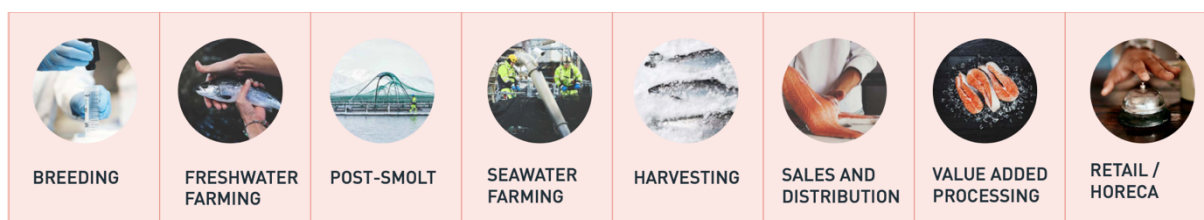
2.5 Eierstruktur

Per Januar 2023 har selskapet totalt 113 447 042 aksjer utstedt. I årsrapporten for 2021 kom det frem at de 20 største aksjonærene eide 77,38% av aksjene i selskapet. Figur 2 nedenfor viser de 20 største aksjonærene til selskapet. Videre består aksjonærene av flere småaksjonærer som eier mindre enn 0,5% av selskapets aksjer hver (Grieg Seafood, 2022, s. 138).

THE LARGEST SHAREHOLDERS IN GRIEG SEAFOOD ASA	NO. OF SHARES	SHAREHOLDING
	31.12.2021	31.12.2021
Grieg Aqua AS	56 914 355	50.17%
Folketrygdfondet	5 312 207	4.68%
OM Holding AS	4 917 957	4.34%
Ystholmen Felles AS	2 428 197	2.14%
State Street Bank and Trust Comp (nominee)	1 867 464	1.65%
Clearstream Banking S.A. (nominee)	1 711 386	1.51%
BNP Paribas Securities Services (nominee)	1 634 500	1.44%
Ferd AS	1 456 453	1.28%
Six Sis AG (nominee)	1 380 743	1.22%
CACEIS Bank Spain SA (nominee)	1 212 652	1.07%
Banque Degroof Petercam Lux. SA (nominee)	1 164 795	1.03%
Grieg Seafood ASA	1 132 981	1.00%
JPMorgan Chase Bank, N.A., London (nominee)	1 035 915	0.91%
Kvasshøgdi AS	996 772	0.88%
Verdipapirfondet Pareto Investment	916 000	0.81%
State Street Bank and Trust Comp (nominee)	883 362	0.78%
State Street Bank and Trust Comp (nominee)	862 797	0.76%
Ronja Capital II AS	755 004	0.67%
Pictet & Cie (Europe) S.A. (nominee)	646 320	0.57%
Danske Invest Norge Vekst	561 000	0.49%
Total 20 largest shareholders	87 790 860	77.38%
Total others	25 656 182	22.62%
Total number of shares	113 447 042	100.00%

Figur 2 2 - Oversikt over de største aksjonærene til Grieg Seafood ASA

2.6 Verdikjeden



Figur 3 3 - Verdikjeden til Grieg Seafood

Ovenfor viser figur 3 en illustrasjon av verdikjeden til Grieg Seafood. Bildet er hentet fra deres årsrapport i 2022 (Grieg Seafood, 2023a, s. 3). Nedenfor går vi gjennom de ulike stegene i verdiprosessen til Grieg Seafood, fra ubefruktet rogn til ferdig laks i butikken. Selskapet har en helintegrert verdikjede, altså de tar del i alle leddene i verdikjeden. Vi ser på verdiprosessen til anleggene i Norge.

Første steg i verdikjeden er stamfiskproduksjon. Her samles rogn og melk fra kjønnsmoden hunn- og hannlaks. Rognkornene befruktes ved at disse blandes med melken (Misund, 2023). Videre tas den befruktede rognen med til et resirkulerende akvakultursystem på land, hvor rognen klekkes og blir til yngel. Yngelen lever her i minimum ett år. Mens yngelen lever i ferskvann begynner smoltifiseringen, som er en prosess hvor fisken endrer seg for å kunne leve i saltvann (Laks, u.å.). Grieg Seafood har en postsmolt strategi, som går ut på å la fisken leve lengre på land eller i lukket havanlegg, før den slippes ut i ordinært sjøanlegg (merder). Målet med denne strategien er å øke fiskevelferden. Fisken lever videre i havanlegg frem til den har vokset seg stor nok til slakteklar størrelse. Laksen vil bli slaktet når den er 4-5 kg. Laksen slaktes og pakkes på anlegg i Rogaland og Finnmark før den videre distribueres.

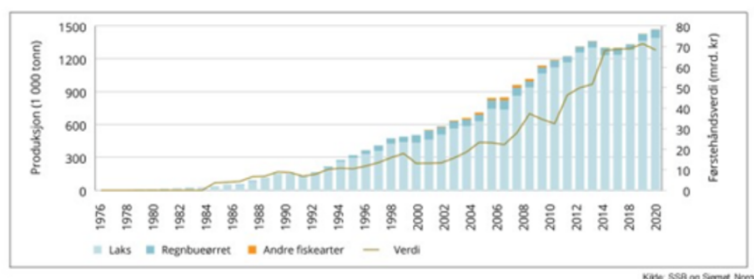
Grieg Seafood har egne salgskontor i Norge og Nord-Amerika. Som en del av selskapets mål for 2026 ønsker de å skape en sterkere synlighet i markedet, noe de vil gjøre gjennom tettere partnerskap, kategoriutvikling og merkevare dyrking (Grieg Seafood, 2023a, s. 11). Per dags dato har selskapet to merker for finere restauranter; Skuna Bay og Kvitsøy (Grieg Seafood, u.å.-e).

3 Presentasjon av bransjen

3.1 Generelt om norsk oppdrettsbransje

Årlig produksjon og førstehandsverdi 2020

1,5 mill. tonn, 69 mrd. kroner



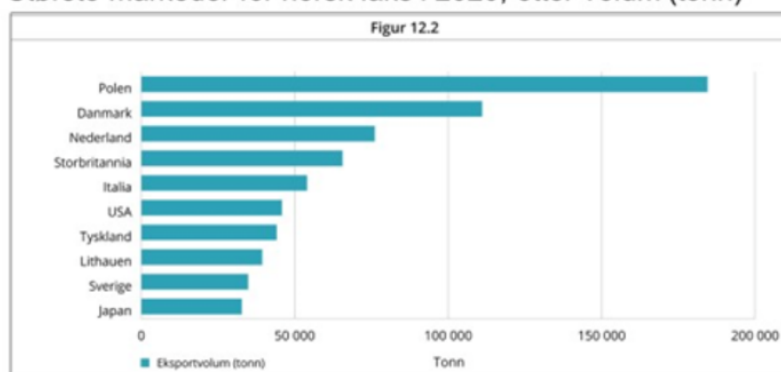
Figur 44 - Årlig produksjon og førstehandsverdi for havbruksnæringen i Norge i 2020

Havbruk, og spesielt oppdrettsnæringen, har vokst til å bli en betydelig næring i Norge. Det er Norges nest største eksportnæring, hvor olje og gass er den eneste eksportnæringen som er større. Laks står for 69.9% av verdien for norsk sjømateksport i 2022, noe som tilsvarer 105,80 milliarder NOK (Norges Sjømatråd, u.å.). Som verdens største eksportland av laks har Norge en betydelig rolle som produsent av bærekraftig oppdrett globalt. Norsk havbruksnæring består ikke bare av laks, men også av blant annet regnbueørret, torsk, kveite, røye og andre fiskearter. Ovenfor viser figur 4 årlig produksjon og førstehandsverdi for havbruksnæringen i Norge. Av figuren ser man hvor stor del av havbruksnæringen laks utgjør (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021).

Norge eksporterer laks til nærmere 100 land og EU er det viktigste markedet. Under viser figur 5 en grafisk visning over de største markedene for norsk laks i 2020 (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021).

Eksportutvikling

Største markeder for norsk laks i 2020, etter volum (tonn)



Figur 55 - Største markedene for norsk laks i 2020


3.2 Drivere for etterspørsel

Det er flere drivere for etterspørsel etter laks. Verdens befolkning øker, noe som skaper økt etterspørsel etter mat generelt. Laks er en ressurs- og klimavennlig kilde til proteiner sett i forhold til annen type animalske produkter, i tillegg til at det er svært sunt. Dette vil være spesielt viktig for den stadige eldre befolkningen. Laksen inneholder alle essensielle aminosyrene kroppen trenger, samt vitaminer, mineraler og sunne fettsyrer (Global Salmon Initiative, u.å.).

Fra et klimaperspektiv vil det være nødvendig å produsere mat som krever mindre ressurser, for å møte det økte etterspørselsbehovet etter mer mat og proteiner fra befolkningen. FNs organisasjon for ernæring og landbruk estimerer at verdens befolkningen vil øke fra 7 milliarder i 2010 til 9,8 milliarder i 2050. Befolkningsveksten vil medføre 50% økning i etterspørselen etter mat og nærmere 70% økning i etterspørsel etter animalske produkter (Searchinger et al., 2019). For å møte etterspørselsbehovet på en bærekraftig måte vil oppdrettslaks være et godt alternativ. Om man skulle dekket behovet ved å fiske villaks ville dette resultere i overfiske, noe som ville true arten på sikt. Kommersiell matfiskproduksjon, altså fiskeoppdrett, vil kunne produsere økt mengde laks uten at det påvirker viltbestanden, gitt at det gjøres på en ansvarlig måte.

Figur 6 viser forskjellen på ressursbruk som kreves for å avle laks, fjærkre, svin og storfe. Laks er det animalske produktet med klart mest spiselig kjøtt per 100kg matet dyr. «Protein retention» er et mål på hvor stor andel animalsk matprotein (protein i maten mennesker konsumerer) som produseres per enhet fôrprotein som gis til dyret. «Calorie

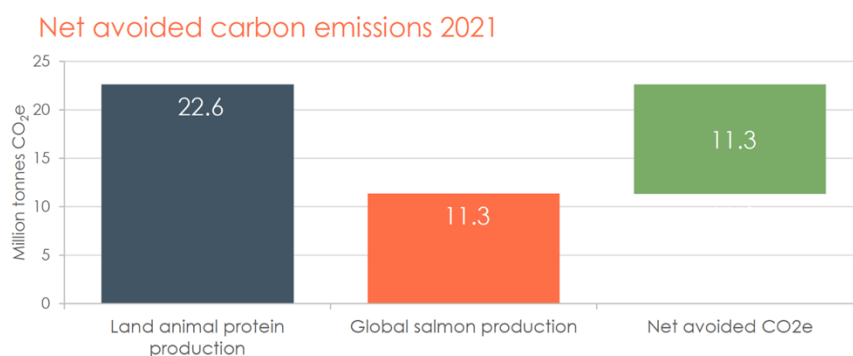
retention» er beregnet ved å dele kalorier i spiselig porsjon delt på kalorier i dyrefôret, også her ligger laks høyt. Hovedgrunnen til dette er at laks distribuerer protein og kalorier effektivt til muskler og at de er kaldblodige, noe som gjør at de ikke trenger å bruke energi på å varme opp kroppen. Laks bruker heller ikke energi på å holde seg oppreist, noe de andre dyrene må. FCR forteller oss hvor mange kg dyrefôr som må gis for at vekten på dyret skal gå opp med 1kg. For å konkludere ut fra tabellen nedenfor kan man se at laks krever lite ressurser mot hva man får igjen, sett i forhold til fjærkre, svin og storfe (Mowi, 2022, s. 22).



Protein retention	28 %	37 %	21 %	13 %
Calorie retention	25 %	27 %	16 %	7 %
Edible Yield	73 %	74 %	73 %	57 %
Feed conversion Ratio (FCR)	1.3	1.9	3.9	8.0
Edible Meat per 100 kg fed	56 kg	39 kg	19 kg	7 kg

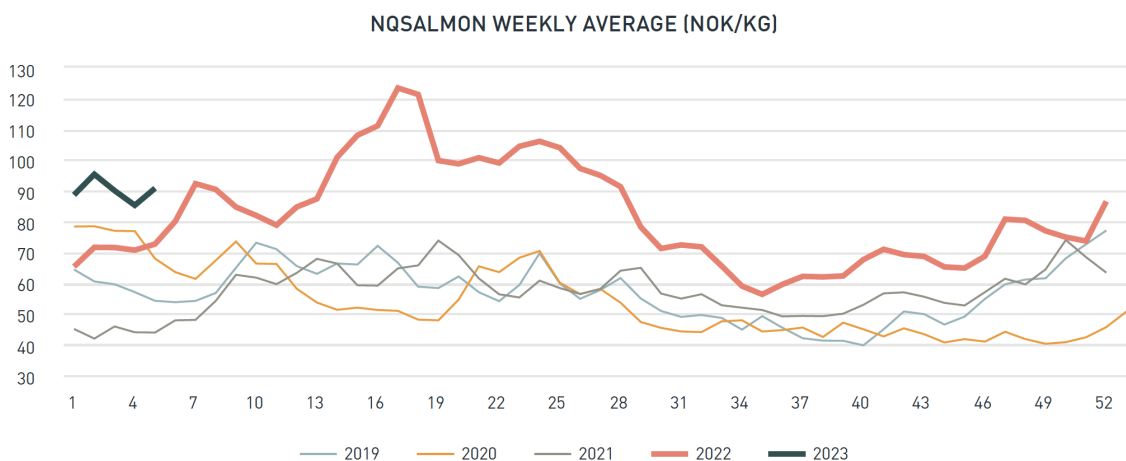
Figur 66 - Sammenligning av proteinkilder

Bærekraftig produksjon av mat vil være en nødvendighet for den økende klimakrisen verden står ovenfor. Ifølge rapport utgitt av Mowi (2022) kan man se at global lakseproduksjon har halvert karbonutslipp sett i forhold til landbasert matproduksjon, dette ser vi i figur 7 nedenfor.



Figur 77 - Sammenligning av karbonutslipp mellom animalsk produksjon

3.3 Lakseprisen



Figur 88 - Historisk utvikling av lakseprisen

Figur 8 ovenfor viser utvikling i lakseprisen de siste 4 årene, inkludert de første ukene av 2023 (Grieg Seafood, 2023b, s. 22). Lakseprisen har vært nokså stabil i perioden 2017 til 2021, før den har gått oppover. En av årsakene til prisøkningen er koronapandemien. Pandemien skapte stengte restauranter, noe som gjorde at mennesker verden over kjøpte og tilberedte mer mat hjemme, som skapte økt etterspørsel. Selv om verden nå har åpnet igjen har trenden likevel holdt seg gjeldende. En annen årsak til prisutviklingen er den generelle inflasjonen på andre proteinrike animalske produkter, noe som har gjort laksen mer konkurransedyktig. På grunn av markedsforstyrrelsene knyttet til korona var det mange innkjøpere som fryktet mangel på laks, noe som igjen presset prisene oppover (Bøhren, 2021). Prisen økte i slutten av 2021 og hadde en sterk økning første halvdel av 2022, hvor den beveget seg mer mot normalen i andre halvdel av året. Prisen ved inngangen av 2023 er den høyeste inngangsprisen som har vært de siste årene.

3.4 Markedssituasjon

For å drive med oppdrett kreves sjøkonsesjoner. Dette er tillatelser for å få lov til å drive med oppdrett på en gitt lokasjon og tildeles av myndighetene. Først må selskapet sende inn søknad til fylkeskommunen. Her vil fylkeskommunen kvalitetssikre søknaden og avgjøre søknaden etter akvakulturloven. Dersom søknaden går gjennom, vil den bli sendt videre til kommunen og andre sektormyndigheter. Det er med andre ord mange instanser som skal

behandle søknaden etter ulike lover og bestemmelser før den eventuelt får godkjent tillatelse (Miljødirektoratet, 2022).

Det er et begrenset antall tillatelser, som gjør det dyrt og vanskelig å få disse tillatelsene. Årsaken til at sjøkonsesjonene er antallsbestemt, er at det er såpass stor etterspørsel etter dem, noe som gjør at myndighetene velger å kontrollere det med hensyn til miljø og marked. Hver tillatelse er avgrenset i maksimal tillatt biomasse (MTB). MTB ble innført i 2005 og er en betegnelse på antall kg levende fisk i sjøvann. Utenom disse sjøkonsesjonene kreves det blant annet særtillatelser til stamfisk og slaktemerd (Fiskedirektoratet, u.å.).

En av de største utfordringene med norsk oppdrettsnæring er parasitten lakselus. Lakselus er en type lus som fester seg på laksen i saltvann og lever av verten gjennom å spise slim, blod og hud. Dette skader verten direkte, i tillegg til at lusen gjør laksen mer mottakelig for andre infeksjoner, som bakterier og sopp. Store mengder lakselus kan føre til at laksen dør og den kan skade leveområdene og svekke reproduksjonspotensialet til villaks. (Havforskningsinstituttet, 2021).

Med statens reguleringer er lakselus i seg selv ikke et stort helseproblem for oppdrettslaksen, men håndteringen av dette er likevel et problem. Til tross for næringens systematiske tiltak for å holde andelen lakselus lav, er det et stort antall oppdrettslaks som er verter for lusetyper. Dette gir en påvirkning på villaks som regjeringen betegner som uakseptabel. Lakselusen i oppdrettsnæringen er en fare for reproduksjonspotensialet til villaks, da lusen er en parasitt som vil skade verten (Nærings- og fiskeridepartementet, u.å., s. 52). For å forhindre at andel lakselus kommer ut av kontroll har regjeringen i 2017 valgt å innføre et såkalt «trafikklyssystem». Trafikklyssystemet er et system som deler Norges kyst inn i ulike soner og regulerer vekst basert på andel lakselus som er funnet i områdene (Fagerbakke, 2020). Systemet skal sørge for bærekraftig og forsvarlig vekst. Fargene følger et trafikklys, altså kan det ha grønn, gul eller rød farge. Fargene indikerer om selskapene i område har tillatelse til å vokse, opprettholde eller redusere produksjonskapasitet, og fargene bestemmes ut fra hvordan lakselus påvirker villaks i området. Inndelingen i områder er gjort for å forhindre smitte av lakselus på tvers av områdene og dermed begrense smitten og den negative miljøpåvirkningen laksen utgjør. Selskapene må fremdeles ha matfisketillatelse, altså sjøkonsesjon, men det vil i større grad

være trafikklyssystemet som bestemmer hvordan endringen i produksjonskapasiteten vil bli (Trafikklyssystemet, u.å.).

3.5 Vekst og utsikter

Vekstutsiktene i det norske markedet vil i stor grad preges av statlige reguleringer, da oppdrettsnæringen er tillatelsesbasert. Antall sjøkonsesjoner utstedt kombinert med trafikklyssystemet vil gi føring for hvor mye regjeringen tillater næringen å vokse. Som nevnt tidligere er det sjøkonsesjonen som gir grunntillatelse for hvor mye MTB et selskap kan ha og trafikklyssystemet som regulerer veksten selskapet kan ha på tillatelsen. Regjeringen justerer trafikklysfargen på sonene annen hvert år, noe som vil sette tak på selskapets produksjonskapasitet i sjø. Det er per dags dato ikke antallsbegrensning eller begrensning i MTB for oppdrettsanlegg på land, så her vil selskapene ha mulighet til å vokse uavhengig av MTB i sjø.

3.6 Lakseskatt

Regjeringen valgte den 28. september 2022 å foreslå innføring av ny grunnrenteskatt, normalt kalt lakseskatt, på havbruksnæringen i Norge, med virkning fra 1. januar 2023. Informasjonen angående lakseskatten i dette kapittelet er hentet fra regjeringen sine sider (Regjeringen, 2022). Bakgrunnen for forslaget om innføring av grunnrenteskatt er at havbruksnæringen bruker sjø og fjorder som tilhører fellesskapet i Norge, og regjeringen ønsker at fellesskapet skal få en andel av avkastningen som skapes ved å utnytte disse ressursene.

Grunnrente er ifølge Store Norske Leksikon «ekstra inntekt som kommer fra eierskap til naturressurser, slik som for eksempel jord, skog, hav og olje» (Thomassen & Semet, 2022). Grunnrenten har steget markant fra 2012 og ble i 2021 beregnet til 11,8 milliarder kroner. Forslaget regjeringen først kom med var en effektiv rentesats på 40%. Inkludert vanlig selskapsskatt vil dette gi selskapene en samlet effektiv skattesats på 62%. Regjeringen tar frem videre i forslaget at de vil innføre bunnfradrag på 4000-5000 tonn biomasse. Dette bunnfradraget gjør at rundt 65-70% av næringen får dette fradraget. Med andre ord vil lakseskatten primært være aktuell for de store oppdrettsselskapene i norsk næringsliv. Etter store protester fra næringen er nytt forslag en endelig skattesats på 57% (Regjeringen, 2023). Selv om lakseskatten ikke er endelig vedtatt, har regjeringen presisert at den

fremdeles vil få virkning fra 1. januar 2023. Næringslivet har svart med å legge flere store investeringer på is, frem til det er klart hvordan skatten blir. Etter protestene fra næringslivet er det åpnet opp for endring i selve skattesatsen og hvordan denne skal behandles, men her er det enda ikke sikkert hvordan det blir (Bjerve, 2022). Lakseskatten og prognoser for hvordan denne vil være kommer til å bli behandlet senere i oppgaven.

3.7 Konkurrenter

Som sammenlignbare selskaper og konkurrenter har vi valgt å ta med SalMar ASA, Mowi ASA og Lerøy Seafood ASA. Selskapene opererer i samme bransje og har likheter i deres vekstutsikter. Konkurrentene vi velger å sammenligne med har vesentlig større omsetning enn Grieg Seafood. Alle selskapene er norskeid og driver noe av produksjonen sin i Norge. SalMar og Mowi produserer, i likhet med Grieg Seafood, kun laks, mens Lerøy Seafood produserer ørret, hvitfisk og skalldyr i tillegg til laks. Videre i oppgaven er det disse nevnte selskaper vi vil sammenligne Grieg Seafood med.

4 Strategisk Analyse

«Den vinnende CEO-en i fremtiden vil være den som kan lage en unik strategi som gir selskapet en særegen fordel» skrev Michel Robert i boka si «*Strategy Pure and SIMPLE II: How winning Companies dominate their Competitors*» (Robert, 1997). Koblingen mellom strategi og verdiskapning er dermed veldig tett. I dette kapitlet vil vi gjennomføre en strategisk analyse av Grieg Seafood, hvor målet vil være å få en overordnet innsikt i de strategiske fordelene selskapet kan ha ovenfor konkurrentene sine. Analysen vil bli delt i to deler. Den første delen vil bestå av en ekstern analyse og den andre delen av en intern analyse.

Ekstern bransjeorientert analyse

Organisasjoner er avhengige av sine omgivelser for å overleve. Her blir faktorer som politiske, økonomiske, teknologiske, juridiske, sosiale og økologiske viktige å ha i tankene når et selskap skal legge frem en strategi. Disse miljøfaktorene kan nemlig avdekke muligheter og fremheve trusler (Whittington et al., 2020, s. 35). Miljøer kan betraktes i form av flere lag, som vist og oppsummert i figur 9.



Figur 99 - Lag av forretningsmiljøet

Dette kapittelet fokuserer på det ytterste laget, som er makromiljø. I denne eksterne analysedelen vil vi, med bruk av PESTEL-analyse, prøve å undersøke de makroøkonomiske forholdene som finnes rundt Grieg Seafood og dermed oppnå en bedre forståelse over hvordan disse kan påvirke selskapets verdi. I tillegg vil vi, ved å ta i bruk «Porters 5 Forces», analysere attraktiviteten til selskapet.

