

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen UIS



Universitetet i Stavanger

Verdsettelse av Grieg Seafood ASA

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



ROOTED IN NATURE

BØKBAO: BACHELOROPPGAVE INNEN REGNSKAP OG FINANS

INNLEVERINGSDATO: 10. MAI 2023

Skrevet av: Sarah O. Guttormsen, Vilde M. Tvedt & Elias R. Dale



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:

2185
.....

2106
.....

2184
.....

Navn:

Sarah Oline Guttormsen
.....

Vilde Margrethe Tvedt
.....

Elias Rashidizadeh Dale
.....

VEILEDER:

Egil Steinberg

Forord

Vi er studenter på Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Denne bacheloroppgaven er det siste og viktigste steget i vår bachelorgrad. Vi har i denne oppgaven fått muligheten til å anvende teorier og prinsipper vi har lært gjennom tre år på universitetet.

Bacheloroppgaven viser vår evne til å analysere og reflektere over en kompleks problemstilling og er en viktig milepæl for vår akademiske karriere. Vi har også vært nødt til å utfordre vår evne til analysering, kritisk tenkning og samarbeid.

Vi vil takke vår veileder Egil Steinberg for all støtte og veiledning han har gitt oss underveis i skriveprosessen av denne bacheloren. Han har vært tilgjengelig, engasjert, gitt oss nyttige og relevante tilbakemeldinger på vårt arbeid. Veiledningen har bidratt til å utvikle vårt faglige nivå og sikret at vi leverer en bachelor av god kvalitet



Sarah Oline Guttormsen



Vilde Margrethe Tvedt



Elias Rashidizadeh Dale

Sammendrag

Formålet med bacheloroppgaven er å svare på problemstillingen:

“Hva er verdien av Grieg Seafood ASA våren 2023?”

Vi starter oppgaven med en utredning av Grieg Seafood ASA og bransjen selskapet opererer i. Videre tar vi for oss viktige faktorer og verdsettelsesmetoder som vi skal bruke senere i oppgaven. For å få en helhetlig forståelse av selskapets nåværende situasjon, muligheter og risiko gjør vi en strategisk analyse. Her kartlegger vi de eksterne makroomgivelsene til selskapet ved bruk av en PESTEL-analyse og Porters Five Forces. Videre ser vi på de interne faktorene gjennom en VRIO analyse, før vi avslutningsvis oppsummerer funnene våre fra både de eksterne og interne analysene i en SWOT analyse.

Deretter gjør vi en regnskapsanalyse hvor vi tar for oss nøkkeltall og historisk utvikling av selskapet. Vi bruker funn fra både regnskapsanalysen og den strategiske analysen til å estimere fremtidige prognoser av selskapet. Videre finner vi avkastningskravet som brukes til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene. Vi tester så sensitiviteten ulike variabler har for aksjeverdien, før vi gjennomfører en fundamental- og relativ verdsettelse for å regne ut aksjeverdien til selskapet. Den fundamentale verdsettelsen gir en aksjeverdi på 86 kr, mens den relative verdsettelsen gir en aksjeverdi på 151 kr og 138 kr. På bakgrunn av analytiker rapportene vektlegger vi den fundamentale verdsettelsen mest. Per 08. mai 2023 er aksjekursen på 85,25 kr. Basert på vårt estimat på 86 kr, er aksjen underpriset og vår anbefaling er kjøp av Grieg Seafood ASA aksjen.

Innhold

1.	Innledning	1
1.1	Valg av oppgave.....	1
1.2	Problemstilling.....	1
1.3	Om selskapet	1
2.	Presentasjon av Grieg Seafood ASA og bransjen	2
2.1	Grieg Seafood ASA.....	2
2.1.1	Historie	2
2.1.2	Formål, Visjon og Verdier	4
2.1.3	Organisasjonsstruktur	5
2.1.4	Eierstruktur.....	6
2.1.5	Verdikjeden	6
2.2	Bransje	8
2.2.1	Drivere av etterspørsel	8
2.2.2	Laksepris	9
2.2.3	Konkurrenter	10
2.2.4	Markedssituasjon	11
3.	Verdsettelsesteori	13
3.1	Diskonterte kontantstrømmer	13
3.1.1	Egenkapitalmetoden	15
3.1.2	Totalkapitalmetoden	18
3.2	Relativ verdsettelse	19
3.2.1	P/E	20
3.2.2	P/B	20
3.3	Valg av metode.....	21
4.	Strategisk analyse.....	22
4.1	Ekstern analyse- PESTEL	22
4.1.1	Politiske Forhold	23
4.1.2	Økonomiske forhold	23
4.1.3	Sosiokulturelle forhold	24
4.1.4	Teknologiske forhold	24
4.1.5	Miljømessige forhold	25
4.1.6	Lovmessige forhold	25
4.1.7	Konklusjon av PESTEL- analysen.....	27
4.2	Porters Five Forces	28
4.2.1	Bransje analyse.....	28

4.2.2	Grad av rivalisering.....	28
4.2.3	Inngangsbarrierer	29
4.2.4	Substitutter.....	29
4.2.5	Kunden sin makt.....	30
4.2.6	Leverandørene sin makt.....	31
4.2.7	Konklusjon av Porters Five Forces.....	31
4.3	VRIO.....	32
4.3.1	Geografisk Lokasjon.....	33
4.3.2	Produkt	34
4.3.3	Teknologi	35
4.3.4	Konklusjon av VRIO- analysen	37
4.4	SWOT	37
4.4.1	Styrker	38
4.4.2	Svakheter	38
4.4.3	Muligheter	39
4.4.4	Trusler.....	40
5.	Regnskapsanalyse.....	42
5.1	Historisk utvikling	42
5.2	Nøkkeltall.....	45
5.2.1	Lønnsomhet.....	45
5.3	Konklusjon av regnskapsanalyse	48
6.	Prognose av fremtidige kontantstrømmer.....	49
6.1	Driftsinntekter	49
6.2	Driftskostnader	50
6.2.1	Varekostnader	51
6.2.2	Lønnskostnader	51
6.2.3	Andre driftskostnader	52
6.2.4	Oppsummering driftskostnader	53
6.3	Avskrivninger	54
6.4	Skattesats	54
6.5	Arbeidskapital.....	55
6.6	Investeringer.....	56
6.7	Oppsummering av estimerte kontantstrømmer	56
6.8	Terminalvekst	57
7.	Avkastningskrav.....	58
7.1	Markedsverdi av egenkapital	58

7.2 Markedsverdi av gjeld	58
7.3 Egenkapitalkostnad	59
7.3.1 Risikofri rente	59
7.3.2 Egenkapital beta	59
7.3.3 Markedets risikopremie	61
7.3.4 Oppsummering egenkapitalkostnad	61
7.4 Gjeldskostnad	62
7.5 Skattesats	62
7.6 Oppsummering av WACC	62
8. Verdiberegning.....	63
9. Sensitivitetsanalyse	65
10. Estimat fra analytikerrapporter.....	67
11. Relativ verdsettelse	68
11.1 P/E – multippel	68
11.2 P/B – multippel.....	69
12. Konklusjon.....	70
Referanseliste	71

Figur-, tabell- og formel liste

Figurer

Figur 1 - Historisk Tidslinje av Grieg Seafood ASA.....	4
Figur 2- Organisasjonsstruktur, informasjon hentet fra Proff.no	5
Figur 3- Tonn slaktet i datterselskapene, Tall hentet fra tidligere årsrapporter til Grieg Seafood ASA .	5
Figur 4- Antall ansatte i datterselskapene, tall hentet fra proff.no	5
Figur 5 - Eierstruktur, tall henter fra proff.no	6
Figur 6 – Verdikjeden, Hentet fra årsrapport til Grieg Seafood 2022	7
Figur 7- Utviklingen av laksepris, Tall hentet fra Fishpool.....	9
Figur 8- Relative priser, hentet fra Mowi Salmon Industry Handbook 2022 s.46	10
Figur 9- Størrelsefordeling, Hentet fra Mowi Salmon Industry Handbook 2022. s.46	10
Figur 10 - Laksemarked, hentet fra Mowi Salmon Industry Handbook 2022. s.40	11
Figur 11- strategisk analyse, basert på innhold i kapittel 4.....	22
Figur 12-Hentet fra Salmon Farming Industry Handbook 2022	30
Figur 13- Solgt mengde oppdrettsfisk	39
Figur 14- SWOT analyse oppsummert, basert på resultater i kapittel 4.....	40
Figur 15 – Egenkapitalrentabilitet	47
Figur 16 - Driftsmargin	48

Tabeller

Tabell 1- Markedsverdi, produksjon og omsetning for Grieg Seafood ASA og konkurrenter, tall hentet fra Årsrapporter og Oslo Børs	11
Tabell 2- Fri kontantstrøm til egenkapital, (Damodaran, 2012, s.352)	15
Tabell 3- Fri kontantstrøm til totalkapitalen, (Damodaran, 2012, s.381)	18
Tabell 4 - Oppsummering av Porters Five Forces, basert på analysen i kapittel 4.2.....	32
Tabell 5 - Oppsummering av VRIO-analysen, basert på analysen i kapittel 4.3.....	37
Tabell 6 - Årsresultat	42
Tabell 7 – Balansen.....	43
Tabell 8 - Totalkapitalrentabilitet.....	45
Tabell 9- Egenkapitalrentabilitet	46
Tabell 10- Driftsmargin.....	48
Tabell 11- Prosentvis endring i slaktevekt.....	49
Tabell 12- Fremtidig prosentvis vekst i slaktevolum	50
Tabell 13- Prosent endring i laksepris	50
Tabell 14 -Driftsinntekter (NOK x 1000)	50
Tabell 15 -Prosentvis størrelse på varekostnader av driftsinntekter	51
Tabell 16 - Prosentvis størrelse av varekostnader av driftsinntekter	51
Tabell 17 - Prosentvis størrelse av lønnskostnader i driftsinntekter	52
Tabell 18 -Fremtidig prosentvis størrelse av lønnskostnader i driftsinntekter	52
Tabell 19 - Prosentvis størrelse av andre driftskostnader i forhold til driftsinntekter	52
Tabell 20- Fremtidig prosentvis størrelse av andre driftskostnader i forhold til driftsinntekter	53
Tabell 21- Sum driftskostnader	53
Tabell 22 - EBITDA	53
Tabell 23 - Prosentvis størrelse av avskrivninger i forhold til driftsinntekter	54
Tabell 24 - Fremtidig prosentvis størrelse av avskrivninger i forhold til driftsinntekter.....	54

Tabell 25 - Arbeidskapital i prosent av driftsinntekter	55
Tabell 26 - Endring i arbeidskapital	55
Tabell 27 - Investeringer i prosent av driftsinntekter	56
Tabell 28 - Prosentvis størrelse av investeringer i forhold til driftsinntekter	56
Tabell 29 - Oppsummering av estimerte kontantstrømmer	56
Tabell 30- Markedsverdi av egenkapital (Oslo børs 2023)	58
Tabell 31- Gjeld i NOK (Grieg 2022)	58
Tabell 32- Markedsverdi	59
Tabell 33 - Regresjonsstatistikk	60
Tabell 34 - Gjelds upåvirket beta	60
Tabell 35 - Gjelds påvirket beta	61
Tabell 36 – Gjeldskostnad, (Norske Finansielle Referanser 2023)	62
Tabell 37 - Nåverdi av kontantstrøm	63
Tabell 38 - Verdi av egenkapital	63
Tabell 39- Verdi per aksje	64
Tabell 40- Aksjekurs	65
Tabell 41 - Sensitivitetsanalyse, WACC og Terminalvekst	65
Tabell 42 - Endring i gjennomsnittlig skattesats	66
Tabell 43 - Hentet fra analytikerrapporter	67
Tabell 44 - P/E Multiippel, tall hentet fra Oslo Børs 28. april 2022 og årsrapporter til selskapene	68
Tabell 45 - P/B multiippel, tall hentet fra Oslo Børs 28. april 2023 og årsrapporter til selskapene	69

Formler

Formel 1 – Nåverdi	13
Formel 2 - Terminalverdi	14
Formel 3- Nåverdi av et selskap	14
Formel 4 - Forventet avkastning	15
Formel 5 - Avkastning på aksjen	16
Formel 6 - Gjelds upåvirket beta	17
Formel 7 - Gjeldspåvirket beta selskap	17
Formel 8 - Gjennomsnittlig kapitalkostnad	18
Formel 9 - Gjeldskostnad	19
Formel 10 - P/E multiplikator	20
Formel 11 - P/B multiplikator	20
Formel 12 - Pris/ bokverdi	21
Formel 13 - Totalkapitalrentabilitet	45
Formel 14 - Egenkapitalrentabilitet	46
Formel 15- Driftsmargin	47
Formel 16 - WACC	58
Formel 17- Egenkapitalkostnad	59
Formel 18 - Justert beta med Bloomberg metoden	61
Formel 19 - Egenkapitalkostnaden	61
Formel 20- Oppsummering av WACC	62
Formel 21 - Terminalverdi	63
Formel 22- Aksjekurs ved bruk av P/E multiippel	68
Formel 23 – Aksjekurs ved bruk av P/B multiippel	69

1. Innledning

1.1 Valg av oppgave

I denne bacheloroppgaven har vi valgt verdsettelse av Grieg Seafood ASA. Gjennom våre tre år på studie, økonomi og administrasjon, har vi interessert oss for fag innenfor finans og verdsettelse. Vi har valgt å verdsette fordi vi ønsker å få mer forståelse rundt selskapet og dets økonomiske situasjon. Siden fiskeoppdrett er en av de viktigste ressursene Norge har, valgte vi selskapet Grieg Seafood ASA fordi vi ønsket å verdsette et norsk selskap med påvirkningskraft på norsk økonomi. Grieg Seafood ASA er også et attraktivt selskap med mye vekstpotensial, og har i det siste gjort spennende strategiske valg med avvikling av datterselskap og oppstart av nye oppdrettsanlegg.

1.2 Problemstilling

Formålet med denne bacheloren er å estimere verdien til selskapet Grieg Seafood ASA. Problemstillingen vår er som følger:

“Hva er verdien av Grieg Seafood ASA våren 2023?”

Vi vil gjøre en strategisk analyse av selskapet og bransjen den opererer i. Videre vil vi bruke funnene fra vår strategiske analyse og regnskapsanalyse til å estimere prognoser for fremtidige kontantstrømmer. Avslutningsvis bruker vi all informasjonen vi har innhentet gjennom oppgaven til å estimere selskapets verdi og deres aksjekurs målt i kroner.

1.3 Om selskapet

Grieg Seafood ASA er et norsk oppdrettsselskap som er notert på Oslo Børs. Selskapet har hovedkontor i Bergen, og har oppdrettsanlegg i Norge og Canada. Inntekten til selskapet får de fra å produsere og selge laks. Selskapet har en vertikal verdikjede, som betyr at selskapet kontrollerer alle ledd i produksjonen.

2. Presentasjon av Grieg Seafood ASA og bransjen

I dette kapitlet blir Grieg Seafood ASA og bransjen selskapet opererer i introdusert. Første del av kapitlet tar for seg historien til Grieg Seafood ASA, deres visjoner, mål og verdier. Videre ser vi på selskapet sin organisasjonsstruktur og kartlegger de største eierne av selskapet. Her vil vi også ta for oss verdikjeden til Grieg Seafood ASA. I andre del av kapitlet, hvor vi tar for oss bransjen, skal vi fastlegge drivere for etterspørsel, analysere lakseprisen, ta for oss konkurransen og se på dagens markedssituasjon.

2.1 Grieg Seafood ASA

2.1.1 Historie

I 1992 ble lakseoppdretts-virksomheten Grieg Seafood ASA dannet som et datterselskap i Grieg Gruppen av entreprenøren Per Grieg jr. I 1994 kjøpte Grieg Seafood ASA seg inn i Erfjord Stamfisk, som på denne tiden sto for opptil 30 prosent av all norsk oppdrettslaks. I perioden 1994 til 1998 fortsatte Grieg Seafood med å ekspandere selskapet og kjøpte opp flere enkelt-konsesjoner og små oppdrettsselskap (Grieg Seafood, u.å.). Videre fokuserte selskapet på å øke sin kapasitet og i 1998 ble Grieg Seafood Rogaland AS etablert. Bare tre år senere ble selskapet Grieg Seafood British Columbia AS etablert. Grieg Seafood ASA var nå blitt en aktør på det globale markedet og kunne øke sin produksjon og markedsandel.

I 2006 fusjonerer Grieg Seafood ASA med Volden Gruppen. Dette nye selskapet gikk under navnet til Grieg Seafood ASA, og ble til sammen det tredje største selskapet målt i produksjonskapasitet etter Pan Fish PAN og Lerøy Seafood Group (Fjærestad, 2006). Denne fusjonen gjorde det mulig for Grieg Seafood ASA å videreutvikle virksomheten sin i Norge og etablere et nytt oppdrettsanlegg i Finnmark, som fikk navnet Grieg Seafood Finnmark AS.

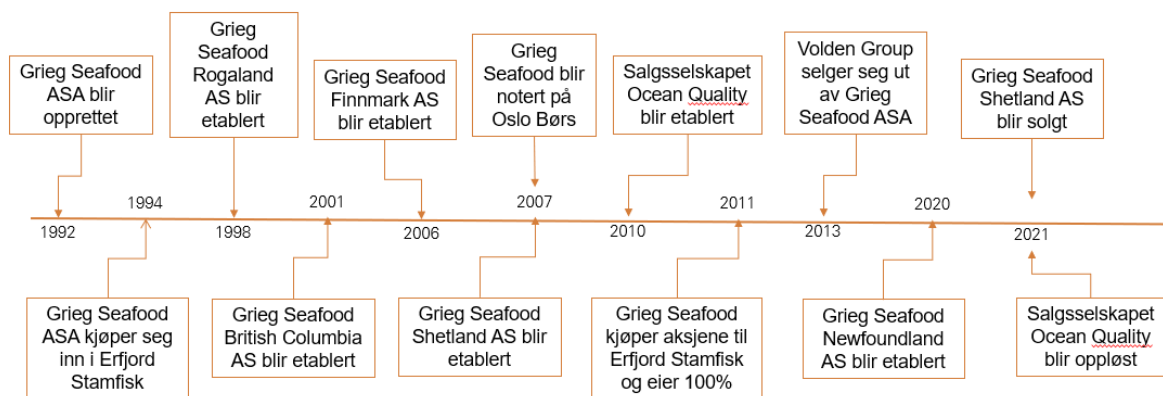
I juni 2007 ble Grieg Seafood ASA notert på Oslo Børs (Blaalid, 2018). Som et børsnotert selskap får Grieg Seafood ASA muligheter til å hente kapital gjennom aksjeutstedelser og obligasjonslån. Dette gir selskapet mulighet til å finansiere vekst og investeringer i virksomheten. I samme år valgte Grieg Seafood ASA å kjøpe opp tre nye

fiskeoppdrettsanlegg fra tre ulike selskaper i Skottland, dette var begynnelsen på Grieg Seafood Shetland AS. De nyinnkjøpte oppdrettsanleggene hadde til sammen fire lisenser for lakseoppdrett og en konsesjon på produksjon av 4430 tonn pr. år (Dagens perspektiv, 2007). Senere i 2010 gjorde Grieg Seafood ASA et stort inngrep for å opparbeide en vertikal integrasjon, da de sammen med Bremnes Seashore etablerte Ocean Quality. Ocean Quality var et salg- fellesskap mellom de to selskapene og sto for distribusjon av lakseprodukter til kundemarkedet.

Grieg Seafood ASA kjøpte de resterende 51,3 prosent av aksjene i Erfjord Stamfisk AS fra Erfjord Næringsutvikling AS i 2011 og blir et mer selvstendig selskap med 100 prosent eierskap over Erfjord Stamfisk. I 2013 valgte også Volden Group å selge seg ut av Grieg Seafood for 25 millioner kroner (Berge, 2013).

Noen år senere i 2020 ble Grieg Seafood Newfoundland AS etablert i Øst-Canada. I 2021 ble partnerskapet mellom Grieg Seafood ASA og Bremnes Seashore rundt Ocean Quality oppløst. Grieg Seafood ASA fikk 100 prosent eierskap over Ocean Quality North America, Ocean Quality UK og Ocean Quality USA. Grieg Seafood ASA ønsket å bytte ut Ocean Quality med en ny forretningsstrategi. Med etablerte, helintegrerte salgsorganisasjoner vil Grieg Seafood ASA styrke sine satsinger på markedet. I 2021 valgte også Grieg Seafood ASA å selge Shetland-virksomheten for 1,94 milliarder som resulterte i en gevinst på rundt 300 millioner kroner for Grieg Seafood ASA (Bach, Sæter & Ghaderi, 2021). Med dette kan Grieg Seafood ASA konsentrere fremtidig oppdrettsaktivitet i Norge og Canada, som har størst potensial for lønnsom vekst.

I dag fokuserer Grieg Seafood ASA på vekst gjennom utvikling av eksisterende anlegg og investerer i ny teknologi og utstyr for å forbedre kvaliteten og bevaringen av deres sjømatprodukter. Selskapet har oppdrettsanlegg i Norge og Canada, med litt over 750 personer som arbeider i selskapet (Grieg Seafood, 2020).