4.1 PESTEL analyse

PESTEL er et nøkkelverktøy som blir brukt for å analysere det brede makromiljøet til en organisasjon. PESTEL-rammeverket fremhever seks faktorer som har påvirkning for organisasjonens politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige-, og juridiske faktorer. Dette rammeverket understreker at miljøet rundt en bedrift ikke bare fokuserer på de økonomiske faktorene rundt et marked, men også ikke-markedsfaktorer er sentrale å inkludere her (Whittington et al., 2020, s. 36).

4.1.1 Politiske og legale faktorer

Hvordan et selskap kan og skal operere, er noe alle selskaper må forholde seg til. Politiske og legale beslutninger påvirker selskaper gjennom skattelovgivning, import- og eksportreguleringer, miljøreguleringer og andre lover som kan forandre på hvordan en bedrift opererer. Ved å vise hensyn til disse faktorene kan en bedrift forberede seg på mulige utfordringer og muligheter, og tilpasse sin strategi deretter.

Trafikklyssystemet

Som tidligere nevnt i oppgaven, driver Grieg Seafood i både Canada og i Norge. Hvert land har sine egne reguleringer og bestemte regler når det kommer til havbruk, og disse vil

følgelig påvirke selskapets suksessnivå. Som nevnt i kap. 3.1, er fiskeoppdrett Norges nest største eksportvare, bak olje- og gassvirksomhet. Verdens første lakseanlegg ble grunnlagt i Norge på 70-tallet, og denne varige erfaringen gjør at Norge har oppnådd en svært høy kompetanse innen feltet som gjør at vi skiller oss ut i forhold til andre nasjoner (Laksefakta, 2021).

Den norske oppdrettsnæringen er nøye regulert av regjeringen. Dette inkluderer blant annet en egen konsesjonslov, som begrenser tillatelsene for fiske. På 1970-tallet var det begrenset antall tillatelser for fiskeoppdrett. Frem til 1990-tallet kunne bedrifter kun eie én slik tillatelse (Misund, 2023). Dette var for å bevare og beskytte miljøet. Her har det i ettertid blitt endringer som har gjort at selskaper kan eie flere konsesjoner. Fra 2017 kom forskriften om trafikklyssystemet inn som en risikobasert metode for å vurdere og regulere veksten i oppdrettsnæringen. Trafikklyssystemet vil regulere hvilke selskaper og områder som kan vokse og hvilke som må redusere sin MTB, noe som vil være med på å påvirke selskapet sin verdi og deres vekstmuligheter.

Eksportpolitikk

For alle eksportland medfølger det en del tollregler og -lover for de selskapene som selger sine varer eller tjenester til utlandet. Norge har siden 1960 vært medlem i det europeiske frihandelsforbundet, også kjent som EFTA. Fra 1966 hadde medlemmer i EFTA full tollfrihet for industrivarer, og fra 1989 gjaldt dette også for fisk (Melchior, 2019).

Forbundet har som mål å forhandle om frihandelsavtaler mellom EFTA-land og andre land, inkludert partnere utenfor EU området. Målet er å styrke medlemslandene sin konkurranseposisjon, samt markedstilgangen for deres produkter. Per januar 2023 hadde EFTA 29 frihandelsavtaler med 40 land og territorier utenfor EU (EFTA, u.å.). I tillegg til å være medlem av EFTA, er Norge medlem av det europeiske økonomiske samarbeidsområde, altså EØS. Medlemskapet gir Norge tilgang til EUs indre marked og inkluderer deltagelse av de fire frihetene, som inkluderer fri flyt av varer, tjenester, kapital og mennesker (Regjeringen, 2021a). EU sin «Protokoll 9 om handel med fisk og andre produkter fra havet» tillater Norge å ha blant annet tollfri handel med EU for mange hvitfiskprodukter og tollreduksjoner på de fleste sjømat produkter (Regjeringen, 2021b). Fordelene som Norge tilegner seg gjennom disse avtalene er av signifikant betydning. Dette fører til en mer effektiv handelsflyt innenfor sektoren, som kan bli gjenspeilet i et selskap sin verdiskapning.

Krig og uroligheter

Krigen i Ukraina har også påvirket sjømateksporten i Norge. Fjorårets eksport var av betydelig sum, med sterke leveringstall til blant annet Polen og USA, med noe nedgang i eksporttall til Japan og Sør-Korea. Østlige markeder har en ulempe siden produktene ikke lenger kan ta den korteste ruten ettersom luftrommet over Russland stengte etter invasjonen i Ukraina begynte (Njåstad & Gezelius, 2022). Russland har siden 2014 hatt importforbud på europeisk laks utenom laks fra færøyske selskaper. Etter krigens start har Færøyene sluttet å eksportere til Russland, grunnet sanksjonene mot landet. På grunn av sanksjonene Russland opplever, strever landet med å opprettholde tilbudet av laks. I mai 2021, før krigsperioden, importerte Russland 5000 tonn laks. Til sammenligning fikk Russland i mai 2022, med pågående krigsperiode, kun tak i 850 tonn laks (Vovchenko & Welling, 2022). Dette etterlater et stort hull i det russiske laksemarkedet, og laksen som før ble sendt til Russland må nå finne nye markeder. Dette har ikke direkte påvirkning på Grieg Seafood som selskap, men slår ut på tilbudet og etterspørselen for sektoren. Prisen på laks blir dermed påvirket, og Grieg Seafood som pristaker vil kunne kjenne på konsekvensene av dette.

Grunnrenteskatt

Som nevnt i kap. 3.6 vil det komme en ny skattesats med virkning fra 01.01.23, men selve skattesatsen er ikke endelig vedtatt enda. For forslaget på for 40% skatt forventes det en økning i statens skatteinntekter på ca. 3,8 milliarder kroner (Regjeringen, 2022). Slik som alle andre selskaper i Norge, er Grieg Seafood også pliktet til å betale selskapsskatt som er på 22%. Selv om regjeringen nå har senket sin foreslåtte skattesats vil dette øke selskapets skattekostnader betydelig. Noen analytikere mener at denne skattinnføringen på norsk laks vil skade industriveksten (Evans, 2023). Lakseavgiften vil kunne virke avskrekkende på investeringer, noe som allerede har blitt observert hos Grieg Seafood og deres konkurrenter. Etter at nyheten ble sluppet kom selskapet ut med en børsmelding om at de «setter nye investeringer på vent» mens de fikk undersøke hvordan det nye skattepåslaget ville kunne påvirke virksomheten (Kvale, 2022).

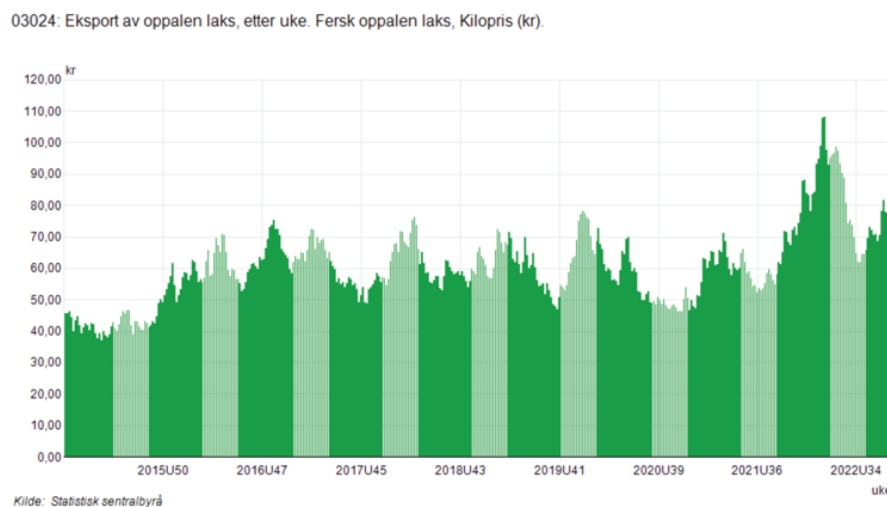
4.1.2 Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer påvirker det som er i kjernen av enhver bedrift, nemlig å gi avkastning til eierne. Inflasjon, rentenivåer og valutakurser er bare noen av faktorene som kan ha en betydelig innvirkning for suksessen til et selskap. Ved å ta stilling til mulige

trusler og muligheter på disse økonomiske markedene, kan en bedrift regulere sin strategi for å maksimere overskuddet og øke bedriftens konkurransevne.

Tilbud og etterspørsel

Prisene på et produkt påvirker enhver bedrift. Lakseprisene er sterkt påvirket av det som er på hjertet av økonomifaget, nemlig tilbud- og etterspørselskurven. Under kan vi se utviklingen av kiloprisen på laks per uke fra 2015-2022 (SSB, u.å.).



Figur 1010 - Kilopris av oppdretts laks per uke 2015-2022

Som vist på figur 10 ovenfor, har prisen på laks økt de siste årene. Dette skyldes blant annet faktumet at sushi-markedet blir større, samt at laks blir vanligere å bruke på nye produkter slik som i ferdigretter, på pizza, i babymat og dyrefôr (Capia, 2019). Den generelle inntektsøkningen på et globalt nivå har gjort laks lettere tilgjengelig for flere, noe som også påvirker etterspørselen på varen. Økt etterspørsel for laks vil drive opp prisen, gitt at tilbudet ikke øker tilsvarende.

Reguleringer som trafikklyssystemet og konsesjonsloven legger et tak på produksjonsmengden selskapene kan ha, noe som vil bidra til høyere pris. Som vist i figurene 11 og 12 nedenfor, ser vi at eksportmengden med laks fra 2014 til 2022 har økt med ca. 30%. Samtidig har eksportverdien av den samme laksen økt med ca. 94% (Norges Sjømatråd, u.å.).



Figur 1111 – Eksportverdi av laks siste 10 år



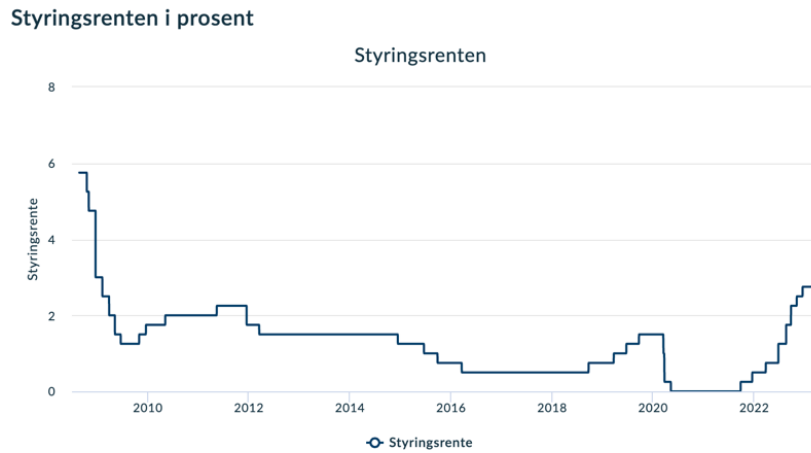
Figur 1212 – Eksportmengde av laks siste 10 år

Det er flere analytikere som mener at veksten på tilbudet vil avta mot 2024 ettersom dagens produksjonsvolum presser de biologiske begrensningene. Med bærekrafts endringen som vi står ovenfor i dag er det naturlig å se for seg at stadig nye reguleringer kommer til å oppstå for å dempe de økologiske fotavtrykkene til virksomheter, noe som vil igjen føre til lavere vekst (Mowi, 2022, s. 27). Dette gir oss en pekepinn på hvordan markedet kan utvikle seg i fremtiden.

Rentenivå

Styringsrenten som blir bestemt av Norges Bank er en faktor som hver virksomhet må ta høyde for. Lave renter bidrar til kostnadsreduksjoner og større mulighet for investeringer, mens høye renter har motsatt virkning. De siste årene har Norge hatt en uvanlig lav rente, lav arbeidsledighet og et stabilt inflasjonsnivå. Dette har lakseoppdrettsnæringen utnyttet

til sin fordel i form av investeringer og satsing på ny teknologi. Fra 2022 har styringsrenten økt betraktelig på et globalt nivå, på grunn av høy inflasjon, som vist i figur 13 (Norges Bank, u.å.-a).

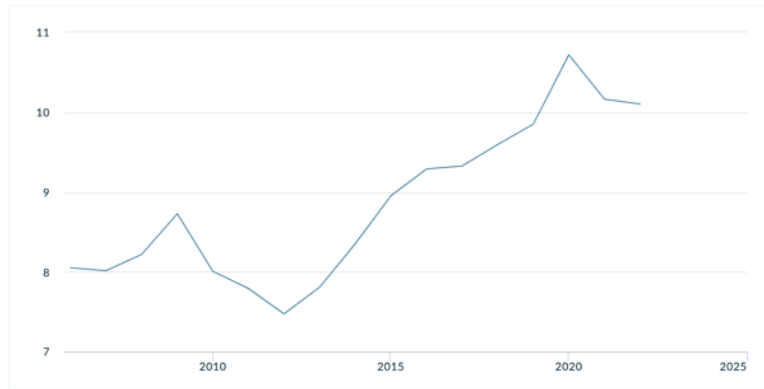


Figur 1313 - Styringsrenten i % 2010-2022

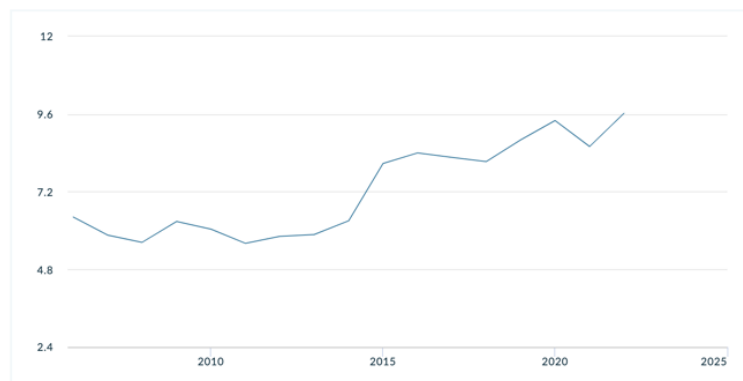
En høy styringsrente vil kunne føre til lavere konsum og dette kan medføre en negativ påvirkning for bedrifter. Redusert etterspørsel kan føre til lavere pris på produkter selskapet har å tilby (Lendo, u.å.).

Valuta

Styringsrenten påvirker også valutakursen. Høyere renter bidrar til en sterkere krone som vil ha en påvirkning på eksportnæringen. Store aktører på markedet operer på et internasjonalt nivå som betyr at valutaeksponering må tas i betraktning ved handel og avtaler. Norsk laksenæring eksporterer i hovedsak til det europeiske og amerikanske markedet, der henholdsvis euro og dollar blir brukt som valuta. En svak norsk krone har bidratt positivt til den norske oppdrettsnæringen de siste årene (Finansdepartementet, u.å.). Grieg Seafood, som en internasjonal aktør, er da eksponert for valutakurssvingninger som kan påvirke selskapet. Figur 14 og 15 viser valutakursen NOK til henholdsvis EUR og USD (Norges Bank, u.å.-b).



Figur 1414 - Valutakurs NOK-EUR de siste årene.



Figur 1515 - Valutakurs de siste årene NOK-USD

Energipriser

Energiprisene har økt betraktelig fra 2022 noe som vil påvirke bedrifters kostnader. Oppdrettsselskaper, spesielt de som har en del anlegg på land, vil bli påvirket av endringer i energiprisene, siden en betydelig mengde energi går til postsmoltprosessen og RAS-bruken. En god tommelfingerregel er at det går rundt seks til åtte kilowattimer (heretter omtalt kWt) per kilo produsert laks (Berge, 2021). En økning på bare 50 øre pr kWt kan føre til betydelige økninger på energikostnadene for bedrifter som har flere tusen tonn slaktevolum per år. Kort sagt vil høyere energipriser føre til en økning i produksjonskostnader.

Det er flere grunner til at energiprisene har vært høye den siste perioden. En av dem kan skyldes værforholdene. Siden Norge får mesteparten av energien sin fra vannkraft, vil for eksempel lite nedbør påvirke energiprisen. En mer betydelig faktor er nok det generelle energimarkedet i Europa. Krigen i Ukraina og sanksjonene mot Russland, et av verdens største naturgasseksportør til Europa, har ført til et negativt tilbudssjokk i regionen.

Tysklands nylige vedtak om å redusere bruken av sine atomkraftverk, har heller ikke bedret situasjonen (Hofstad, 2023). Energiprisene varierer på samme måte som valutakursen og andre sensitive markeder. Med stadig mer uforutsigbare værforhold og med usikkerhet rundt krigen, kan vi forvente at de samme kostnadene vil vedvare. Følgelig må selskaper som Grieg Seafood og andre aktører som driver med energikrevende produksjon, ta hensyn til volatiliteten i energiprisene til enhver tid.

4.1.3 *Sosiokulturelle faktorer*

Sosiale normer, kulturelle verdier og generelle aspekter i et samfunn påvirker enhver bedrift. Dette skyldes blant annet at disse faktorene kan påvirke forbrukeratferd og preferanser, noe som kan ha en innvirkning på bedriftens suksess på sikt. Ved å holde seg oppdatert på aktuelle trender, kan et selskap tilpasse seg raskt og tilby produkter og tjenester som er ettertraktet på markedet. Fokus på sosiokulturelle faktorer kan dermed bidra til å øke et selskaps inntjening.

Befolkningsvekst

Som tidligere nevnt i kapittel 3.2, anslår FN at befolkningen vil øke til 9.8 milliarder i 2050. Dette innebærer at matkonsumet også kommer til å øke. Med en forutsetning at forbruk per innbygger forblir den samme, innebærer dette en 28% økning i etterspørselen etter protein. I produktvekt betyr det en økning på 133 millioner tonn kjøtt, hvor 43 millioner av disse består av fiskekjøtt (Mowi, 2022, s. 10). Imidlertid blir mennesker stadig eldre, og levestandarden øker. Dagens samfunn, og spesielt den yngre generasjonen, viser særskilt interesse for sunnere og mer bærekraftige produkter. Som forklart tidligere, har laks en bemerkelsesverdig evne til å gi oss mer kjøtt per 100kg enn for eksempel fjærkre, svin og storfe. Dette kombinert med faktumet at karbonutslippene av global lakseproduksjon har halvert seg i forhold til landbasert matproduksjon, tyder til at næringen kommer til å gjøre det like bra eller bedre i fremtiden. Trenden kan altså føre til en enda større økning i etterspørselen etter proteinet på lang sikt.

Samfunnsengasjement

Grieg Seafood er også opptatt av å kunne gi tilbake til samfunnet. Selskapet bidrar til fellesskapet ved å blant annet bruke lokale leverandører, å investere i prosjekter i lokalsamfunnet og ved å engasjere seg i diverse idretts- og kultur arrangementer, særlig de som inkluderer barn og unge (Grieg Seafood, u.å.-c). Dette har bidratt til verdiskapning i

lokalsamfunnene, samtidig som det eksponerer selskapet til positive konnotasjoner og bra media eksponering som fører til et godt omdømme.

4.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologi og innovasjon driver både Grieg Seafood, men også hele næringsvirksomheten mot mer bærekraftig matproduksjon i havet. Fokus på «Research and Development» har hatt en betydelig større rolle enn tidligere og virksomheter investerer mye tid og penger for å kunne vokse på en bærekraftig og kanskje til og med mer produktiv måte.

Postsmoltstrategi og storsmolt

Grieg Seafood har en klar strategi som skiller seg ut fra andre når det kommer til smolt. For å sørge for et bærekraftig havbruk, velger Grieg Seafood å kombinere produksjon på sjø og land lenger enn de fleste. Å redusere tiden laksen tilbringer i merder på sjøen reduserer selskapets påvirkning på miljøet, det er med på å forbedre fiskevelferden og øker den biologiske kontrollen over fisken. De mener at denne fremgangsmåten gjør laksen mer robust når den blir sluppet ut i sjøvann, noe som vil bedre fisken sin helse, velferd og overlevelse. Samtidig vil den også redusere fisken sin eksponering for utfordringer som sykdommer, lakselus og skadelig plankton. Grieg Seafood er allerede godt i gang med å innføre denne produksjonsmåten til anleggene sine. Postsmolt krever betydelige investeringer i landbaserte anlegg, dette er dermed noe som tar tid. Selskapet gjennomfører et pilotprosjekt i Rogaland hvor gjennomsnittsstørrelsen på smolt har økt fra 90g i 2014 til ca. 400g i 2020. Selv om det ennå er tidlig, mener Grieg Seafood at deres postsmoltstrategi er lovende så langt.

RAS

«Recirculating aquaculture system», eller resirkulerende akvakultursystem (kjent som RAS), er et system som gir et konstant og kontrollert miljø for fisken, noe som muliggjør for optimal og mer kontrollfull produksjon. I et resirkulerende akvakultursystem blir anleggsvannet rensert og gjenbrukt kontinuerlig. Her blir produserte avfallsprodukter som avføring, ammonium og CO₂ omgjort til ikke-giftige produkter eller fjernet helt. Det rensende vannet blir mettet med nytt oksygen og videre returnert til fisketankene. Ved å bruke denne prosessen begrenses vann- og energibehovet til et absolutt minimum. Noen andre fordeler med RAS er effektiv arealbruk, optimal fôringsstrategi, enkel sortering og høsting av fisk, og større kontroll over sykdommer fisken kan ha (AquacultureID, u.å.).

Grieg Seafood har siden 2007 startet å implementere RAS-teknologi på alle sine anlegg. I dag har alle regioner som Grieg Seafood opererer i et fungerende RAS-system. RAS systemene til Grieg Seafood resirkulerer rundt 90-97% av ferskvannet som brukes på deres landbaserte oppdrettsvirksomhet. RAS teknologien tillater selskapet å kontrollere vannkvalitet og temperaturer etter behov. Dette spiller en viktig rolle i lokasjoner hvor for eksempel klima og beliggenhet kan være utfordrende. Systemet gir grunnlag for en mer forutsigbar produksjon i deres fersk- og sjøvannsanlegg. Disse anleggene trenger bare 0,1-1% av ferskvannet som et tradisjonelt gjennomstrømningssystem hadde brukt. Systemet er avhengig av biofiltertechnologi for å kunne rense vannet regelmessig og pumpe det tilbake i tankene. Grieg Seafood sine RAS-anlegg er også en integrert del av deres postsmoltstrategi (Grieg Seafood, u.å.-h). Dette bidrar til en reduksjon i kostnader for bedriften og dermed dets lønnsomhet, samtidig som den bidrar til å øke produktkvaliteten, som igjen kan øke bedriften sin profitabilitet på sikt.

Datadrevet oppdrett

Med hjelp av avansert teknologi og datautvikling, klarer Grieg Seafood å mate 7 millioner fisk på 12 forskjellige lokaliteter fra ett operasjonssenter på land. Fjernfôring startet som et pilotprosjekt for selskapet, men to år senere har de gjort dette til en norm. Ved å praktisere denne fôringsmetoden, har det ført til at fiskene blir fôret oftere, bedre og mer, noe som blir gjenspeilet på økning i tilveksten på fisken. Alle disse fordelene har blitt til uten å gå på bekostning av fôringsfaktoren, den har nemlig ikke gått opp. Fôr er en viktig og betydelig innsatsfaktor i all lakseproduksjon, og i dagens situasjon der miljø og bærekraft er i fokus, er det av absolutt interesse å være passelig på fôrressursene for å begrense sløsing. Ved hjelp av kameraer i merdene klarer operasjonssenteret på land å oppdage når fisken er sulten og dermed dele ut mat etter behov (Grieg Seafood, u.å.-d). Opplegget inngår i selskapet sitt konsept om «Precision Farming» som skal gi bedre produktivitet og bærekraft, samt føre til lavere kostnader i lakseproduksjonen. Grieg Seafood jobber kontinuerlig med å samle inn data fra sine egne, men også andres måleinstrumenter ved merder. Denne dataen som for eksempel, oksygenmetning, saltinnhold, bølgemåling og fôrmengde, blir bearbeidet for å kunne gi en bedre overordnet innsikt og kontroll over fôringen. Datainnsamlingen vil også kunne øke digitaliseringsprosessen innad i bedriften og hjelpe med beslutningsstøtte i fremtiden ved behov (Grieg Seafood, u.å.-d). Konseptet ser ut til å ha fungert for bedriften og vil trolig bidra til å øke verdiskapningen.

4.1.5 Miljømessige faktorer

Miljø kan påvirke et selskap i stor grad. Spesielt et oppdrettsselskap, som driver med en naturressurs, kan bli svært påvirket av en forandring på miljøet rundt seg. Dette inkluderer værforhold og endringer i regelverk og andre faktorer som kan kreve tiltak fra organisasjonen for å fortsette å operere. Dermed kan miljøfaktorer ha konsekvenser for et selskaps omdømme, regulatoriske krav, kostnader og inntjening.

Lakselus

Lakselus er en av de største utfordringene oppdrettsnæringen står overfor. Dette problemet koster næringen ca. 5 milliarder kroner per år, og det er i bunn og grunn lakselus som regulerer videre vekst i industrien (FHF, u.å.). Lakselus i seg selv er en vanlig parasitt som finnes i naturen, men blir et problem for næringen og økosystemet dersom andelen blir for høy. Grieg Seafood jobber dermed aktivt for å forebygge og forhindre lusespredning slik at villaksstammene ikke skal bli påvirket. Samtidig så er det av oppdretternes beste interesse at lusen ikke sprer seg innad i anleggene slik at fiskehelsen ikke blir skadet. Derfor er det gunstig for Grieg Seafood, men også andre oppdrettere å drive med postsmolt slik at selskapet oppnår bedre lakselus kontroll. Dette er også bra for miljøet ettersom miljøbelastningen per laks reduseres siden færre lakselus behandlinger må forhåpentligvis til for å sikre kvalitet (Grieg Seafood, u.å.-j).

Bærekraftige initiativer

Grieg Seafood har tatt initiativ til å forplikte seg til flere «organisasjoner» som setter høye krav knyttet til deres verdikjede og oppdrettsvirksomhet. Disse organisasjonene spenner fra havforvaltning til klima, avskoging og menneskerettigheter. Grieg Seafood er blant annet med i «Cerrado Manifesto statement of support» som består av mer enn 150 globale matvareselskaper som forplikter seg til å samarbeide med interessenter for å stoppe avskoging og tap av vegetasjon i Cerrado. De er også med i «Koalisjonen for ansvarlig næringsliv» som etterlyser en norsk menneskerettighetslov for næringslivet, basert på FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter. Selskapet er også med i FNs «Global Compact» som er verdens største bærekrafts initiativ for bedrifter, med prinsipper om blant annet arbeidskraft, miljø og anti-korrupsjon. Gjennom Global Compact har Grieg Seafood også undertegnet på «The sustainable Ocean Principles» som skisserer ti ambisjoner og anbefalinger for å vokse en havvirksomhet på en bærekraftig måte (Grieg

Seafood, u.å.-a). Disse initiativene som Grieg Seafood er med på, bidrar til å øke bedriftens etos og kan dermed føre til en styrket posisjon på markedet.

Andre miljømessige tiltak

Å ha fokus på miljø og bærekraft blir, som nevnt tidligere, stadig viktigere for alle typer selskaper. Forbrukere er stadig mer opptatt av bærekraftige produkter og produksjon, samtidig som land utgir flere regler og lover som skal beskytte miljøet som bedrifter må forholde seg til. I tillegg til de tiltakene som er nevnt tidligere, driver Grieg Seafood også med en rekke andre tiltak for å begrense miljøavtrykket sitt. Selskapet overvåker blant annet havbunnen nøye før etablering av et nytt akvakulturanlegg. Hvis og når det nye anlegget blir godkjent og etablert, må prøver og jevnlig miljøundersøkelser bli gjennomført og levert til Fiskedirektoratet for å sørge for at drivingen fortsatt er forsvarlig. Skulle havbunnen eller området rundt anleggene vise til negative påvirkninger, blir tiltak satt i gang øyeblikkelig for å rette disse opp. I tillegg har Grieg Seafood begynt å bevege seg vekk fra kobber i nøter. Kobberfrie nøter fører til å minske langtidsvirkninger i vannmiljøet. Selskapet har dermed som mål å skifte ut nøter, tau og nett med kobberfrie alternativer. Grieg Seafood holder også på å bevege seg vekk fra fossilt brensel og heller mot strøm. Dette reduserer selvsagt karbonavtrykket, samtidig som det reduserer bruken av andre kjemikalier. Ved å bytte ut dieselaggregater vil det også redusere støynivået både på og ved anleggene noe som gagnar både arbeiderne og fiskene. Ved å drive en bærekraftig strategi, blir bedrifter dermed mer attraktive for forbrukere, men kan også bli mer attraktive for investorer og kredittinstitusjoner (Grieg Seafood, u.å.-g).

4.1.6 Oppsummering PESTEL

Målet med denne PESTEL analysen var å undersøke hvordan makroomgivelsene rundt Grieg Seafood kan påvirke selskapets fremtidige kontantstrømmer. Gjennom reguleringer som trafikklyssystemet og konsesjonsloven som begrenser produksjonsvolumet, vil dette virke som et tak på fremtidig vekst for bransjen. Dette vil ikke nødvendigvis begrense Grieg Seafood direkte på selskapsnivå, men trafikklyssystemet og konsesjoner vil likevel kunne begrense dette på bransjenivå. Befolkningsvekst og økende interesse for sunnere og mer bærekraftige produkter vil påvirke etterspørselen etter laks, noe som kan bidra til en positiv økning i driftsinntekter. Sosiale faktorer som samfunnsengasjement og teknologiutvikling er også viktige for selskapet. Ved å sette søkelys på forskning og utvikling, satser Grieg Seafood på å vokse på en bærekraftig og produktiv måte, ved blant

annet å bruke ny teknologi som RAS-systemet. Selskapet jobber også aktivt for å bekjempe lakselus-problemet i oppdrettsnæringen og de arbeider tett med bærekraftige initiativer for å redusere miljøavtrykket sitt. Etter å ha tatt for oss alle faktorene, vil vi anse disse makroforhold som positive for selskapet, altså at de vil bidra til en positiv kontantstrøm for Grieg Seafood.

4.2 Porter's five forces

Porter's five forces er et analyseverktøy som ser på de eksterne konkurransekraftene innad i en bransje. Analysen har som formål å identifisere konkurransekraftene som gjør en bransje attraktiv eller uattraktiv å konkurrere i. Den identifiserer fem ulike konkurransekrefter: trussel om nyetablering, rivalisering mellom eksisterende konkurrenter, trussel fra substitutter, kundenes- og leverandørens forhandlingsmakt. Dersom konkurransekraftene er veldig sterke, vil det være uattraktivt for bedrifter å komme inn og konkurrere i denne bransjen, men det er høy lønnsomhet for de allerede eksisterende bedriftene i markedet. Når man skal foreta en analyse av konkurransekraftene, så er det viktig å se på bransjenivå og ikke kun et par selskaper i bransjen (Whittington et al., 2020, s. 66).

4.2.1 Trussel om nyetablering

Trussel om nyetablering er avhengig av hvilke inngangsbarrierer det er i markedet. En attraktiv bransje vil være den med høye inngangsbarrierer, fordi dette indikerer at det er vanskelig for nye bedrifter å kapre markedsandeler. Dette vil være en fordel for de allerede eksisterende bedriftene. De fem hoved inngangsbarrierene for trussel om nyetablering er behovet for skala og erfaring, tilgang til leverandører og kunder, kapitalbehov, statlige reguleringer og forventet respons fra eksisterende bedrifter (Whittington et al., 2020, s. 67).

I oppdrettsbransjen er det en rekke tillatelser og reguleringer som må på plass for å kunne etablere seg i bransjen. Som tidligere nevnt i kap. 3.4, kreves det sjøkonsensjoner for å kunne drive med oppdrett. Søknaden må gjennom en rekke instanser før den kan bli godkjent og dette tar tid, dessuten koster det mye å kjøpe disse konsesjonene. Dette viser til en inngangsbarriere om at det er ikke bare til å begynne med oppdrett hvor man vil, man må først få tillatelse til å gjøre det og få tillatelse til områder hvor dette kan gjøres. Dette

viser automatisk til en kapitalkrevende prosess som med andre ord innebærer en kapitalbarriere for nyetableringer.

Tidligere ble det også nevnt om prosessen for oppdrett av laks i kap. 2.6. Denne prosessen er tidskrevende, og det tar et par år før en laks er klar for å bli slaktet og solgt. Dette indikerer nok en inngangsbarriere, selv om man har fått tillatelse for oppdrett, tar det for det om noen få år før man faktisk får et ferdig produkt.

De ti største bedriftene står for ca. 70% av lakseproduksjonen i Norge. Hovedgrunnen til dette er at det på 90-tallet ble gjort mye oppkjøp av bedrifter, hvor de store bedriftene kjøpte opp de mindre. På denne måten er det de store oppdrettsbedriftene som tar størst plass i bransjen (Misund, 2023). Dermed er det naturlig at dette gjør det vanskeligere for mindre, spesielt nye bedrifter, å komme seg inn i markedet, altså er dette en inngangsbarriere.

Dessuten vil godt etablerte bedrifter i bransjen, som Grieg Seafood, ha en rekke stordriftsfordeler. De har eksistert i markedet lenge og brukt tid og kapital på å bli så ressurseffektive som mulig. Grieg Seafood, og de andre store oppdrettsbedriftene, produserer såpass mye laks at det automatisk kommer stordriftsfordeler med for dem. Dette betyr at oppstartsselskaper innenfor oppdrett ikke vil være så ressurseffektiv eller kapitaleffektive som de store bedriftene. Dette indikerer en inngangsbarriere fordi de dermed må bruke mer ressurser og kapital på å produsere samme mengde fisk som de etablerte selskapene (Idsø, 2023) (Whittington et al., 2020, s. 67).

Konklusjonen er at det er flere inngangsbarrierer som gjør at det er en høye inngangsbarrierer generelt sett i denne bransjen. Dersom en ny bedrift skal komme inn i markedet, må de kunne komme seg forbi disse inngangsbarrierene for å være konkurransedyktige. Det betyr at trusselen om nyetableringer generelt sett er nokså lav.

4.2.2 Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter

Rivalisering i en bransje handler om konkurransekraften mellom de allerede eksisterende bedriftene i markedet. Konkurransedyktig rivalisering vil si at bedriftene har som mål å nå den samme kundegruppen ved hjelp av de samme produktene og tjenestene. Ved høy rivalisering kan dette skape økt press blant konkurrentene. Graden av rivaliseringen

avhenger av følgende fem faktorer: maktbalanse mellom konkurrentene, veksten i industrien, graden av faste kostnader, utgangskostnader og graden av diversifiseringen (Whittington et al., 2020, s. 66).

Som tidligere nevnt står de ti største bedriftene for 70% av produksjonen i markedet. Her er det de få store bedriftene som dominerer i markedet. I Mowi sin «Industri Håndbok» for 2022 ser vi at gjennom beregninger gjort i 2020, estimeres det at Mowi slakter nærmest dobbelt så mye laks som Lerøy i 2021. Mowi er den største oppdrettsbedriften i bransjen mens Lerøy Seafood er den tredje største. Det viser bare hvor dominerende hver av disse bedriftene er innad i bransjen og at selv om Mowi og Lerøy er blant de tre største selskapene i markedet, er Mowi mye større enn Lerøy, med tanke på produksjonsvolum. Dette gir en god indikasjon på hvor vanskelig det ville ha vært for en nyetablert bedrift å komme seg inn og ikke bare forsvinne blant disse store bedriftene som dominerer bransjen (Mowi, 2022, s. 48).

Bedriftene i denne bransjen har høye faste kostnader, ettersom de har store maskiner som brukes, de har store anlegg som bruker strøm og i tillegg til kostnadene knyttet til tillatelsene og kvotene. Dermed prøver oppdrettsbedriftene å produsere og selge så mye laks som mulig for å være så kostnadseffektive som mulig. For øyeblikket fungerer dette fint fordi etterspørselen etter laks er høy, men dersom dette endrer seg kan de faste kostnadene veie tungt på bedriftenes økonomi (Mowi, 2022, s. 19). De høye faste kostnadene indikerer at det hadde vært vanskelig for en nyetablert bedrift å komme inn i bransjen og være konkurransedyktig, fordi de har ikke nok erfaring eller kapital til å konkurrere med de dominerende bedriftene.

Differensieringen i denne bransjen er tilnærmet lik null. Bedriftene produserer de samme fiskeartene. Noen av konkurrentene produserer andre arter enn kun laks, men de som produserer laks produserer atlantisk laks. Grieg Seafood produserer kun atlantisk laks og produktet deres er dermed en råvare. Så differensieringen i bransjen kommer av lite annet enn pris. Dette resulterer gjerne i priskonkurranser blant konkurrentene innad i bransjen. Jo mer kostnadseffektive og ressurseffektive bedriftene klarer å være, jo lavere priser kan de tåle. Dette kan føre til at kundene velger dem fremfor konkurrentene (Whittington et al., 2020, ss. 66–67).

Her er konklusjonen at rivaliseringen blant bedriftene i oppdrettsbransjen er stor og det ville ha vært vanskelig for nye bedrifter å komme inn og være i stand til å konkurrere med de eksisterende bedriftene, spesielt de som dominerer bransjen.

4.2.3 Trusler fra substitutter

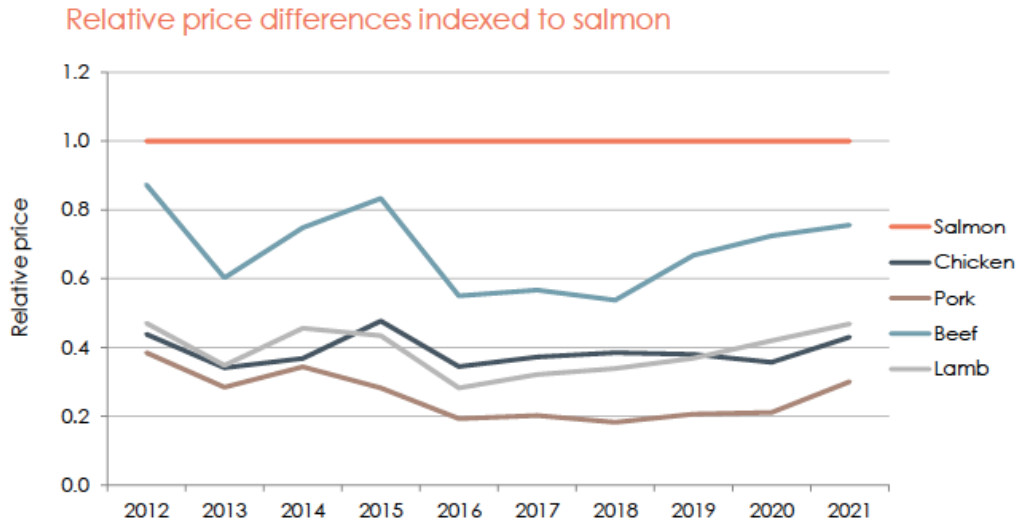
Substitutter er alternative produkter som kan erstatte et gitt produkt. Både produktet og det alternative produktet har samme funksjon og svarer til det samme formålet. Fokuset på trussel fra andre bedrifter ligger ofte på bedriftene som er direkte konkurrenter med ens egen bedrift i form av at de produserer de samme eller nesten de samme produktene. Det er også viktig å se på trusselen fra bedriftene som lager produkter som kan erstatte produktet som ens egen bedrift produserer. Denne trusselen fra substitutter spiller en stor rolle selv uten at forbrukerne har byttet vekk produktet til de alternative produktene. Omfanget av trusselen avhenger av den marginale kostnaden som kundene påføres ved å bytte produkt og pris/ytelse forholdet. Pris/ytelse forholdet handler om at en høyere pris på det alternative produktet er verdt det, dersom den har bedre ytelse enn det originale produktet (Whittington et al., 2020, s. 69).

Laks kan erstattes av rødt kjøtt, fjærkre og annet type sjømat. Laks er en rik kilde på proteiner og omega-3 (Arctic Securities, 2022, s. 5). Rødt kjøtt og fjærkre kan erstatte proteinkilde behovet og annet sjømat kan erstatte behovet for omega-3. Men selv om det finnes alternativer for de behovene som laksen dekker, er det en rekke årsaker for at forbrukerne velger laks til tross for dette.

En av årsakene til den store etterspørselen for laks er det stadig økte fokuset på miljø og bærekraft. Produksjonen av laks er miljøvennlig og bærekraftig. Etter Coller FAIRR indeksen ble Grieg Seafood rangert som den 2. mest bærekraftige produsenten av proteiner i verden i 2022 (Arctic Securities, 2022, s. 5). Selv om konsumet av rødt kjøtt og fjærkre er høyere enn både laks og annet sjømat, er produksjonen av landbaserte animalske produkter mindre miljøvennlig og mindre bærekraftig. Som nevnt tidligere så er det laks som er mest ressurseffektiv fordi det er der vi får mest mat per kilo (Mowi, 2022, s. 22–23). Ut fra et bærekraft- og ressurshensyn er det rimelig å anta at etterspørselen etter laks vil fortsette å øke i fremtiden og at det ikke vil være en stor trussel for at proteinbehovet man får av laks erstattes av andre animalske produkter.

Annet sjømat som inneholder omega-3 er blant annet makrell, sild, sardiner, kaviar og ansjos (Hjálmarsdóttir, 2022). Det er likevel laks som er det mest etterspurte fiskealternativet på verdensbasis. Sjømatrådet har foretatt internasjonale undersøkelser for å finne ut av hvilke type fisk folk foretrekker til måltidene sine og laks kommer på første plass som forbrukernes favoritt til alle måltidene i syv av de tjue landene som var med i undersøkelsen. I Norge kommer laks på første plass til ett eller to av måltidene (Norges Sjømatråd, 2021). Det er ingen tvil om at laks er en klar favoritt hos forbrukerne i verden når det kommer til valget av fisk. Dermed indikerer dette at trusselen som andre omega-3 kilder kan ha på laksen er veldig lav fordi forbrukerne velger laks ovenfor andre alternativer.

Et annet argument til fordel for substituttene for laks er pris. Pris er en barriere for forbrukerne og bidrar til at substitutter som rødt kjøtt og fjærkre blir valgt ovenfor sjømat og dermed laks. Forbrukerne vet at laks er sunt og bra for helsen, og det er gjerne flere som ville valgt dette som proteinkilde, dersom prisen var på samme nivå som andre animalske produkter. Dette viser rapporten «Fiskespiseren» av Norges Sjømatråd fra 2018, hvor pris anses som en barriere for valg av sjømat for de fleste forbrukergruppene (Norges Sjømatråd, 2018, s. 71). Som figur 16 viser, har prisen på laks historisk sett alltid vært dyrere enn rødt kjøtt og fjærkre. Figuren tar for seg prisendringene til alternativene for laks målt opp mot prisen på laks, men uansett hvordan markedssvingningene har vært, har prisen på laks holdt seg dyrere i hele denne ni-års perioden (Mowi, 2022, s. 24). Grafen viser tall frem til 2021 men det er naturlig å anta at utviklingen vil se lik ut i fremtiden. Dermed vet vi at prisen stiller seg som en trussel for at forbrukerne velger substituttene for laks, fordi de ofte vil velge billigere alternativer.



Figur 1616 - Relative priser målt mot laks

Konklusjonen vår blir at selv om forbrukerne gjerne velger substitutter for laks på grunn av prisforskjellene, utgjør ikke substituttene en stor trussel for laksen. Som nevnt tidligere har etterspørselen etter laksen økt mer og mer de siste årene så det er gode tegn på at flere og flere velger laks og at dette tallet vil øke i fremtiden.

4.2.4 Kundenes makt

Kundene har mye makt dersom de kan kreve lavere priser eller dyre oppgraderinger av produktene eller tjenestene til bedriften, og få dette innvilget. Det er dessuten viktig å være klar over at kundene i denne sammenhengen er de direkte kjøperne av produktet rett fra bedriften, og ikke de endelige forbrukerne som kjøper varene fra butikkene. Kundene har mye makt hvis noen av følgende faktorer finner sted: liten kundegruppe, lave byttekostnader, trussel av at kunden kan forsyne seg selv eller lav lønnsomhet for kunden (Whittington et al., 2020, s. 69–70).

Kundegruppen til oppdrettsbransjen er alt ifra dagligvarebutikker, hoteller og restauranter i hele verden. Grieg Seafood leverer til butikker rundt om i hele Europa og til butikker i USA, i tillegg til å selge laksen sin til hoteller og restauranter (Grieg Seafood, u.å.-e). I og med at kundegruppen i bransjen er såpass stor, og kundene er varierte, vil de ikke ha mye forhandlingsrom til å kunne forhandle om verken priser eller oppgraderinger fra oppdrettsselskapene.

Som diskutert tidligere i dette kapitlet er trusselen for nyetablering meget lav i og med at det er såpass kostelig, tidskrevende og ressurskrevende å komme seg inn i denne bransjen. Dermed er trusselen for at kundene kan begynne å forsyne seg selv meget lav.

Når det kommer til byttekostnadene til kundene dersom de skulle ha ønsket å bytte fra en leverandør til en annen, er disse kostnadene lave. Som tidligere nevnt i dette kapitlet, er ikke atlantisk laks særlig differensierbar og det finnes mange leverandører av det samme produktet i bransjen (Misund, 2023). Alle leverandørene er i tillegg like tilgjengelig for kundene til konkurrentene. Det betyr at dersom kundene i bransjen ønsker å bytte mellom leverandører, er dette lett å gjøre for dem uten noen særlige byttekostnader.

Vi kan konkludere med at kundene i bransjen har lite forhandlingsmakt. De kan ikke kreve lavere priser slik markedsstrukturen og økonomien er nå. Kundene har derimot muligheten til å bytte mellom leverandørene av produktene uten store byttekostnader.

4.2.5 Leverandørenes makt

Leverandørene er dem som forsyner bedriftene med ressurser. Dette kan være alt fra materialene som bedriften trenger i sin produksjon, eller andre typer ressurser som arbeidskraft og kapital. Faktorene som gir leverandørene stor makt, er nettopp de motsatte av dem som gir kundene stor makt. Leverandørene har stor makt når det er et få antall leverandører i bransjen, når byttekostnadene er høye, når de kan kutte ut mellomledd og når produktene deres er godt differensiert (Whittington et al., 2020, s. 70).