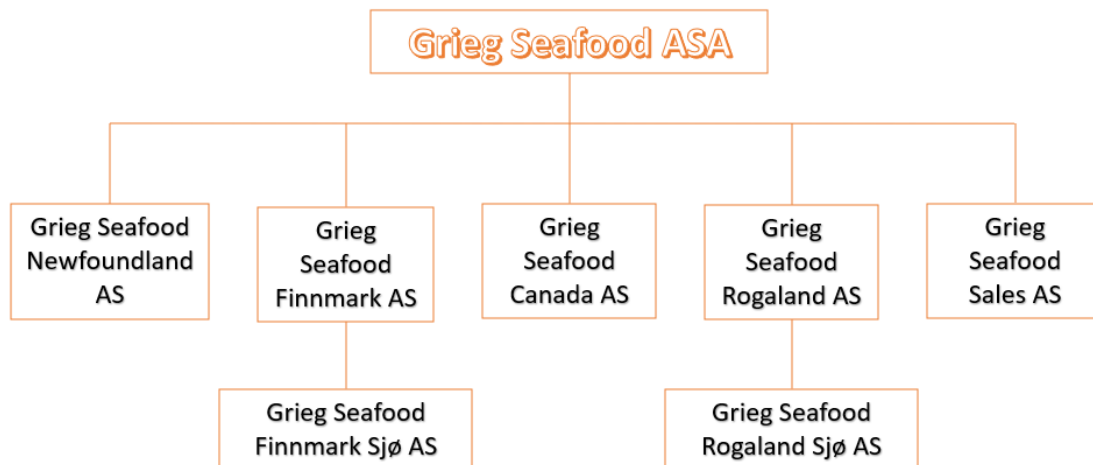


Figur 1 - Historisk Tidslinje av Grieg Seafood ASA

2.1.2 Formål, Visjon og Verdier

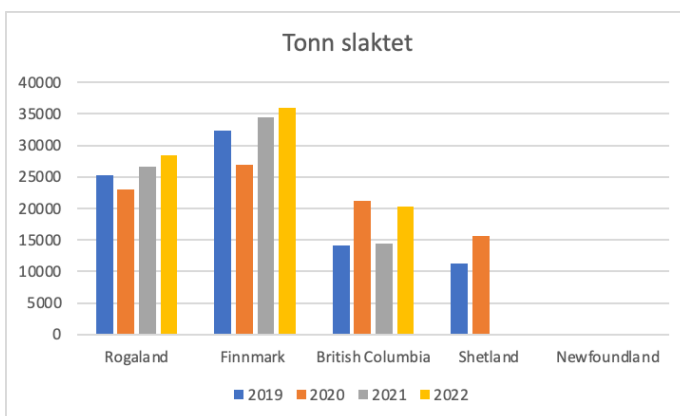
Grieg Seafood ASA sin visjon er å bruke sin virksomhet til å skape en bedre fremtid. Dette gjør det med å tilby sunn fisk for mennesker og bærekraftige løsninger for planeten. Grieg Seafood ASA sitt formål er å være ledende innen bærekraftig produksjon av sunn og frisk sjømat for fremtidige generasjoner. Selskapet arbeider for å oppnå dette gjennom ansvarlig og innovativ oppdrettspraksis som prioriterer helsen til både fisken og miljøet. Grieg Seafood ASA jobber for å finne en løsning til hvordan de kan sameksistere med naturen og andre arter. Verdierne til Grieg Seafood ASA består av å være åpen med hverandre og samfunnet, ha ambisiøse mål, i tillegg til å omfavne endring og innovasjon, og fremme et omsorgsfullt miljø på arbeidsplassen.

2.1.3 Organisasjonsstruktur

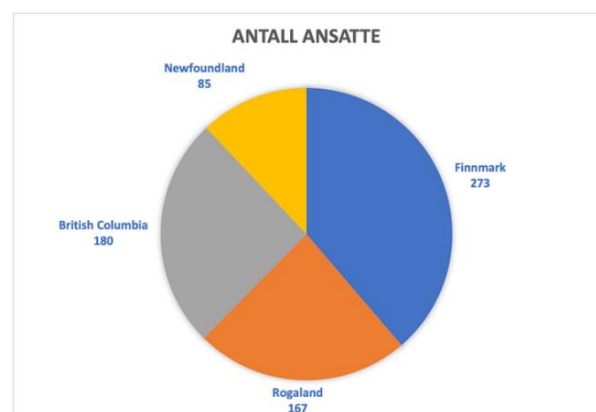


Figur 2- Organisasjonsstruktur, informasjon hentet fra Proff.no

Grieg Seafood ASA har en konsernstruktur og er et holdingselskap som eier flere datterselskap. Grieg Seafood ASA er morselskapet i konsernet. Alle datterselskapene driver med oppdrett av laks i forskjellige regioner, utenom Grieg Seafood Sales AS som holder til i Bergen og arbeider på land.



Figur 3- Tonn slaktet i datterselskapene, Tall hentet fra tidligere årsrapporter til Grieg Seafood ASA



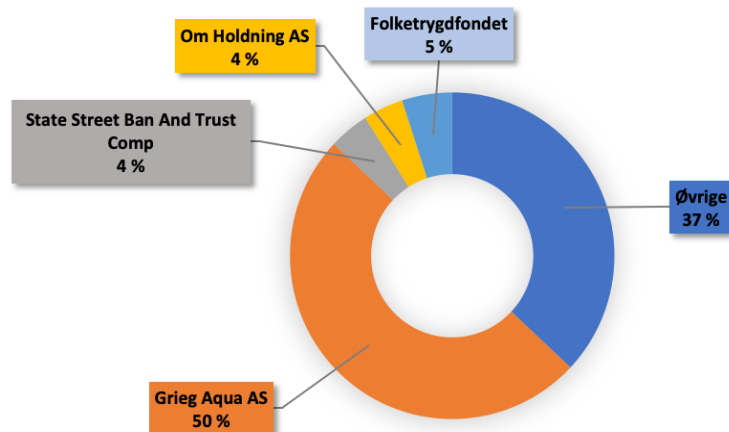
Figur 4- Antall ansatte i datterselskapene, tall hentet fra proff.no

Figur 3 og 4 viser størrelsen på de ulike datterselskapene i antall ansatte og tonn slaktet årlig. Vi ser at Grieg Seafood Finnmark AS er den største avdelingen med 273 ansatte og 38 000 tonn slaktet i 2022. Grieg Seafood Shetland AS har 0 tonn slaktet i 2021 og fremover fordi de ble avviklet fra Grieg Seafood ASA i 2021. Grieg Seafood Newfoundland AS er fortsatt i oppstartsfasen og har enda ikke startet produksjon i sine oppdrettsanlegg.

På toppen av konsernet sitter styret og ledelsen til Grieg Seafood ASA med daglig leder Andreas Kvame og styrets leder Per Grieg. De fastsetter overordnede strategier og mål for konsernet, og sørger for at datterselskapene følger retningslinjene. Hvert datterselskap har sin egen daglig leder som rapporterer til konsernledelsen. Med denne organisasjonsstrukturen kan Grieg Seafood ASA ha en klar og samordnet strategi, samtidig som de har mulighet for tilpasning og fleksibilitet i forhold til lokale forhold og behov i de ulike regionene der selskapene opererer.

2.1.4 Eierstruktur

Grieg Seafood ASA sin majoritetsaksjonær er Grieg Aqua AS, som eier 50,168 prosent aksjer i selskapet (Proff, 2023). Om Holdning AS, Folketrygdfondet, og State Street Ban and Trust Comp har alle eierandel på over 4 prosent hver. De øvrige 37 prosentene er aksjeeiere av Grieg Seafood ASA med en eierandel på under 4 prosent.



Figur 5 - Eierstruktur, tall henter fra proff.no

2.1.5 Verdikjeden

Grieg Seafood ASA har en vertikal verdikjede. Med en slik verdikjede kan Grieg Seafood ASA sikre tilgjengelighet, sporbarhet og gi mulighet til at selskapet selv kan kontrollere daglig produksjonsflyt. Grieg Seafood ASA vil også være mindre avhengig av eksterne leverandører i deres produksjon av sjømatprodukter.



Figur 6 – Verdikjeden, Hentet fra årsrapport til Grieg Seafood 2022

Figur 6 viser de mest sentrale delene av hvordan verdiskapningen oppstår i Grieg Seafood ASA.

Verdikjeden starter med å avle opp fisk med spesifikke egenskaper, som sterk helse eller motstand mot lakselus og sykdommer (Årsrapport Grieg Seafood, 2022). Grieg Seafood ASA har i alle sine regioner resirkulerende ferskvannsanlegg på land, her klekkes eggene og laksen tilbringer minst et år i ferskvannsoppdrett. En postsmolt-strategi som Grieg Seafood ASA har etablert er å holde laksen lenger på land før de slipper den ut i sjøen. Den gjennomsnittlige størrelsen på smolten som ble overført til havet var på 550 gram i 2022. Hensikten med å ha fisken lenger på land er å forbedre fiskevelferden. Laksen lever og vokser i sjøvannsoppdretter til de når en høstbar størrelse på 4-5 kilogram (Grieg, 2020).

Etter oppdrett av laksen, fraktes fisken til flere ulike slakteanlegg. Grieg Seafood ASA har høsting anlegg i Rogaland og Finnmark. I British Columbia bruker selskapet et høstingsfartøy, mens i Newfoundland arbeider de med å etablere samarbeid med et lokalt anlegg. Videre har Grieg Seafood ASA bygget opp interne salgsorganisasjoner for salg og distribusjon, med salgskontorer i Norge og i Nord-Amerika. Selskapet har også en liten andel av merverdiprodukt i Norge og British Columbia, dette vil gjøre at Grieg Seafood ASA danner seg et nærmere partnerskap i markedet og kan øke verdien av deres laks. (Grieg Seafood årsrapport, 2022). I dag finnes laksen til Grieg Seafood ASA i dagligvarebutikker, hoteller og restauranter over store deler av Europa og USA.

2.2 Bransje

Fiskeoppdrettsbransjen er en industri som produserer fisk og sjømat i kontrollerte miljøer, med oppdrettsanlegg i sjøen eller på land. Fiskeoppdrett er en viktig kilde til mat for mennesker over hele verden. Fiskeoppdrettsbransjen har eksistert i flere tiår, men har vokst betydelig i omfang og kompleksitet i løpet av de siste årene, mye direkte knyttet til konsolidering og fusjoner. Moderne fiskeoppdrettsanlegg bruker avanserte teknologi for å overvåke og kontrollere miljøforholdene i anleggene, slik at fisken kan vokse og trives under gunstige forhold. Dette inkluderer for eksempel styring av temperatur, vannkvalitet og fôring. Fiskeoppdrettsbransjen møter også utfordringer som stadig krever videreutvikling av en mer bærekraftig praksis.

2.2.1 Drivere av etterspørsel

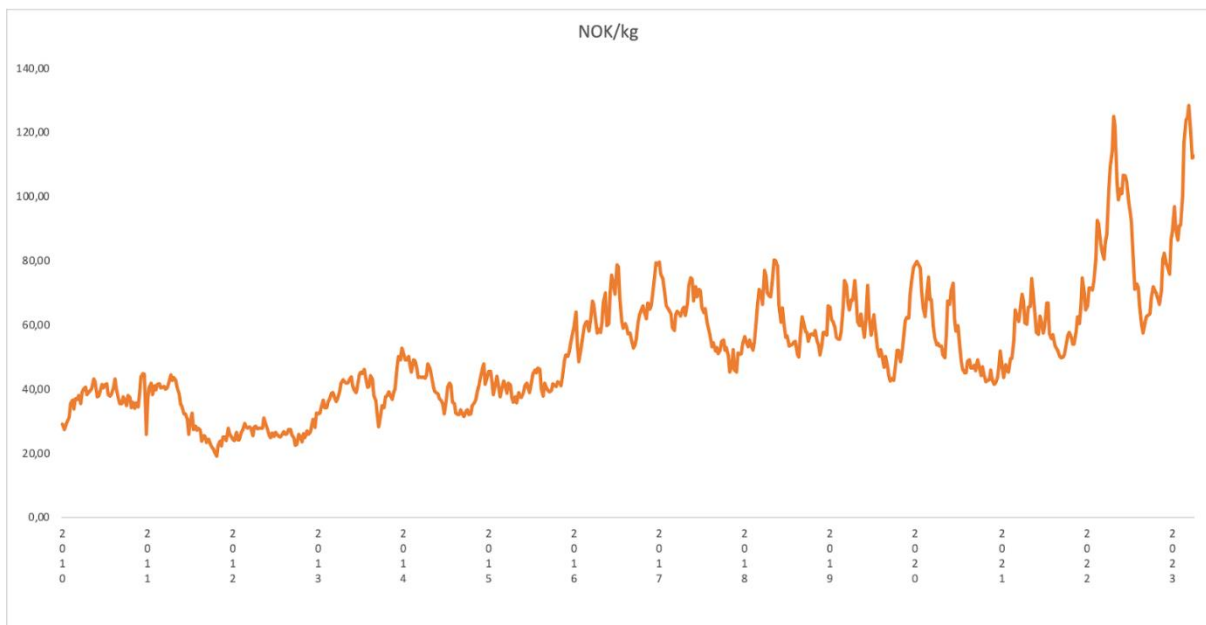
Det finnes flere drivere som påvirker etterspørselen etter fiskeoppdrettsprodukter. En viktig driver, er den økende verdensbefolkningen. Denne befolkningsveksten vil føre til en økning i etterspørselen etter mat generelt. Endring i kosthold er også en viktig driver av etterspørsel. Det er stadig økende bevissthet rundt helse og velvære, som er med på å øke etterspørselen etter sunnere matvarer. Fisk og sjømat anses som en viktig kilde til et sunt kosthold.

En annen driver for etterspørsel er reduserte naturlige marine ressurser i verden. På grunn av overfiske og miljøproblemer har det oppstått en nedgang i bestanden av villfisk, dette gjør at etterspørselen etter oppdrettsfisk har økt. Overfiske kan føre til at bestanden av enkelte fiskearter blir redusert til så lave nivåer at de ikke kan reprodusere seg selv på en bærekraftig måte, og kan dermed ende opp med å bli truet eller utryddet. Dette kan ha alvorlige konsekvenser for både økosystemet og for fiskeindustrien. Fiskeoppdrett har blitt ansett som et alternativ til å øke tilgangen på fisk og sjømat, og redusere presset på villfiskbestandene.

En annen driver av etterspørsel er økt tilgjengelighet av fisk og sjømat. På grunn av forbedret teknologi og distribusjonskanaler er det blitt lettere å transportere og distribuere fisk og sjømat, også til områder som tidligere har vært mindre tilgjengelige. Det er også blitt lettere å opprettholde kvaliteten på sjømaten under transporten, noe som har bidratt til å øke verdien av sjømaten og øke etterspørselen.

2.2.2 Laksepris

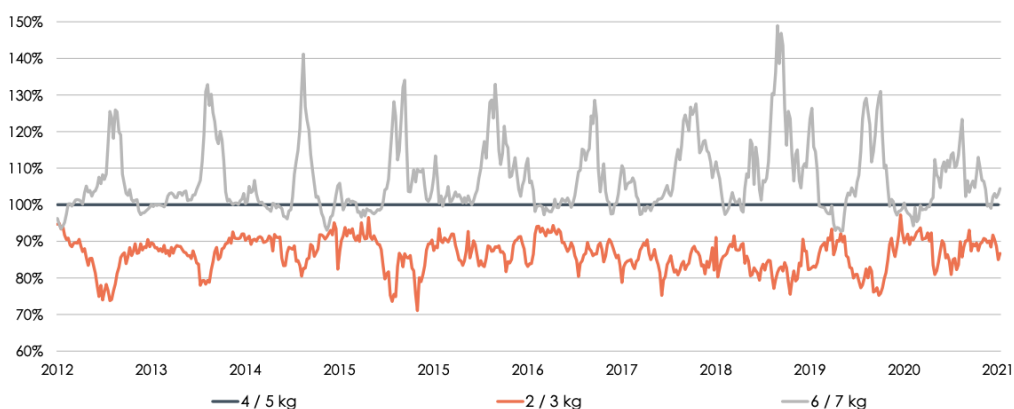
Lakseprisen har hatt betydelige svingninger i løpet av de siste årene, som vist under i figur 7. Det er viktig å merke seg at lakseprisen varierer betydelig på kort sikt, men at det over tid har vært en jevn økning i prisen. Dette skyldes både økt etterspørsel og begrenset tilbud, samt høyere produksjonskostnader for oppdrettsanleggene. I 2019 og 2020 var det en betydelig økning i lakseprisen på grunn av en reduksjon i tilbudet fra norske oppdrettere grunnet sykdomsutbrudd i oppdrettsanlegg. Dette fortsatte inn i 2021 hvor det totale antallet døde laks i sjøfasen var 54 millioner, noe som resulterte i at lakseprisen økte til et historisk høyt nivå (Moseng, Brun & Sommerset, 2022). I tillegg til tilbud og etterspørsel påvirkes lakseprisen også av faktorer som valutakurser, tollsatser og handelsavtaler, samt høyere produksjonskostnader og tilgang på fiskefôr.



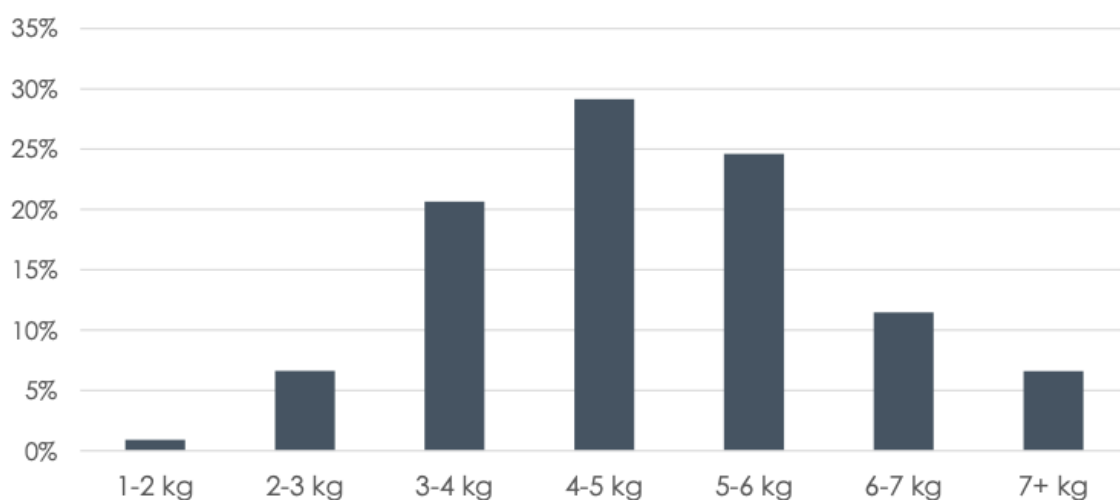
Figur 7- Utviklingen av laksepris, Tall hentet fra Fishpool

Laks blir solgt i ulike størrelser og prisene vil variere i henhold til dette, i figur 8 kan vi se hvilken pris du får i markedet basert på størrelse i kilo. Det er den biologiske produksjonsprosessen som er hovedårsaken til størrelsen på fisken. Vi ser i Figur 9 at den største andelen av laks blir slaktet ved 4-5 kilo. Det selges også laks i mindre og større størrelser, de blir ofte solgt til nisjemarkeder. Noen drivere bak mindre innhøstningsstørrelse kan være mindre risiko for sykdom, tidlig høsting for å realisere pågående kapasitet, eller tidlig høsting når det er behov for kontantstrøm (Mowi, 2022, s. 46). Vanligvis blir de mindre fiskene solgt til rabatt, mens de større fiskene selges til premium som vist i figur 8.

Relative prices



Figur 8- Relative priser, hentet fra Mowi Salmon Industry Handbook 2022 s.46



Figur 9- Størrelsefordeling, Hentet fra Mowi Salmon Industry Handbook 2022. s.46

2.2.3 Konkurrenter

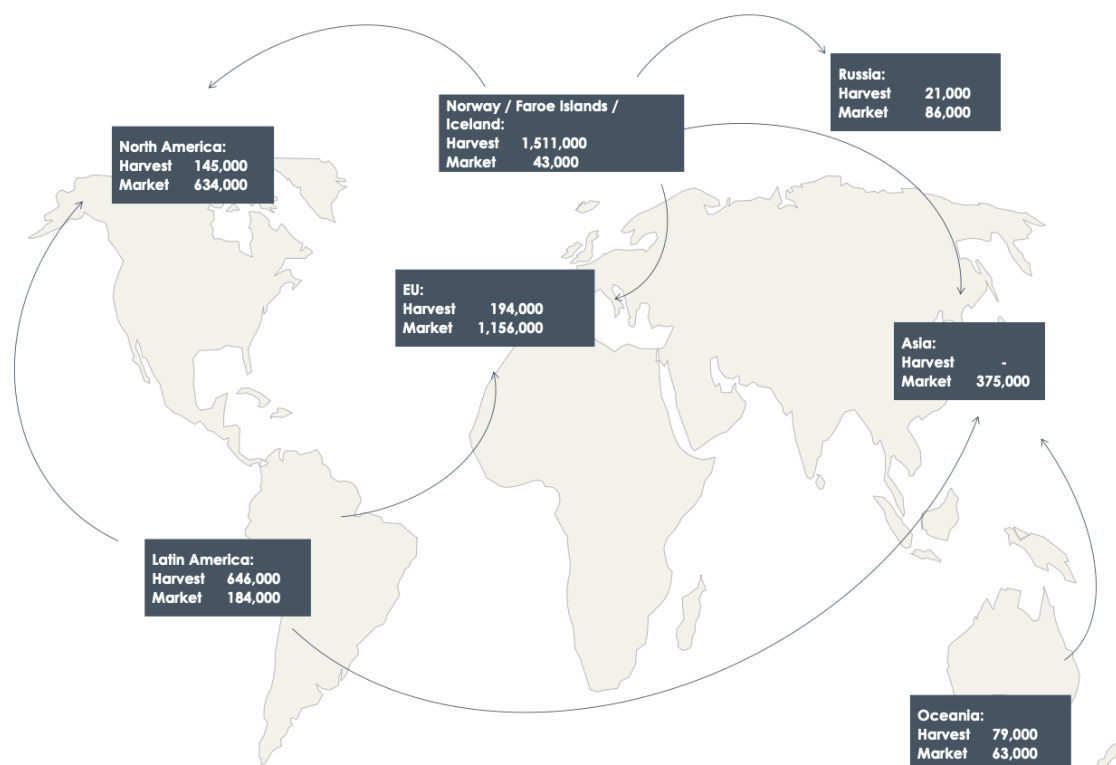
Konkurransen mellom selskapene i fiskeoppdrettsnæringen gir oss en indikasjon på tilstanden og utviklingen av markedet for oppdrettsfisk. Konkurransen er en bidragsyter til innovasjon og vekst. Det kan bidra til mer effektiv ressursutnyttelse og bidra til at norske bedrifter blir mer konkurransedyktige i internasjonale markeder (administrasjonsdepartementet, 2013). Norsk oppdrettsnæring har et bredt spekter av store og mindre aktører (Mowi, 2022). Vi har valgt å sammenligne Grieg Seafood ASA med Bakkafrost AS, Salmar ASA og Mowi Minority Holding AS, hvor alle er notert på Oslo Børs.