Leverandørene i oppdrettsbransjen som anses som de mest sentrale er leverandørene av fiskefôr og fiskeegg. Grieg Seafood er helintegrert og har stamfiskanlegg slik at de forsyner seg selv med lakseegg (Grieg Seafood, u.å.-b). Det er flere aktører innen leverandører for fiskefôr, men det er et par som tydelig dominerer bransjen. Dette er bedrifter som Skretting, EWOS og Biomar. EWOS operer under Cargill etter at de ble kjøpt opp av Cargill i 2015 (Mowi, 2022, s. 65). Skretting og Biomar produserer kun fiskefôr, men det finnes andre leverandører av fiskefôr som også produserer andre type produkter (Biomar, u.å.) (Skretting, u.å.). Det er altså en rekke ulike leverandører av fiskefôr og oppdrettsselskapene har mange ulike leverandører å velge mellom. Det er trolig at det kommer noen byttekostnader ved bytte av leverandør. Vi kan dermed konkludere

med at leverandørene i oppdrettsbransjen har moderat forhandlingsmakt, da det er mange leverandører å velge mellom.

4.2.6 Oppsummering av Porter`s five forces

Tabell 1 nedenfor viser en oppsummering av analysen gjort ved hjelp av Porter`s five forces. Oppdrettsbransjen er krevende for nyetablerte bedrifter å komme inn i og konkurrere i, fordi bransjen er såpass attraktiv for de allerede eksisterende bedriftene. Dette skyldes at trusselen fra både substitutter og nyetableringer er lav, i tillegg har kundene lite forhandlingsmakt. Rivaliseringen mellom eksisterende konkurrenter er høy og selv om leverandørene har en moderat forhandlingsmakt er ikke dette nok for å gjøre bransjen attraktiv for nyetablerte bedrifter.

Porter`s five forces			
Styrke	Lav	Moderat	Høy
Trussel om nyetablering	X		
Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter			X
Trusler fra substitutter	X		
Kundenes makt	X		
Leverandørens makt		X	

Tabell 1 - Porters five forces oppsummering

Intern bransjeanalyse

En intern bransjeanalyse ser på selskapets interne ressurser som kan påvirke deres konkurranseevne i en bransje. Analysen brukes for å avdekke styrker og svakheter innad i selskapet. Vi velger å benytte oss av VRIO rammeverket for å utføre en intern bransjeanalyse.

4.3 VRIO analyse

VRIO er et rammeverk som brukes for å analysere de interne ressursene og kapabilitetene i et selskap. Formålet med analysen er å undersøke om ressursene selskapet besitter kan gi et vedvarende konkurransefortrinn. Akronymet VRIO ser på om selskapets ressurser er: verdifull (V), sjelden (R), ikke-imiterbar (I) og organisert (O) (Whittington et al., 2020, s. 104).

4.3.1 Organisasjonsstruktur

Som nevnt tidligere i kap. 2.6 har Grieg Seafood en helintegrert verdikjede. Dette gir dem bedre kostnadskontroll og de har færre leverandører å forholde seg til. At selskapet selv styrer de ulike delene i verdikjeden gir dem bedre kontroll over alle leddene i produksjonen, noe som vil være til deres fordel. De andre oppdrettsselskapene i bransjen har delvis integrert verdikjede, helintegrert og nesten helintegrert. Dette viser at det Grieg Seafood gjør med å hel-integrere deres verdikjede ikke er noe unikt for selskapet, og konkurrentene vil klare å gjøre det samme. Dermed vil ikke dette gi Grieg Seafood noe varig konkurransefortrinn i oppdrettsbransjen. Ressursen er verdifull og er godt organisert, men kan ikke regnes som sjelden.

4.3.2 Humankapital

Den menneskelige kapitalen er et begrep på den ansattes totale kunnskapsnivå, ferdigheter og erfaring. Humankapitalen viser til verdien de ansatte representerer og deres potensiale for å skape vekst og utvikling innad i selskapet. Grieg Seafood er ledende i bransjen innenfor satsing på postsmolt og har opparbeidet seg god kunnskap og erfaring i faget. Selv om dette er verdifullt, så er det ikke noe som er eksklusivt for Grieg Seafood. Konkurrentene vil ha lik tilgang til å ansette dyktige ansatte. Selskapet driver med sertifisering og opplæring av ansatte og ressursen kan sies å være godt organisert. Vi kan altså konkludere med at Grieg Seafood har et visst konkurransefortrinn i bransjen, spesielt når det kommer til humankapital knyttet til postsmolt, men ressursen er likevel ikke sjelden eller imiterbar.

4.3.3 Geografisk plassering

Grieg Seafood driver per dags dato oppdrett i Norge og Canada. Plasseringen er strategisk lagt med tanke på videre salg og distribusjon av fisken for eksportering. Det er kun et begrenset antall lokasjoner som har gunstige forhold for å drive med lakseoppdrett, på grunn av blant annet temperaturen i vannet (iLaks, 2019). Tidligere har selskapet hatt virksomhet på Shetland, men valgte i 2021 å selge seg ut til fordel for de andre lokasjonene. At de har flere uavhengige anlegg i landene, gir dem en biologisk fordel. Dersom en avdeling skulle få problemer med for eksempel lakselus, vil ikke dette påvirke de andre avdelingene. Videre vil det gi dem en kostnadsfordel, da de har lokasjoner som er nærmere markedet de eksporterer til enn om de kun skulle operert én plass. Man kan si at

plasseringene er verdifulle og godt organiserte, men ikke sjeldne. Grieg Seafood sin posisjon i bransjen, når det kommer til geografisk plassering, er ikke noe bedre enn posisjon til konkurrentene. Konkurrentene operer i samme og lignende områder hvor de også har korte veier til ulike deler av produksjonen sin. Grieg Seafood gjør ikke ekstraordinært når det kommer til deres valg av geografisk plassering av produksjonen deres. Denne ressursen kan dermed sies å være imiterbar i og med at de andre oppdrettsselskapene driver sin produksjon på samme og lignende steder.

4.3.4 Teknologi og innovasjon

Å innføre innovativ teknologi kan gjøre at selskapet får et konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter. Som nevnt har Grieg Seafood satset på postsmolt, RAS teknologi og datadrevet oppdrett. Grieg Seafood har laksen i merder kortere perioder. Dette gir selskapet et miljømessig og potensielt økonomisk fortrinn. Selv om postsmolt produksjon fører til økte kostnader, så er det tenkelig at det øker inntjening på sikt, noe som gir selskapet en økonomisk fordel. Denne teknologien har endret måten å drive oppdrett på. Som nevnt i kap. 4.1.4 vil RAS gi fordeler som effektiv arealbruk, enkel sortering og høsting av fisken, og optimal fôringsstrategi. RAS går inn under selskapets postsmolt-strategi og bidrar til økonomiske fordelene der. Dessuten er RAS med på å bidra på produktkvaliteten til Grieg Seafood. Men de andre oppdrettsselskapene i bransjen benytter seg også av lignende teknologi så dermed kan vi ikke si at denne teknologiske ressursen til Grieg Seafood er sjelden. Ressursen er ikke sjelden og er imiterbar. Uten denne teknologien ville Grieg Seafood hatt en dårligere posisjon, dermed kan vi konkludere med at de teknologiske ressursene til selskapet er med på å bidra til deres posisjon i bransjen.

4.3.5 Oppsummering VRIO

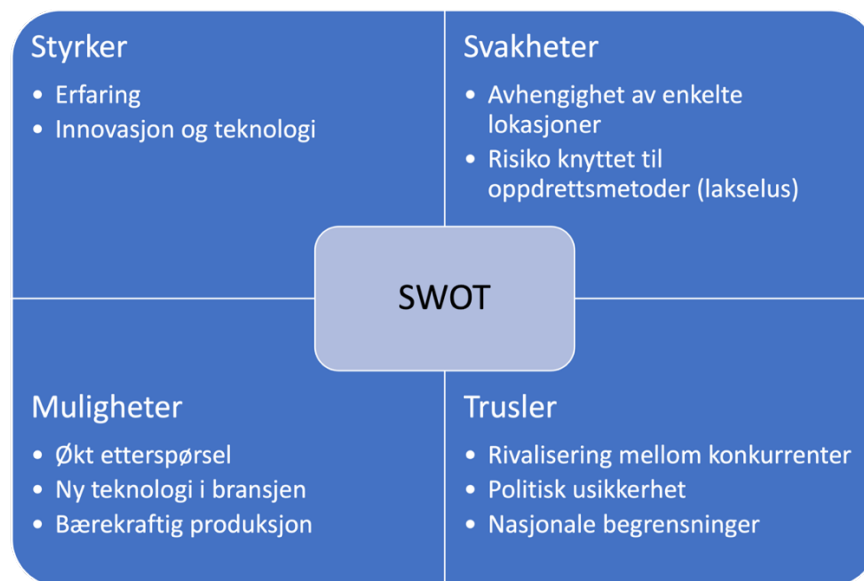
Oppsummering av VRIO analysen vises i tabell 2 nedenfor. Selv om deres interne ressurser er både godt strukturert og verdifulle, kan ikke disse anses som sjeldne. Det kreves betydelig kapital for å imitere ressursene, men dette er noe de fleste store konkurrentene allerede gjør og opererer med. Dermed vil ikke Grieg Seafood ha særlig stort konkurransefortrinn i forhold til de andre store selskapene i oppdrettsbransjen.

Interne ressurser	God struktur	Verdifull	Ikke-imiterbar	Sjelden
Organisasjonsstruktur	x	x		
Humankapital	x	x		
Geografisk plassering	x	x		
Teknologi og innovasjon	x	x		

Tabell 2 - VRIO oppsummering

4.4 SWOT

Vi velger å oppsummere den strategiske analysen ved bruk av SWOT-matrisen i figur 17. Matrisen ser på Grieg Seafood sine interne styrker (S) og svakheter (W), som ble avdekket i VRIO analysen. Videre ser vi på selskapets muligheter (O) og trusler (T), som vi så på gjennom bruk av PESTEL og Porters five forces analysene (Whittington et al., 2020, s. 112–113). Vi vil bruke funnene fra den oppsummerende SWOT analysen videre i våre fremtidsprognoser og i vurderinger rundt avkastningskrav.



Figur 1717 - SWOT

5 Verdssettelsesteori

Verdssettelse handler om å estimere den nåværende eller forventede verdien på for eksempel en eiendel, aksje, prosjekt eller bedrift. Alt kan verdsettes, men selve verdsettelsesprosessen varierer avhengig av hva vi verdsetter. Generelt sett finnes det tre hoved metoder for å utføre en verdssettelse. Disse er fundamental verdssettelse, relativ

verdsettelse og opsjonsverdsettelse. Vi skal benytte oss av fundamental og relativ verdsettelse i oppgaven vår. Gjennom ulike verdsettelsesmetoder og teorier skal vi, i tillegg til å estimere aksjeverdien til Grieg Seafood, gi en kjøps- eller salgsanbefaling ut ifra den estimerte verdien (Damodaran, 2012, s. 11).

5.1 Fundamental verdsettelse

Ved en fundamental verdsettelse brukes de fremtidige kontantstrømmene til en eiendel til å estimere verdien. Denne verdsettelsesmetoden baserer seg på at nåverdien til et selskap eller prosjekt er lik summen av de forventede fremtidige kontantstrømmene. Ved en fundamental verdsettelse er det i hovedsak to ulike metoder å bruke; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden (Damodaran, 2012, s. 11). Formel 1 viser hvordan man kan beregne nåverdien:

$$Nåverdi = \sum_{n=1}^n \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Formel 1 - Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer

CF = Kontantstrøm

n = Periode

r = Avkastningskrav

5.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden baserer seg på å verdsette egenkapitalen til selskapet isolert sett, hvor man ikke tar med gjeld i beregningen. Man må estimere de fremtidige kontantstrømmene, for deretter å diskontere disse mot egenkapitalkostnaden. Summen av de diskonterte kontantstrømmene utgjør nåverdien av egenkapitalen. Kontantstrømmene som er aktuelle her er kontantstrømmer fra eiendelene, etter at alle skattebetalingene er gjort og etter all reinvesteringen som er nødvendig for fremtidig vekst er fullført (Damodaran, 2012, s. 13). Formel 2 viser hvordan man kan beregne nåverdien av egenkapitalen i selskapet.

$$\sum_{n=1}^n \frac{CF \text{ til egenkapital}_n}{(1+k_e)^n}$$

Formel 2 - Nåverdi av egenkapital basert på fremtidige kontantstrømmer

CF = Kontantstrøm

n = Periode

k_e = Egenkapitalkostnad

Formelen inneholder egenkapitalkostnad, dette er altså avkastningskravet som egenkapitalinvestorene i firmaet må ha på sine investeringer (Damodaran, 2012, s. 13). For å regne ut dette avkastningskravet, bruker vi kapitalverdimodellen (CAPM). Formel 3 viser utregningen for kapitalverdimodellen:

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

Formel 3 - CAPM

r_e = Forventet avkastning

r_f = Risikofri rente

β_i = Egenkapitalbeta

$(r_m - r_f)$ = Markedsrisikopremie

Desto mer risikofullt en investering er, desto høyere vil den forventede avkastningen være. Årsaken til dette er at investorene forventer å bli kompensert for den tiden og risikoen de tar på seg når de investerer. Det er vanlig å bruke rentesatser på statlige 10-årig obligasjoner som grunnlaget for den risikofrie renten. For markedsrisikopremien er det vanlig å bruke de historiske markedsrisikopremiene. Ved å bruke slike historiske risikopremier vil man få et godt estimat i land med store markeder for egenkapital, som for eksempel USA. I land der markedet for egenkapital bare utgjør en liten del av den generelle økonomien i landet, vil det være meningsløst å bruke historiske risikopremier som estimater for dagens risikopremier. Her må man innkalkulere landrisiko i beregningen (Damodaran, 2012, s. 155–162) (Roksvåg, 2022).

Beta er et mål på systematisk risiko, som viser hvordan et selskap svinger i forhold til en markedsportefølje. En beta på 1 indikerer at selskapet svinger likt som markedet. Beta (<1) vil si at selskapet svinger mindre enn markedet, mens beta (>1) vil si at selskapet svinger mer enn markedet. Med andre ord måler beta risikoen til et selskap målt mot markedet. I CAPM tar vi kun hensyn til markedsrisikoen, altså den systematiske risikoen. Vi ser ikke på den bedriftsspesifikke risikoen, som er den diversifiserbare risikoen (Damodaran, 2012, s. 62–63).

Det er flere ulike måter man kan beregne beta på. Den vanligste måten er å se på historisk regresjonsbeta. Her blir betaen kalkulert ved å ta kovariansen prosentvis endring i avkastning av selskapet dividert på markedsportfolioen. Dermed blir all markedsrisikoen målt i denne ene markedsbetaen (Damodaran, 2012, s. 68).

Regresjonsbeta basert på historiske aksjekurser vil ikke nødvendigvis være det beste utgangspunktet for å beregne fremtidig risiko, da selskapet og/eller markedsforholdene kan ha endret seg over tid. Et alternativ kan være å se på fundamental beta, hvor skattesatsen og finansiell giring er tatt med i beregningene.

5.1.2 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden baserer seg på å verdsette den totale kapitalen i et selskap, altså både egenkapital og gjeld. Verdien til selskapet blir beregnet ved å diskontere de frie kontantstrømmene til selskapet mot den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC) (Damodaran, 2012, s. 383). Når det gjelder totalkapitalmetoden og når man skal beregne WACC skal man alltid bruke markedsverdier og ikke de bokførte verdiene. Dette skyldes at tallene skal være de samme som investorene faktisk er villige til å betale ute i markedet (Brealey et al., 2017, s. 396). Formel 4 viser utregningen for WACC:

$$WACC = \left(\frac{D}{V} * (1 - T_C) * r_D \right) + \left(\frac{E}{V} * r_E \right)$$

Formel 4 - WACC

D = Markedsverdi gjeld

E = Markedsverdi egenkapital

r_D = Gjeldskostnad

r_E = Egenkapitalkostnad

T_C = Selskapsskatt

V = Markedsverdi av totalkapital

Selskapsskatt spiller en rolle i totalkapitalen, da de fleste selskaper har finansiering gjennom både egenkapital og lån. Gjeldskostnaden er renten som selskapet må betale på de lånene som de har tatt opp. Rentekostnaden består av risikofri rente, misligholdsrisiko og skattefordelene som kommer av lånet. Når den risikofrie renten eller misligholdsrisikoen øker, vil gjeldskostnaden for selskapet også øke. Renter er fradragsberettiget og ved å

betale renter til investorene og kreditorene, vil gjeldskostnaden etter skatt være lavere enn gjeldskostnaden før skatt (Damodaran, 2012, s. 211).

Egenkapitalkostnaden er den avkastningen som investorene krever som kompensasjon for den risikoen de bærer ved å investere i selskapet (Damodaran, 2012, s. 13). Denne avkastningen er det samme som vi regner ut ved hjelp av CAPM, det er altså den forventede avkastningen på investeringen.

5.1.3 Terminalverdi

Ved en fundamental verdsettelse skal vi estimere fremtidige kontantstrømmer, men dette kan ikke gjøres i evig tid, dermed estimerer man heller en terminalverdi som vil være den forventende fremtidige kontantstrømmer i alle år etter at veksten er stabil. I en verdsettelse forutsetter man at selskapet kan leve evig, og dermed ha evige kontantstrømmer. En viktig forutsetning er at terminalveksten ikke kan være større enn veksten i den generelle økonomien, fordi det er urimelig å anta at selskapet skal vokse seg større enn verdensøkonomien. Normalt i beregning av terminalverdi vil det først være en periode med høyvekst før veksten stabiliserer seg i terminåret. Da kan vi regne oss frem til en terminalverdi som tilsier den fremtidige kontantstrømmen i evig tid fra og med det året veksten stabiliserte seg (Damodaran, 2012, s. 304).

Det er i utgangspunktet to metoder å estimere terminalverdien på, den ene er en stabil vekstmodell og den andre er multiplbasert. Den multiplbaserte metoden baserer seg på at et av tallene fra selskapets resultater, som inntektene deres, blir ganget med en multiplikator for å kunne estimere en terminalverdi. Denne multiplikatoren som brukes kan for eksempel være en pris/inntekt multipl. Men selv om denne type terminalverdi estimering høres enkelt ut, er det viktig å vite hvor man henter tallene sine fra. Det beste alternativet er å bruke en stabil vekstmodell til å estimere terminalverdien når man utfører en fundamental verdsettelse. Dette kommer av at man ved en multiplbasert terminalverdi, også kalt relativ terminalverdi, bruker multipler fra sammenlignbare selskaper. Men dersom man har brukt relative verdier for å beregne terminalverdien er det viktig å ikke blande denne inn i en fundamental verdsettelse fordi da holder man ikke verdsettelsen konsistent (Damodaran, 2012, s. 305–306).

Stabil vekstmodellen forutsetter at selskapet har reinvestert noen av sine kontantstrømmer i nye eiendeler slik at de forlenger selskapets levetid. Så dersom vi antar at kontantstrømmene vil fortsette å vokse etter terminal året, med en konstant vekstrate, kan man estimere terminalverdien ved hjelp av formel 5 (Damodaran, 2012, s. 306).

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{FCFF_{t+1}}{r - g}$$

Formel 5 - Terminalverdi (stabil vekstmodell)

r = Avkastningskrav

g = Stabil vekstrate

FCFF_{t+1} = Fremtidige kontantstrømmer til selskapet

$$FCFF_{t+1} = FCFF \text{ år } t * (1 + g)$$

Formel 6 - Fremtidige kontantstrømmer til selskapet

5.2 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse er en metode for å verdsette en aksje eller et selskap ved å sammenligne det med tilsvarende aksjer eller selskaper i samme bransje. Man sammenligner ved å bruke forskjellige finansielle forholdstall, som vi kommer tilbake til. For å utføre en relativ verdsettelse trenger man standardiserte priser. Dette finner man ved å omstille prisene til multipler, det kan være multipler innen overskudd, bokverdi eller andre verdier for omsetninger. I tillegg trenger man også et utvalg med andre selskaper i samme bransje som man kan sammenligne selskapet sitt med. Disse andre selskapene skal være like nok til å være sammenlignbare. Det betyr at de må ha de lignende karakteristikk innen risiko, vekstpotensiale og kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s. 453–454).

Relativ verdsettelse kan være et godt alternativ i noen situasjoner. Det er enklere og mindre tidskrevende å foreta en relativ verdsettelse sett i forhold til en fundamental verdsettelse og det er gjerne lettere å forstå for dem som ikke har økonomisk bakgrunn. Selv om dette kan være enklere, så er det en rekke faktorer man må være oppmerksom på dersom man velger denne metoden. For eksempel kan man fort få feil resultater dersom man går for fort frem og ikke velger de riktige sammenlignbare selskapene. Dessuten vil den relative verdsettelsen være påvirket av markedet i stor grad i og med at vi bruker de andre

selskapene i markedet til å sammenligne. Så dersom det er høy optimisme i markedet og de andre selskapene er overpriset, vil også selskapet som man verdsetter bli overpriset. Det samme gjelder dersom disse selskapene er underpriset. Det betyr at selv om en relativ verdsettelse går raskere enn en fundamental verdsettelse, er det viktig å gå nøye frem og være sikker på valget av de sammenlignbare selskapene. I tillegg er det viktig å være nøye med de antagelsene man må ta i en relativ verdsettelse og passe på å ikke være partisk i noen av delene i verdsettelsen (Damodaran, 2012, s. 453–454).

De vanligste multiplene som brukes i en relativ verdsettelse er P/E og P/B. Dette er standardiserte multipler som man kan bruke for å verdsette alle typer selskaper. Det finnes også en rekke sektorspesifikke multipler, for lakseindustrien er en av disse EBIT/KG. Ved sektorspesifikke multipler skal telleren være en bedriftsverdi som inneholder markedsverdien av både gjelden og egenkapitalen i selskapet utlignet mot kontantene og verdipapirene i selskapet. Nevneren skal være definert som en verdi av driftsenhetene som generer overskudd og profitt for selskapet. Dermed er det naturlig å sette kg som nevner i en sektorspesifikk multiplere for lakseindustrien (Damodaran, 2012, s. 572).

5.2.1 P/E

Man beregner P/E multiplere ved å dele prisen på resultatet til et selskap. Prisen som skal brukes for å beregne P/E skal være den nåværende markedsprisen til selskapet, altså markedsverdien på egenkapitalen i selskapet. Mens resultatet som brukes skal være avgrenset til en viss tidsperiode, siden det er snakk om resultatet av en periode. Det kan forekomme visse problemer dersom man skal sammenligne P/E med andre selskaper, fordi resultatet kan være fremstilt på ulike måter hos forskjellige selskaper. Dersom man skal sammenligne P/E med sammenlignbare selskaper er det viktig å sjekke alle disse tallene og passe på at resultatet som brukes i de ulike P/E beregningene er fra samme tidsperiode for alle selskapene (Damodaran, 2012, s. 468–469).

Gjennom denne multiplere får vi forholdet mellom prisen og overskuddet i selskapet og derfor kan man se på P/E verdien som pris per krone overskudd. Dersom man får en høy P/E verdi, betyr dette at prisen er høy i forhold til selskapets overskudd og dette kan tyde på at selskapet er overpriset. Om man får en lav P/E, kan det bety at prisen er for lav i forhold til selskapets overskudd og at selskapet er underpriset. Men en lav P/E kan også bety at selskapet gjør det bedre enn forventet i markedet, slik at de overgår forventningene.

Selskaper som ikke har noe overskudd eller som går i underskudd vil ikke ha noe P/E multiplum fordi det ikke finnes noe overskudd å sette i nevneren av formelen. Formel 7 viser hvordan P/E multiplum kan beregnes (Fernando, 2022).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Egenkapitalens markedsverdi}}{\text{Resultat}}$$

Formel 7 - P/E multiplum

5.2.2 P/B

P/B multiplum viser forholdet mellom selskapets markedsverdi og deres bokverdi (BV), som vist i formel 8. Bokverdien reflekterer den originale prisen, derfor kan det være betydelig avvik mellom markedsverdi og bokverdi. Grunnen til avviket kan være fordi markedsverdien kan ha endret seg drastisk over tid fra den originale bokverdien. Dessuten kan de naturlige endringene i markedet også ha en påvirkning på dette avviket (Damodaran, 2012, s. 511).

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Bokverdi per aksje}}$$

Formel 8 - P/B multiplum

I og med at vi ikke bruker tallene fra resultatet i beregningen av P/B forholdet, kan man beregne P/B multiplum for selskaper som ikke har overskudd eller går med underskudd. Dette kunne man ikke med P/E multiplum. En av grunnene til at P/B multiplum er såpass populær å bruke er fordi det kan sammenlignes gjennom sammenlignbare selskaper for å se etter tegn på undervurdering eller overvurdering, gitt at det er brukt like regnskapsstandarder mellom de selskapene. Et av problemene med P/B multiplum er at noen analytikere bruker den nyeste bokverdien som er tilgjengelig, mens andre bruker et gjennomsnitt av fjorårets bokverdi. Dette gjør at ulike analytikers P/B beregninger kan variere, ut ifra hvordan de beregner den, og det kan føre til problemer dersom man skal sammenligne P/B multiplum på tvers av sammenlignbare selskaper. Et annet problem er at det finnes en rekke ulike regnskapsstandarder som gjør at man kan få ulik bokverdi avhengig av hvilket standard man bruker (Damodaran, 2012, s. 511–513).

5.2.3 EBIT/KG

EBIT/KG er en sektorspesifikk multipl og den er godt egnet for relativ verdsettelse i laksesektoren. EBIT/KG viser et selskaps inntjening før renter og skatt delt på antall kg solgt produkt. Høy EBIT/KG viser at selskapet har en høy inntjening per kg slaktet produkt og gir et positivt bilde til investorer. Det indikerer videre at selskapet utnytter sine ressurser på en god måte. Når man skal bruke denne multipl for å sammenligne selskaper er det viktig å ha i bakhodet at måten som driftsenheten, altså nevneren, måles i kan variere mellom selskapene. Dermed kan man få skjeve tall dersom man ikke tar høyde for dette. Å bruke slike sektorspesifikke multipler kan være nyttig for å sammenligne selskaper, men det er ikke lurt å basere hele verdsettelsen på slike multipler. Formel 9 viser oss hvordan EBIT/KG kan beregnes (Damodaran, 2012, s. 571–576).

$$\frac{EBIT}{KG} = \frac{\text{Resultat før renter og skatt}}{KG \text{ solgt vare}}$$

Formel 9 - EBIT/KG multipl

5.3 Valg av metode

Metodene brukt i vår verdsettelse har blitt valgt ut med hensyn på å gi best mulig estimat for aksjeverdien til Grieg Seafood. Vi har benyttet oss av regnskapstall fra årsrapportene til bedriften for å gjennomføre verdsettelsen vår. Valget av metode avhenger av ulike faktorer, slik som tilgang på informasjon, tid til disposisjon og kravet til pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 33). Vi har valgt en gjennomførbar modell som inkluderer relevante faktorer for beregningene.

I vår verdsettelse legger vi lik vekt på fundamental verdsettelse og relativ verdsettelse. For den fundamentale verdsettelsen bruker vi totalkapitalmetoden (WACC) hvor vi derunder bruker egenkapitalmetoden (CAPM) for å regne ut avkastningskravet til egenkapitalen. I totalkapitalmetoden beregner vi avkastningskrav til den totale kapitalen og metoden tar høyde for at Grieg Seafood både er finansiert med gjeld og egenkapital. Ved å kombinere både fundamental og relativ verdsettelse, mener vi at vi har oppnådd et mest mulig objektivt estimat på aksjeverdien til Grieg Seafood.

Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene vi har valgt er alle notert på Oslo Børs, noe som gir oss god tilgang på informasjon og rapporter for disse selskapene. Derfor har vi valgt å bruke OSEBX-indeksen som referanseindeks.

6 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en analyse av et selskaps historiske regnskapstall for å gi innblikk og forståelse av den økonomiske situasjonen og utviklingen i en bedrift over tid. I en regnskapsanalyse er det vanlig å se på regnskapstall innenfor tre hovedkategorier: lønnsomhet, likviditet og soliditet. Nøkkeltallene isolert sett og sett i sammenheng over flere perioder vil gi bedriftens interessenter økt kunnskap om bedriftens økonomiske stilling, utvikling og forbedringsgrunnlag (Hoff & Pedersen, 2019, s. 181).

Vi vil gjøre en regnskapsanalyse av Grieg Seafood hvor vi sammenligner deres nøkkeltall mot konkurrentene. Når man ser i forhold til konkurrentene vil vi kunne bedømme om deres utvikling er tilfredsstillende sett i forhold til konkurrentenes utvikling over tid. Som nevnt tidligere er konkurrentene vi sammenligner mot SalMar ASA, Mowi ASA og Lerøy Seafood ASA.

6.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet viser prosentvis avkastning på selskapets midler. For å analysere lønnsomheten til Grieg Seafood skal vi se på tre nøkkeltall, totalkapitalrentabiliteten, egenkapitalrentabiliteten og driftsmarginen.

6.1.1 Totalkapitalrentabilitet

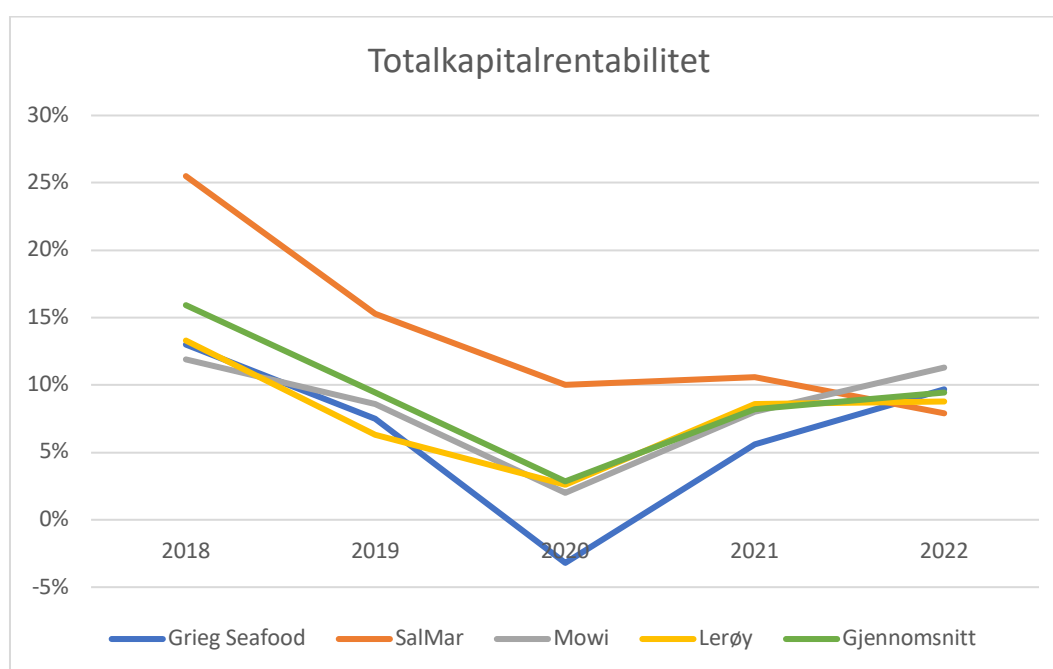
Totalkapitalrentabiliteten viser avkastningen på den totale kapitalen i bedriften uavhengig av hvor mye gjeld og egenkapital de har. Her skal man se på avkastningen på den totale kapitalen i tilfellet av normal drift, så her ser vi bort fra spesielle tilfeller med uregelmessige kostnader eller inntekter. Bedriften skal sette høyere krav til størrelsen på totalkapitalrentabiliteten jo mer risiko det er. Det betyr at ved normal risiko bør kravet til totalkapitalrentabiliteten være 5-6% høyere enn dersom det var helt risikofritt. Formel 10 viser den matematiske utregningen til totalkapitalrentabiliteten (Hoff & Pedersen, 2019, s. 207–210).

Totalkapitalrentabilitet

$$= \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} * 100\%$$

Formel 10 - Totalkapitalrentabilitet

Figur 18 nedenfor viser oss den historiske utviklingen til total kapitalrentabiliteten til Grieg Seafood og de utvalgte konkurrentene, målt mot gjennomsnittet av disse. Som vi kan se på figuren har Grieg Seafood et generelt lavere nivå av total kapitalrentabilitet enn konkurrentene og gjennomsnittet. Dessuten hadde total kapitalrentabiliteten nedgang i 2020 for alle selskapene, men spesielt stor for Grieg Seafood. Dette kan forklares av redusert EBIT dette året som følge av pandemien. I tillegg gikk Grieg Seafood gjennom en betydelig omstrukturering av kapitalen sin i årene under pandemien hvor de la ned avdelingen i Shetland for å kunne investere mer i avdelingene som viste til mer vekstpotensial.



Figur 18 18 - Totalkapitalrentabilitet 2018-2022

6.1.2 Egenkapitalrentabilitet

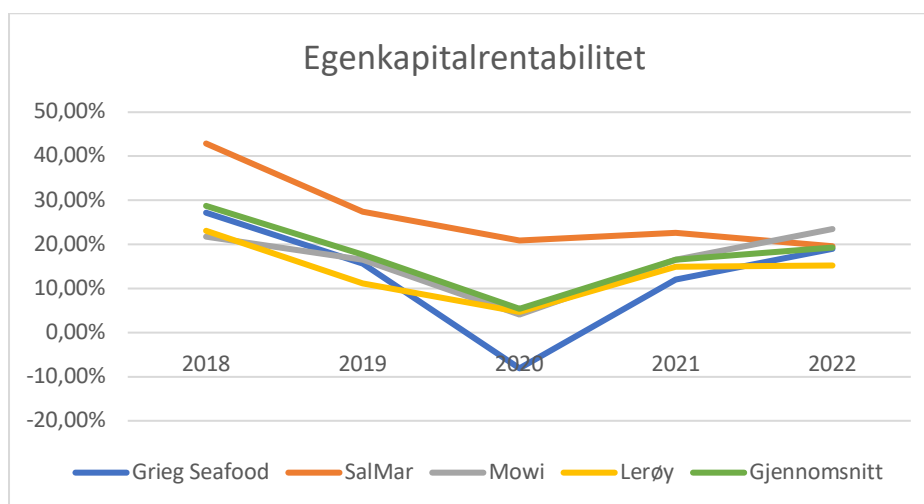
Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på den egenkapitalen som er investert i bedriften. Nøkkeltallet er interessant for investorene å se på fordi da ser de hvor mye de kan tjene på å investere i bedriften. Egenkapitalrentabiliteten skal være minst det samme som det investorene hadde tjent på å sette pengene sine i andre lignende prosjekter med

tilnærmet lik risiko (Hoff & Pedersen, 2019, s. 215–217). Formel 11 viser hvordan vi regner ut egenkapitalrentabiliteten etter skatt.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100\%$$

Formel 11 - Egenkapitalrentabilitet etter skatt

Figur 19 nedenfor viser at Grieg Seafood har hatt den samme historiske utviklingen for egenkapitalrentabilitet som for totalkapitalrentabilitet. Egenkapitalrentabiliteten avtok i 2020 som følge av pandemien, men tok seg opp igjen mot 2021 og 2022. Det er lavere etterspørsel og dermed lavere laksepris som er årsaken til den negative egenkapitalrentabiliteten i 2020. Dessuten har Grieg Seafood også hatt kontinuerlig lavere egenkapitalrentabilitet enn konkurrentene disse årene, likt som med totalkapitalrentabiliteten. I tillegg har også egenkapitalrentabiliteten til Grieg Seafood blitt påvirket av omstruktureringen av kapitalen da de la ned avdelingen i Shetland og investerte mer i avdelingen i Newfoundland. Effekten av denne omstruktureringen ble det samme for egenkapitalrentabiliteten som for totalkapitalrentabiliteten, hvor pandemien senket ned prosessen og bidro til dårligere egenkapitalrentabilitet enn forventet. Grieg Seafood sin egenkapitalrentabilitet viser altså til dårlig avkastning dersom man skal se på kravet om at den skal være minst det samme som det investorene hadde tjent på å sette pengene sine i andre lignende prosjekter med tilnærmet lik risiko. I denne sammenheng vil de andre prosjektene tilsvare konkurrentene til Grieg Seafood, som vi ser har høyere egenkapitalrentabilitet.



Figur 19 19 - Egenkapitalrentabilitet 2018-2022

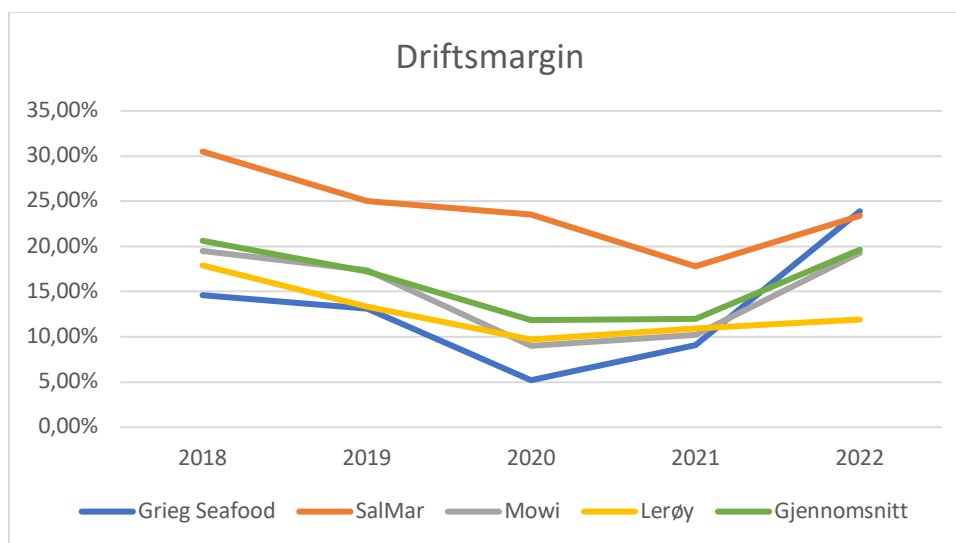
6.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen viser driftsresultatet uttrykt i prosent av driftsinntektene. Dette nøkkeltallet viser altså hvordan den økonomiske utviklingen til bedriften har vært, uavhengig av andelen finansiert av gjeld eller egenkapital (Hoff & Pedersen, 2019, s. 2020). Formel 12 viser hvordan driftsmarginen kan utledes. Formelen viser hvor mye bedriften tjener per krone, det betyr at jo høyere tall for driftsmargin, jo mer tjener bedriften per krone. Dermed er det naturlig at man ønsker å ha en så høy driftsmargin som mulig. Lavere driftsmargin kan være et resultat av at bedriften har større driftskostnader enn driftsinntekter, relativt sett.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100\%$$

Formel 12 - Driftsmargin

Figur 20 nedenfor viser den historiske utviklingen til driftsmarginen til Grieg Seafood i tillegg til de tre utvalgte konkurrentene, målt opp mot gjennomsnittet. Det kommer tydelig frem at driftsmarginen til Grieg Seafood er lavere enn for konkurrentene og målt mot gjennomsnittet, i perioden 2018-2022. Den lavere driftsmarginen kan forklares ved at driftskostnadene har relativt sett vært høyere enn driftsinntektene hos Grieg Seafood, i forhold til konkurrentene sine driftskostnader- og inntekter. Pandemien påvirker driftsmarginen også, og vi ser at dette nøkkeltallet tok også et fall i 2020 men steg betydelig fra 2021 til 2022.



Figur 20 20 - Driftsmargin 2018-2022

6.2 Likviditet

Nøkkeltall for likviditet ser på bedriftens evne til å kunne dekke sine løpende betalingsforplikter. Dette er en av ledelsens viktigste oppgaver, da manglende likviditet kan ødelegge for bedriftens ellers positive forhold og kan i ytterste konsekvens føre til konkurs. Vi vil se på to ulike nøkkeltall for likviditet: likviditetsgrad 1 og 2. Begge ser på omløpsmidlenes størrelse i forhold til den kortsiktige gjelden (Hoff & Pedersen, 2019, s. 237–238). Omløpsmidlene defineres som de eiendelene og fordringene som er tilknyttet det kortsiktige varekretsløpet i selskapet, hvor kortsiktig normalt regnes for å være mindre enn 12 måneder (Hoff & Pedersen, 2019, s. 58).

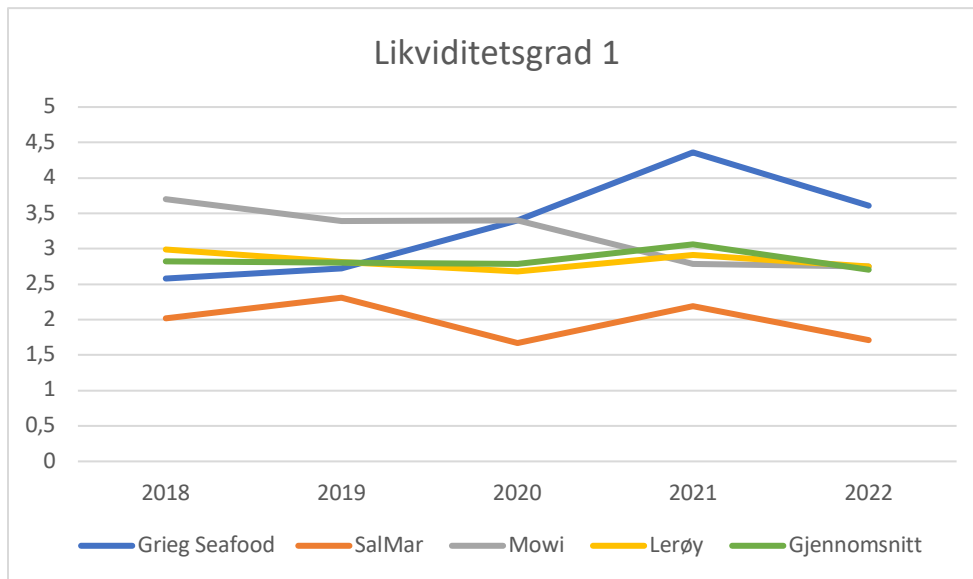
6.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 brukes for å se på hvor mye av selskapets omløpsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld. Det retningsgivende kravet er at likviditetsgrad 1 skal være større enn eller lik 2 (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238). Et slikt forholdstall tilsier at inntil halvparten av selskapets omløpsmidler kan være finansiert med kortsiktig gjeld for å dekke kravet om tilfredsstillende likviditet. Formel 13 viser hvordan likviditetsgraden er kalkulert for de ulike selskapene.

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

Formel 13 - Likviditetsgrad 1

Nedenfor viser figur 21 historisk likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene. Grieg Seafood har gjennom den historiske perioden hatt likviditetsgrad som ligger godt over det retningsgivende kravet. Dette tilsier at de historisk sett har hatt svært god evne til å betale de kortsiktige kravene og regningene.



Figur 21.21 - Likviditetsgrad 1 2018-2022

6.2.2 Likviditetsgrad 2

Det alminnelige kravet er at likviditetsgrad 2 er større enn eller lik 1 (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238). Dette er et langt strengere krav og det kalles ofte på engelsk «acid test ratio». Normalt definerer man mest likvide omløpsmidler som omløpsmidlene fratrukket varelageret (Hoff & Pedersen, 2019, s. 236). Formel 14 viser hvordan likviditetsgrad 2 er kalkulert for de ulike selskapene.

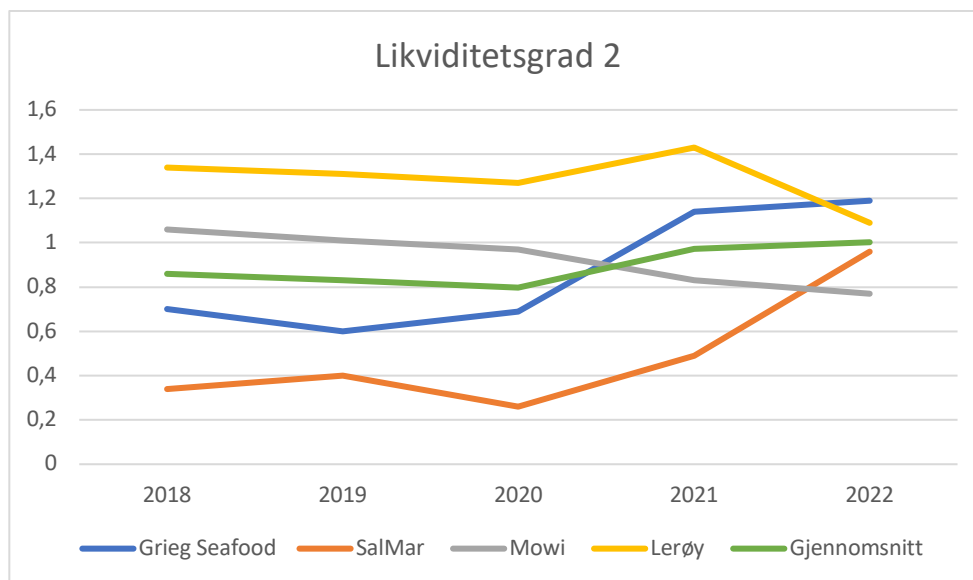
$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 14 - Likviditetsgrad 2

Oppdrettsnæringens varelager består i all hovedsak fisk med lang prosesseringstid. Som nevnt tidligere tar det mer enn ett år fra laksen blir født til den er slakteklar, altså er varelageret lite likvid. Ved å trekke fra varelageret fra omløpsmidlene vil vi få et mer reelt bilde av selskapets historiske likviditet.

Nedenfor viser figur 22 historisk likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og konkurrentene. Grieg Seafood har ligget under gjennomsnittet og under det alminnelige kravet frem til 2021. De har hatt en positiv utvikling over tid og har i 2021 og 2022 en likviditetsgrad 2 som både er over kravet, men også over gjennomsnittet. Fra 2020 til 2022 har selskapet økt sine mest likvide omløpsmidler betydningsfullt og disse har økt mer enn kortsiktig gjeld

har økt i perioden. At Grieg Seafood har hatt en bedring i likviditetsgrad 2 over tid og nå ligger på et tilfredsstillende nivå vil være med på å tiltrekke seg nye investorer og samarbeidspartnere.



Figur 22 22 - Likviditetsgrad 2 2018-2022

6.3 Soliditet

Soliditet viser bedriftens økonomiske evne til å håndtere tap, hvor det ofte uttrykkes gjennom størrelsen på egenkapitalprosenten til et selskap. Dette nøkkeltallet er viktig for å vurdere selskapets evne til å håndtere tap i dårlige tider (Fish Pool, u.å.). Dette nøkkeltallet vil være spesielt interessant for kreditorer og långivere, siden det kan indikere hvor stor risiko det er for å låne ut penger til selskapet.