	Aksjekurs	Produksjon (Tonn)	Omsetning (MNOK)
Grieg Seafood ASA	kr 72,80	75 601	4 599
Bakkafrost ASA	kr 659,00	97 000	5 553
Salmar ASA	kr 424,80	198 200	15 044
Mowi ASA	kr 181,55	465 600	46 220

Tabell 1- Markedsverdi, produksjon og omsetning for Grieg Seafood ASA og konkurrenter, tall hentet fra Årsrapporter og Oslo Børs

Tabell 1 viser en oversikt over aksjekursen, produksjon i tonn og omsetning til noen av konkurrentene til Grieg Seafood ASA. Tallene fra produksjon og omsetning er hentet fra 2021 årsrapportene til de ulike selskapene, mens aksjekursen er hentet fra Oslo børs 16. mars 2023. Vi kan se i tabell 1 at Grieg Seafood har en lavere aksjekurs i forhold til de andre aktørene.

2.2.4 Markedssituasjon



Figur 10 - Laksemarked, hentet fra Mowi Salmon Industry Handbook 2022. s.40

Figur 10 viser den globale handelsflyten av oppdrettslaks. Historisk sett har oppdrettsanleggene fokusert på å utvikle nærliggende markeder, ettersom laks ofte markedsføres som ferskvare (Mowi, 2022). Som nevnt er det i dag forbedret teknologi og distribusjonskanaler som gjør at det har blitt lettere å transportere og distribuere fisk og sjømat, også til områder som før har vært mindre tilgjengelig.

De største produsentene av laks er Norge, Island, Færøyene og Latin- Amerika. I 2021 var Norge den største produsenten av laks, med en markedsandel på rundt 70 prosent (SSB, 2020). Vi kan se i figur 10 at Norge sine hovedmarkeder for eksport er Europa og Asia, mens Canada eksporterer mest til USA. Handelshindringer, tollsatser, reguleringer og kvalitetskontroller kan påvirke markedssituasjonen for oppdrettsfisk. Det er også utfordringer knyttet til økt fokus rundt dyrevelferd, miljøpåvirkning og sykdomsutbrudd i oppdrettsanleggene.

3. Verdsettelsesteori

Når man skal verdsette et selskap finnes det en rekke ulike modeller man kan bruke. De ulike modellene kategoriseres under tre hovedtilnærminger; diskonterte kontantstrømmer (DCF), relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Diskonterte kontantstrømmer er en fundamental verdsettelse hvor man neddiskonterer forventede fremtidige kontantstrømmer for å komme frem til en nåverdi for selskapet. Relativ verdsettelse ser på prisen av felles variabler til sammenlignbare selskaper for å estimere en aksjeverdi (Damodaran, 2012, s.11).

Vi kommer ikke til å benytte oss av opsjonsbasert verdsettelse i denne oppgaven og vil dermed ikke utdype denne tilnærmingen videre. I resten av dette kapitlet skal vi redegjøre for de to hovedtilnærmingene som vi kommer til å benytte oss av. Vi skal se nærmere på teorien bak, samt modellene og de ulike komponentene som inngår.

3.1 Diskonterte kontantstrømmer

De fleste verdsettelser i praksis er i dag gjort ved relativ verdsettelse, likevel er det viktig å forstå seg på bruken av diskonterte kontantstrømmer. Diskonterte kontantstrømmer er, som nevnt tidligere, en fundamental verdsettelse og legger fundamentet for de andre verdsettelsesmetodene. Med god kunnskap om de ulike elementene som inngår i en slik verdsettelse vil man kunne gjøre en mer presis og riktig relativ verdsettelse (Damodaran, 2012, s.11).

Når vi diskonterer kontantstrøm, tar vi utgangspunkt i nåverdi formelen. Den sier at nåverdien av en eiendel er basert på forventede fremtidige kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s.11).

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Formel 1 – Nåverdi

Value = Nåverdi

CF_t = Kontantstrøm i periode t

t = Tid (periode)
r = Avkastningskrav
(Damodaran, 2012, s.12)

Kontantstrømmene vil variere fra periode til periode, og man kan ha kontantstrømmer til egenkapital eller totalkapitalen, noe vi skal se nærmere på senere. Avkastningskravet reflekterer risikoen knyttet til kontantstrømmene. Ved stor risiko vil man vanligvis ha et høyere avkastningskrav, og motsatt ved lav risiko (Damodaran, 2012, s.12). Antall perioder skal reflektere levetiden for eiendelen. Ved verdsettelse av et selskap er det vanlig å beregne kontantstrømmer fem til syv perioder frem i tid, for så å estimere en terminalverdi. Terminalverdi brukes ettersom man ikke kan estimere kontantstrømmer for evig, og skal dermed representere verdien for den resterende levetiden. Ved terminalverdi beregning gjør man noen antagelser. Man antar at selskaper over tid stabiliserer seg, og dermed har en konstant vekst. Denne kan ikke være større enn veksten i BNP, som er et mål på utviklingen i økonomien selskapet opererer i (Damodaran, 2012, s.304-307).

$$\text{Terminal value} = \frac{CF_{t+1} * (1 + g)}{r - g}$$

Formel 2 - Terminalverdi

Terminal value = Terminalverdi
 CF_{t+1} = Kontantstrøm i terminal år
g = Vekst
r = Avkastningskrav
(Damodaran, 2012, s.306)

Etter man har funnet terminalverdien, legges denne til i nåverdi beregningen for den perioden som man har estimert kontantstrømmer. Dermed ender vi opp med en komplett formel for verdien til et selskap.

$$\text{Value of a firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal value}_n}{(1+r)^n}$$

Formel 3- Nåverdi av et selskap

Value of a firm = Nåverdi av et selskap
 CF_t = Kontantstrøm i periode t
t = Tid (periode)
r = Avkastningskrav

n = siste tid (periode)
*Terminal value*_n = Terminalverdi
(Damodaran, 2012, s.304)

3.1.1 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden bruker man fri kontantstrøm til egenkapitalen, dette finner man ved bruk av følgende utregning:

	Overskudd etter skatt
-	Investering i anleggsmidler
+	Avskrivninger
+/-	Endring i arbeidskapital
+	Ny gjeld utstedt
-	Nedbetaling av gjeld
=	Fri kontantstrøm til egenkapital

Tabell 2- Fri kontantstrøm til egenkapital, (Damodaran, 2012, s.352)

3.1.1.2 CAPM

Avkastningskravet til egenkapitalen finner vi ved bruk av CAPM. CAPM, eller kapitalverdiformodellen er en modell som viser forholdet mellom risiko og avkastning (Damodaran, 2012, s.65).

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Formel 4 - Forventet avkastning

$E(R_i)$ = Egenkapitalkostnad

R_f = Risikofri rente

$[E(R_m) - R_f]$ = Markedets risiko premie

β_i = Beta

(Damodaran, 2012, s.68)

Vi trenger tre input for å finne avkastningskravet til egenkapitalen; risikofri rente, beta og markedets risikopremie. Disse skal vi se nærmere på nå.

3.1.1.2.1 Risikofri rente

For at en rente skal være risikofri så må faktisk avkastning være lik forventet avkastning. For at dette skal være tilfellet kan det ikke være misligholdsrisiko eller reinvesteringsrisiko. Misligholdsrisiko er risikoen for at låntaker eller långiver ikke oppfyller forpliktelsene sine. Ved ingen misligholdsrisiko utelukkes alle lån utstedt av private enheter, vi står dermed kun igjen med lån utstedt av myndighetene. Reinvesteringsrisiko handler om risikoen knyttet til en investors mulighet til å investere mottatt utbytte til samme avkastning som tidligere (Damodaran, 2012, s.154-155).

3.1.1.2.2 Beta

Beta i kapitalverdimodellen er et mål på systematisk risiko, og sier noe om hvor mye risiko som er forbundet med en aksje i forhold til aksjemarkedet. Det finnes tre tilnærminger for å komme frem til en beta verdi. Førsten metoden er å bruke historisk data om aksjepriser, den andre handler om bruk av fundamentale kjennetegn ved bedriften. Den siste metoden estimerer en beta verdi ved bruk av regnskapsdata (Damodaran, 2012, s.183). Vi skal nå se nærmere på historisk beta og fundamental beta ettersom det er disse to tilnærmingene som vi kommer til å bruke videre i oppgaven.

Som nevnt anvender historisk beta informasjon om tidligere markedspriser. På bakgrunn av den historiske dataen foretas en regresjonsanalyse av avkastningen til aksjen mot avkastningen til en markedsindeks. Dette blir gjort ved følgende formel:

$$R_j = a + b R_m$$

Formel 5 - Avkastning på aksjen

R_j = Avkastning på aksjen

a = Skjæringspunktet fra regresjonen

b = Helningen på regresjonslinjen

R_m = Avkastning til markeds indeksen

(Damodaran, 2012, s.183)

Helningen på regresjonslinjen (b), representerer betaen til aksjen ettersom at den måler risikoen til aksjen (Damodaran, 2012, s.183)

Når man skal gå frem for å finne den fundamentale betaen bruker man ofte en bottom-up-tilnærming. Her starter man med å identifisere hvilket forretningsområde selskapet operer i. Deretter finner man en gjennomsnittsbeta for forretningsområdet. Neste steg er å finne den gjelds u-påvirke betaen, ved bruk av følgende formel:

$$Unlevered\ beta_{business} = \frac{Beta_{comparable\ firms}}{\left[1 + (1 - t)\left(\frac{D}{E}\ ratio_{comparable\ firms}\right)\right]}$$

Formel 6 - Gjelds upåvirket beta

$Unlevered\ beta_{forretningsområde}$ = Gjelds u-påvirket beta forretningsområdet

$Beta_{comparable\ firms}$ = Beta sammenlignbare selskaper

t = skattesats

$\frac{D}{E}\ ratio_{comparable\ firms}$ = Gjeldsgrad sammenlignbare selskaper

(Damodaran, 2012, s.197)

Avslutningsvis finner vi den gjeldspåvirkete betaen med selskapets gjeldsgrad, slik at vi får en bottom-up-beta.

$$Levered\ beta_{firm} = Uneleverd\ beta_{firm} \left[1 + (1 - t)\left(\frac{D}{E}\ ratio_{firm}\right)\right]$$

Formel 7 - Gjeldspåvirket beta selskap

$Levered\ beta_{firm}$ = Gjeldspåvirket beta selskap

$Uneleverd\ beta_{firm}$ = Gjelds u-påvirket beta selskap

$\frac{D}{E}\ ratio_{firm}$ = Gjeldsgrad selskap

(Damodaran, 2012, s.195)

3.1.1.2.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie handler om hvor mye meravkastning investorer i gjennomsnitt krever for å investere i en markedsportefølje fremfor et risikofritt alternativ. Risikopremien vil altså være forskjellen mellom avkastningen på markedsporteføljen og den risikofrie renten. Mest brukt i praksis er historisk risikopremie. En alternativ tilnærming er å regne ut en implisitt risikopremie dersom man ikke ønsker å legge til grunn historiske priser.

Historisk risikopremie ser på hva risikopremien historisk har ligget på. Dette gjøres ved å se på den faktiske avkastningen til en aksje og sammenligne den med avkastningen til en

risikofri investering, sammenligningen gjøres over en lengre periode. På denne måten får vi en risikopremie basert på historisk data. Viktige punkter å tenke på når en skal estimere en historisk risikopremie er; tidsperioden som brukes, valg av risikofri investering, og om man skal bruke aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt (Damodaran, 2012, s.161-162).

3.1.2 Totalkapitalmetoden

Ved totalkapitalmetoden bruker man fri kontantstrøm til totalkapitalen ved utregning av verdien til selskapet, dette finner man på følgende måte:

	Driftsresultat
-	Skatt
+	Avskrivninger
-	Investering i anleggsmidler
+/-	Endring i arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Tabell 3- Fri kontantstrøm til totalkapitalen, (Damodaran, 2012, s.381)

3.1.2.1 WACC

Avkastningskravet brukt i totalkapitalmetoden er WACC. WACC (weighted-average cost of capital) skal representere et vektet gjennomsnitt av de ulike komponentene som finansierer selskapet (Damodaran, 2012, s.211).

$$WACC = \frac{E}{E + D} * r_E + \frac{D}{E + D} * r_D * (1 - t)$$

Formel 8 - Gjennomsnittlig kapitalkostnad

WACC = Weighted-Average Cost of Capital

E = Markedsverdi av egenkapital

D = Markedsverdi av gjeld

E + D = Markedsverdi av totalkapital

r_E = Egenkapitalkostnad

r_D = Gjeldskostnad

(Damodaran, 2012, s.14)

Markedsverdien av egenkapital finner man ved å ta selskapets antall utestående aksjer multiplisert med prisen per aksje. Som markedsverdi for gjelden bruker man ofte den bokførte verdien av gjelden. Dette er fordi man som regel trenger opplysninger fra selskapet som ikke er tilgjengelig for utenforstående om man skal kunne foreta en nøyaktig estimering av denne verdien. Egenkapitalkostnaden er estimatet fra kapitalverdimodellen. Verdien for gjeldskostnad skal vi se nærmere på nå.

3.1.2.1.2 Gjeldskostnad

For å finne gjeldskostnaden til et selskap trenger man en risikofri rente, et påslag for landet selskapet operer i, og et påslag for selve selskapet. Påslaget for selskapet finner man ved å estimere en syntetisk vurdering basert på driftsinntekter og rentekostnader. Ved å summere disse faktorene finner man gjeldskostanden til selskapet.

$$\begin{aligned} \text{Cost of debt} &= \text{Risk - free rate} + \text{Default spread for country} \\ &+ \text{Default spread for firm} \end{aligned}$$

Formel 9 - Gjeldskostnad

Cost of debt = Gjeldskostnad

Risk - free rate = Risikofri rente

Default spread for country = Påslag for land

Default spread for firm = Påslag for selskap

(Damodaran, 2012, s.215)

3.2 Relativ verdsettelse

I en relativ verdsettelse skal man verdsette eiendeler basert på hvordan lignende eiendeler er priset i markedet. Relativ verdsettelse består av to komponenter. Den første delen handler om å standardisere priser, ofte ved å konvertere dem til multipler basert på inntekter, bokverdier eller salg. Den andre delen handler om å finne sammenlignbare selskaper. Dette er ofte vanskelig ettersom ingen selskaper er helt like, selv selskaper i samme forretningsområdet kan være svært forskjellige (Damodaran, 2012, s.453).

3.2.1 P/E

P/E (Price/Earnings) multiplene finner man ved å dele markedspris per aksje på resultat per aksje. Formelen sin enkelhet gjør denne multiplene den mest brukte i praksis. Det største problemet ved P/E multiplene, er alle de ulike variantene av resultat per aksje man kan bruke. Man har blant annet nåværende resultat per aksje, etterfølgende resultat per aksje, og termin resultat per aksje. Dette kan fort føre til at multiplene blir brukt feil (Damodaran, 2012, s.468).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earnings per share}}$$

Formel 10 - P/E multiplikator

$$\frac{P}{E} = \text{Pris/Resultat}$$

Market price per share = Markedspris per aksje

Earnings per share = Resultat per aksje

(Damodaran, 2012, s.468)

3.2.2 P/B

P/B (Price/Book value) multiplene finner man ved å dele pris per aksje med bokverdi per aksje.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Price per share}}{\text{Book value of equity per share}}$$

Formel 11 - P/B multiplikator

$$\frac{P}{B} = \text{Pris/Bokverdi}$$

Price per share = Pris per aksje

Book value of equity per share = Bokverdi per aksje

Fordelene med P/B multiplene, som også gjør den mye brukt i praksis, er at bokverdi er en relativt stabil måleenhet. I tillegg er den lett å sammenligne med andre og kan brukes for

selskaper med negativt resultat. Potensielle problemer med P/B multipelen er utregningen av bokverdi per aksje. Ettersom at selskap kan ha flere klasser av utestående aksjer kan det være vanskelig å estimere en pris per aksje. Dette problemet kan fikses ved å heller se på den totale verdien (Damodaran, 2012, s.511-512).

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Market value of equity}}{\text{Book value of equity}}$$

Formel 12 - Pris/ bokverdi

$$\frac{P}{B} = \text{Pris/Bokverdi}$$

Market value of equity = Markedsverdi av egenkapital

Book value of equity = Bokverdi av egenkapital

(Damodaran, 2012, s.511-512)

3.3 Valg av metode

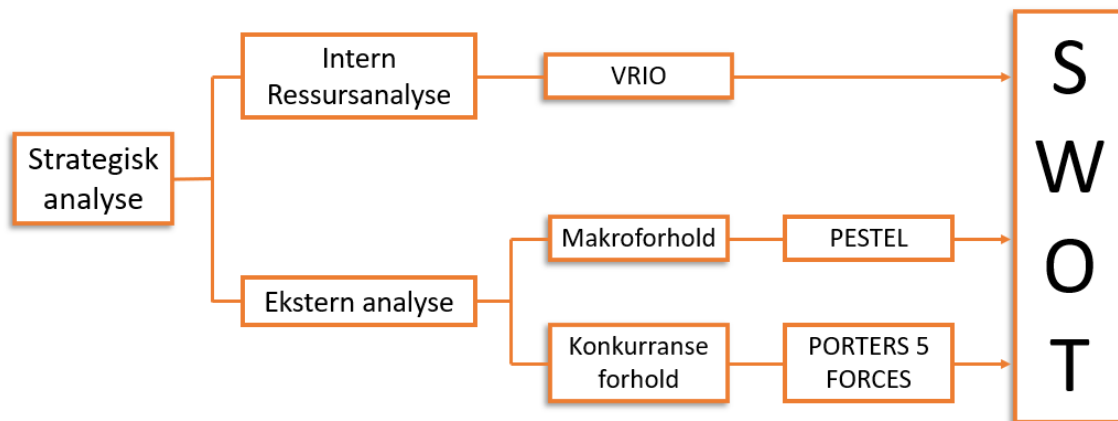
I denne oppgaven kommer vi hovedsakelig til å benytte oss av den fundamentale verdsettelsesmodellen DCF. Vi kommer til å benytte oss av total kapitalmetoden ettersom at denne metoden gir et mer helhetlig bilde av verdien til selskapet. Vi kommer også til å bruke en rekke estimater og størrelser fra egenkapitalmetoden videre i oppgaven.

Senere i oppgaven vil vi også til å ta i bruk relativ verdsettelse. Dette for å kunne sammenligne, og støtte opp under det estimatet vi fikk fra den fundamentale verdsettelsen. Vi vil da ta i bruk multiplene P/E og P/B.

4. Strategisk analyse

I dette kapitlet skal vi gjøre en strategisk analyse av Grieg Seafood ASA, hvor vi vil ta for oss både en intern- og ekstern ressursanalyse I den eksterne analysen bruker vi PESTEL-analysen og Porters Five Forces når vi ser på makro- og konkurranseforhold. I den interne ressursanalysen gjør vi en VRIO-analyse. Avslutningsvis konkluderer vi funnene våre i en SWOT-analyse.

Strategisk analyse er en viktig del av verddivurderingen av et selskap fordi det gir en helhetlig forståelse av virksomhetens omgivelser, muligheter og trusler. Ved bruk av strategisk analyse kan man identifisere de viktigste faktorene som kan påvirke selskapets inntekter og kostnader i fremtiden, dermed kan man utvikle en mer realistisk verdsettelse.



Figur 11- strategisk analyse, basert på innhold i kapittel 4

4.1 Ekstern analyse- PESTEL

PESTEL-analyse er et godt verktøy å bruke i strategisk analyse fordi det gir en strukturert tilnærming til å vurdere virksomhetens omgivelser og deres påvirkning på selskapets inntekter og kostnader. PESTEL er et akronym som står for political (politiske forhold), economical (økonomiske forhold), social (sosiokulturelle forhold), technological (teknologiske forhold), environmental (miljømessige forhold) og legal (juridiske forhold). Analysen brukes til å identifisere de viktigste driverne for endring i selskapets eksterne miljø.

4.1.1 Politiske Forhold

4.1.1.1 Konflikt mellom Russland og Ukraina

Februar 2022 invaderte Russland Ukraina, denne krigen pågår fortsatt i skrivende stund og har ført til store ødeleggelser for Ukraina og har påvirket hele verdensøkonomien på flere områder. Ukraina sto for 1,8 prosent av den totale eksportverdien av norsk sjømat (Rustad, 2022). I 2021 eksporterte Norge sjømat for 2,2 milliarder kroner til Ukraina. Konflikten har ført til lavere vekstutsikter for Norges handelspartnere, og har lagt en demper på norsk økonomi. Konflikten har også ført til en økt handelspolitikk som begrenser import og eksport av varer til og fra Russland. Grieg Seafood ASA ønsker ikke å bidra til den russiske økonomien så lenge den russiske staten bruker sine ressurser til å føre krig i Ukraina. Dette gjør Grieg Seafood ASA med å blant annet utelate fôring-ingredienser fra Russland til deres laksefôr. Selv om eksporten til Ukraina er redusert og selskapet har stoppet import av råvarer til fiskefôr fra Russland, har Grieg Seafood ASA valgt å selge mer laks til Frankrike og Italia (NTB, 2022).

4.1.2 Økonomiske forhold

4.1.2.1 Økte produksjonskostnader

Det er flere faktorer som påvirker de økonomiske forholdene til Grieg Seafood ASA. I tillegg til en vedvarende økning i det generelle prisnivået i Norge, har selskapet hatt utfordringer med algeoppblomstring og sykdomsforløp i oppdrettsanleggene. Dette har ført til økte produksjonskostnader for selskapet. Produksjonskostnadene til Grieg Seafood ASA steg med 10,7 kroner per kilo fra 2021 til 2022, driftsresultatet per kilo falt fra 7,3 kroner i 2021 til 6,3 kroner i 2022 (Drønen, 2022). Inflasjonspress, sykdomsutbrudd i oppdrettsanleggene, i tillegg til en høyere fôrpris, forventes å påvirke produksjonskostnadene til Grieg Seafood ASA på kort- til mellomlangt sikt (Drønen, 2022).

4.1.2.2 Svak norsk krone

På grunn av inflasjon er den norske kronen svekket, dette gjør at det blir dyrere å importere varer til Norge. Siden Grieg Seafood ASA hovedsakelig eksporterer fisk til utlandet, vil dette ha en positiv effekt for selskapet. Siden eksportvarene blir billigere for utenlandske kjøpere når kronen er svak, vil selskapet være mer attraktivt for utenlandske kjøpere. Dette kan bidra til å stimulere økonomisk vekst.

4.1.3 Sosiokulturelle forhold

4.1.3.1 Svekket kjøpekraft

Da Covid-19 pandemien rammet verden var det lavere etterspørsel, mye på grunn av restriksjoner. Selv om forholdene rundt pandemien nå er forbedret i mange land, er fortsatt folk sin kjøpekraft påvirket av høyere priser på varer og tjenester. I Europa, som er den største driveren for etterspørsel for Grieg Seafood ASA, har prisene på produkter og tjenester økt med 10,9 prosent i løpet av 2022 (Ritzau, 2022). Europa er rammet av den høyeste inflasjonen på over 40 år, noe som gjør at innbyggerne sin kjøpekraft er svekket. Likevel antar vi at etterspørselen etter laks ikke vil synke, ettersom det er blitt et økende fokus på å spise sunn og næringsrik mat.

4.1.4 Teknologiske forhold

4.1.4.1 Nyutviklet teknologi

Grieg Seafood ASA er et av flere selskaper som stadig prøver å videreutvikle teknologien til fordel for egen drift av selskapet. Et av deres nyeste teknologiske initiativ er en avansert teknologi som gjør det mulig for dem å sentralisere fôringen til fisken. Dette gjøres gjennom å følge med på fisken gjennom et kamera hvor de kan observere kontinuerlig og fôre den når den er sulten. I dag har Grieg Seafood ASA 7 millioner fisk på 12 ulike lokaliteter i Rogaland som blir matet fra operasjonssenteret på land (Grieg, 2022). Med hjelp av denne avanserte teknologien kan Grieg Seafood ASA finjustere de ansatte sin fagkompetanse på fôring. Ved å bedre kontrollen over fôringen vil fiskevelferden øke og det vil føre til lavere dødelighet blant fisken, noe som vil ha en betydning for økonomien samt miljøet. Denne nyutviklede teknologien kan på lengre sikt gi Grieg Seafood ASA lavere kostnader og bedre produktivitet. Det vil også ha en fordel for å ta riktig strategiske valg og gir bedre mulighet for planlegging av fremtidige prosjekter.

4.1.5 Miljømessige forhold

4.1.5.1 Bærekraftig utviklingsprosjekt

Grieg Seafood ASA har sammen med 17 andre verdensledende havbruksselskaper, leverandørbedrifter og forskningsinstitusjoner gått sammen om å oppnå forretningsmessige mål for å sikre gode miljøforhold i sjø og natur. Dette prosjektet har potensiale til å skape en mer bærekraftig global matproduksjon og kan skape milliardverdier for Norge (Grønn plattform, 2022). Hovedmål med prosjektet er å utvikle kunnskap og teknologi som bidrar til miljømessig, økonomisk og sosialt bærekraftig utvikling av verdikjeder for havbruk til havs (Grieg Seafood, 2022).

4.1.5.2 Miljømessige utfordringer

Forurensning av lokale miljøer er en av flere miljømessige utfordringer knyttet til fiskeoppdrett. Rømming av fisk og spredning av lakselus gir store påvirkninger på vill laksefisk (Miljødirektoratet, u.å.). Fisken i oppdrettsanleggene er genetisk påvirket og kan spre sykdom som bakterier, virus og parasitter til villfisk. Utslipp av fôrrester, ekskrementer fra fisken, kobber fra impregnerte nøter og andre kjemikalier og fremmedstoffer (inkludert legemidler) påvirker det marine miljøet (Miljødirektoratet, u.å.). For at selskapet skal klare å oppnå et mest mulig bærekraftig oppdrett er å finne skalerbare og kostnadseffektive løsninger. Alternative ingredienser til fiskefôr er dyrere for selskapet på kort sikt, men vil på lang sikt være fordelaktig for fisken og miljøet.

4.1.6 Lovmessige forhold

4.1.6.1 Akvakulturloven

Grieg Seafood ASA har en rekke lover og regler de er nødt til å følge, ettersom havbruksnæringen i Norge er strengt regulert. For Grieg Seafood ASA er det akvakulturloven som gir de mest sentrale føringene, som blant annet går ut på miljøhensyn, hvem som har tillatelse til å drive med akvakultur, arealutnyttelse, krav og forpliktelser. Grieg Seafood ASA er også lovpålagt å drive jevnlig miljøundersøkelser til Fiskeridirektoratet mens produksjonen pågår, slik at de får en oversikt over miljøstatus på samtlige oppdrettsanlegg i Norge (Fiskeridirektoratet, u.å.). Dersom det blir oppdaget en uforsvarlig miljøpåvirkning på en bestemt lokalitet, vil det være nødvendig å gjennomføre tiltak for å adressere problemet. I verste fall kan dette innebære at lokaliteten må legges ned.

I Norge er det et begrenset antall tillatelser til oppdrett av laks, ørret og regnbueørret tilgjengelig, enhver som ønsker å drive med akvakultur må søke om en tillatelse i henhold til akvakulturloven. Tillatelsen inneholder en MTB (maksimalt tillatt biomasse), som angir hvor mye levende fisk som innehaveren kan ha i sjøen til enhver tid (Fiskeridirektoratet, u.å.). Begrensningen knyttet til oppdrett av fisk, kan ha en dempende virkning på Grieg Seafood ASA sine fremtidige vekstmuligheter.

En standard tillatelse for produksjon av matfisk av laks, ørret og regnbueørret tillater opp til 780 tonn. I områdene Troms og Finnmark er det imidlertid mulig å få tillatelse for oppdrett av inntil 945 tonn (Regjeringen, 2022). Ettersom Grieg Seafood ASA har oppdrettsanlegg i Finnmark, vil de derfor kunne produsere et høyere volum.

4.1.6.2 Lakseskatten

Lakseskatten er en skatt som blir tatt opp for debatt i Norge som går ut på å beskatte oppdrettsselskaper for verdien av produksjonen av oppdrettslaks i havet. Skatten ble innført for å bidra med å sikre en rettferdig fordeling av verdiskapningen fra oppdrettsnæringen, samt å bidra til å finansiere offentlige tjenester og investeringer. En sentral del av forslaget rundt lakseskatten er at lokalsamfunn som stiller naturressurser til disposisjon, skal sikres en andel av grunnrenten (Regjeringen, 2022). I skrivende stund har regjeringen kommet med et forslag til grunnrenteskatt på havbruk på 35 prosent, men diskusjonen på hvordan lakseskatten vil se ut til slutt er fortsatt under debatt (Lorås & Bye, 2023).

Den norske regjeringens reviderte forslag om grunnrenteskatt på havbruk kan være med på å påvirke etterspørselen etter laks, ettersom Norge i dag er den største distributøren av laks i verden. Lakseskatten kan ikke alene forklare endringer i etterspørselen, men det kan være en faktor som påvirker i visse situasjoner. Grunnrenteskatten vil føre til redusert lønnsomhet for oppdrettsselskapene. Dette kan resultere i at oppdrettsselskapene velter sine økte utgifter over på konsumentene gjennom å sette opp prisen på laksen. Hvordan dette påvirker etterspørselen etter laks, avhenger av hvordan distributørene og sluttkunden velger å reagere på en eventuell prisendring.

Distributørene av laks ønsker langsiktighet og stabile priser, derfor blir laksemarkedet der laksen omsettes til dagens spotpris stadig mindre viktig. Dersom det blir stor skatterisiko

knyttet til salg av laks på fastpris, kan dette resultere i at kjøperne ikke vil få tilgang på fastpriskontrakter fra lakseoppdretterne og laks kan bli et mindre interessant produkt for viktige kundegrupper. Grunnrenteskatten kan derfor undergrave en vesentlig del av hvordan forsyningskjeden opererer, noe som har vært avgjørende for suksessen til blant annet norsk laks (Martens, 2022).

4.1.7 Konklusjon av PESTEL- analysen

Gjennom PESTEL- analysen kan vi se på hvilke eksterne drivkrefter som påvirker Grieg Seafood ASA. Konflikten mellom Russland og Ukraina er en faktor som påvirker kostnadene til selskapet. På kort sikt har konflikten gitt økte kostnader for selskapet, vi forutsetter at dette ikke vil ha en betydelig påvirkning på selskapets kostnader på lang sikt. Dette har satt en midlertidig dempe på etterspørselen og usikkerheten i markedet for Grieg Seafood ASA, men vi antar at denne nedgangen i etterspørsel ikke er langvarig. En økonomisk faktor som påvirker selskapet, er økte produksjonskostnader. Inflasjonspress, sykdomsutbrudd i oppdrettsanleggene, i tillegg til høyere fôrpriser er noen av faktorene som er med på å øke disse kostnadene. På kort - til mellomlang sikt forutsetter vi at disse ulike faktorene vil fortsette å presse opp produksjonskostnadene og til Grieg Seafood ASA.

Vi antar at det vil skje store teknologiske fremskritt de kommende årene innen fiskeoppdrettsbransjen, og at det vil være viktig for Grieg Seafood ASA å være i forkant og holde seg kontinuerlig oppdatert på ny teknologi som kommer på markedet. På kort sikt vil dette føre til høyere kostnader, men vil på lengre sikt være en god investering for lønnsomheten til selskapet. Lakseskatten er også en faktor som Grieg Seafood ASA er nødt til å forholde seg til. Grieg Seafood ASA er nødt til å innføre lakseskatten på alle områdene hvor selskapet driver med verdiskapning i sjø, dette fører til at de vil skatte mer enn tidligere og vil få et lavere overskudd.

4.2 Porters Five Forces

4.2.1 Bransje analyse

Porters Five Forces er et rammeverk som skal bidra til å identifisere og analysere en bransje sin attraktivitet. Rammeverket tar utgangspunkt i fem ulike faktorer som påvirker konkurranseforholdene innenfor en bransje. Disse fem faktorene er; grad av rivalisering, inngangsbarrierer, substitutter, kunders makt, og leverandørers makt. Til sammen skal disse fem faktorene danne et bilde av strukturen til bransjen, samt dens attraktivitet (Whittington, et al. 2020, s.64).

4.2.2 Grad av rivalisering

Grad av rivalisering handler om konkurransen mellom allerede eksisterende selskaper i en bransje. Konkurrerende selskaper beskrives som selskaper med samme kundegruppe eller som tilbyr lignende produkter eller tjenester. Noen ulike faktorer som er med på å påvirke graden av rivalisering er konsentrasjonen og balansen mellom de konkurrerende selskapene, bransjens vekstrate, faste kostnader, utgangsbarrierer og differensiering (Whittington et al., 2020, s.66-67).

I bransjer hvor det er mange konkurrenter eller hvor konkurrentene er av omtrent samme størrelse vil det være fare for intens rivalisering. Oppdrettsnæringen domineres av flere aktører med store markedsandeler. Dette vil være med på å bygge opp rivaliseringen i bransjen.

Oppdrettsnæringen er en bransje med høye faste kostnader, på grunn de store investeringene i både utstyr og forskning som kreves for å starte opp et oppdrettsselskap, dette bidrar med å øke rivaliseringen. Store investeringer i oppdrettsanlegg og utstyr kan være vanskelig å få solgt videre, noe som kan gjøre utgangsbarrierene høye. Dette vil føre til økt rivalisering ettersom selskapene vil arbeide hardt for å holde på sine markedsandeler.

I bransjen som Grieg Seafood ASA operer i, er det liten produktdifferensiering blant konkurrentene. Lav differensiering kan føre til økt rivalisering fordi kundene vil ha lett

tilgang og mulighet til å bytte mellom de ulike leverandørene av laks. Dette kan føre til priskrig på markedet for å holde på kundene sine.

4.2.3 Inngangsbarrierer

Inngangsbarrierer handler om ulike barrierer som nye konkurrenter må overkomme for å etablere seg i bransjen. Faktorer som erfaring, tilgang til forsynings- eller distribusjonskanaler, kapitalkrav, legalisering og statlig handling, er alle viktige momenter som bestemmer hvor høye inngangsbarrierene er. (Whittington et al., 2020, s.67).

Biologiske begrensninger, sjøvannstemperatur krav og andre naturlige begrensninger, gjøre at oppdrettslaks kun er produsert i Norge, Chile, Scotland, Færøyene, Irland, Island, Canada, USA, Tasmania, og New Zealand (Mowi, 2022 s. 80). I dag er oppdrettsselskapene nødt til å følge lisensregimer lagt av myndighetene til de ulike landene. Lisensregime varierer fra land til land og begrenser produksjonen for hvert selskap. I Norge er man nødt til å ha en oppdrettslisens for å drive med oppdrettslaks både i sjø- og ferskvann.

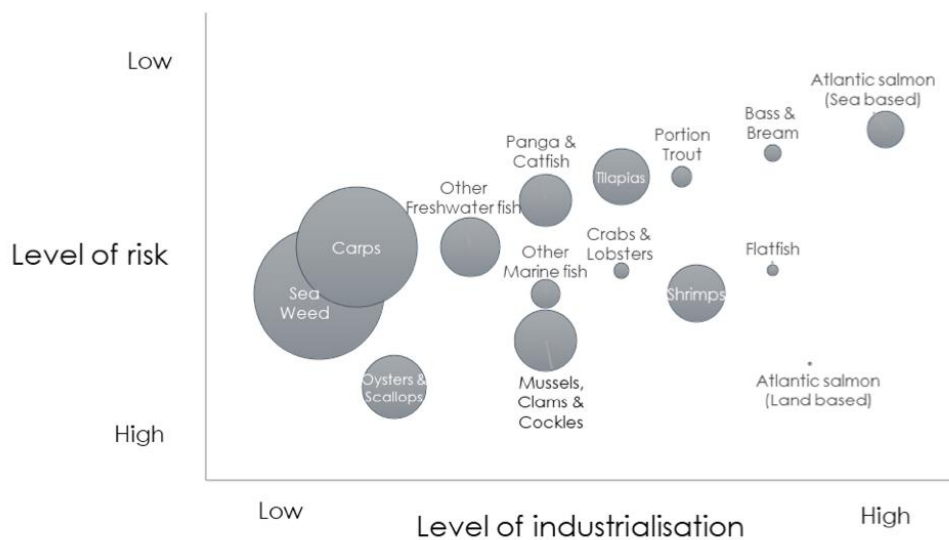
Kravene rundt lisensene skaper høye inngangsbarrierer og gjør det vanskelig for nye konkurrenter å komme inn på markedet. Lisensregime er den største og viktigste inngangsbarrieren i oppdrettsnæringen.

4.2.4 Substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som dekker samme behov som bransjens egne produkter eller tjenester. Det er viktig å fokusere og anerkjenne trusselen fra mulige substitutter, og ikke bare fokusere på konkurrentene i samme bransje (Whittington et al., 2020, s. 69).

En av substituttene til laks er andre sjømatprodukter. I gjennomsnitt spiste hvert menneske 710 kilogram mat i 2019. Mesteparten av dette var grønnsaker og frukt, mens 9 prosent var dyreprotein. Dyreprotein har hatt en tydelig økning fra år 1960, dette viser at dyreprotein gradvis har blitt en viktig del av kostholdet til folk. Sjømat har vært en sentral bidragsyter til denne veksten (Mowi, 2022, s. 9). Laks er kun en liten andel av det totale antall fisk som konsumeres årlig. Selv om det har vært en økning på mer enn 1000 prosent i produksjonen av

laks siden 1990, er det globale tilbudet av laks fortsatt marginalt sammenlignet med andre sjømatprodukter (Mowi 2022, s. 11-14).



Figur 12-Hentet fra Salmon Farming Industry Handbook 2022

Som vi ser i figur 12 har laksen den høyeste graden av industrialisering, samt det laveste nivået av risiko sammenlignet med de andre akvakultur artene. Vi antar at tilbudet av laks vil fortsette å øke og kan konkludere med at trusselen fra substitutter er lav.

4.2.5 Kunden sin makt

Det er fire faktorer som tilsier at kundens makt er stor; når få kunder står for mesteparten av salget, kunden kan enkelt bytte leverandør, kunden har mulighet til å produsere selv eller at produktet er for dyrt og av dårlig kvalitet. (Whittington, 2020, s. 69-70)

Gitt den globale etterspørselen og distribusjonen av laks som et høyt etterspurt produkt, kan det antas at det eksisterer en betydelig konsentrasjon av aktører som står for størstedelen av salget. Som nevnt er det lite differensiering i sluttproduktet til konkurrentene og det fører til at kunden har mer makt, ettersom at kunden kan enkelt bytte mellom leverandør. Dette gjør at produktet er veldig prissensitivt mellom lakseleverandørene.

Lakseoppdrett, som vi har sett tidligere, er en svært kostbar og kapitalkrevende bransje. Dette gjør det vanskelig for kundene å kunne produsere produktet selv, og dette er med på å svekke kjøpers makt.

4.2.6 Leverandørene sin makt

Leverandørers makt er stor dersom; det er få produsenter som dominerer tilbudet, det er dyrt å skifte leverandør, leverandøren kan kutte ut mellomledd eller når produktene er svært differensierte (Whittington, 2020, s. 70).

To viktige innsatsfaktorer for lakseoppdrettsbransjen er fiskefôr og lakseegg. Det er hovedsakelig tre produsenter som står for salg av fiskefôr; Skretting, EWOS og BioMar (Mowi, 2022, s. 65). Det er også få leverandører av lakseegg. Siden det er få leverandører, vil leverandørene ha større forhandlingsmakt. Selv om det er få leverandører på markedet, så er produktene svært homogene, dette svekker leverandørers makt.

4.2.7 Konklusjon av Porters Five Forces

Gjennom Porters Five Forces rammeverket har vi sett at oppdrettsnæringen er en bransje sammensatt av både sterke og svake krefter. Vi har sett at graden av rivalisering er høy grunnet at det er flere godt etablerte aktører på markedet. Inngangsbarrierene anses å være høy, ettersom fiskeoppdrettene er nødt til å følge strenge lisensregimer som er med på å regulere produksjonen. Av substitutter finner man ikke noen åpenbare trusler. Kunden sin makt er moderat til høy på bakgrunn av at laks ikke lett lar seg diversifiseres. Selskapene konkurrerer da på pris noe som gir kundene stor makt. Kombinasjonen på at det er få leverandører på markedet som tilbyr homogent produkt gjør deres makt moderat. Hovedpunktene fra analysen har vi illustrert i tabellen nedenfor.

Faktorer	Lav	Moderat	Høy
Rivalisering			X
Inngangsbarrierer			X
Substitutter	X		
Kundens makt			X
Leverandøren sin makt		X	

Tabell 4 - Oppsummering av Porters Five Forces, basert på analysen i kapittel 4.2

4.3 VRIO

VRIO er en analysemetode som brukes til å evaluere ressursene og evnene til et selskap og gir dem en konkurransefordel. VRIO står for verdifullhet, sjeldenhet, imiterbarhet og organisert.

- **Verdifullhet:** Dette går ut på hvor verdifulle ressursene eller evnene til selskapet er. Dette måles opp mot om ressursen er i stand til å skape verdi for selskapet, eventuelt gjennom kunde verdi, og om det vil gi et konkurransefortrinn.
- **Sjeldenhet:** Handler om hvor sjeldne eller unike ressursene og evnene til selskapet er. Hvis de er sjeldne vil selskapet få et unikt fortrinn som gjør det vanskelig for konkurrentene å replikere.
- **Imiterbarhet:** Dette innebærer hvor enkelt det er for konkurrentene å kopiere eller erstatte selskapets ressurser og evner.
- **Organisert:** Dette handler om hvor effektivt selskapet har klart å organisere og utnytte ressursen og evnene sine.

VRIO-analysen vil hjelpe med å evaluere Grieg Seafood ASA sine styrker og svakheter ved deres ressurser og evner, identifisere hvordan de kan utnytte dem for å skape verdi og opprettholde en konkurransefordel. Vi har valgt å ta for oss ressursene geografisk lokasjon,

produkt og teknologi og innovasjon. Vi tror dette er ressurser som er utslagsgivende for Grieg Seafood ASA til å kunne skape konkurransefortrinn.

4.3.1 Geografisk Lokasjon

4.3.1.1 Verdifullhet

Grieg Seafood ASA har sin virksomhet i Norge og Canada, med flere geografisk ulike institusjoner i hvert land. Her vil Grieg Seafood ASA ha en selskaps-fordel fordi de kan spare på transportutgifter. Det vil også være med på å gi kundene mer verdi i form av ferskere varer og kortere leveringstid, samt mindre kostnader for frakt. Det å ha stasjonære institusjoner på ulike geografiske områder vil ha en fordel i en bransje som har mange biologiske utfordringer, slik som algeoppblomstring, lakselus, vintersår og gjellesykdom. Dette er utfordringer som kan oppstå ved alle oppdrettene til Grieg Seafood ASA. Dersom et av oppdrettene står ovenfor en slik utfordring, vil dette kunne skape problemer for selskapet og det vil være en fordel å ha andre institusjoner som kan kompensere for tapene.