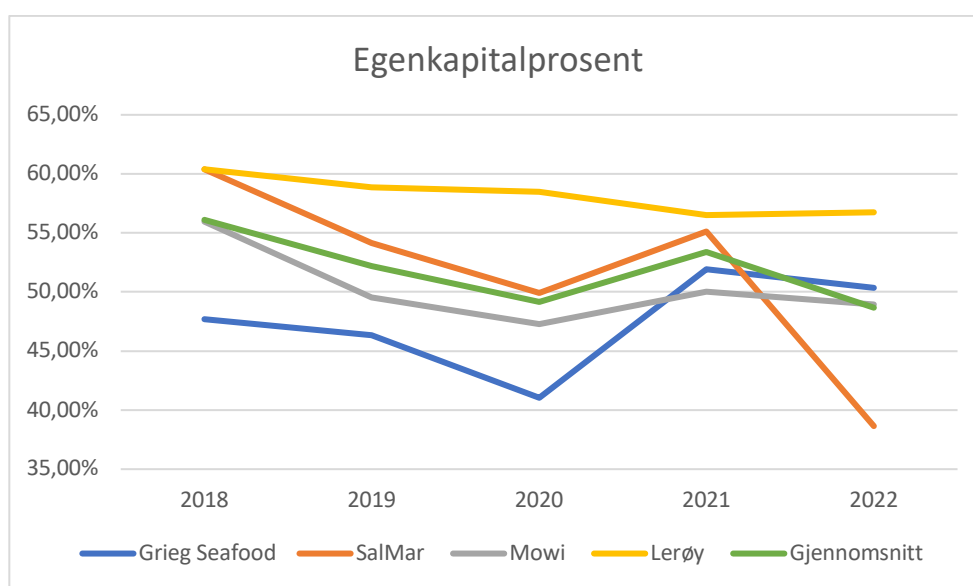
6.3.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egenkapital. Nøkkeltallet er et viktig soliditetsmål og viser omfanget av eiendelene som kan gå tapt før kreditorer og långivere berøres av dette tapet. Dessuten gir høy egenkapitalprosent god kredittverdighet og det er lettere for bedriften å få gunstig lån og annen finansiering. Nøkkeltallet avhenger av flere faktorer og blir påvirket av hvor kapitalintensiv selskapet er, og hvor mye risiko er i bransjen, men et vanlig måltall er at den bør være større enn 30-35% (Hoff & Pedersen, 2019, s. 276–277). Formel 15 viser den matematiske utregningen til egenkapitalprosenten.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapitalen}}{\text{Totalkapitalen}} * 100\%$$

Formel 15 - Egenkapitalprosent

Figur 23 nedenfor viser historisk egenkapitalprosent for Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene. Selv om Grieg Seafood ligger over måltallet, så har de historisk sett hatt den laveste egenkapitalprosenten frem til og med 2020. Dette indikerer at oppdrettsnæringen er en sterkt egenkapitalintensiv bransje. Grieg Seafood har hatt en positiv utvikling fra 2020 og ligger per 2022 over gjennomsnittet i bransjen, noe som vil være positivt for långivere. Selv om Grieg Seafood basert på siste regnskapstallene har en tilfredsstillende egenkapitalprosent, så er det viktig å merke seg at det ikke bare er positive sider med en høy egenkapitalprosent, da det er dyrere å finansiere med egenkapital enn med gjeld.



Figur 23 23 - Egenkapitalprosenten 2018-2022

6.4 Konklusjon regnskapsanalyse

Gjennom denne regnskapsanalysen konkluderer vi med at Grieg Seafood samlet sett har en konkurranseulemp basert på de historiske regnskapstallene til selskapene. Likviditetsgrad 1 er over gjennomsnitt, mens likviditetsgrad 2 har vært noe dårligere enn gjennomsnittet, men tok seg opp etter 2020 og ligger per 2022 på et tilfredsstillende nivå.

Totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten har over flere år ligget lavere enn hos konkurrentene og gjennomsnittet. Disse to nøkkeltallene har begge tatt seg opp etter

store fall i 2020 men har enda gode forbedringspotensialer. Det samme gjelder for egenkapitalprosenten og driftsmarginen, som har ligget under konkurrentene og gjennomsnittet frem til 2020 men tok seg opp igjen i 2021.

Regnskapsanalysen viser oss at Grieg Seafood historisk sett har hatt en dårligere lønnsomhet enn gjennomsnittet, men at de har hatt en positiv trend fra 2020. I tillegg ser vi at likviditeten ser moderat ut i bedriften, det betyr at bedriften klarer å møte sine økonomiske frister og forpliktelser. De negative konsekvensene medfølgte av pandemien har gått hardt ut over Grieg Seafood og deres regnskapsmessige nøkkeltall, slik vi kan se i alle figurene fra regnskapsanalysen. Dette tyder på at Grieg Seafood sliter mer med å tåle dårlige tider enn konkurrentene i bransjen.

7 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

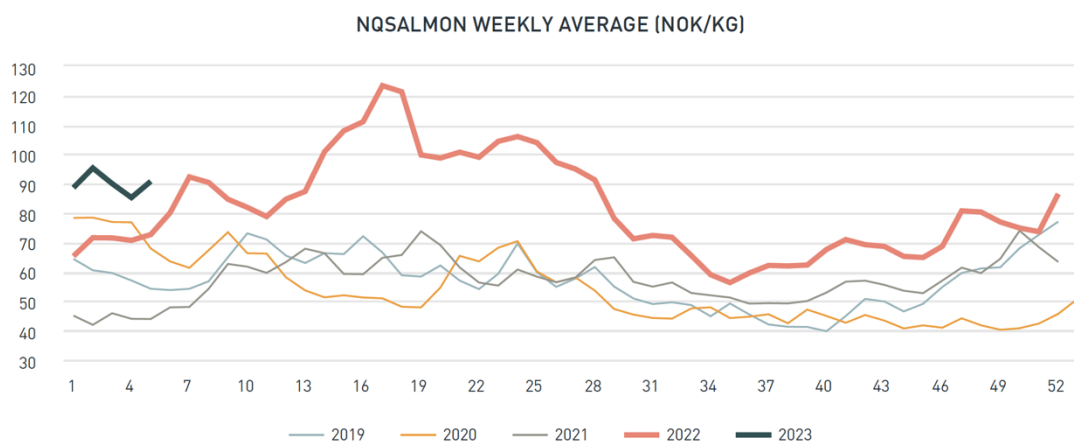
For å foreta en fundamental verdsettelse må nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene estimeres, dette gjøres ved hjelp av den strategiske analysen som har blitt gjennomført. Årsrapportene til Grieg Seafood blir tatt i betraktning sammen med deres egne fremtidige mål og planer omhandler. Kontantstrømmene skal estimeres i en femårig periode frem mot terminalåret og deretter estimere terminalverdi og -vekst. Alle historiske tall og tall i fremtidige prognoser er oppgitt i mNOK.

7.1 Driftsinntekter

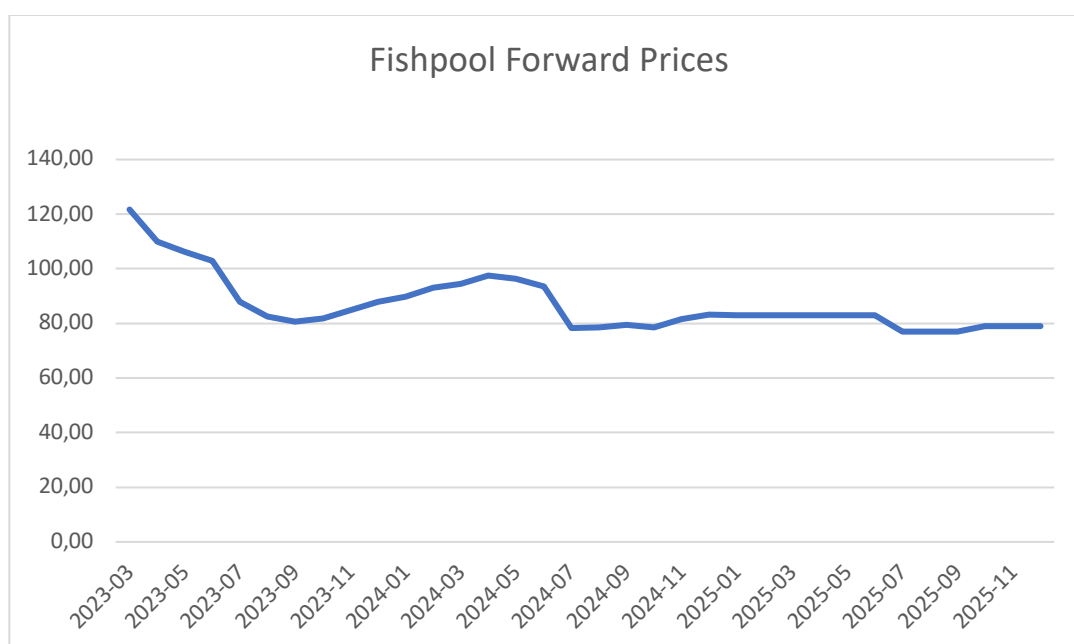
Grieg Seafood får sine driftsinntekter fra salg av laks, dermed vil lakseprisen og slaktevolumet ha stor betydning for deres driftsinntekter. Salget av laksen kommer fra både ubehandlet fisk og bearbeidet fisk. Salget av Shetland tok sted 15.12.2021, så etter 2021 har driftsinntektene fra Shetland avdelingen tatt slutt.

7.1.1 Laksepris

For å estimere fremtidige salgsinntekter og dens vekst, må vi først estimere fremtidig laksepris og slaktevolum. Figur 8 under viser grafen over utviklingen av lakseprisen, denne er gjengitt fra kap. 3.3.



Ifølge fishpool vil lakseprisen avta litt den kommende perioden. Prisen ligger på 121 NOK/kg i mars 2023 men vil ligge på 88 NOK/kg i slutten av året. Etter hvert vil prisen på laksen jevne seg ut og holde seg stabil på rundt 80 NOK/kg, slik vi kan se i figur 24 nedenfor. Tallene i figuren er basert på estimeringene fra Fishpool og ble hentet 12.04.2023 (Fish Pool, u.å.).



Figur 24 24 - Forward prices fra Fishpool 2023-2025

I og med at den forventede lakseprisen til Fishpool kun er tilgjengelig frem til 2025, må vi selv estimere en forventet laksepris fra 2026 frem til 2027. Som nevnt i kap. 4.1.1, er det naturlig å tenke seg at det vil komme flere statlige og internasjonale reguleringer i

oppdrettsbransjen som følge av de biologiske begrensningene. Dette kan indikere at prisen vil øke, dersom tilbudet på laks ikke klarer å møte etterspørselen på grunn av de reguleringene som kan bli satt i verk etter hvert. Fishpool estimerer prisen til å stabilisere seg ut på 80 NOK/kg mot slutten av 2024, og det er dermed hensiktsmessig å anta at prisen ikke vil være betydelig annerledes enn dette i perioden 2025-2027 heller (Fish Pool, u.å.). Tabell 3 under viser våre estimeringer av fremtidige laksepriser.

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Pris NOK/kg	95	87	80,5	80	80
Endring i %	16 %	-8 %	-7 %	-1 %	0

Tabell 3 3 - Estimert laksepris 2023-2027

7.1.2 Slaktevolum

For å estimere fremtidige driftsinntekter må man også se på slaktevolumet. Tabell 4 under viser den historiske utviklingen til slaktevolumet, i perioden 2018-2022.

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gj.snitt vekst
Slaktevolum i tonn	74 623	82 973	71 142	75 601	84 697	
Vekst i %	19 %	11 %	-14 %	6 %	12 %	7 %

Tabell 4 4 - Historisk slaktevolum 2018-2022

Det historiske slaktevolumet viser oss at den gjennomsnittlige veksten i den perioden var på 7%. For å kunne estimere fremtidig forventet slaktevolum, er det hensiktsmessig å se på historisk slaktevolum, bedriftens egne fremtidige prognoser og vår egen strategisk analyse av Grieg Seafood. I årsrapporten deres i 2022 skriver de at de forventer å ha en slaktevolum på 120 -135 tusen tonn laks innen 2026 (Grieg Seafood, 2023a, s. 11). Det betyr at de ønsker å øke slaktevolumet med inntil 50 000 tonn i løpet av tre år, fra 2023 til 2026. Dette er et nokså ambisiøst og høyt, men ikke umulig, mål. Gjennom den strategiske analysen som vi har foretatt, ser vi at det krevende å utvide driften i denne bransjen. Som tidligere diskutert er grunnen til dette sjøkonsesjonene og andre statlige reguleringen som ligger i grunn for oppdrettsbransjen og begrenser blant annet slaktevolumet til bedriftene i bransjen. Vi har estimert slaktevolum til 130 000 tonn i 2026, noe som ligger innenfor deres egne prognoser. Vi velger å legge oss såpass høyt med bakgrunn av funnene i den strategiske analysen. Videre er det nærliggende å tenke at denne vekstraten ikke kan

fortsette å øke på sikt, på grunn av nasjonale begrensninger og at Newfoundland avdelingen etter hvert når sitt planlagte årlige produksjonsvolum. Våre estimerte fremtidige slaktevolum vises i tabell 5 nedenfor.

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Slaktevolum i tonn	82 000	95 000	115 000	130 000	137 000
Vekst i %	-3 %	16 %	21 %	13 %	5 %

Tabell 5 5 - Estimert slaktevolum 2023-2027

7.1.3 Oppsummering driftsinntekter

Tabell 6 viser den historiske utviklingen i driftsinntektene til Grieg Seafood. Vi ser at driftsinntektene falt i 2020 og 2021 i forhold til årene før. En av årsakene for dette er at driftsinntektene fra Shetland er ekskludert fra resultatene fra og med 2020. I 2022 tok driftsinntektene seg opp igjen som følge av oppstarten av den nye avdelingen på Newfoundland.

År	2018	2019	2020	2021	2 022
Driftsinntekter	7 500	8 274	4 384	4 599	7 164

Tabell 6 6 - Historiske driftsinntekter 2018-2022

Ved å bruke fremtidig laksepris og fremtidig slaktevolum får vi nå estimert driftsinntekt de kommende årene. Vi kan estimere høy driftsinntekt i årene som kommer som følge av sterk økning i slaktevolumet til bedriften. Tabell 7 under viser våre estimeringer av de fremtidige driftsinntektene de kommende årene.

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	7 790	8 265	9 258	10 400	10 960

Tabell 7 7 - Estimerte driftsinntekter 2023-2027

7.2 Driftskostnader

Driftskostnadene fordeles inn i de tre kostnadene som omhandler bedriftens løpende drift. Disse er lønnskostnader, varekostnader og andre kostnader. Driftskostnadene påløper bedriften i sammenheng med driften, altså er det mest hensiktsmessig å se på driftskostnadene i sammenheng med driftsinntektene.

7.2.1 Lønnskostnader

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Lønnskostnader	541	611	500	577	696	
% av driftsinntekt	7 %	7 %	11 %	13 %	10 %	10 %

Tabell 8 8 - Historiske lønnskostnader 2018-2022

Som vi kan se fra tabell 8, har de historiske lønnskostnadene vært gjennomsnittlig 10% av driftsinntektene de siste fem årene. Lønnskostnadene har hatt en moderat stigning og dette kommer som en følge av nye investeringer og utvidelser, som for eksempel investeringen i avdelingen på Newfoundland.

Som diskutert i den strategiske analyse i kap. 4.3.2, vil dyktige ansatte være høyt verdsatt i denne bransjen. Ansatte med god erfaring og bred kunnskap innen bransjen er veldig viktig for oppdrettsbedriftene og det vil være konkurranse om den beste arbeidskraften. Videre vil økte investeringer i selskapet føre til høyere lønnskostnader i årene som kommer. Ettersom det ble satt mye kapital inn i avdelingen på Newfoundland i 2021, er det naturlig at det var noenlunde høyere lønnskostnader i årene rundt 2021. Men nå som den store investeringen er gjort, er det mest hensiktsmessige å anta at økningen i lønnskostnadene ikke vil overstige prosentandelen på 13%, som var i 2021, i årene som følger etter. Dermed estimerer vi at prosentandelen av lønnskostnadene vil holde seg stabile rundt 10% de neste fem årene. Våre fremtidige estimater av lønnskostnadene vises i tabell 9 nedenfor.

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Lønnskostnader	779	827	926	1 040	1 096
% av driftsinntekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %

Tabell 9 9 - Estimerte lønnskostnader 2023-2027

7.2.2 Varekostnader

Varekostnader inneholder kostnader knyttet til fiskefôr, andre produksjonskostnader og uforutsett mortalitet av laksen. Vi ser i tabell 10 under at varekostnader utgjør i gjennomsnitt 42% av driftsinntektene og dermed er dette bedriftens største kostnadspost.

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Varekostnader	3 853	4 182	1 717	1 738	2 234	
% av driftsinntekt	51 %	51 %	39 %	38 %	31 %	42 %

Tabell 10 10 - Historisk varekostnad 2018-2022

Når vi skal estimere varekostnadene de neste fem årene ser vi i hovedsak på driftsinntektene i forhold til innsatsfaktorene. Vi forventer en økning i slaktevolumet, dermed er det naturlig at dette vil medføre en økning i varekostnader også. Dette på grunn av desto høyere slaktevolum, desto mer fiskefôr trenger fiskene, dermed vil kostnadene knyttet til fiskefôr øke. Dessuten er det verdt å nevne at den generelle prisstigningen i økonomien, sånn som det er nå, også vil føre til høyere varekostnader for Grieg Seafood og de andre bedriftene i bransjen. Som nevnt i kap. 4.1.2 vil høyere strømpriser føre til høyere produksjonskostnader. Dette gjelder ikke bare for Grieg Seafood, men også for deres leverandører. Som leverandøren av fiskefôr er det dermed hensiktsmessig å anta at prisen på fiskefôret også vil øke. Men, slik vi så i kap. 4.2.5, har ikke leverandørene av fiskefôr høy forhandlingsmakt. Det vil si at de kan ikke sette opp prisene over den generelle prisstigningen i økonomien. Vi estimerer en økning i varekostnadene frem mot 2025 som følge av blant annet oppstarten av avdelingen på Newfoundland. Vi velger å vektlegge årene 2020-2022 som mest representative i den historiske dataen i og med at disse tallene er ekskludert avdelingen på Shetland som ble solgt i 2021. Deretter estimerer vi at varekostnadene stagnerer etter 2025 som følge av økt teknologi i oppdrettsbransjen. Tabell 11 nedenfor viser våre fremtidige estimeringer av varekostnaden.

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Varekostnader	2 649	2 975	3 518	3 952	4 165
% av driftsinntekt	34 %	36 %	38 %	38 %	38 %

Tabell 11 11 - Estimert varekostnad 2023-2027

7.2.3 Andre driftskostnader

Kostnadsposten «andre driftskostnader» inneholder kostnader knyttet til transport, forsikringer, vedlikeholdskostnader, markedsføringskostnader og andre lignende kostnader. Tabell 12 under viser at posten «andre driftskostnader» historisk sett har utgjort 24-36% av driftsinntektene. Selv med endring i organisasjonsstruktur, har disse andre driftskostnadene holdt seg relativt stabile i forhold til driftsinntektene.

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Andre driftskostnader	1 821	2 013	1 592	1 527	2 087	
% av driftsinntekt	24 %	24 %	36 %	33 %	29 %	29 %

Tabell 12 12 - Historiske andre driftskostnader 2018-2022

For perioden fremover er det mest hensiktsmessig å anta at posten for andre driftskostnader vil holde seg stabilt rundt gjennomsnittet, målt ut ifra de siste fem årene, på 29%. I og med at prosentandelen har holdt seg såpass konstant de siste årene, til tross for Shetland og Newfoundland, viser dette at det skal mye til for å påvirke denne kostnadsposten. Det betyr at med mindre det kommer noen ekstreme tilfeller eller forandringer, kan vi anta at prosentandelen holder seg rundt det historiske gjennomsnittet, slik tabell 13 under viser.

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Andre driftskostnader	2 259	2 397	2 685	3 016	3 178
% av driftsinntekt	29 %	29 %	29 %	29 %	29 %

Tabell 13 13 - Estimerte andre driftskostnader 2023-2027

7.2.4 Oppsummering driftskostnader

Tabell 14 nedenfor viser oss de historiske driftskostnadene oppsummert. Tallene er hentet fra Grieg Seafood sine årsrapporter og viser oss den historiske utviklingen til bedriftens driftskostnader. Vi ser at i 2020 og 2021 fikk vi betydelig lavere driftskostnader enn i årene før. Grunnen til dette er fordi avdelingen på Shetland er ekskludert fra regnskapstallene i årsrapportene slik at vi mister kostnader fra en hel avdeling de to årene. Dessuten ser vi at driftskostnadene tok seg noe opp igjen i 2022, dette er som følge av oppstarten av ny avdeling på Newfoundland, slik at bedriften fikk kostnader fra en ny avdeling.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	7 500	8 274	4 384	4 599	7 164
Lønnskostnader	541	611	500	577	696
Varekostnader	3 853	4 182	1 717	1 738	2 234
Andre driftskostnader	1 821	2 013	1 592	1 527	2 087
Driftskostnader (OPEX)	6 215	6 806	3 809	3 842	5 017

Tabell 14 14 - Oppsummering historiske driftskostnader perioden 2018-2022

Gjennom våre estimeringer av bedriftens fremtidige driftskostnader kan vi sette sammen tallene for å vise de estimerte totale driftskostnadene for perioden 2023-2027, slik tabell 15 nedenfor viser. I tabellen ser vi at vi får en jevn økning i de totale driftskostnadene i perioden. Vi har ikke noe grunnlag for å estimere noe annet enn en stabil økning i alle kostnadspostene under driftskostnadene.

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	7 790	8 265	9 258	10 400	10 960
Lønnskostnader	779	827	926	1 040	1 096
Varekostnader	2 649	2 975	3 518	3 952	4 165
Andre driftskostnader	2 259	2 397	2 685	3 016	3 178
Driftskostnader (OPEX)	5 687	6 199	7 128	8 008	8 439

Tabell 15 15 - Estimerte driftskostnader 2023-2027

7.3 Avskrivninger

Avskrivninger refererer til en periodisk nedskrivning av verdier av langsiktige eiendeler over dens forventede levetid. Disse avskrivningene gjenspeiler en gradvis nedgang i verdien av eiendelene som følge av faktorer som kan påvirke eiendelenes verdi over tid, som for eksempel slitasje. Denne regnskapsposten vil påvirke bedriftens resultat- og balanseregnskap. Grieg Seafood sine avskrivninger har variert de siste fem årene. Vi bruker det prosentvise gjennomsnittet for de siste fem årene som utgangspunkt for fremtidsprognosene. Tabell 16 viser de historiske avskrivningene for Grieg Seafood de siste fem årene.

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Avskrivninger	236	411	369	376	591	
Driftsinntekter	7 500	8 274	4 384	4 599	7 164	
% av driftsinntekt	3 %	5 %	8 %	8 %	8 %	7 %

Tabell 16 16 - Historiske avskrivninger 2018-2022

Vi velger å vektlegge årene fra 2020, ettersom disse tallene inkluderer oppbygningen av Newfoundland. For fremtidige prognoser har vi tatt i betraktning den midlertidige suspensjonen av nye investeringer frem til den nye lakseskatten har blitt bestemt, som nevnt tidligere i kapittel 4.1.1. Det blir fornuftig å anta at avskrivningene holder seg nokså like i 2023 som de gjorde i 2022, før de går gradvis oppover. Vi har antatt at når lakseskatten blir avklart, vil pengene som har blitt «holdt» tilbake, bli brukt på nye prosjekter og investeringer. Av den grunn tror vi at avskrivningene kommer til å gå noe opp i 2025-2026, før det vil komme på et nivå likt nettoinvesteringene. I terminalåret beregner vi avskrivninger til å være like investeringene, fordi vi forutsetter at selskapet kun investerer for å opprettholde kapitalbasen inn i evigheten.