4.3.1.2 Sjeldenhet

Flere selskaper i bransjen utnytter seg av å ha flere institusjoner på ulike geografiske områder, med unntak av to av konkurrentene til Grieg Seafood ASA; Lerøy Seafood ASA og Salmar ASA som kun holder til i Norge. Mowi ASA holder til i 25 ulike land og er den konkurrenten med størst markedsandel. Selv om denne ressursen er veldig verdifull for Grieg Seafood ASA, er den ikke en sjelden ressurs innenfor bransjen og vil derfor ikke gi en stor konkurransefordel.

4.3.1.3 Imiterbarhet

Andre land, har som Norge, regler og vilkår som må inngås for en standard tillatelse til fiskeproduksjon på allmennhetens areal. Bedriften må få tillatelse fra flere myndigheter, hvor det settes krav til at vilkårene overholdes og at oppdretterne bidrar til verdiskaping både lokalt og internasjonalt (Miljødirektoratet, 2022). Både Grieg Seafood ASA og deres konkurrenter står fritt til å søke om tillatelse til etablering i flere land, men det er en kostbar og tidkrevende prosess som er nødt til å stå i samsvar med forurensningsloven. Derfor vil dette være en imiterbar ressurs dersom selskapet har nok kapital til å gjennomføre.

4.3.1.4 Effektiv Organisert

Grieg Seafood ASA har hatt ulike utfordringer på to av institusjonene sine, som for eksempel da Grieg Seafood Finnmark AS ble hardt rammet av lakselus som førte til en nedgang i produksjonen for selskapet. Grieg Seafood Finnmark AS har iverksatt tiltak som har gjort det mulig for selskapet å overkomme det daværende problemet og bygge seg opp igjen. Oppdrettet i Newfoundland er relativt nytt og er ikke effektivisert enda, men Grieg Seafood ASA har satt seg mål om blant annet å fiske 15 000 tonn innen 2025 (Grieg Seafood årsrapport, 2022). For å kunne nå målet om å gå fra 0 til 15 000 tonn på 2 år, dette tilsier at selskapet har mål og fokus på å være effektivt organisert.

4.3.2 Produkt

4.3.2.1 Verdifullhet

Grieg Seafood ASA produserer laks. Dette produktet har en høy verdi for kundene, det gir kundene nytte og fordeler som de ikke kan få fra mange andre steder, i ett og samme produkt. Det gir nytte i form av å dekke behov for næringsrik mat. Laks inneholder blant annet protein, sunt fett i form av omega-3 og flere essensielle vitaminer og mineraler. Forskning viser til at et jevnlig inntak av laks, anbefalt to til tre ganger i uken, vil bidra til å opprettholde et sunt hjerte og redusere risikoen for hjerte- og karsykdommer (Norsk Helseinformatikk, 2022). Produksjonen av laks er også en helt sentral og veldig verdifull ressurs for Grieg Seafood ASA, ettersom laks står for alt av produksjon og inntekt.

4.3.2.2 Sjeldenhet

Laks er et produkt som i seg selv ikke er veldig sjeldent, da det allerede finnes tilsvarende produkter produsert av andre selskaper i markedet. De tilsvarende produktene til konkurrentene differensierer seg svært lite fra Grieg Seafood ASA sitt produkt og kan tilby samme funksjonaliteter og fordeler til kundene. Dermed vil Grieg Seafood ASA sitt produkt ikke gi en klar konkurransefordel. Selv om produktet i seg selv ikke differensieres så mye fra konkurrentenes produkt, vil det å kunne produsere laksen med høy kvalitet på en bærekraftig og miljøvennlig måte gjøre produktet mer sjeldent og skape en differensiering fra konkurrentene.

4.3.2.3 Imiterbarhet

Som nevnt er laks ikke et sjeldent produkt, men kan være vanskelig å imitere. Å starte med lakseoppdrett, for allerede etablerte selskaper på markedet som har erfaring med fiskeoppdrett, eller fiskefangst, er barrieren for å komme seg inn på markedet lavere enn for nye aktører. De innehar allerede markedsandeler, et etablert kundenettverk, innsikt i feltet og tilgang og oversikt over ny teknologi. For nye aktører krever det større investeringer i teknologi og kvalitetskontroll, samtidig er det en streng overholdelse av miljøreguleringer og standarder som skal opprettholdes.

4.3.2.4 Effektivt Organisert

Fra produksjonen av laksen og frem til levering, har Grieg Seafood ASA en klar strategi som gjør at produktet er effektivt organisert. De har et godt utviklet distribusjonsnettverk og er i stand til å produsere og levere produktet på en kostnadseffektiv måte. Grieg Seafood ASA har en helintegert verdikjede fra rogn til slakting, og de har produksjonsstyringsprogrammet og handelssystemer som gir dem dokumentasjon og full sporbarhet over oppdrettsanleggene og transporten.

4.3.3 Teknologi

4.3.3.1 Verdifullhet

Grieg Seafood ASA har utviklet teknologi som har stor verdi for organisasjonen, da den brukes til å forbedre bærekraft og effektivt i selskapets oppdretts-operasjoner. Selskapet har for eksempel utviklet teknologi som sensorer, overvåkning og automatisering for å optimalisere fôring, vannkvalitet og miljøforhold i deres anlegg, dette er noe som igjen er med på å øke produktiviteten og redusere kostnadene til selskapet. Teknologien vil også øke forståelse, den gjør det lettere å oppdage muligheter for å bedre kvaliteten på fisken, som kan ha en positiv påvirkning for omdømme og varemerket til Grieg Seafood ASA. Forbedret levevilkår og fôr for fisken kan også øke størrelsen til laksen, noe som kan gi bedre resultat per kilo slaktet fisk. Dermed vil vi anse teknologi som en svært verdifull ressurs for Grieg Seafood ASA.

4.3.3.2 Sjeldenhet

Teknologi som sensorer og overvåkning er hyppig brukt i fiskeoppdrett, men det er relativt nytt og stadig under utvikling. Det medfører at de ulike selskapene kontinuerlig må holde seg oppdatert rundt utviklingen av ny teknologi, dette kan være utfordrende for noen selskaper. Dette betyr at teknologien som Grieg Seafood ASA bruker i skrivende stund ikke er spesielt sjelden, men at teknologien midlertidig er en viktig ressurs for selskapet. Selv om det ikke nødvendigvis gir en konkurransefordel, er det kritisk at selskapet er innovative og holder seg oppdatert rundt ny teknologi.

4.3.3.3 Imiterbarhet

Teknologien som Grieg Seafood ASA bruker er mulig for andre selskaper i oppdrettsindustrien å etterligne, selv om investeringen vil medføre store kostnader. Grieg Seafood ASA er en av de mindre aktørene på markedet. Dette betyr at konkurrentene deres er større konsern som innehar mer kapital og muligheter til å implementere ny teknologi som kommer på markedet. Imidlertid krever det mye investering i å utvikle og implementere ny teknologi inn i en spesifikk verdikjede. Dette kan medføre at hvis en av konkurrentene med ulik verdikjede enn Grieg Seafood ASA innfører samme teknologi, kan det hende at resultatene blir ulike ettersom det er flere faktorer som spiller inn. Dette er med på å gjøre det noe vanskelig for konkurrentene til Grieg Seafood ASA å etterligne det nøyaktige systemet.

4.3.3.4 Effektivt Organisert

Grieg Seafood ASA er fortsatt i startfasen av å forstå hvordan de skal bruke sine digitale verktøy for å kunne forbedre driften sin. I dag er selskapets kunnskap basert på en økende mengde med vitenskapelig forskning og kunnskap, samt dyktige medarbeidere. Likevel jobber Grieg Seafood ASA med en rekke analyse-prosjekter, hvor målet er å bruke dataanalyser for å forbedre beslutningsprosesser og forutsi biologiske hendelser slik at de ansatte kan ta i bruk sterkere forebyggende tiltak. Ved å samle og analysere data fra sine overvåkningssystemer og sensorer har Grieg Seafood ASA klart å utnytte teknologien på en effektiv måte, de har klart å identifisere problemer og ta raske beslutninger for å forbedre driftseffektiviteten (Grieg Seafood, 2020).

4.3.4 Konklusjon av VRIO- analysen

Noen av de viktigste ressursene til Grieg Seafood ASA er geografisk lokasjon, produkt og teknologi og innovasjon. Tabell 5 oppsummerer funnene våre fra VRIO analysen. Alle ressursene er verdifulle for Grieg Seafood ASA, men ingen skiller seg ut fra andre konkurrerende oppdrettsselskaper.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Effektivt organisert	Konkurransfordel
Grafisk lokasjon	Ja	Nei	Nei	Ja	Moderat konkurransefordel
Produkt	Ja	Nei	Ja / Nei	Ja	Liten konkurransefordel
Teknologi & innovasjon	Ja	Nei	Nei	Ja	Moderat konkurransefordel

Tabell 5 - Oppsummering av VRIO-analysen, basert på analysen i kapittel 4.3.

4.4 SWOT

SWOT-analyse er en strategisk analyse-metode vi velger å bruke for å evaluere Grieg Seafood ASA sine styrker, svakheter, muligheter og trusler. Denne analysen er et nyttig verktøy når man verdsetter, fordi den kan gi innsikt i bedriftens interne og eksterne faktorer som påvirker bedriftens nåværende og fremtidige økonomiske ytelse. Den hjelper også med å koble sammen den eksterne bransjeorienterte analysen, (Porter og PESTEL), med den interne ressursbaserte analysen (VRIO).

Ved å identifisere styrkene og mulighetene til Grieg Seafood ASA kan vi se på bedriftens selskapsspesifikke egenskaper, se hva bedriften gjør bra og hva som gir dem konkurransefortrinn. Dette kan gi grunnlag for å vurdere bedriftens potensial for økonomisk vekst og suksess. Videre kan identifisering av bedriftens svakheter og trusler hjelpe med å identifisere hvordan bedriften påvirkes av eksterne omgivelser og se på områder hvor bedriften kan forbedre seg eller hvor det kan være risiko for tap av markedsandeler eller økonomisk nedgang. Dette kan være verdifull informasjon dersom man skal vurdere fremtidige inntjeningssevne og til å verdsette selskapet.

4.4.1 Styrker

Grieg Seafood ASA har flere ulike styrker, en av styrkene er at bedriften er et godt etablert selskap på markedet. Grieg Seafood ASA har jobbet i sjømatindustrien i flere tiår og har opparbeidet seg en spisskompetanse innen lakseoppdrett. Bedriften har med dette opparbeidet seg et godt omdømme i markedet og er anerkjent for å produsere høy kvalitet fisk. En annen styrke til Grieg Seafood ASA er at de har en vertikal integrert verdikjede. Grieg Seafood ASA eier hele verdikjeden, fra oppdrett til produksjon og distribusjon av laks. Ved vertikal integrasjon vil Grieg Seafood ASA få bedre kontroll over produksjonen og kontrollere kvaliteten på produktene og sikre at de oppfyller standardene og kravene. De vil også kunne redusere avhengigheten av eksterne leverandører, de kan ta større del av verdiskapingen i hele verdikjeden, tilpasse seg bedre til endringer i markedet og det vil være med på å øke barrieren for at konkurrenter skal komme inn i markedet og øke konkurransen. Grieg Seafood ASA har også en styrke i deres geografiske spredning, noe som vil gi dem en bredere markedsadgang og for eksempel være med på å redusere transportkostnader. Selskapet gjorde et strategisk valg basert på geografisk posisjonering ved å utvikle produksjon i Shetland. Dermed kunne Grieg Seafood ASA fokusere mer på oppdrettsanlegg i Norge og Canada. Det nyetablerte selskapet Grieg Seafood Newfoundland AS har større utsikter for fremtidig vekst og et høyere slaktevolum enn det Grieg Seafood Shetland AS hadde.

4.4.2 Svakheter

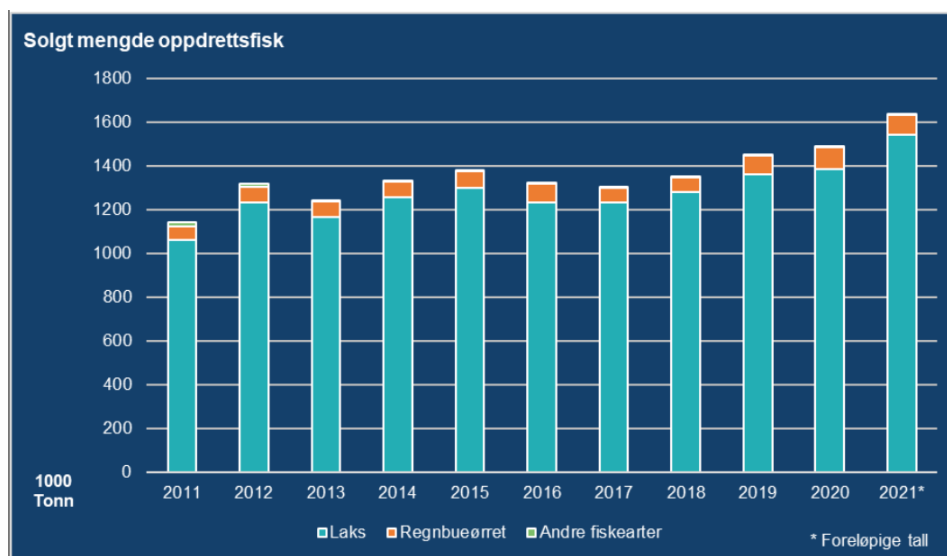
En svakhet for Grieg Seafood ASA er at fisken deres er sårbar for sykdommer. Oppdrett av fisk og sjømatprodukter er utsatt for risiko når det gjelder sykdomsutbrudd blant fisken, noe som kan ødelegge bestanden av fisk og redusere inntektene betydelig. Et eksempel på dette er at Grieg Seafood ASA de siste årene har hatt problemer med sykdomsutbrudd på oppdrettsanleggene deres. Slike sykdomsutbrudd blant fisken kan føre til at selskapet må avlive store antall fisk, som kan gi et betydelige tap for Grieg Seafood ASA.

En annen svakhet Grieg Seafood ASA må ta stilling til er at det er liten produktdifferensiering på markedet, som gjør det vanskelig å skille seg fra konkurrentene. Det er flere av konkurrentene som tilbyr laks, dette gjør det enda viktigere for Grieg Seafood ASA å ha en spisskompetanse innen lakseoppdrett slik at de kan tilby høy kvalitet laks og opparbeidet seg

et konkurransefortrinn. Høye produksjonskostnader er en annen svakhet Grieg Seafood ASA har. Fra 2021 til 2022 økte kostnaden per kilo produsert fisk fra 40,15 kroner til 41,65 kroner i Norge. For Grieg Seafood ASA lå produksjonskostnaden på 59,4 kroner per kilo i 2022, de begrunner denne høye produksjonskostnaden som følge av algeoppblomstring i British Columbia og underliggende inflasjon. Selskapet forklarer også at videre at økte kostnader og høy fôrpris forventes å fortsette å påvirke produksjonskostnaden på kort til mellomlang sikt (Drønen, 2022).

4.4.3 Muligheter

En økende global etterspørsel etter sjømatprodukter gir muligheter for Grieg Seafood ASA til å øke selskapets inntekter og markedsandel. Salget av oppdrettsfisk økte med 10,2 prosent fra 2020 til 2021. Dette skyldes først og fremst en økning i salget av laks, men også salg av torsk og kveite (Fiskeridirektoratet, 2021).



Figur 13- Solgt mengde oppdrettsfisk

I figur 13 kan vi se en jevn positiv utvikling i salg av oppdrettsfisk til konsum de siste årene. Vi forutsetter at etterspørselen av oppdrettsfisk vil fortsette å øke. En annen mulighet for Grieg Seafood ASA er teknologisk utvikling. Det blir stadig utviklet teknologiske fremskritt i oppdrett av fisk. Dette kan gi muligheter til å redusere produksjonskostnadene og øke selskapets konkurransevne. Det kan også bidra med å gjøre fiskeoppdrett mer bærekraftig, noe som kan bety færre lus og mindre utslipp av både lusemiddel og fôr fra oppdrettsanleggene (Mikkelsen, 2017). Et økende fokus på bærekraft i sjømatindustrien kan

også gi muligheter for Grieg Seafood ASA. Selskapet kan dra nytte av dette ved å tilby og oppfylle bærekraftige krav til produkter som er etterspurt av forbrukere.

4.4.4 Trusler

En trussel for Grieg Seafood ASA er at det er stor konkurranse i sjømatindustrien. Som nevnt er Grieg Seafood ASA en relativt liten aktør på markedet og må konkurrere med andre større og mer etablerte produsenter som kan tilby lignende produkter. En annen trussel for Grieg Seafood ASA kan være endringer i reguleringer angående politisk innstramming rundt miljøpolitikk. Slike innstramninger kan ha påvirkning på selskapets driftskostnader, produksjonsvolum, omdømme og tilgang til markeder. Noen markeder kan kreve at selskaper oppfyller strenge miljøstandarder eller at de skal ha sertifiseringer for å kunne selge sine produkter der, dersom Grieg Seafood ASA ikke klarer å oppfylle disse kravene kan de miste tilgangen til disse markedene. Regjeringens forslag om å innføre lakseskatt kan også være en trussel for Grieg Seafood ASA. Slik som dette forslaget nå ligger er hovedsakelig skatten basert på overskuddet til selskapet (Lorås & Bye, 2023). Dette betyr at selskapets fremtidige overskudd kan bli redusert.

Figur 14 oppsummerer vår SWOT-analyse om Grieg Seafood ASA sine styrker, svakheter, muligheter og trusler.



Figur 14- SWOT analyse oppsummert, basert på resultater i kapittel 4.

Oppsummert kan vi konkludere med at Grieg Seafood ASA ikke har en tydelig strategisk konkurransefordel. Grieg Seafood ASA har fordeler i form av geografisk beliggenhet og produksjon av en verdifull matvare, men disse er nødvendigvis ikke sjeldne i bransjen. Teknologi og innovasjon kan gi Grieg Seafood ASA konkurransefordeler på kort sikt til mellomlangsikt, men vil nødvendigvis ikke gi en konkurransefordel på lang sikt. Dette kan forklares med at det stadig utvikles ny og bedre teknologi og at det er mange store konkurrenter på markedet som utnytter tilsvarende teknologi som Grieg Seafood. Derfor vil det være viktig for selskapet å fokusere på effektiv organisasjon og løsninger for å skille seg ut og opprettholde en konkurransefordel. Vi vil videre bruke disse funnene når vi skal gjøre fremtidige prognoser av selskapet i kapittel 6.

5. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet skal vi ta for oss en regnskapsanalyse som vil gi innsikt i selskapets lønnsomhet, egenkapitalrentabilitet og totalkapitalrentabilitet. Ved å analysere selskapets økonomiske resultater og nøkkeltall, vil vi få en bedre forståelse av selskapets inntjeningspotensial, økonomisk risiko og evne til å møte sine økonomiske forpliktelser. Gjennom analysen vil vi også få innsikt i hvordan selskapet finansieres, hvor inntekter og kostnader kommer fra og hvordan kontantstrømmene genereres. Videre skal vi kommentere selskapets utvikling i det historiske resultatregnskapet og balansen. Balansen gir en indikasjon på selskapets likviditet og evne til å møte sine økonomiske forpliktelser på kort og lang sikt. Deretter skal vi bruke de analytiske tallene til å finne nøkkeltall som er relevante for verdsettelsen av selskapet. Vi velger å bruke tall fra de fire siste regnskapsårene, ettersom disse er de mest representative for fremtidig drift.

5.1 Historisk utvikling

Resultatregnskap i NOK x 1000	2019	2020	2021	2022
Salgsinntekter	4 755 705	4 384 357	4 598 585	7 163 956
Andre inntekter	23 397	28 688	70 745	31 490
Andre gevinster/ tap	3 612	-4 786	-6 752	13 393
Andel resultat fra tilknyttede selskap	211	3 350	-1 486	21 096
Varekostnader	-1 498 482	-1 717 279	-1 738 267	-2 233 655
Lønns- og personalkostnader	-493 183	-499 546	-577 434	-695 577
Andre driftskostnader	-1 407 263	-1 592 852	-1 527 347	-2 087 310
EBITDA før verdjustering knyttet til biologiske eiendeler	1 383 997	601 932	818 044	2 213 393
Avskrivninger	-301 400	-360 178	-368 482	-434 641
Nedskrivninger	-5 671	-8 696	-7 192	-156 780
EBIT før verdjustering knyttet til biologiske eiendeler	1 076 926	233 058	442 370	1 621 972
Produksjonsavgift	-	-	-24 463	-26 350
Verdjustering knyttet til biologiske eiendeler	-254 931	-289 705	523 036	83 412
Rettsaker og rettskrav	-	-	-	-157 065
Avviklingskostnad	-	-	-	-24 382
EBIT etter virkelig verdjustering av biologiske eiendeler	821 995	-56 647	940 943	1 497 587
Finansinntekter	40 695	103	125 233	121 609
Finanskostnader	-66 374	-247 895	-212 499	-171 533
EBT fra videreført drift	796 316	-304 439	853 677	1 447 663
Skatt	-197 137	-11 557	-249 301	-293 863
Resultat fra viderført drift	599 179	-315 997	604 377	1 153 779
Resultat fra avvirket drift	45 729	-198 823	600 291	-
Årsresultat	644 908	-514 820	1 204 668	1 153 779

Tabell 6 - Årsresultat

Tabell 6 viser en oversikt over Grieg Seafood ASA sitt historiske resultatregnskap. De siste fire årene viser at selskapet har hatt en variert økonomisk utvikling. Som vist i tabell 6, hadde Grieg Seafood ASA en betydelig nedgang i 2020, dette skyldes hovedsakelig avviklingen av Ocean Quality og oppdrettsanleggene i Shetland. Videre ser vi en betydelig økning i årsresultatet i 2021, dette har en direkte sammenheng med økt produksjon og økte laksepriser, som nevnt i kapittel 2.2.2. I 2022 opplevde Grieg Seafood ASA rekordhøy operasjonell EBIT på NOK 1 739 millioner. Dette kan forklares med at de hadde god operasjonell ytelse i samtlige av selskapets oppdrettsregioner. Grieg Seafood ASA hadde blant annet det høyeste volumet slaktet noensinne på totalt 84 697 tonn i 2022 (Grieg Seafood Årsrapport, 2022).