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Avskrivninger	595	630	683	800	877
Driftsinntekter	7 790	8 265	8 855	10 240	10 960
% av driftsinntekt	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %

Tabell 17 17 - Estimerte avskrivninger 2023-2027

7.4 Skatt

Som tidligere nevnt i kap. 4.1.1, er Grieg Seafood belagt vanlig selskapskatt slik som alle andre selskaper i Norge. Den satsen ligger per nå på 22%. Regjeringen har, som tidligere nevnt, besluttet at det skal innføres grunnrenteskatt på oppdrettsnæringen i Norge. Selv om endelig skattesats ikke er bestemt enda, så er det fastslått at skattesatsen skal endres fra og med 1. Januar 2023. Per 23. mars 2023 har ingenting blitt bestemt ennå, men vi tar utgangspunkt i den nyligste foreslåtte satsen fra regjeringen på 35% i vår verdsettelse. Det betyr at vi kommer til å bruke en totalskattesats på 57%. Vi er klar over at denne satsen vil gjenspeile en betydelig reduksjon i overskuddet og eiernes investeringsvillighet. Da dette ikke er fastsatt, vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å se hvordan ulike skattesatser vil kunne påvirke denne posten i kap. 11.3.

7.5 Arbeidskapital

Arbeidskapital er en finansiell indikator som viser et selskap sitt evne til å betale for sine løpende utgifter og gjeld på kort sikt. Dette vil vise oss forskjellen mellom selskapets nåværende eiendeler og nåværende gjeld. Vi ser utregningen av arbeidskapitalen i formel 16 nedenfor.

Arbeidskapital

$$= \text{omløpsmidler (eks. kontanter og } \Delta \text{ i biomasse)} - \text{kortsiktig gjeld}$$

Formel 16 - Arbeidskapital

Tidligere har arbeidskapitalen til Grieg Seafood variert nokså mye, som vist i tabell 18. Dette kan skyldes blant annet svekket driftsinntekt i 2020 og 2021, samt oppkjøpet av Newfoundland i nyere tider som har ført til økte omløpsmidler i 2021-2022. Men hvis vi ser på de årene før salget av Shetland og oppkjøpet av Newfoundland, får vi mer representative tall.

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	7 500	8 274	4 384	4 599	7 164	
Arbeidskapital	2 404	2 952	2 369	2 305	3 896	
% av driftsinntekt	32 %	36 %	54 %	50 %	54 %	45 %

Tabell 18 18 - Historisk arbeidskapital 2018-2022

En viktig ting å bemerke seg når man skal estimere den fremtidige arbeidskapitalen er den naturlige volatiliteten til biomassen. Denne faktoren vil endre seg i takt med lakseprisen og vil dermed gjøre det vanskelig å estimere endringer i arbeidskapitalen over tid. Estimatenes vi har kommet frem til er som vist i tabell 19 under.

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	7 790	8 265	9 258	10 400	10 960
Arbeidskapital	3 800	3 600	3 300	3 100	3 105
% av driftsinntekt	49 %	44 %	36 %	30 %	28 %
Δ Arbeidskapital	-96	-200	-300	-200	5

Tabell 19 19 - Estimert arbeidskapital samt prosentvis endring 2023-2027

Vi antar at fremtidig arbeidskapital vil synke ned mot det historiske gjennomsnittet som selskapet har hatt før 2020 på rundt 30-35%. Perioden 2021-2022 vil være mindre representativ for fremtiden på bakgrunn av endring i selskapsstrukturen i denne perioden. I terminalåret har vi estimert en økning av arbeidskapital på fem millioner. Dette er for å understreke at vekst ikke kommer gratis for et selskap og at økt kapitalbinding vil være nødvendig for å støtte denne veksten.

7.6 Investeringer (CapEx)

Investeringer, eller «Capital Expenditures» som det heter på engelsk, refererer til de utgiftene knyttet til de varige eiendelene som bygninger, kjøretøy og utstyr (PP&E). Vi utfører CapEx beregninger fordi det bidrar til å planlegge investeringer på lang sikt. CapEx er også med på å forutsi de fremtidige inntektene og utgiftene til en virksomhet, samt hjelpe å beregne avskrivninger og mulige verdifall på investeringene over tid. Vi kan se de historiske CapEx utgiftene til Grieg Seafood i tabell 20 under.

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
PP&E	2 293	2 958	3 033	3 403	3 948	
Δ i PP&E	421	665	75	369	546	
Avskrivninger	236	411	369	376	591	
Netto Invest. (CapEx)	657	1 076	444	745	1 137	
Driftsinntekter	7 500	8 274	4 384	4 599	7 164	
% av driftsinntekt	9 %	13 %	10 %	16 %	16 %	13 %

Tabell 20 20 - Historisk CapEx 2018-2022

Bedrifter har sjeldent jevne investeringsstrømmer. Disse går gjennom perioder der hvor CapEx utgiftene kan være svært høye, for eksempel når et nytt anlegg bygges. Som nevnt tidligere investerte Grieg Seafood på den nye Newfoundland avdelingen, som vil være hovedforklaringen til hvorfor CapEx er høyere i perioden 2021-2022 for Grieg Seafood. Nå som investeringene begynner å bli ferdigstilt, estimerer vi at netto investeringer vil falle noe under det historiske gjennomsnittet. Vi har også tatt i betraktning faktumet at Grieg Seafood har suspendert investeringene sine i slutten av 2022 eller i begynnelsen av 2023 inntil lakseskatten har blitt innført, men at denne vil ta seg opp igjen når dette har blitt bestemt, før det avtar igjen. Vi får da resultatene som vist i tabell 21.

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
PP&E	4 132	4 329	4 479	4 563	4 563
Δ i PP&E	184	197	150	84	0
Avskrivninger	595	630	683	800	877
Netto Invest. (CapEx)	779	827	833	884	877
Driftsinntekter	7 790	8 265	9 258	10 400	10 960
% av driftsinntekt	10 %	10 %	9 %	9 %	8 %

Tabell 21 21 - Estimert CapEx 2023-2027

7.7 Oppsummering kontantstrømmer

FCFF (mNOK)	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Salgspris i NOK	95	87	80,5	80	80
Slaktevolum i tonn	82 000	95 000	115 000	130 000	137 000
Driftsinntekter	7 790	8 265	9 258	10 400	10 960
Driftskostnader	5 687	6 199	7 128	8 008	8 439
EBITDA	2 103	2 066	2 129	2 392	2 521
Avskrivninger (-)	595	630	683	800	877
EBIT	1 508	1 436	1 446	1 592	1 644
Skatt (-)	860	819	824	907	937
CapEx (-)	779	827	833	884	877
Avskrivninger	595	630	683	800	877
Δ i arbeidskapital (-)	-96	-200	-300	-200	5
FCFF	561	621	772	801	702

Tabell 22 22 - Oppsummering FCFF

7.8 Terminalverdi

Vi benytter oss av terminalverdi for å estimere Grieg Seafood sin verdi på kontantstrømmene fra 2027 og ut i evigheten. Veksten i terminalverdien må være lavere enn veksten i markedet i sin helhet, da det er urimelig å anta at selskapet vokser seg større enn verdensøkonomien. De siste 30 årene har gjennomsnittlig BNP på verdensbasis vært 2,9% (Macrotrends, u.å.). Grieg Seafood er nødt til å ha en beregnet terminalvekst som er lavere enn dette.

Basert på regnskapsanalysen ser vi på Grieg Seafood som et solid selskap som vil kunne eksistere inn i evigheten. Videre trekker vi en konklusjon basert på den strategiske analysen om at terminveksten deres vil være under gjennomsnittlig vekst i verdensøkonomien. Vi legger en terminalvekst på 2% til grunn for verdiestimeringen. Vårt estimat samsvarer med resultatet av forventet terminalvekst basert på en bransjeundersøkelse utgitt av PwC i samarbeid med Forening for finansfag Norge (NFF) (PwC, u.å., s. 14).

8 Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen estimeres ved å anvende kapitalverdimodellen (CAPM), hvor formel 3 er gjengitt nedenfor. Avkastningskravet er det kravet investorer forventer å tjene på sin investering, som en kompensasjon for den tid og risiko de tar.

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

8.1 Risikofri rente

Risikofri rente (r_f) er renten man kan få uten å påta seg risiko og det er første steg i kapitalverdimodellen. Utgangspunktet for den risikofrie renten er den gjennomsnittlige 10-årige statsobligasjonsrenten. På grunn av flere rentehevinger i 2022 og 2023 har vi valgt å bruke den gjennomsnittlige renten for det siste året og får at den 10-årige statsobligasjonsrenten er 3,07% (Norges Bank, 2023). Dette estimatet vil bli brukt videre i utregningen vår.

8.2 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen viser hvor mye en aksje svinger i forhold til en markedsportefølje, som nevnt i kap. 5.1.1. Betaen kan beregnes på flere ulike måter. Vi vil bruke regresjons-, fundamental- og justert beta i våre betaberegninger.

8.2.1 Regresjonsbeta

Beta er et mål på den systematiske risikoen til en aksje målt opp mot et marked. Grieg Seafood ble børsnotert i 2007 og det er dermed naturlig å benytte historiske data. I regresjonsanalysen velger vi å bruke daglige data fra de siste fem årene for selskapet og for Oslos hovedindeks (OSEBX). Vi velger å bruke daglige aksjekurser for å få med viktige svingninger i aksjekursen, som man kan gå glipp av ved å kun se på ukentlige kurser. Dataen er hentet for perioden 23.03.18-23.03.23.

SAMMENDRAG (UTDATA)								
Regresjonsstatistikk								
Multipel R	0.37839959							
R-kvadrat	0.14318625							
Justert R-kvadrat	0.13987809							
Standardfeil	0.0241175							
Observasjoner	261							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0.02517557	0.02517557	43.2827319	2.6078E-10			
Residualer	259	0.15064837	0.00058165					
Totalt	260	0.17582394						
Koeffisienter Standardfeil t-Stat P-verdi Nederste 95% Øverste 95% Nedre 95.0% Øverste 95.0%								
Skjæringspunkt	0.00137114	0.00149448	0.91747447	0.35974761	-0.0015717	0.00431402	-0.0015717	0.004314016
X-variabel 1	1.06865985	0.16243595	6.57896131	2.6078E-10	0.74879657	1.38852314	0.74879657	1.388523137

Figur 25 25 - Regresjonsanalyse av Grieg Seafood mot OSEBX

Egenkapitalbetaen til Grieg Seafood funnet ved bruk av regresjonsanalyse i figur 25 ovenfor er estimert til å være 1,07. Figuren gir oss videre et justert R-kvadrat, som tilsier hvor mye av risikoen til selskapet som stammer fra markedet. Selskapets risiko som stammer fra markedet er 13,99% og dermed er selskapets usystematiske risiko resterende 86,01%.

Selskap	Beta
Grieg Seafood	1.069
Salmar	0.756
Mowi	0.756
Lerøy	0.932
Gjennomsnitt	0.878

Tabell 23 - Gjennomsnittlig regresjonsbeta

Ovenfor i tabell 23 har vi regnet regresjonsbeta for de sammenlignbare selskapene, samt tatt et gjennomsnitt av disse. Grieg Seafood har beta som er nærmere 1 enn konkurrentene, noe som tilsier at deres svingninger er mer like markedet sine svingninger.

8.2.2 Fundamental beta

Fundamental beta beregnes ut fra sammenlignbare selskaper sin regresjonsbeta. Denne betaberegningen tar for seg skattesats og gjeldsgrad til selskapet i beregningen. Tabell 24 under viser at Grieg Seafood sin fundamentale betaberegning blir 0,80.

	Gjeldsgrad (D/E)	Skattesats	Regresjonsbeta	Unlevered beta
Salmar	159 %	57 %	0,756	0,45
Mowi	92 %	57 %	0,756	0,54
Lerøy	76 %	57 %	0,932	0,70
Gj.snittlig unlevered beta				0,56
Levered beta	99 %	57 %		0,80

Tabell 24 - Fundamental beta beregning

8.2.3 Justert beta

Som vi har analysert i den strategiske analysen, så har vi ingen grunn til å tro at Grieg Seafood bærer konkurrisiko. Empiriske funn tyder på at beta for selskaper over tid vil nærme seg markedsbetaen på 1. Vi velger å justere betaen ved hjelp av Bloomberg-metoden (Damodaran, 2012, s. 187). Utregningen for Bloomberg-modellen er vist i formel 17 nedenfor.

$$\text{Justert beta} = \text{råbeta} * 0,67 + 1 * 0,33$$

Formel 17 - Justert beta

	Gjeldsgrad (D/E)	Skattesats	Regresjonsbeta	Unlevered beta
Salmar	159 %	57 %	0.756	0.45
Mowi	92 %	57 %	0.756	0.54
Lerøy	76 %	57 %	0.932	0.70
Gj.snittlig unlevered beta				0.56
Levered beta	99 %	57 %		0.80
Justert levered beta				0.87

Tabell 25 - Justert levered beta

Tabell 25 ovenfor viser endelig utregning av justert levered beta, på 0,87. Vi vil benytte dette estimatet for beta videre i utregningene.

8.3 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremie er en risikopremie investor forventer å få av å investere i markedet fremfor risikofri investering. PwC har i samarbeid med NFF beregnet markedsrisikopremien til å være 5%. Dette estimatet har vært stabilt siden 2014 og vi velger å benytte det videre i vår analyse (PwC, u.å.).

8.4 Oppsummering

Gjennom kapitlet har vi estimert alle komponentene av kapitalverdimodellen og er klar til å anvende denne for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Vi repeterer formel 3 for CAPM nedenfor.

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

Dette gir Grieg Seafood et avkastningskrav til egenkapitalen utregnet nedenfor.

$$r_e = 3,07\% + 0,87 * 5\% = 7,42\%$$

Risikofri rente	3.07 %
Markedsrisikopremie	5 %
Beta	0.87
Avkastning til egenkapital	7.42 %

Tabell 26 - Avkastningskrav til egenkapital

Tabell 26 viser et sammendrag av funnene i kap. 8. Videre i oppgaven vil vi bruke 7,42% som selskapets avkastningskrav til egenkapitalen.

9 Avkastningskrav til totalkapitalen

Til nå i oppgaven har vi estimert selskapets avkastningskrav til egenkapitalen. Grieg Seafood er som kjent finansiert med en kombinasjon av egenkapital og gjeld, så vi må beregne et avkastningskrav til totalkapitalen. Her bruker vi formelen for WACC og repeterer formel 4 fra kap. 5.1.2.

$$WACC = \left(\frac{D}{V} * (1 - T_C) * r_D \right) + \left(\frac{E}{V} * r_E \right)$$

9.1 Markedsverdi av egenkapitalen

For å beregne egenkapitalverdi multipliserer vi pris per aksje med antall aksjer utstedt per 31.12.2022, som vist i tabell 27 under. Per 31.12.22 var aksjeprisen 78,6 NOK og det var i overkant av 113 millioner aksjer utstedt. Dette gir markedsverdi på egenkapitalen i underkant av 8 917 millioner norske kroner, heretter omtalt mNOK.

Aksjekurs	78.6
Antall aksjer utstedt	113 447 042
Markedsverdi egenkapital	8 916 937 501

Tabell 27 - Markedsverdi egenkapital

9.2 Markedsverdi av gjelden

Markedsverdi av gjeld vil gi et mer korrekt bilde av selskapets gjeld enn bokført verdi. Da markedsverdien er vanskelig å finne velger vi likevel å se på den bokførte verdien av netto rentebærende gjeld pr. 31.12.2022, som er 2 206,77 mNOK.

9.3 Egenkapitalkostnad

Egenkapitalkostnad er en kostnad på egenkapitalen, som er ment for å kompensere investorene for den tid og risiko de påtar seg ved å investere i et selskap.

Egenkapitalkostnad ble beregnet i kap. 8.4 og er på 7,42%.

9.4 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden blir estimert ved å se på summen av den risikofrie renten og misligholdsrisikoen til selskapet. Misligholdsrisikoen til et selskap er ofte vanskelig å estimere, da den ofte ikke omsettes i markedet. Den vanligste måten å estimere dette på er ved å se på et selskap sine utstedte obligasjoner, dersom disse omsettes i markedet. På grunn av vanskeligheter med å innhente nok informasjon om gjelden til Grieg Seafood velger vi å bruke en syntetisk rating for å beregne misligholdsrisikoen. For å gjøre dette trenger vi Interest Coverage ratio for selskapet, noe vi har beregnet i tabell 28 nedenfor. Tallene er hentet fra årsregnskapet 2022 til Grieg Seafood.

EBIT	1497
Rentekostnad	140
Interest coverage ratio	10.69

Tabell 28 - Interest coverage ratio

Vi velger å bruke en standardisert tabell for påslag av misligholdsrisikoen for selskaper med markedsverdi under 5000 mUSD, utgitt av Damodaran (Damodaran, u.å.). Tabellen oppdateres årlig og er vist i tabell 29 nedenfor.

Interest Coverage Ratio	Rating	Spread
> 12.5	AAA	0.75 %
9.5 - 12.5	AA	1.00 %
7.5 - 9.5	A+	1.50 %
6 - 7.5	A	1.80 %
4.5 - 6	A-	2.00 %
3.5 - 4.5	BBB	2.25 %
3 - 3.5	BB	3.50 %
2.5 - 3	B+	4.75 %
2 - 2.5	B	6.50 %
1.5 - 2	B-	8.00 %
1.25 - 1.5	CCC	10.00 %
0.8 - 1.25	CC	11.50 %
0.5 - 0.8	C	12.70 %
< 0.5	D	14.00 %

Tabell 29 - Standardisert tabell for misligholdsrisiko

Dette gir en syntetisk rating på AA som gir et påslag på misligholdsfaktoren på 1%. Som nevnt i kap. 8.1 er den risikofrie raten 3,07%. Vi summerer disse variablene og får en gjeldskostnad på 4,07%.

9.5 Skattesats

Grunnrenteskatten er ikke relevant for avkastningskravet, da det er selskapskatten man får fradrag for i regnskapet. Vi benytter derfor en skattesats på 22% for å estimere WACC.

9.6 Oppsummering WACC

$$WACC = \left(\frac{2206,77}{11\,123,77} * (1 - 22\%) * 4,07\% \right) + \left(\frac{8917}{11\,123,77} * 7,42\% \right) = 6,58\%$$

Vi har gjennom dette kapitlet estimert alle komponentene for å kunne beregne et endelig avkastningskrav til totalkapitalen. Utregningen er vist ovenfor og resulterer i et endelig avkastningskrav til totalkapitalen på 6,58%.

10 Verdiberegning fundamental verdsettelse

Nå har vi estimert selskapets fremtidige kontantstrømmer og avkastningskrav, noe som gjør at vi nå kan fullføre vår fundamentale verdsettelse. Vi benytter oss av 6,58% som WACC og terminalvekst på 2%. Formel 18 nedenfor viser hvordan terminalverdien er beregnet.

$$Terminalverdi = \frac{CF_{2027} * (1 + g)}{WACC - g} = \frac{702 * 1,02}{0,0658 - 0,02} = 15\ 635$$

Formel 18 - Estimert terminalverdi

Videre viser tabell 30 nedenfor en oppsummering av FCFF, terminalverdi og neddiskonterte nåverdier.

Nåverdi i mNOK	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
FCFF	561	621	772	801	702
WACC	6,58 %	6,58 %	6,58 %	6,58 %	6,58 %
Diskonteringsfaktor	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71
Terminalverdi					15 635
Nåverdi (FCFF)	524	542	629	610	500
Nåverdi (terminalverdi)					11 125

Tabell 30 - Nåverdier av kontantstrømmer

For å verdsette egenkapitalen til selskapet, må vi først finne selskapets totale verdi ved å summere nåverdien av alle diskonterte fremtidige kontantstrømmer og den diskonterte terminalverdien. Ved å subtrahere netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien, får vi en egenkapitalverdi på 11 722 202 513 NOK som vist i tabell 31.

Egenkapitalverdi	Estimert
Nåverdi av kontantstrøm	2 804,17
Nåverdi av terminalverdi	11 124,80
Selskapsverdi	13 929
Total gjeld (-)	2 207
Egenkapitalverdi	11 722

Tabell 31 – Egenkapitalverdi

For å beregne endelig aksjeverdi deler vi egenkapitalverdien på antall utestående aksjer, som gir oss en endelig verdi per aksje på 103 NOK, vist i tabell 32 nedenfor.

Aksjepris	Estimert
Egenkapitalverdi	11 722 202 513
Utestående aksjer	113 447 042
Aksjepris	103

Tabell 32 - Endelig verdi per aksje basert på fundamental verdsettelse

11 Sensitivitetsanalyse

Underveis i oppgaven har vi tatt flere skjønsmessige vurderinger og forutsetninger, som har vært utslagsgivende i beregning av aksjeverdien. Vi velger å utføre en sensitivitetsanalyse for å se på hvordan endring i innflytelsesrike variabler kan påvirke den endelige prisen. Vi vil ta for oss sensitivitetsanalyser for 1) slaktevolum og pris, 2) terminalvekst og WACC, og til slutt 3) skatt.

11.1 Slaktevolum og pris

For et oppdrettsselskap påvirkes avkastningen av mange faktorer. Hvor mange tonn laks Grieg Seafood slakter, eller hvor mye markedsprisen på laks forandrer seg, kan være utslagsgivende for selskapets aksjepris. Tabell 33 nedenfor viser hvordan en prosentvis endring i henholdsvis produksjonsvolum og pris per år påvirker den estimerte aksjekursen.

Aksjepris i NOK	Prisvekst						
	-20 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	20 %
20 %	96	118	129	141	152	163	185
10 %	81	101	112	122	132	142	163
5 %	74	93	103	113	122	132	152
Produksjonsvolum 0 %	66	85	94	103	113	122	141
-5 %	59	76	85	94	103	112	129
-10 %	51	68	76	85	93	101	118
-20 %	36	51	59	66	74	81	96

Tabell 33 - Sensitivitetsanalyse slaktevolum og pris

Ettersom det er flere eksterne faktorer som kan påvirke lakseprisen, så har vi valgt å se på hvordan en endring i prisen påvirker den endelige aksjeprisen for selskapet. På grunn av oppstarten av Newfoundland og ulike miljømessige faktorer har vi valgt å se lakseprisen i

sammenheng med endring i slaktevolum. Tabell 33 viser at endring i både slaktevolum og pris kan gi utslagsgivende resultater. Dette kan man se særdeles godt på ytterpunktene i tabellen, eksempelvis dersom både laksepris og slaktevolum faller med 20% vil aksjeprisen falle med 65%.

11.2 Terminalvekst og WACC

Terminalvekst og WACC er to variabler som vil påvirke selskapets aksjekurs i stor grad. På grunn av at estimatene er gjort etter skjønnsmessige vurderinger, vil vi se nærmere på hvordan aksjeprisen påvirkes ved endring av disse. Terminalveksten vil påvirke hvilken vekst selskapet vil ha inn i evigheten og WACC vil påvirke hvilket avkastningskrav vi skal diskontere med.

Aksjepris i NOK		WACC				
		5,5 %	6,0 %	6,58 %	7,0 %	7,5 %
Terminalvekst	2,8 %	173	147	125	113	102
	2,5 %	156	134	116	106	96
	2,0 %	134	118	103	95	87
	1,5 %	117	105	93	87	80
	1,2 %	109	98	88	82	76

Tabell 34 - Sensitivitetsanalyse terminalvekst og WACC

Tabell 34 ovenfor viser hvor sensitiv endring av aksjeprisen er til en endring i terminalveksten og WACC. En endring vil være betydelig for aksjeprisen. For eksempel vil en økning i terminalvekst fra 2% til 2,5% resultere i 12,6% økning fra opprinnelig pris.

11.3 Skatt

På grunn av usikkerhet i markedet rundt grunnrenteskatt, har vi valgt å gjøre en sensitivitetsanalyse for hvordan den endelige effektive skattesatsen påvirker selskapets aksjeverdi. Dagens selskapsskatt er på 22%, men det er vedtatt at det vil komme lakseskatt over dette, med virkning fra 01. januar 2023.

Vi har valgt å basere skattesatsene i analysen i stor grad på utsagn fra regjeringen og bransjeforventninger. Regjeringen sitt første forslag resulterte i effektiv totalskatt på 62%, men etter store protester har de kommet ut med et nytt forslag på 57%, inkludert selskapsskatten. Bransjeforventningene har på sin side hatt forventet totalskatt på et lavere nivå, og vi har valgt å se på 37% og 42%, altså en lakseskatt på 15% og 20%.

Skatt	22 %	37 %	42 %	57 %	62 %	73 %
Ny aksjepris	202	160	146	103	89	58

Tabell 35 - Sensitivitetsanalyse for skatt

Tabell 35 ovenfor viser hvordan skattesatsen påvirker aksjeprisen. Skattesatsen vil påvirke prisen i svært stor grad og dette har skapt mye usikkerhet i bransjen og for investorene. En endring i skattesatsen vil gi stort utslag i prisen.

12 Relativ verdsettelse

Den relative verdsettelsen vil ta for seg multiplene P/E, P/B og EBIT/KG i estimeringen av Grieg Seafood sin aksjekurs. Vi bruker de samme sammenlignbare selskapene som er blitt brukt gjennomgående i oppgaven, altså SalMar, Mowi og Lerøy.

Vi bruker gjennomsnittlig aksjekurs fra 04. januar til 03. april 2023, for å minske risikoen for dagssvingninger som kommer ved å kun se på én gitt dag. Bokverdi av EK (egenkapital) og antall aksjer utstedt er hentet fra selskapene sine års- og kvartalsrapporter.

Det kan gi en misvisende aksjekurs dersom man baserer den relative verdsettelsen på kun én multipl alene. Dette kommer av at de ulike multiplene blir påvirket av ulike faktorer og man bør dermed se flere multipler sammen for å få et mer nøyaktig bilde på aksjekursen. Vi velger å bruke en kombinasjon av P/E og P/B, hvor vi deretter ser på om vi skal justere mot EBIT/KG.

12.1 P/E

Tabell 36 viser beregnet P/E for Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene, i tillegg til et gjennomsnitt av disse. Grieg Seafood har en betydelig lavere P/E multipl, som indikerer at selskapet er undervurdert eller at markedet har liten tro på fremtidig inntjeningspotensial.

	SalMar	Mowi	Lerøy	Grieg Seafood	Gjennomsnitt
Aksjekurs	426,59	178,40	53,75	79,52	
Resultat per aksje	27,6	15,26	3,59	10,3	
P/E	15,46	11,69	14,97	7,72	12,46

Tabell 36 - P/E multiplikator beregninger

Vi har funnet gjennomsnittlig P/E som vi deretter ganger med Grieg Seafood sitt resultat per aksje, for å finne aksjekursen. Utregningen er vist i tabell 37 nedenfor.

Aksjepris fra P/E	
Gjennomsnittlig P/E	12,46
Resultat per aksje	10,3
Aksjekurs Grieg	128,33

Tabell 37 - Estimert aksjepris basert på P/E

12.2 P/B

Som vist i tabell 38 nedenfor ser vi P/B for Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene, samt en gjennomsnittlig P/B. Grieg Seafood har den laveste P/B av selskapene og ligger under gjennomsnittet, noe som kan tyde på at selskapet er underpriset sett i forhold til bransjen. Bokverdien av EK og antall aksjer viser per 1000 i tabell 38.

	SalMar	Mowi	Lerøy	Grieg Seafood	Gj.snitt
Aksjekurs	426,59	178,40	53,75	79,52	
BV av EK	24 155 000 000	37 261 832 600	21 023 693 000	6 485 708 000	
Ant. aksjer	145 138 920	517 111 091	595 773 680	113 447 042	
BV pr aksje	166,43	72,06	35,29	57,17	
P/B	2,56	2,48	1,52	1,39	1,99

Tabell 38 - P/B multiplikator beregninger

For å finne aksjeprisen ganger vi bokført verdi per aksje med den gjennomsnittlige P/B, noe som gir en beregnet aksjepris på 114, basert på P/B multippelen. Utregningene er vist i tabell 39 nedenfor.

Aksjepris fra P/B	
Gjennomsnittlig P/B	1,99
Bokført verdi pr aksje	57,17
Aksjepris Grieg	113,67

Tabell 39 - Estimert aksjepris basert på P/B

12.3 EBIT/KG

EBIT/KG viser hvor mye inntjening selskapet har per kg slaktet laks. Fra tabell 40 nedenfor kan man se at Grieg ligger nærme gjennomsnittlig EBIT/KG. Dette tyder på at de er tilnærmet like lønnsomme som de sammenlignbare selskapene og vi velger dermed å ikke justere for EBIT/KG i vår endelige relative verdsettelse.

	SalMar	Mowi	Lerøy	Grieg Seafood	Gj.snitt
EBIT	4 465 000 000	10 157 540 600	3 194 879 000	1 739 000 000	
Antall tonn fisk	193 700 000	463 635 000	174 629 000	84 697 000	
EBIT/KG	23,05	21,91	18,30	20,53	20,95

Tabell 40 - EBIT/KG multiplikator beregninger

12.4 Oppsummering

Ved å foreta en relativ verdsettelse har vi kommet frem til en P/E og P/B prisestimat på henholdsvis 128,33 og 113,67 NOK. Vi velger å vekte disse for å få en samlet aksjepris for vår relative verdsettelse. På grunn av at Grieg Seafood sin P/E avviker betydelig fra gjennomsnittet, så har vi valgt å vekte denne 25%. De resterende 75% vektet mot P/B estimatet. Vi justerer ikke aksjeprisen for EBIT/KG. Ved å vekte multiplene får vi en endelig aksjepris på 117,33 NOK, som vist i tabell 41 nedenfor.

Aksjepris fra relativ verdsettelse		
Multipel	P/E	P/B
Pris	128,33	113,67
Vekting	25 %	75 %
Aksjepris	117,33	

Tabell 41 - Endelig aksjepris basert på relativ verdsettelse

13 Verdiestimat

I verdiestimeringen bruker vi funnene fra både den fundamentale og relative verdsettelsen for å beregne en endelig aksjeverdi for Grieg Seafood, og dermed besvare problemstillingen vår.

Selv om vi har brukt betydelig mye mer tid på den fundamentale verdsettelsen, så anerkjenner vi at begge metodene egner seg like godt for endelig estimering av aksjeverdi,

gitt vår tidshorisont, og vi vekter dem dermed likt. Som vist i tabell 42 nedenfor har vi fått en aksjeverdi fra kontantstrøm modellen og relativ verdsettelse på henholdsvis 103 og 117 NOK. Ved lik vektning får vi en endelig aksjeverdi 110,33 NOK.

	Kontantstrømmodellen	Relativ Verdsettelse
Aksjepris	103	117
Vekting	50 %	50 %
Endelig aksjeverdi	110,33	

Tabell 42 - Endelig aksjeverdi beregning

14 Kritikk av oppgaven

Vi kan stille kritikk til kildebruken vår, spesielt når det gjelder årsrapportene til Grieg Seafood. Siden disse rapportene er skrevet av selskapet selv, er det naturlig å anta at de gir en positiv fremstilling av selskapet, og at svakhetene deres ikke kommer tydelig frem. Vårt dypdykk og innhenting av informasjon om Grieg Seafood kan ha ført til at vi har fått en noenlunde partisk vurdering av bedriften, og at estimatene vi har gjort om selskapet ikke er helt nøytrale. Likevel mener vi at vi har vært objektive i våre beregninger og estimeringer av Grieg Seafood, og vi har gjort vårt beste for å oppnå et realistisk resultat.

Dessuten er det verdt å nevne at vi ble nødt til å bruke Q4 rapportene fra 2022 for noen av selskapene. Vi brukte Grieg Seafood sin Q4 rapport fra 2022 mye i begynnelsen av skriveprosessen, før årsrapporten ble offentliggjort. For noen av de sammenlignbare selskapene vi har valgt å undersøke, var imidlertid ikke årsrapporten for 2022 blitt offentliggjort ennå. Vi måtte derfor bruke den siste tilgjengelige rapporten fra disse selskapene.

Under vår verdsettelse har vi brukt «Investment Valuation» av Aswath Damodaran som grunnlag for verdsettelsesmetoden vår og beregningene våre (Damodaran, 2012). Ved å velge denne tilnærmingen til fundamental verdsettelse, anerkjenner vi at våre beregninger og estimater er basert på denne spesifikke metoden. Vi ønsker også å understreke at vi har tatt hensyn til denne tilnærmingens individuelle karakteristikk og begrensninger i vår analyse.

Vi har foretatt sensitivitetsanalyser for å vise hvor sensitive våre estimater er til endringer i visse verdier. Sensitivitetsanalysen for terminalveksten viser at aksjeprisen er nokså sensitiv til endringer i. Det betyr at denne faktoren har betydelig påvirkning på aksjeprisen og dermed kan vi stille oss kritiske til vårt estimat av terminalveksten. Vi anerkjenner at vår individuelle vurdering av denne verdien kan ha påvirket aksjeprisen vår. Videre er vi klar over at grunnrenteskatten, som ikke er endelig besluttet enda, vil påvirke aksjeverdien. Vi har utført en sensitivitetsanalyse for ulike skattesatser for å undersøke hvor sensitiv aksjeprisen vil være til denne variabelen. Resultatet av analysen viser at aksjeprisen også er svært sensitiv for endringer i lakseskatten.

15 Konklusjon

Vårt mål for denne oppgaven var å estimere aksjeverdien for Grieg Seafood ASA. Vi har benyttet oss av fundamental- og relativ verdsettelse for å besvare vår problemstilling:

«Hva er verdien av Grieg Seafood våren 2023?»

Gjennom den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til en aksjeverdi på 103NOK ved å bruke kontantstrømmodellen. Vi har deretter valgt å gjennomføre en relativ verdsettelse, som vi har basert på multiplene P/E, P/B og EBIT/KG. Relativ verdsettelse ga en aksjeverdi på 117NOK. Vi anser begge modellene som godt egnet for en endelig verdsettelse og vektlegger disse likt. Dette gir en aksjeverdi på 110,33NOK. Per 26.04.23 var aksjeprisen i markedet 88,65NOK, noe som gir en mulig oppside på 24,46%. Basert på estimatet gir vi en kjøpsanbefaling for Grieg Seafood.

Litteraturliste

- AquacultureID. (u.å.). *Recirculating aquaculture system or RAS*. Aquaculture ID. Hentet 23. februar 2023, fra <https://www.aquacultureid.com/recirculating-aquaculture-system/>
- Arctic Securities. (2022). *Grieg Seafood ASA*. Arctic Securities.
- Berge, A. (2021, september 2). Strømsjokk kan gjøre det dyrt å produsere laks på land. *iLaks*. <https://ilaks.no/stromsjokk-kan-gjore-det-dyrt-a-produsere-laks-pa-land/>
- Biomar. (u.å.). *Facts & Figures*. Biomar.com. Hentet 3. mars 2023, fra <https://www.biomar.com/en/global/about/facts-and-figures/#refid-2107>
- Bjerve, G. H. (2022, desember 29). Fra nyttår gjelder den nye lakseskatten – ingen utsettelse fra Vedum. *E24*. <https://e24.no/i/AP7XEz>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2017). *Fundamentals of corporate finance* (9. utg.). McGraw-Hill Education.
- Bøhren, L. (2021, desember 26). Venter tidenes høyeste laksepriser: – Det ser meget, meget lyst ut. *E24*. <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/8Q7VX2/venter-tidenes-hoeyeste-laksepriser-det-ser-meget-meget-lyst-ut>
- Capia. (2019, april 5). *Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig? - Kunnskapsbanken*. Norsk. <https://www.kbnn.no/artikkel/hvorfor-har-lakseprisen-okt-sa-kraftig>
- Damodaran, A. (u.å.). *Estimating a synthetic rating and cost of debt*. Hentet 7. april 2023, fra https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/syntrating.htm
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3. utg.). Wiley Finance Series.
- EFTA. (u.å.). *Free Trade Agreements | European Free Trade Association*. <https://www.efta.int/Free-Trade/Free-Trade-Agreements-510711>
- Evans, J. (2023, februar 7). *Norway salmon production tax will damage industry growth, but by how much remains unclear*. IntraFish.Com | Latest Seafood, Aquaculture and Fisheries News. <https://www.intrafish.com/salmon/norway-salmon-production-tax-will-damage-industry-growth-but-by-how-much-remains-unclear/2-1-1399884>
- Fagerbakke, C. (2020, februar 4). *Dette er trafikklyssystemet*. Havforskningsinstituttet. <https://www.hi.no/hi/nyheter/2020/februar/trafikklys>
- Fernando, J. (2022, juli 14). *P/E Ratio—Price-to-Earnings Ratio Formula, Meaning, and Examples*. Investopedia.com. <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

FHF. (u.å.). Hentet 1. mars 2023, fra https://www.fhf.no/resultater/utvalgte-tema/lakselus/?gclid=CjwKCAiAjPyfBhBMEiwAB2CCihz_zL4E2FxmnbZ6xHLfNdoCu3UPRSxFuu99y6xqxIVfQTpENLtE3BoCJRYQAvD_BwE

Finansdepartementet. (u.å.). *Rente og kronkurs – Ung økonomi*. Hentet 16. februar 2023, fra <https://www.ungokonomi.no/rente-og-kronkurs/>

Fish Pool. (u.å.). *Forward Prices – Fish Pool*. Hentet 12. april 2023, fra <https://fishpool.eu/forward-prices/>

Fiskedirektoratet. (u.å.). *Tildelingsprosessen*. Fiskeridirektoratet. Hentet 26. januar 2023, fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Global Salmon Initiative. (u.å.). *About salmon farming: Nutrition*. Hentet 10. februar 2023, fra <https://globalsalmoninitiative.org/en/about-salmon-farming/nutrition/>

Grieg Seafood. (u.å.-a). *Global sustainability initiatives*. Hentet 20. mars 2023, fra <https://griegseafood.com/about-us-global-sustainability-initiatives>

Grieg Seafood. (u.å.-b). *Grieg Seafood Rogaland*. Hentet 13. april 2023, fra <https://griegseafood.com/rogaland#v%C3%A5re-anlegg>

Grieg Seafood. (u.å.-c). *Grieg Seafood Rogaland – Lokalsamfunnet vårt*. Hentet 22. februar 2023, fra <https://griegseafood.com/rogaland-lokalsamfunnet-v%C3%A5rt>

Grieg Seafood. (u.å.-d). *Nytt operasjonssenter for datadrevet oppdrett*. Hentet 28. februar 2023, fra <https://griegseafood.com/rogaland-operasjonssenteret-i-nytt-bygg>

Grieg Seafood. (u.å.-e). *Our farms; From farm to table*. Hentet 17. januar 2023, fra <https://griegseafood.com/our-farms-from-farm-to-table>

Grieg Seafood. (u.å.-f). *Our history*. Hentet 23. januar 2023, fra <https://griegseafood.com/about-us-our-history>

Grieg Seafood. (u.å.-g). *Påvirkning på natur og miljø*. Hentet 20. mars 2023, fra <https://griegseafood.com/finnmark-p%C3%A5virkning-p%C3%A5-natur-og-milj%C3%B8>

Grieg Seafood. (u.å.-h). *Recirculating Aquaculture Systems (RAS)*. Hentet 23. februar 2023, fra <https://griegseafood.com/our-impact-recirculating-aquaculture-systems>

Grieg Seafood. (u.å.-i). *Reports & presentations*. Hentet 27. april 2023, fra <https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations>

Grieg Seafood. (u.å.-j). *Vi skal ha kontroll på lakselus*. Hentet 1. mars 2023, fra <https://griegseafood.com/rogaland-lakselus>

Grieg Seafood. (u.å.-k). *Vision, Values and Management principles*. Hentet 23. januar 2023, fra <https://griegseafood.com/vision-values-and-management-principles>

Grieg Seafood. (2022). *Annual Report 2021*.
<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/8699f764225f2b441044453452ada7923cca1994.pdf>

Grieg Seafood. (2023a). *Annual Report 2022*.
<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/2699fb944e6f7253449c370f0e2bb1ef91fff4d0.pdf>

Grieg Seafood. (2023b). *Q4 Report 2022*.

Havforskningsinstituttet. (2021). *Lakselus*. <https://www.hi.no/hi/temasider/arter/lakselus>

Hjálmarsdóttir, F. (2022, mai 17). *12 Foods That Are Very High in Omega-3*. Healthline.
<https://www.healthline.com/nutrition/12-omega-3-rich-foods>

Hoff, K. G., & Pedersen, A. O. (2019). *Grunnleggende regnskap 2: Analyse av finansregnskapet* (3. utg.). Universitetsforlaget.

Hofstad, K. (2023). Kjernekraft i Tyskland. I *Store norske leksikon*.
https://snl.no/kjernekraft_i_Tyskland

Idsø, J. (2023). Stordriftsfordeler. I *Store norske leksikon*. <http://snl.no/stordriftsfordeler>

iLaks. (2019, november 11). Varmere hav er dårlig nytt for oppdrettslaksen. *iLaks*.
<https://ilaks.no/varmere-hav-er-darlig-nytt-for-oppdrettslaksen/>

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Revisorforeningen.no. https://urn.nb.no/URN:NBN:no-nb_digibok_2013071608081

Kvale, A. N. (2022, september 28). *Grieg Seafood setter nye investeringer på vent*. E24.
<https://e24.no/i/0QGjxJ>

Laks. (u.å.). *Norsk laks fra fjord til bord*. Hentet 17. januar 2023, fra
<https://laks.no/lakseproduksjon/>

Laksefakta. (2021). *Laksefakta*. <https://laksefakta.no/>

Lendo. (u.å.). *Slik kan økt styringsrente påvirke deg*. Hentet 16. februar 2023, fra
<https://www.lendo.no/boliglan/styringsrente-pavirke-deg/>

Lerøy Seafood ASA. (u.å.). *Årsrapporter*. Hentet 27. april 2023, fra
<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Macrotrends. (u.å.). *World GDP Growth Rate 1961-2023*. Hentet 6. april 2023, fra
<https://www.macrotrends.net/countries/WLD/world/gdp-growth-rate>

Melchior, A. (2019). EFTA. I *Store norske leksikon*. <http://snl.no/EFTA>

Miljødirektoratet. (2022). *Akvakultur*. Miljødirektoratet/Norwegian Environment Agency. <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>

Misund, B. (2023). Fiskeoppdrett. I *Store norske leksikon*. <http://snl.no/fiskeoppdrett>

Mowi. (u.å.). *Reports*. Hentet 27. april 2023, fra <https://mowi.com/investors/reports/>

Mowi. (2022). *Salmon Farming Industry Handbook 2022*. <https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/07/2022-Salmon-Industry-Handbook-1.pdf>

Njåstad, M., & Gezelius, H. (2022, november 4). *Salmon prices prove boon to Norwegian seafood exports as 2022 shows record surge*. IntraFish.Com | Latest Seafood, Aquaculture and Fisheries News. <https://www.intrafish.com/aquaculture/salmon-prices-prove-boon-to-norwegian-seafood-exports-as-2022-shows-record-surge/2-1-1346065>

Norges Bank. (u.å.-a). *Styringsrenten*. Hentet 16. april 2023, fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank. (u.å.-b). *Valutakurser*. Hentet 16. april 2023, fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/>

Norges Bank. (2023, mars 23). *Statslån—Generiske Renter*. <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=B&startdate=2022-03-23&stopdate=2023-03-23>

Norges Sjømatråd. (u.å.). *Nøkkeltall*. Hentet 31. januar 2023, fra <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>

Norges Sjømatråd. (2018). *Fiskespiseren—En innsiktsrapport om den norske sjømatkonsumenten*. Norges Sjømatråd.

Norges Sjømatråd. (2021, mai 25). *Norsk laks- verdens mest populære fisk*. <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norsk-laks--verdens-mest-populare-fisk/>

Nærings-og fiskeridepartementet. (u.å.). *Et hav av muligheter—Regjeringens havbruksstrategi*.

Nærings-og fiskeridepartementet. (2021, oktober 11). *Norsk havbruksnæring* [Redaksjonellartikkel]. Regjeringen.no; [regjeringen.no](https://www.regjeringen.no). <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/>

Proff. (u.å.). *Grieg Seafood ASA*. Hentet 23. januar 2023, fra <https://www.proff.no/selskap/grieg-seafood-asa/bergen/hovedkontortjenester/IFNKVPY10NZ/>

PwC. (u.å.). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet 28. mars 2023, fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Regjeringen. (2021a, oktober 13). *Det europeiske frihandelsforbund* [Redaksjonellartikkel]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/nfd---innsiktsartikler/frihandelsavtaler/efta/id438841/>

Regjeringen. (2021b, oktober 14). *Handelen med fisk i EU* [Redaksjonellartikkel]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/fiskeri/internasjonalt-fiskerisamarbeid/internasjonalt/fisk1/id685828/>

Regjeringen. (2022, september 28). *Grunnrenteskatt på havbruk* [Nyhet]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>

Regjeringen. (2023, mars 28). *Regjeringens forslag om grunnrenteskatt på havbruk* [Pressemelding]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-forslag-om-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2968430/>

Robert, M. (1997). *Strategy Pure & Simple II: How Winning Companies Dominate Their Competitors*. McGraw Hill.

Roksvåg, K. R. (2022, november 30). *Avkastningskrav (Full gjennomgang, med eksempler)*. Finanssans.no. <https://finanssans.no/avkastningskrav>

SalMar. (u.å.). *Års- og bærekraftsrapporter*. Hentet 27. april 2023, fra <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

Searchinger, T., Waite, R., Hanson, C., & Ranganathan, J. (2019). *World resources report: Creating a sustainable food future*. World Resources Institute.

Skretting. (u.å.). *Selskapsfakta*. Skretting. Hentet 3. mars 2023, fra <https://www.skretting.com/no/dette-er-skretting/selskapsfakta/>

SSB. (u.å.). *03024: Eksport av oppalen laks, etter uke. Fersk oppalen laks, Vekt (tonn)*. Statistikkbanken. SSB. Hentet 15. april 2023, fra <https://www.ssb.no/system/>

Thomassen, E., & Semet, T. (2022). Grunnrente. I *Store norske leksikon*. <http://snl.no/grunnrente>

Trafikklyssystemet. (u.å.). *Trafikklyssystemet*. Hentet 7. februar 2023, fra <https://trafikklyssystemet.no/Trafikklyssystemet>

Vovchenko, E., & Welling, D. (2022, august 25). *Russia has a 100,000 metric-ton hole in its salmon market, and few options for filling it*. IntraFish.Com | Latest Seafood, Aquaculture and Fisheries News. <https://www.intrafish.com/markets/russia-has-a-100-000-metric-ton-hole-in-its-salmon-market-and-few-options-for-filling-it/2-1-1283820>

Whittington, R., Johnson, G., Scholes, K., Angwin, D., & Regnér, P. (2020). *Exploring Strategy* (12. utg.). Pearson Education Limited.