Balansen i NOK x 1000	2019	2020	2021	2022
Eiendeler				
Utsatt skattefordel	998	29 293	59	-
Goodwill	109 526	638 019	660 071	691 094
Konsesjoner	1 133 630	1 508 452	1 536 319	1 463 710
Andre immaterielle eiendeler	16 205	38 015	36 828	14 689
Varige driftsmidler	2 957 942	3 033 154	3 402 629	4 035 590
Erstatningsmidler	-	40 000	40 000	40 000
Investering i andre aksjer og tilknyttede selskaper	81 071	84 421	104 675	216 624
Andre langsiktige fordringer	3 130	9 476	90 897	17 935
Sum anleggsmidler	4 302 502	5 380 830	5 871 478	6 479 642
Varelager	177 847	78 001	128 299	240 172
Biologiske eiendeler	3 437 948	2 545 903	3 449 412	4 045 800
Kundefordringer	459 897	179 384	151 793	259 137
Andre kortsiktige fordringer	334 625	133 069	147 332	157 060
Derivater og andre finansielle instrumenter	7 368	84 189	37 592	37 988
Investeringer i pengemarkedsfond	-	-	-	1 012 848
Kontanter og kontantekvivalenter	214 497	275 427	928 342	642 719
Sum omløpsmidler	4 632 182	3 295 973	4 842 770	6 395 724
Eiendeler holdt for salg	-	1 972 725	-	-
Sum eiendeler	8 934 684	10 649 528	10 714 248	12 875 366

Tabell 7 – Balansen

	2019	2020	2021	2022
Egenkapital og gjeld				
Aksjekapital	446 648	453 788	453 788	453 788
Egne aksjer	-4 855	-4 686	-4 532	-5 407
Betinget vederlag (Oppkjøp av Grieg Newfoundland AS)	-	701 535	701 535	701 535
Annen egenkapital- ikke resultatført	154 559	84 401	68 205	197 180
Opptjent egenkapital	3 487 859	3 135 880	4 344 307	5 138 612
Sum kontrollerende eierinteresser	4 084 211	4 370 918	5 563 303	6 485 798
Ikke- kontrollerende eierinteresser	56 632	-	-	-
Sum egenkapital	4 140 843	4 370 918	5 563 303	6 485 798
Utsatte skatteforplikter	874 664	908 958	1 069 802	1 041 101
Kontantopsjoner	8 379	491	11 115	6 756
Lån	1 563 935	3 376 178	2 381 000	2 838 809
Annen langsiktig gjeld	13 240	-	-	-
Forpliktelser finansielle leiekontrakter	632 666	531 644	577 797	653 650
Sum langsiktig gjeld	3 092 884	4 817 271	4 039 714	4 540 316
Kortsiktig del av langsiktige lån	98 212	104 435	54 475	141 968
Kortsiktig del av forpliktelser finansielle leiekontrakter	199 327	153 195	178 032	226 910
Factoring gjeld	86 122	-	-	-
Kontantopsjoner	11 270	2 411	29	589
Leverandørgjeld	855 061	562 848	523 196	717 498
Betalbar skatt	211 569	14 791	88 641	353 191
Skyldig lønn og offentlig avgifter	50 570	21 867	32 088	55 963
Derivater og andre finansielle instrumenter	9 321	14 346	22 350	64 928
Annen kortsiktig gjeld	179 507	94 616	212 422	288 293
Sum kortsiktig gjeld	1 700 959	968 509	1 111 233	1 849 340
Gjeld direkte knyttet til eiendeler holdt for salg	-	492 829	-	-
Sum gjeld	4 793 843	6 278 609	5 150 947	6 389 656
Sum egenkapital og gjeld	8 934 684	10 649 527	10 714 248	12 875 365

Tabell 7 - Balansen

Tabell 7, viser balansen til Grieg Seafood ASA og gir oss en oversikt over selskapets eiendeler, gjeld og egenkapital på et gitt tidspunkt. Vi ser på tallene fra tabellen at eiendelene til Grieg Seafood ASA har hatt en jevn økning fra 2019 til 2022. Egenkapitalen og gjelden til selskapet har hatt en tilsvarende økning som eiendelene. Tabell 7 viser også at selskapet har tatt opp gjeld for å finansiere investeringer og vekst, dette vises med en prosentvis økning på 90,95 prosent fra 2020 til 2022 i “sum kortsiktig gjeld”. Egenkapitalen til Grieg Seafood ASA har også hatt en økning, som kan indikere at selskapet har vært lønnsomt og har generert overskudd.

5.2 Nøkkeltall

I denne delen av analysen brukes de historiske tallene fra de fire siste årene for å beregne lønnsomhetstallene. Vi fokuserer i størst grad på nøkkeltallet lønnsomhet, ettersom dette vil være mest relevant for vår verdsettelse fremover. Selskaper i oppdrettsbransjen kjennetegnes ofte ved å ha god soliditet og likviditet, det blir derfor ikke lagt vekt på disse nøkkeltallene videre i oppgaven.

5.2.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet handler om selskapets evne til å tjene penger. Her vil vi se på tre lønnsomhetstall for å avdekke selskapets egenskap til å skape overskudd, samt å være en god investering for eierne og investorene. De tre lønnsomhetstallene vi skal ta for oss er total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin.

5.2.1.1 Total kapitalrentabilitet

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

Formel 13 - Total kapitalrentabilitet

Total kapitalrentabiliteten er et mål for avkastningen på den kapitalen som arbeider i selskapet (Hoff & Helbæk, 2015, s. 307). Et rimelig nivå på total kapitalrentabiliteten er mellom 10 og 15 prosent, men det bør ha et høyere prosentnivå enn det selskapet betaler for sine lån (Proff, 2023). I tabell 8 ser vi en oversikt over total kapitalrentabiliteten til Grieg Seafood ASA.

I NOK x 1000	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Ordinært resultat før skattekostnad	796 315	-304 440	853 678	1 447 642	698 299
Rentekostnader	66 374	247 895	212 499	171 533	174 575
Gjennomsnittlig total kapital	8 538 587	9 792 106	10 681 888	11 794 807	10 201 847
Total kapitalrentabilitet	10 %	-1 %	10 %	14 %	8 %

Tabell 8 - Total kapitalrentabilitet

Total kapitalrentabiliteten viser hvor effektivt Grieg Seafood ASA generere inntekter fra den totale kapitalen som er investert i virksomheten. Svingninger i total kapitalrentabiliteten oppstår av ulike faktorer som for eksempel inntjening, kapitalstruktur og eventuelle

endringer i skattesatsen. Vi ser i tabell 8 at det er en betydelig nedgang i 2020. Dette kan skyldes Covid-19 pandemien som førte til lavere etterspørsel etter varer og tjenester. Nedgangen kan også skyldes at Grieg Seafood Shetland AS ble avviklet. Gjennomsnittet av total kapitalrentabiliteten fra 2019 til 2022 ligger på 8 prosent. Dette viser til at selskapet har klart å generere en inntekt på 8 prosent av den totale kapitalen som er investert i virksomheten i løpet av de fire siste årene.

5.2.1.2 Egenkapitalrentabilitet

$$R_{EK \text{ før skatt}} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100\%$$

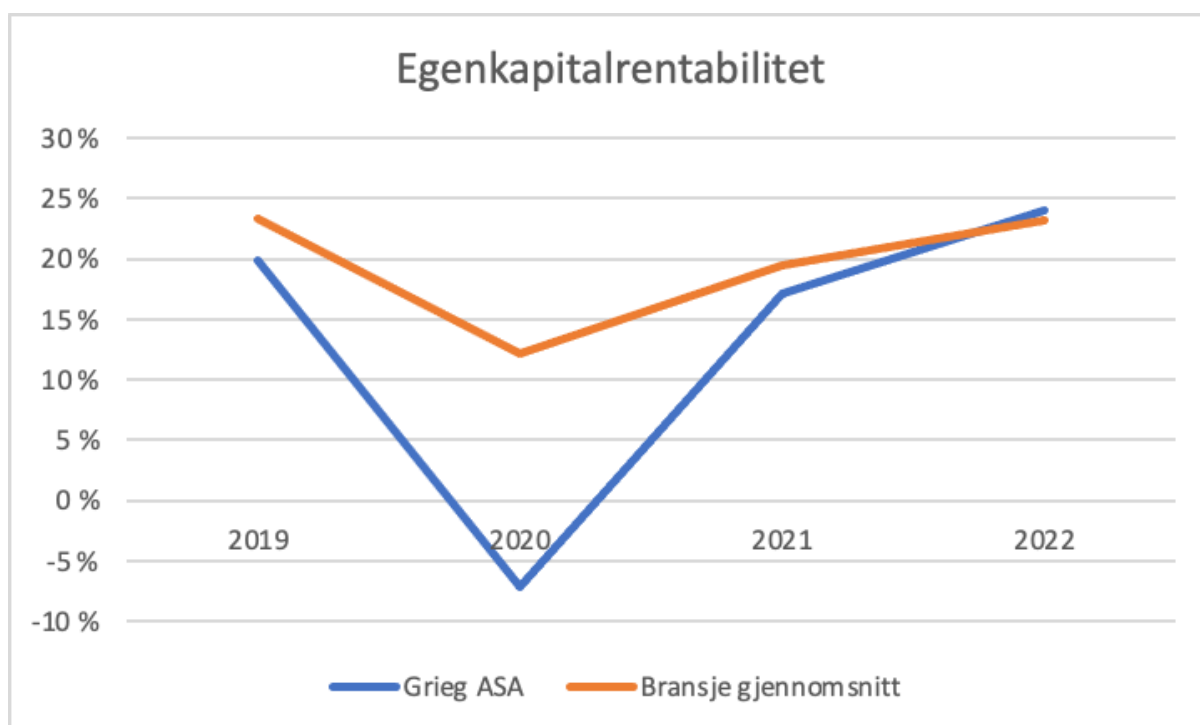
Formel 14 - Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er et viktig nøkkeltall for investorer, dette nøkkeltallet viser til hvilken forrentning man får på kapitalen man har i selskapet (Hoff & Helbæk, 2015, s. 316). Det stilles krav fra investorene til at egenkapitalrentabiliteten skal tilby like høy avkastning som man ville fått ved investeringer med tilsvarende risiko. Det vil si at jo høyere egenkapitalrentabiliteten er, vil selskapet fremstilles mer attraktivt for investering. Grunnen til at vi benytter egenkapitalrentabilitet før skatt som måleenhet er at man da kan se på utviklingen uavhengig av ekstraordinære poster og skatteendringer (Proff, 2023).

I NOK x 1000	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Ordinært resultat før skattekostnad	796 315	-304 440	853 678	1 447 642	698 299
Gjennomsnittlig egenkapital	4 012 177	4 255 881	4 967 110	6 024 505	4 814 918
Egenkapitalrentabilitet	20 %	-7 %	17 %	24 %	13 %

Tabell 9- Egenkapitalrentabilitet

Fra tabell 9 ser vi at Grieg Seafood ASA har hatt en varierende egenkapitalrentabilitet. I gjennomsnitt har den ligget på 13 prosent. For å kunne si noe om hvorvidt dette er bra eller dårlig må vi sammenligne egenkapitalrentabilitet med bransje gjennomsnittet. Som bransje gjennomsnitt har vi brukt Bakkafrost, SalMar og Mowi ettersom det er disse selskapene vi ser på som mest representative konkurrenter. Dette har vi presentert i figur 15.



Figur 15 – Egenkapitalrentabilitet

Grieg Seafood ASA sin egenkapitalrentabilitet har ligget litt under bransje gjennomsnittet i nesten hvert år i den målte perioden. Unntaket har vi i 2020 hvor egenkapitalrentabiliteten er betydelig lavere enn gjennomsnittet. Grieg Seafood ASA sin egenkapitalrentabilitet har en økning allerede året etter og ligner igjen bransje gjennomsnittet. I 2022 har Grieg Seafood ASA en bedre egenkapitalrentabilitet enn bransje gjennomsnittet.

5.2.1.3 Driftsmargin

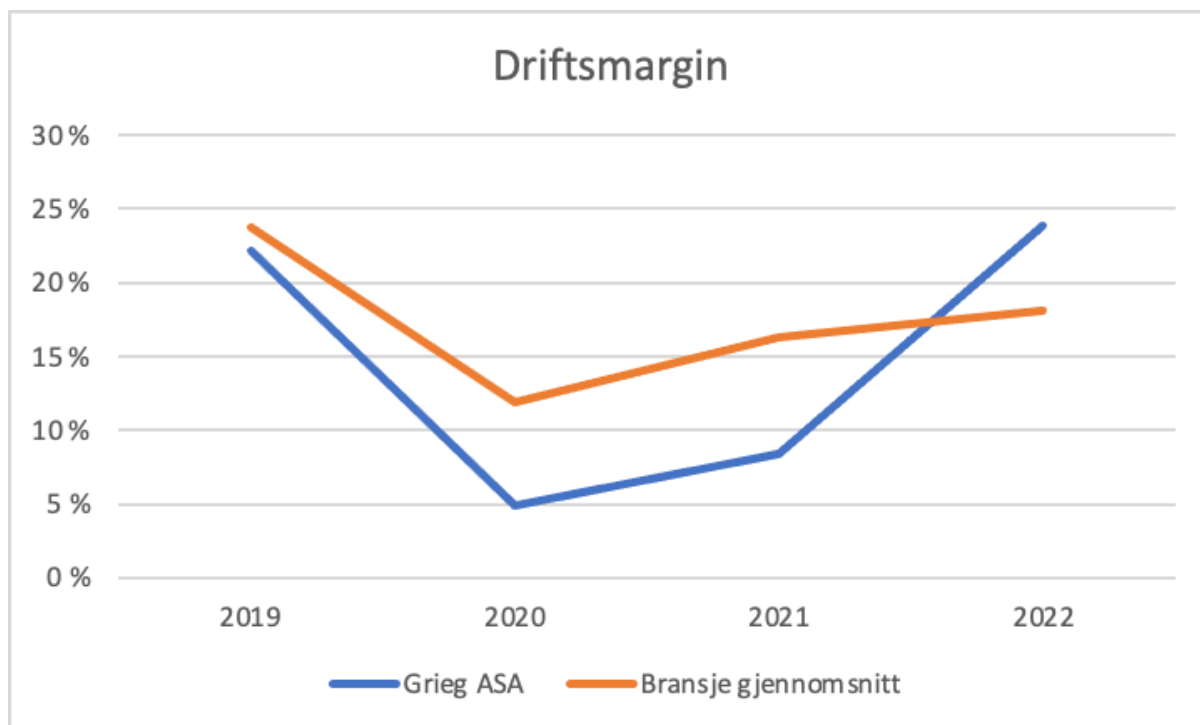
$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} \times 100\%$$

Formel 15- Driftsmargin

Driftsmargin er driftsresultatet uttrykt i prosent av driftsinntektene. Driftsmargin viser hvor stor andel av driftsinntektene selskapet har igjen før finansielle forhold trekkes inn. Med andre ord, hvor stor andel av hver krone som blir igjen som resultat, uavhengig av finansieringsforhold (Hoff & Pedersen, 2015, s. 220). Tabell 10 viser driftsmarginen til Grieg Seafood ASA over en fireårs periode. Figur 16 sammenligner driftsmarginen til selskapet med bransje gjennomsnittet.

I NOK x 1000	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Driftsresultat	1 055 377	214 502	387 055	1 712 773	842 427
Driftsinntekter	4 755 705	4 384 357	4 598 585	7 163 956	5 225 651
Driftsmargin	22 %	5 %	8 %	24 %	15 %

Tabell 10- Driftsmargin



Figur 16 – Driftsmargin

Vi kan se i figur 16 at Grieg Seafood ASA sin driftsmargin samvarierer med bransje gjennomsnittet. Fra 2021 til 2022 kan vi se en tydelig økning i driftsmarginen til Grieg Seafood ASA. I 2022 overstiger driftsmarginen til selskapet bransje gjennomsnittet, som tyder på at Grieg Seafood ASA besitter ferdigheter til å skape overskudd.

5.3 Konklusjon av regnskapsanalyse

Gjennom denne regnskapsanalysen ser vi at Grieg Seafood ASA har forbedret regnskapstallene etter en nedgangsperiode i 2020. Nøkkeltallene viser en total kapitalrentabilitet som har hatt en betydelig økning det siste året, samt en egen kapitalrentabilitet og driftsmargin som ligner bransje gjennomsnittet. Grieg Seafood ASA sin lønnsomhet har en positiv utvikling og viser at selskapet evner å tjene penger. Dette vil gjøre selskapet mer attraktivt for fremtidige investorer, og vi kan anta at Grieg Seafood ASA vil også være lønnsomme i fremtiden.

6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

I dette kapitlet skal vi estimere fremtidig utvikling av Grieg Seafood ASA og deres fremtidige økonomiske ytelse. Å estimere fremtidige kontantstrømmer kan være en utfordring, da det er påvirket av mange faktorer, inkludert markedsforhold, produksjonsvolum og kostnader. For å gjøre dette, må man bruke en kombinasjon av historiske data, bransjedata og markedsanalyser. Vi vil derfor ta i bruk den strategiske analysen av selskapet for å lage en realistisk og pålitelig økonomisk prognose. Dette vil gi oss innsikt av Grieg Seafood ASA sin økonomiske situasjon i fremtiden.

6.1 Driftsinntekter

Grieg Seafood ASA sine driftsinntekter består i all hovedsak av lakseprisen multiplisert med slaktevolum. Vi vil derfor se på utviklingen i disse to variablene når vi skal estimere de fremtidige driftsinntektene.

	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Slaktevekt (tonn)	71 700	71 142	75 601	84 697	75 785
Prosentvis endring		-1 %	6 %	12 %	6 %

Tabell 11- Prosentvis endring i slaktevekt

Som visst i tabell 11, har Grieg Seafood ASA sitt slaktevolum økt med 6 prosent i gjennomsnitt de siste 4 årene. Gjennom den strategiske analysen så vi at en økning i slaktevolum vil være oppnåelig for Grieg Seafood ASA i fremtiden. Dette ble vi oppmerksomme på i SWOT-analysen. Her så vi at selskapet gjorde et strategisk valg ved å avvike Grieg Seafood Shetland AS i 2020, noe som gjorde at de blant annet kunne fokusere på Grieg Seafood Newfoundland AS som har bedre utsikter for høyere slaktevolum. Grieg Seafood ASA sitt rekordår i 2022 viser til at den strategiske beslutningen gir positive resultater for selskapet. Vi vil derfor justere opp veksten fra 6 prosent med 1,5 prosent hvert år frem til 2026, for så å justere veksten litt ned. Dette gjør at vi får et estimert slaktevolum på 125 042 tonn i 2026, noe vi antar som et troverdig estimat ettersom Grieg Seafood ASA har et mål om å slakte mellom 120 000 og 135 000 tonn i 2026 (Årsrapport Grieg Seafood, 2022).

	2022	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Slaktevolum (tonn)	84 697	91 049	99 244	110 657	125 042	139 422
Prosentvis vekst		7,5 %	9 %	11,5 %	13 %	11,5 %

Tabell 12- Fremtidig prosentvis vekst i slaktevolum

Lakseprisen har historisk sett hatt en jevn økning, men variert betydelig på kort sikt. Lakseprisen har hatt en gjennomsnittlig pris på 66,55 kr/kg de siste fem årene. I løpet av årene har prisen vært volatil gjennom de ulike månedene, men vintermånedene gir som regel de høyeste prisene. Fishpool har estimert at prisen de neste tre årene vil gjennomsnittlig ligge på 85 kr/kg (Fishpool, 2023). Vi bruker derfor 85 kr/kg de tre første årene i vår prognose av lakseprisen. Deretter antar vi, på bakgrunn av PESTEL analysen, en større økning i etterspørselen enn tilbudet, noe som vil gi en økning i lakseprisen. Vi justerer derfor lakseprisen opp med 8 prosent de to siste årene av prognosen ettersom at dette er den gjennomsnittlige veksten de siste fem årene (Fishpool, 2023).

	2022	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Laksepris	83	85	85	85	92	99
Endring i prosent		2 %	0 %	0 %	8 %	8 %

Tabell 13- Prosent endring i laksepris

Da har vi alle tallene for å beregne driftsinntektene til Grieg Seafood ASA og får et estimat for de neste fem årene. Dette har vi oppsummert i tabell 14.

	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Slaktevolum (tonn)	91 049	99 244	110 657	125 042	139 422
Laksepris (NOK/kg)	85	85	85	92	99
Driftsinntekter (NOK x 1000)	7 739 188	8 435 715	9 405 823	11 478 866	13 822 850

Tabell 14 -Driftsinntekter (NOK x 1000)

6.2 Driftskostnader

Driftskostnadene er fordelt på tre hovedposter; varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. Vi har valgt å estimere de fremtidige kostnadene basert på hvor stor andel disse kostnadene historisk har vært av de totale driftsinntektene. Dette gjør vi fordi vi antar at

kostnadene vil korrelere med veksten til driftsinntektene. Vi ser på det som mer realistisk enn at disse kostnadene skal ha en egen vekstrate.

6.2.1 Varekostnader

Vi ser i tabell 15 at varekostnaden til Grieg Seafood ASA er gjennomsnittlig 35 prosent av driftsinntekten, som tilsier at det er den største kostnadsposten til selskapet.

NOK x 1000	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Varekostnader	1 498 482	1 717 279	1 738 267	2 233 655	1 796 921
Prosent av driftsinntekter	32 %	39 %	38 %	31 %	35 %

Tabell 15 - Prosentvis størrelse på varekostnader av driftsinntekter

I 2022 hadde selskapet noe lavere varekostnader på 31 prosent, som var 7 prosent lavere enn året før. Dette kan ha sammenheng med avviklingen av Grieg Seafood Shetland AS, samtidig som Grieg Seafood Newfoundland AS hadde null i slaktevolum. Vi forutsetter at varekostnadene vil øke i tiden fremover, parallelt med slaktevolumet og driftsinntektene. Vi kan se fra PESTEL analysen at selskapet har tatt et aktivt standpunkt mot Russland i forbindelse med krigen i Ukraina. Dette har de gjort ved å ikke akseptere fôringredienser fra Russland. Dette fører til at Grieg Seafood ASA må betale noe ekstra for alternativet. Forutsetninger om høyere slaktevolum sammen med dyrere fiskefôr vil være med på å øke varekostnadene til Grieg Seafood ASA. Vi justerer dermed varekostnadsprosenten opp med 1 prosent fra den gjennomsnittlige andel av driftsinntektene de fire siste årene.

NOK x 1000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Varekostnader	2 786 108	3 036 858	3 386 858	4 132 392	4 976 226
Prosent av driftsinntekter	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %

Tabell 16 - Prosentvis størrelse av varekostnader av driftsinntekter

6.2.2 Lønnskostnader

Fra tabell 17 ser vi at lønnskostnadene gjennomsnittlig har ligget på 11 prosent av driftsinntektene de siste 4 årene, og er en av de mindre kostnadspostene.

NOK x 1000	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Lønnskostnader	493 183	499 546	577 434	695 577	566 435
Prosent av driftsinntekter	10 %	11 %	13 %	10 %	11 %

Tabell 17 - Prosentvis størrelse av lønnskostnader i driftsinntekter

Lønnskostnadene korrelerer altså i stor grad med aktiviteten, og den oppnådde driftsinntekten til selskapet. Siden lønnskostnadene hvert år har ligget rundt snittet på 11 prosent, er det fornuftig å bruke gjennomsnittet for prognose for de kommende årene. Vi estimerer derfor de fremtidige lønnskostnadene som 11 prosent av de fremtidige driftsinntektene til Grieg Seafood ASA.

NOK x 1000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Lønnskostnader	851 311	927 929	1 034 640	1 262 675	1 520 514
Prosent av driftsinntekter	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %

Tabell 18 - Fremtidig prosentvis størrelse av lønnskostnader i driftsinntekter

6.2.3 Andre driftskostnader

Vi ser i tabell 19 at andre driftskostnader til Grieg Seafood ASA er gjennomsnittlig 32 prosent av driftsinntekten, som betyr at det er den nest største kostnadsposten til selskapet.

NOK x 1000	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Andre driftskostnader	1 407 263	1 592 852	1 527 347	2 087 310	1 653 693
Prosent av driftsinntekter	30 %	36 %	33 %	29 %	32 %

Tabell 19 - Prosentvis størrelse av andre driftskostnader i forhold til driftsinntekter

De fleste kostnadene fra denne kostnadsposten er integrert i Grieg Seafood ASA sin verdikjede. Den vertikale verdikjeden gir selskapet en bedre kontroll over blant annet transportkostnader, vedlikehold og teknologiutvikling. Selv om Grieg Seafood ASA har en økt kontroll over sine direkte kostnader, vil det fortsatt være en økning i andre driftskostnader på grunn av den pågående inflasjonen i verden. Vi antar også at kostnader rundt teknologiutvikling vil øke på grunn av forutsetninger at Grieg Seafood ASA vil sikre gode miljøforhold i sjø og natur. Som nevnt i PESTEL analysen er et av målene til Grieg Seafood ASA å skape ny kunnskap og avansert teknologi som vil bidra til å redusere klimagassutslipp og minimere miljøpåvirkningen. Bedre teknologi vil også være med på å gjøre det mulig for

selskapet å oppnå høyere slaktevolum. Vi justerer derfor denne kostnadsposten opp 2 prosent fra den gjennomsnittlige økningen de siste 4 årene.

NOK x 1000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Andre driftskostnader	2 631 324	2 868 143	3 197 980	3 902 814	4 699 769
Prosent av driftsinntekter	34 %	34 %	34 %	34 %	34 %

Tabell 20- Fremtidig prosentvis størrelse av andre driftskostnader i forhold til driftsinntekter

6.2.4 Oppsummering driftskostnader

Vi har nå en oversikt over de fremtidige varekostnadene, lønnskostnadene og andre driftskostnader. Disse kostnadene har historisk sett vært relativt stabile i forhold til driftsinntektene. For fremtiden ser vi en mulig økning i både varekostnader og andre driftskostnader, men antar at disse fortsatt vil være en stabil andel av de fremtidige driftsinntektene. Tabell 21 oppsummerer de fremtidige driftskostnadene.

NOK x 1000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Varekostnader	2 786 108	3 036 858	3 386 096	4 132 392	4 976 226
Lønnskostnader	851 311	927 929	1 034 640	1 262 675	1 520 514
Andre driftskostnader	2 631 324	2 868 143	3 197 980	3 902 814	4 699 796
Sum driftskostnader	6 268 743	6 832 930	7 618 716	9 297 881	11 196 509

Tabell 21- Sum driftskostnader

Trekker vi disse driftskostnadene fra driftsinntektene får vi en prognose av fremtidig EBITDA, som er driftsresultatet før renter, skatt og avskrivninger.

NOK x 1000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	7 739 188	8 435 715	9 405 823	11 478 866	13 822 850
Driftskostnader	6 268 743	6 832 929	7 618 716	9 297 881	11 196 509
EBITDA	1 470 446	1 602 786	1 787 106	2 180 985	2 626 342

Tabell 22 - EBITDA

6.3 Avskrivninger

Avskrivningene til Grieg Seafood ASA består av avskrivning på bygninger, produksjonsanlegg og flåter, nøter, merder og fortøyninger, samt andre driftsmidler. Disse har de fire siste årene i gjennomsnitt vært stabile på 7 prosent av driftsinntektene.

NOK x 1000	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Avskrivninger	301 400	360 178	368 482	434 641	366 175
Prosent av driftsinntekter	6 %	8 %	8 %	6 %	7 %

Tabell 23 - Prosentvis størrelse av avskrivninger i forhold til driftsinntekter

Ettersom at Grieg Seafood ASA er et modent selskap, antar vi at avskrivningene vil fortsette å være stabile. Vi regner derfor ut fremtidige avskrivninger som 7 prosent av fremtidige driftsinntekter som vist i tabell 24.

NOK x 1000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Avskrivninger	541 743	590 500	658 408	803 521	967 600
Prosent av driftsinntekter	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %

Tabell 24 - Fremtidig prosentvis størrelse av avskrivninger i forhold til driftsinntekter

6.4 Skattesats

Når vi beregner fremtidige kontantstrømmer for Grieg Seafood ASA, benytter vi oss av en skattesats på 35 prosent. Årsaken til at vi ikke kun bruker den vanlige skattesatsen i Norge på 22 prosent er fordi Grieg Seafood ASA også er nødt til å forholde seg til reglementer fra Canada, samt den nylig innførte skattesatsen i Norge. Den norske grunnrenteskatten på havbruk ligger på 35 prosent i dag, dette er kun gjenstand for verdiskapingen som foregår i havet. Grieg Seafood ASA har også videreføring i verdikjeden som omfatter videre bearbeiding og etterbehandling, dette skal skattlegges med 22 prosent. I Canada, avhengig av hvilken provins oppdrettselskapet driver virksomhet i, vil den kombinerte føderale og provinsielle skatten variere mellom 23 og 31 prosent (KPMG, 2021). Lakseskatten som ble innført i Norge gikk ned fra 40 prosent til 35 prosent i mars 2023, dette viser til at lakseskatten fortsatt er i endring og vi forutsetter at den kommer til å settes ned enda mer. Vi velger derfor å bruke en gjennomsnittlig skattesats på 35 prosent.

6.5 Arbeidskapital

Differansen mellom operasjonelle omløpsmidler og kortsiktig gjeld er det vi kaller arbeidskapital. Operasjonelle omløpsmidler er omløpsmidler fratrukket kontanter og andre finansielle investeringer. Mengden arbeidskapital i seg selv er ikke av interesse, ettersom det er endringen fra år til år vi bruker for å regne ut fri kontantstrøm. En økning i arbeidskapital vil gi negative kontantstrømvirkninger, mens en reduksjon vil gi positive kontantstrømvirkninger. I tabell 25 har vi funnet arbeidskapitalen for 2019 til 2022, samt arbeidskapitalen som prosent av driftsinntektene og arbeidskapitalen i norske kroner per kilo slaktevolum.

NOK x 1000	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Operasjonelle omløpsmidler	4 410 317	2 936 357	3 876 836	4 702 169	3 981 420
Kortsiktig gjeld	1 700 958	968 509	1 111 232	1 849 341	1 407 510
Arbeidskapital	2 709 359	1 967 848	2 765 604	2 852 828	2 573 910
Arbeidskapital i prosent av driftsinntekter	57 %	45 %	60 %	40 %	50 %
Arbeidskapital i NOK per kg (slaktevolum)	37,8	27,7	36,6	33,7	33,9

Tabell 25 - Arbeidskapital i prosent av driftsinntekter

Ved utregning av fremtidig arbeidskapital bruker vi hva arbeidskapitalen historisk sett har vært i forhold til slaktevolumet. Dette gjøres på bakgrunn av at slaktevolumet vil være en god indikasjon på hvor mye arbeidskapital som trengs i den operasjonelle driften. Vi velger dermed å se vekk fra hvor stor prosentandel arbeidskapitalen har vært i forhold til driftsinntektene, ettersom dette fører til for store endringer i arbeidskapital for hvert år. Som vist i tabell 26 bruker vi gjennomsnittssatsen på 33,9 og multipliserer dette med det fremtidige slaktevolumet som vi har estimert tidligere. Vi får da arbeidskapitalen for de neste 5 årene samt endringen for hvert år.

NOK x 1000	2022	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Arbeidskapital	2 852 828	3 089 134	3 367 156	3 754 379	4 242 448	4 730 329
Endring i arbeidskapital		236 306	278 022	387 223	488 069	487 882

Tabell 26 - Endring i arbeidskapital

6.6 Investeringer

For å finne investeringer i en gitt periode ser vi på endringen i varige driftsmidler og legger til periodens avskrivning. I tabell 27 har vi gjort dette for perioden 2019 til 2022.

NOK x 1000	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Varige driftsmidler	2 957 942	3 033 154	3 402 629	4 035 590	3 357 329
Endring i varige driftsmidler		75 212	369 475	632 961	359 216
Avskrivninger		360 178	368 482	434 641	387 767
Netto investeringer		435 390	737 957	1 067 602	746 983
Investeringer i prosent av driftsinntekter		10 %	16 %	15 %	14 %

Tabell 27 - Investeringer i prosent av driftsinntekter

Som vi ser, har investeringene i prosent av driftsinntektene vært noe varierende, og har gjennomsnittlig vært på 14 prosent av driftsinntektene. På lang sikt må investeringene være lik avskrivningene. Vi justerer derfor ned investeringsprosenten slik at investeringene vil være lik avskrivningene mot terminalåret.

NOK x 1000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Investeringer	928 703	843 572	846 524	918 309	967 600
Prosent av driftsinntekter	12 %	10 %	9 %	8 %	7 %

Tabell 28 - Prosentvis størrelse av investeringer i forhold til driftsinntekter

6.7 Oppsummering av estimerte kontantstrømmer

Tabell 29 viser en prognose av de fremtidige kontantstrømmene vi har estimert for perioden 2022 til 2026.

NOK x 1000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	7 739 188	8 435 715	9 405 823	11 478 866	13 822 850
Driftskostnader	6 268 743	6 832 929	7 618 716	9 297 881	11 196 509
EBITDA	1 470 446	1 602 786	1 787 106	2 180 985	2 626 342
Avskrivninger	541 743	590 500	658 408	803 521	967 600
EBIT	928 703	1 012 286	1 128 699	1 377 464	1 658 742
Skatt (35 %)	325 046	354 300	395 045	482 112	580 560
Investeringer	928 703	843 572	846 524	918 309	967 600
Endring i arbeidskapital	236 306	278 022	387 223	488 069	487 882
Avskrivninger	541 743	590 500	658 408	803 521	967 600
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	-19 608	126 892	158 315	292 494	590 301

Tabell 29 - Oppsummering av estimerte kontantstrømmer

6.8 Terminalvekst

Når vi skal beregne terminalverdien må vi finne en estimert vekst fra 2028 som representerer nåverdien i det endelige fremskrivningsåret for selskapets frie kontantstrømmer.

Terminalverdien er nødt til å settes lavere enn veksten i økonomien, slik at det ikke tilsier at selskapet har blitt større enn hele økonomien. Vi ser på verdensøkonomien fordi Grieg Seafood ASA har ekspandert internasjonalt og holder til i flere ulike geografiske områder i verden. Data fra IMF viser en grunnprognose som tilsier at veksten kommer til å falle fra 3,4 prosent i 2022 til 2,8 prosent i 2023, før den øker igjen til 3 prosent i 2024 (IMF, 2023).

Ifølge vår strategiske analyse kan vi konkludere med at terminalverdien til Grieg Seafood ASA ikke er veldig høy i forhold til veksten i verdensøkonomien. Vi forventer en moderat terminalvekst ettersom selskapet er godt etablert i markedet, men er fortsatt et relativt lite selskap i forhold til sine konkurrenter. Vi velger derfor å sette terminalverdien på 2 prosent.

7. Avkastningskrav

I dette kapittelet skal vi estimere et avkastningskrav til totalkapitalen. Fra verdsettelsesteorien vet vi at vi trenger markedsverdien av egenkapitalen, markedsverdien av gjelden, en egenkapitalkostand og en gjeldskostnad, oppsummert i formel 18. Dette skal vi se nærmere på nå.

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times r_E + \frac{D}{E + D} \times r_D \times (1 - t)$$

Formel 16 – WACC

7.1 Markedsverdi av egenkapital

Markedsverdien av egenkapitalen til Grieg Seafood ASA finner vi ved å ta aksjekursen og multiplisere dette med antall aksjer utstedt. Grieg Seafood ASA har aksjekurs på 79,2 NOK og 113 447 042 aksjer utstedt per 12. april 2023, dette gir en markedsverdi av Grieg Seafood ASA sin egenkapital på 8 985 mNOK:

Aksjekurs i NOK (12.04.23)	79,2
Antall aksje utstedt	113 447 042
Markedsverdi av egenkapital	8 985 005 726

Tabell 30- Markedsverdi av egenkapital (Oslo børs 2023)

7.2 Markedsverdi av gjeld

Fra teorikapittel 3, skal vi bruke den bokførte verdien av gjelden som markedsverdi av gjeld. Dette fordi det kan være vanskelig å estimere en «ekte» markedsverdi uten opplysninger fra selskapet som ikke er tilgjengelig for utenforstående. Fra Grieg Seafood ASA sin årsrapport ser vi at den bokførte verdien av gjelden til selskapet i 2022 var 6 389 mNOK.

Gjeld i NOK	6 389 657 000
-------------	---------------

Tabell 31- Gjeld i NOK (Grieg 2022)

Da kan vi regne ut markedsverdien til totalkapitalen ved å summere markedsverdien av egenkapitalen og gjelden, som vist i tabell 32.

Markedsverdi av egenkapital	8 985 005 726
Markedsverdi av gjeld	6 389 657 000
Markedsverdi av totalkapital	15 374 662 726

Tabell 32- Markedsverdi

7.3 Egenkapitalkostnad

Ved bruk av CAPM kan vi regne ut egenkapitalkostnaden. For å gjøre dette trenger vi en risikofri rente, en egenkapitalbeta og markedets risikopremie.

$$E(R_i) = R_f + B_i[E(R_m) - R_f]$$

Formel 17- Egenkapitalkostnad

7.3.1 Risikofri rente

En risikofri rente kan ikke ha misligholdsrisiko eller reinvesteringsrisiko. En risikofrirente vil ha en faktisk avkastning som er lik forventet avkastning. For å oppfylle disse kravene må vi derfor bruke renten på en langsiktig statsobligasjon. Per 12. april 2023 er renten på en 10-årig statsobligasjon i Norge på 3,027 prosent ifølge Norges Bank (Norges Bank, 2023). Dette er den risikofrie renten vi kommer til å bruke videre i beregningen.

7.3.2 Egenkapital beta

Når vi regner ut beta ved hjelp av regresjonsanalyse, får vi en betaverdi på 1,03. Til utregningen ble det tatt i bruk historiske ukentlige verdier fra Grieg Seafood ASA og OSEBX, som referanseindeks. Deretter regnes det ut en prosentvis endring fra uke til uke i de to variablene, før det gjennomføres en regresjonsanalyse ved hjelp av Excel som vist i tabell 33.

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,424911261
R-kvadrat	0,180549579
Justert R-kvadrat	0,177373415
Standardfeil	0,052700103
Observasjoner	260

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,157876117	0,15787612	56,8451615	8,02711E-13
Residualer	258	0,716543626	0,0027773		
Totalt	259	0,874419743			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>
Skjæringspunkt	0,000140672	0,003276494	0,042933669	0,965787618
X-variabel 1	1,033304379	0,137050782	7,53957303	8,02711E-13

Tabell 33 – Regresjonsstatistikk

Ettersom vi ønsker å redusere standardfeilen til estimatet, samt ha en beta som representerer Grieg Seafood ASA sin nåværende gjeldsgrad ønsker vi å benytte oss av en fundamental beta. Den fundamentale betaen finner vi ved å først finne en gjennomsnittsbeta for de sammenlignbare selskapene til Grieg Seafood ASA, dette viser en gjennomsnittsbeta på 0,71. Deretter regner vi ut den gjelds u-påvirkete betaen med en gjennomsnittlig gjeldsgrad på 101 prosent og en skattesats på 22 prosent. Da får vi en gjelds u-påvirket beta på 0,4. Til slutt bruker vi Grieg Seafood ASA sin gjeldsgrad for å regne om den gjelds u-påvirkete betaen, slik at vi finner den gjeldspåvirkete betaen, vi ender med en fundamental betaverdi på 0,71. Dette har vi oppsummert i tabell 34.

	Gjeldspåvirket beta	Gjeldsgrad	Skattesats	Gjelds u-påvirket beta
Bakkafrost	0,79	62 %	22 %	
SalMar	0,57	136 %	22 %	
Mowi	0,76	104 %	22 %	
Gjennomsitt	0,71	101 %	22 %	
Forretningsområdet				0,4

Tabell 34 - Gjelds upåvirket beta

	Gjelds u-påvirket beta	Gjeldsgrad	Skattesats	Gjeldspåvirket beta
Grieg	0,4	99 %	22 %	0,71

Tabell 35 - Gjelds påvirket beta

Avslutningsvis justerer vi betaen i henhold til Bloomberg metoden. Dette gjør vi ettersom forskning viser at selskap over tid blir mer diversifisert og betaen vil da bevege seg mot 1 på lang sikt (Damodaran, 2012, s.187). Vi får da en justert beta på 0,81, som vist i formel 20:

$$0,71 \times \frac{2}{3} + 1 \times \frac{1}{3} = 0,81$$

Formel 18 - Justert beta med Bloomberg metoden

7.3.3 Markedets risikopremie

Som markedets risikopremie bruker vi estimatet fra undersøkelsen til PwC om risikopremien i det norske markedet. Undersøkelsen er utført 12 år på rad i samarbeid med Foreningen for finansfag Norge (FFN). Den er basert på svar fra 140 av FFNs ca. 1000 medlemmer. Undersøkelsen viser at nivået på markedsrisikopremien i det norske markedet for 2022 ligger på 5 prosent. Dette gjorde den gjennom hele perioden da undersøkelsen ble gjennomført (PwC, u.å.). Vi bruker derfor en markedsrisikopremie på 5 prosent i beregningen av egenkapitalkostnaden.

7.3.4 Oppsummering egenkapitalkostnad

Da har vi alle komponentene vi trenger for å regne ut egenkapitalkostnaden. Som nevnt bruker vi CAPM modellen og får et avkastningskrav til egenkapitalen på 4,63 prosent. Utrekningen av egenkapitalkostnad på 4,63 prosent er vist i formel 21.

$$CAPM = 3,027\% + 0,81[5\% - 3,027\%] = 4,63\%$$

Formel 19 - Egenkapitalkostnaden

7.4 Gjeldskostnad

Ettersom Grieg Seafood ASA har utstedt obligasjonsgjeld på Oslo børs, kan vi bruke den effektive renten på dette lånet som gjeldskostnad. Obligasjonen ble først utstedt i juni 2020 og utgjør nå en sum på 1 500 millioner kroner, og har forfall 25.juni 2025. Renten på obligasjonen er en 3 måneders NIBOR pluss 3,4 prosent. Ifølge Norske Finansielle Referanser er en 3 måneders NIBOR rente på 3,69 prosent pr. 12. april 2023 (NoRE, 2023). Det betyr at vi bruker en gjeldskostnad på 7,09 prosent, som vist i tabell 36.

3 måneders NIBOR	3,69 %
Påslag	3,40 %
Gjeldskostnad	7,09 %

Tabell 36 – Gjeldskostnad, (Norske Finansielle Referanser 2023)

7.5 Skattesats

Vi benytter oss av en skattesats på 22 prosent for utregning av gjeldsrenten, som er standard skattesats for selskaper i Norge (Altinn, 2023).

7.6 Oppsummering av WACC

Nå har vi gjort alle de nødvendige beregningene for å kunne estimere et avkastningskrav til totalkapitalen. Vi regner ut WACC som vist i formel 22.

$$WACC = \frac{8\,985\,005\,726}{15\,374\,662\,726} \times 4,63\% + \frac{6\,389\,657\,000}{15\,374\,662\,726} \times 7,09\% \times (1 - 22\%) = 5\%$$

Formel 20- Oppsummering av WACC

Da får vi et avkastningskrav til totalkapitalen på 5 prosent. Det er dette avkastningskravet som vi vil bruke som diskonteringsfaktor i verdiberegningene av kontantstrømmene.

8. Verdiberegning

Vi har estimert alle størrelsene som er nødvendige for å foreta en fundamental verdsettelse. Dagens verdi av totalkapitalen finner vi ved å neddiskontere de estimerte kontantstrømmene med avkastningskravet til totalkapitalen på 5 prosent, samt legge til terminalverdien. Kontantstrømmene og terminalveksten ble fastsatt i kapittel 6, mens avkastningskravet ble estimert i kapittel 7. I tabell 37 har vi utregningen av nåverdien for de 4 første kontantstrømmene fra 2023 til 2026.

NOK x 1000	e2023	e2024	e2025	e2026
Kontantstrøm til totalkapitalen	-19 608	126 892	158 315	292 494
Avkastningskrav til totalkapitalen	5 %	5 %	5 %	5 %
Nåverdi av kontantstrøm	-18 675	115 095	136 758	240 635

Tabell 37 - Nåverdi av kontantstrøm

Terminalverdien er også en vesentlig komponent for beregning av aksjeverdien. Denne finner vi som vist i formel 23. Terminalverdien er neddiskontert til nåverdi.

$$Terminalverdi = \frac{590\,301 \times (1 + 2\%)}{(5\% - 2\%)} \times \frac{1}{(1 + 5\%)^5} = 15\,725\,549$$

Formel 21 - Terminalverdi

Summen av de neddiskonterte kontantstrømmene og terminalverdien representerer den totale selskapsverdien. Grieg Seafood ASA sin totale selskapsverdi blir dermed 16 199 mNOK. Trekker vi deretter fra den bokførte gjelden som vi fant i kapittel 7.2, får vi verdien av egenkapitalen til Grieg Seafood ASA. Verdien av egenkapitalen blir da 9 810 mNOK. Dette har vi oppsummert i tabell 38.

Nåverdi av kontantstrøm	473 813 856
Nåverdi av terminalverdi	15 725 548 541
= Total selskapsverdi	16 199 362 397
Bokført gjeld	6 389 657 000
Verdi av egenkapital	9 809 705 397

Tabell 38 - Verdi av egenkapital

Aksjeprisen, eller verdi per aksje finner vi ved å dividere verdien av egenkapitalen til Grieg Seafood ASA med antall utestående aksjer. Denne beregningen vises i tabell 39, vi ser at verdien per aksje blir 86 kr.

Verdi egenkapital	9 809 705 397
Antall utestående aksjer	113 447 042
Verdi per aksje	86

Tabell 39- Verdi per aksje

9. Sensitivitetsanalyse

I dette kapittelet vil vi foreta en sensitivitetsanalyse. Hensikten med en sensitivitetsanalyse er å se på hvordan marginale endringer i de viktigste variablene vil påvirke aksjekursen til Grieg Seafood ASA. Variablene som er blitt valgt ut til sensitivitetsanalysen er laksepris, terminalvekst, avkastningskrav og skattesats. Hvor sensitiv aksjekursen er for endring i disse variablene skal testes ut i dette kapittelet.

I tabell 40 ser man konsekvensen av en prosentvis endring i lakseprisen. Dette er blitt gjort ved å beregne en prosentvis oppgang eller nedgang i lakseprisen hvert år i de fremtidige driftsinntektene. Som vi ser er aksjekursen svært sensitiv til endringer i lakseprisen, forutsatt at produksjonsvolumet forblir det samme.

Endring i laksepris	-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %
Aksjekurs	18 NOK	41 NOK	64 NOK	86 NOK	109 NOK	132 NOK	155 NOK

Tabell 40- Aksjekurs

Under i tabell 41 vises det hvor sensitiv aksjekursen er mot endringer i avkastningskravet, altså WACC og/eller endringer i terminalveksten. Verdien som er fremhevet med tykk skrift viser aksjekursen ved bruk av avkastningskravet og terminalveksten som vi brukte i den fundamentale verdsettelsen. Som vi ser, er aksjekursen relativt sensitiv til endring i begge variablene. Eksempelvis vil en reduksjon i terminalvekst fra 2 prosent til 1,7 redusere aksjekursen fra 86 NOK til 73 NOK. Dette tilsvarer et fall på 15 prosent. En reduksjon i avkastningskrav vil også utgjøre en betydelig forskjell. Reduserer man avkastningskravet fra 5 prosent til 4,7 prosent vil aksjekursen stige fra 86 NOK til 102 NOK, noe som tilsvarer en økning på 19 prosent.

Aksjekurs	WACC							
		4,7 %	4,8 %	4,9 %	5 %	5,1 %	5,2 %	5,3 %
Terminal vekst	1,7 %	86 NOK	82 NOK	77 NOK	73 NOK	70 NOK	66 NOK	63 NOK
	1,8 %	91 NOK	86 NOK	82 NOK	78 NOK	74 NOK	70 NOK	66 NOK
	1,9 %	96 NOK	91 NOK	86 NOK	82 NOK	78 NOK	74 NOK	70 NOK
	2,0 %	102 NOK	96 NOK	91 NOK	86 NOK	82 NOK	78 NOK	74 NOK
	2,1 %	108 NOK	102 NOK	97 NOK	91 NOK	87 NOK	82 NOK	78 NOK
	2,2 %	115 NOK	108 NOK	102 NOK	97 NOK	92 NOK	87 NOK	82 NOK
	2,3 %	122 NOK	115 NOK	108 NOK	102 NOK	97 NOK	92 NOK	87 NOK

Tabell 41 - Sensitivitetsanalyse, WACC og Terminalvekst.

Vi har også valgt å teste aksjekursens sensitivitet mot endringer i skattesatsen, som vist i tabell 42. Dette gjør vi ettersom det er stor usikkerhet knyttet til hvordan den nye grunnrenteskatten vil påvirke Grieg Seafood ASA sin aksjekurs. Som vi ser fra tabellen nedenfor, er aksjekursen sensitiv til endringer i skattesatsen. To svært plausible gjennomsnittlige skattesatser for Grieg Seafood ASA i nærmeste fremtid kan være 40 og 45 prosent. Skulle dette skje ville vi fått en reduksjon i aksjekursen på henholdsvis 24 og 49 prosent.

Endring i gjennomsnittlig skattesats	20 %	25 %	30 %	35 %	40 %	45 %	50 %
Aksjekurs	150 NOK	129 NOK	108 NOK	86 NOK	65 NOK	44 NOK	23 NOK

Tabell 42 - Endring i gjennomsnittlig skattesats

10. Estimat fra analytikerrapporter

I dette kapittelet presenteres det estimat fra analytikerrapporter, som skal sammenlignes med egen verdsettelse.

Analytikerrapportene som brukes er fra Artic Securities og ABG Sundal Collier. Rapportene er fra 11. og 14. november 2022. Artic har et kursmål på 80 kr, mens ABG har et kursmål på 84 kr. Vårt kursmål ligger på 86 kr, som er nære estimatene til analytikerne. Dette kan være med på å skape troverdighet til vårt estimat ettersom analytikerne er troverdige kilder som går i dybden og er godt kjent med markedet. Analytikerrapportene kan dermed brukes for å støtte opp vårt estimat (Jacobsen. & Glede Collett, 2022).

Analytiker	Kursmål i NOK
Artic Securities	80
ABG Sundal Collier	84
Vårt estimat	86

Tabell 43 - Hentet fra analytikerrapporter

11. Relativ verdsettelse

I dette kapittelet skal vi estimere en aksjekurs ved hjelp av multiplene P/E og P/B.

Gjennomgående i oppgaven har vi brukt Bakkafrost, SalMar og Mowi som sammenlignbare selskaper. Det er disse selskapene vi vil fortsette å bruke i den relative verdsettelsen.

Bokverdier, samt resultat per aksje er hentet fra selskapene sine årsrapporter for 2022.

Aksjekursene er hentet 28. april 2023.

11.1 P/E – multippel

Som vi ser fra tabell 43, er P/E verdiene til selskapene noe varierende. Gjennomsnittet for bransjen er 14,7. Ettersom at P/E verdien til Grieg Seafood ASA er under bransjegjennomsnittet kan det tyde på at Grieg Seafood ASA er underpriset.

	Grieg	Bakkafrost	SalMar	Mowi	Gjennomsnitt
Aksjekurs	89,3	776	472,5	203,1	385,2
Resultat per aksje	10,3	35,9	27,6	17,7	22,9
P/E	8,7	21,6	17,1	11,4	14,7

Tabell 44 - P/E Multippel, tall hentet fra Oslo Børs 28. april 2022 og årsrapporter til selskapene

Ved å multiplisere bransjegjennomsnittet med Grieg Seafood ASA sitt resultat per aksje oppnår vi en aksjekurs basert på P/E multipelen. Vi får da en aksjekurs på 151 NOK og beregningen er vist i formel 22.

$$\text{Aksjekurs} = \frac{P}{E} \times \text{Resultat per aksje} = 14,7 \times 10,3 = 151 \text{ NOK}$$

Formel 22- Aksjekurs ved bruk av P/E multippel

11.2 P/B – multippel

Fra tabell 44 kan man se at P/B verdiene er svært like for alle selskapene. Bransjegenomsnittet ligger på 2,4 mens Grieg Seafood ASA sin P/B verdi er 1,6. Dette kan igjen tyde på at Grieg Seafood ASA er underpriset i forhold til de sammenlignbare selskapene.

	Grieg	Bakkafrost	SalMar	Mowi	Gjennomsnitt
Aksjekurs	89,3	776	472,5	203,1	385,2
Bokverdi av egenkapital per aksje	57,2	277,8	166,4	83,4	146,2
P/B	1,6	2,8	2,8	2,4	2,4

Tabell 45 - P/B multippel, tall hentet fra Oslo Børs 28. april 2023 og årsrapporter til selskapene

Multipliserer vi den gjennomsnittlige P/B verdien med Grieg Seafood ASA sin bokverdi per aksje får vi en aksjekurs basert på P/B multipelen. Den estimerte aksjekursen blir 138 NOK. Utregningen vises i formel 23.

$$\text{Aksjekurs} = \frac{P}{B} \times \text{Bokverdi per aksje} = 2,4 \times 57,2 = 138 \text{ NOK}$$

Formel 23 – Aksjekurs ved bruk av P/B multippel

12. Konklusjon

Gjennom vår bacheloroppgave har vi svart på problemstillingen: Hva er verdien til Grieg Seafood ASA våren 2023? Vi har brukt fundamental verdsettelse basert på neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer for å finne en estimert aksjeverdi av selskapet. Ved bruk av denne verdsettelsesmetoden har vi estimert en kurs på 86 kr. Vi har også brukt relativ verdsettelse til å estimere aksjeverdi. Den relative verdsettelsen ga en verdi per aksje på 151 kr og 138 kr. Dette er basert på sammenligning av andre selskaper gjennom P/E og P/B multippelen. Vi har vektlagt den fundamentale verdsettelsen høyest. Vi har brukt to analytiker-rapporter for å argumentere for denne avgjørelsen. Analytiker-rapportene hadde estimater på 80 kr og 84 kr, som utgjør en lignende verdi som vårt estimat på 86 kr ved den fundamentale verdsettelsen. Aksjekursen per 08.mai 2023 er på 85,25 kr, dette tilsier at aksjen er underpriset og vår anbefaling er kjøp av Grieg Seafood ASA aksjen.

I verdsettelsen av Grieg Seafood ASA har vi gjort flere antakelser om fremtiden. I skriveprosessen har vi hentet informasjon fra nettsiden til selskapet. Selskapene vinkler og formulerer seg ofte for å sette selskapet i et bedre lys, dette kan påvirke våre antakelser om hvor bra det kommer til å gå for selskapet i fremtiden. I andre viktige estimater som terminalvekst, laksepris og slaktevolum har det blitt gjort antakelser som gir store utslag for den fremtidige verdien av selskapet. Vi har basert våre estimater på tilegnet informasjon gjennom semester og gjennom vår strategiske analyse av selskapet. Selv om vi har gjennom tre ulike synspunkt kommet frem til vårt estimat, kan de fremtidige vurderingene av selskapet vurderes annerledes av andre.

Referanseliste

Bøker

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3.utg.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Hoff, K. G. & Helbæk, M. (med bidrag Bjørnenak, T.). (2015). *Økonomistyring 2: Driftsregnskap og budsjettering* (7. utg). Oslo: Universitetsforlaget.

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., Regner, P. (2017). *Exploring strategy* (11th ed.). Harlow, UK: Pearson Education Limited

Mowi. (2022). *Salmon Farming Industry Handbook 2022*. Mowi.com.

<https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/07/2022-Salmon-Industry-Handbook-1.pdf>

Analytikerrapporter

Aukner, A. & Trovatn, O. (2023, 2. januar). *SEAFOOD- 2023 fundamentals looking healthy*. DNB Markets.

Jacobsen, A. & Glede Collett, A., P. (2022, 11. november). *Grieg Seafood ASA- Higher operational risk*. Arctic Securities.

ABG Sundal Collier. (2022, 14. November). *Grieg Seafood- Expectations and valuation reset – Up to BUY*. ABG Sundal Collier.

Årsrapporter

Grieg Seafood (2022). *Annual rapport 2022*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/2699fb944e6f7253449c370f0e2bb1ef91fff4d0.pdf>

Grieg Seafood (2021). *Annual rapport 2021*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/8699f764225f2b441044453452ada7923cca1994.pdf>

Grieg Seafood (2020). *Annual rapport 2020*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/00b861e440a33024de1ef91cfd70fc2beb48bc3e.pdf>

Grieg Seafood (2019). *Annual rapport 2019*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/f02f99493b5af629a2c5857171a75c60c2633117.pdf>

Bakkafrost (2022). *Annual rapport 2022*. Hentet fra https://bakkafrost.cdn.fo/media/4112/bakkafrost-annual-report-2022.pdf?s=1M_1y_XuFLhBZnZ9GFwHKpPZYcc

Bakkafrost (2021). *Annual rapport 2021*. Hentet fra [https://bakkafrost.cdn.fo/media/3567/bakkafrost annual report 2021.pdf?s=qEKL1lsVi2FyLr7AMwUPwsUouH0](https://bakkafrost.cdn.fo/media/3567/bakkafrost%20annual%20report%202021.pdf?s=qEKL1lsVi2FyLr7AMwUPwsUouH0)

Bakkafrost (2020). *Annual rapport 2020*. Hentet fra https://bakkafrost.cdn.fo/media/3115/bf_annualreport_2020-web_01.pdf?s=ByQWx1LAWHc0rCnunYic23Azca4

Bakkafrost (2019). *Annual rapport 2019*. Hentet fra https://bakkafrost.cdn.fo/media/2356/bf_annualreport_web_2019.pdf?s=1f6rzXtWrYw_Y8M6sWnYhzUa0yc

Salmar (2022). *Annual rapport 2022*. Hentet fra <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a2fe8fe1-aec2-435b-8dba-830bca5058b9>

Salmar (2021). *Annual rapport 2021*. Hentet fra <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/4edc0179-44cc-4d1c-a9b0-6463589a5b9c>

Salmar (2020). *Annual rapport 2020*. Hentet fra <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/71580791-96ae-45cf-b37b-a83a9c2129a3>

Salmar (2019). *Annual rapport 2019*. Hentet fra <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17>

Mowi (2022). *Integrated annual rapport 2022*. Hentet fra <https://mowi.com/wp-content/uploads/2023/03/Mowi-Integrated-Annual-Report-2022.pdf>

Mowi (2021). *Integrated annual rapport 2021*. Hentet fra [https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi Annual Report 2021.pdf](https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi%20Annual%20Report%202021.pdf)

Mowi (2020). *Integrated annual rapport 2020*. Hentet fra [https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi Integrated Annual Report 2020.pdf](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi%20Integrated%20Annual%20Report%202020.pdf)

Mowi (2019). *Integrated annual rapport 2019*. Hentet fra

https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi_Annual_Report_2019.pdf

Nyhetsartikler

Føleide, A. & Samuelsen, G. (2022, 20. oktober). *Må trolig avlive én million fisk etter parasittangrep*. Nrk.no.

<https://www.nrk.no/tromsogfinnmark/grieg-seafood-kan-matte-avlive-en-million-oppdrettslaks-etter-angrep-av-spiro-nukleose-parasitt-1.16146254>

Grønn Plattform. (2022, 11. februar). *93 millioner fra Grønn Plattform til bærekraftig havbruk til havs*. Gronnplattform.no.

<https://gronnplattform.stiimaquacluster.no/2022/02/11/verdikjede-for-havbruk-til-havs/>

Knudsen, C. (2021, 3. november). *Grieg Seafood øker driftsresultat mer enn ventet*. E24.no.

<https://e24.no/boers-og-finans/i/1VJWBy/grieg-seafood-oeker-driftsresultatet-mer-enn-ventet>

Knudsen, C. (2022, 23. august). *Inflasjonsfrykt i lakseoppdrett: – Som å slåss mot vindmøller*. E24.no

<https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/dno9BJ/inflasjonsfrykt-i-lakseoppdrett-som-aa-slaass-mot-vindmoeller>

Nilsen, A.A. (2022, 23. August). *Rekordkvartal for Grieg Seafood*. E24.no

<https://e24.no/boers-og-finans/i/7dXME8/rekordkvartal-for-grieg-seafood>

NTB. (2022, 5. juli). *Norsk sjømat selger som aldri før*. E24.

<https://e24.no/naeringsliv/i/7dWlmw/norsk-sjoemat-selger-som-aldri-foer>

Ritzau, N. (2022, 19. oktober). *Inflasjonen øker i eurosone*. E24.no.

<https://e24.no/internasjonalekonomi/i/APPXpn/inflasjonen-oeker-i-eurosonen>

Rustad, M. E. (2022, 27. februar). *Ukraina-invasjonen rammer norsk salg av fisk: Kunder kansellerer kontrakter*. E24.no

<https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/eEw3Q9/ukraina-invasjonen-rammer-norsk-salg-av-fisk-kunder-kansellerer-kontrakter>

Lover og forskrifter

Altinn. (2023, 27. mars). *Skatt for aksjeselskap*. Altinn.no.

<https://www.altinn.no/starte-og-drive/skatt-og-avgift/skatt/skatt-for-aksjeselskap/>

Borgersen, T. (2022, 28. september). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>

Lovdata. (2021, 24. august). *Lov om akvakultur (akvakulturloven)*. Lovdata.no.

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>

Miljødirektoratet. (2022, 30. september). *Akvakultur*. Miljødirektoratet.no.

<https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>

Mikkelsen, G. (2017, 13. november). *Forskeren forteller: Ny teknologi vil gjøre norsk fiskeoppdrett mer bærekraftig*. Forskning.no.

<https://forskning.no/fisk-forskeren-forteller-fiskehelse/forskeren-forteller-ny-teknologi-vil-gjore-norsk-fiskeoppdrett-mer-baerekraftig/310271>

Regjeringen. (2013, 13.oktober). *Konkurransse som virkemiddel i den økonomiske politikken*.

Regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/konkurransopolitikk/konkurransse-og-regulering/konkurransse-som-virkemiddel-i-den-okonom/id445797/>

Nettsider

Aandahl, P, T. (2021, 9. desember) *Laks, etterspørsel og transport - hvordan blir det fremover?* Seafood.no.

<https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/laks-etterspørsel-og-transport-hvordan-blir-det-fremover/>

Blaalid, G-E. (2022, 18. januar). *Grieg Seafood på børs*. Kyst.no

<https://www.kyst.no/arkiv/grieg-seafood-p-brs/309499>

Drønen, O. A. (2022, 11. november) *Økte kostnader og utfordrende biologi for Grieg Seafood*. Kyst.no.

<https://www.kyst.no/grieg-seafood-q3/okte-kostnader-og-utfordrende-biologi-for-grieg-seafood/1451804>

Fiskeridirektoratet. (u.å). *Biomasse*. Fiskeridir.no.

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse>

Fiskeridirektoratet. (2022, 25. mai). *Økt salg av oppdrettsfisk i 2021*. Fiskeridir.no.

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2022/okt-salg-av-oppdrettsfisk-i-2021>

Grieg Aqua AS. (2022, 23. februar). Proff.no.

<https://www.proff.no/nyheter/grieg-aqua-as/bergen/hovedkontortjenester/IF8TQYD10NZ/>

Grieg Aqua. (2023). *Our Companies*. Grieg.no.

https://grieg.no/our-companies/grieg-aqua/?fbclid=IwAR3I8CObtMUeKo4Is_xshavuggTrYaav7W8TPLhCD1FTk7nZ3w9jCDn7PUU

Grieg Seafood. (2020). *Grieg Seafood excludes Russian feed ingredients due to war in Ukraine*. Grieg Seafood.com

<https://griegseafood.com/news/grieg-seafood-excludes-russian-feed-ingredients-due-to-war-in-ukraine>

Grieg Seafood. (u.å.). *Our impact & co-existence with wild salmon*. Grieg Seafood.

<https://griegseafood.com/our-impact-co-existence-with-wild-salmon>

Grieg Seafood. (u.å.). *Our farms: From farm to table*. Grieg Seafood.

<https://griegseafood.com/our-farms-from-farm-to-table>

Grieg Seafood. (u.å.). *Grieg Seafood og 17 verdensledende forskningsinstitusjoner og selskaper lanserer felles krafttak for å gjøre bærekraftig havbruk til havs til et nytt norsk industrieventyr*. griegseafood.com.

https://griegseafood.com/news/grieg-seafood-og-17-verdensledende-forskningsinstitusjoner-og-selskaper-lanserer-felles-krafttak-for-a-gjoere-baerekraftig-havbruk-til-havs-til-et-nytt-norsk-industrieventyr?fbclid=IwAR1e-K7FKLoAcs5k6qVAMe9AvfqxylCxVw_SfmljH-9D7IqBXST3pu54Yg8

Grieg Seafood. (2021). Sustainability report 2020. Hentet fra:

https://cdn.sanity.io/files/lgakia31/production/8699f764225f2b441044453452ada7923cca1994.pdf?fbclid=IwAR0kqJ6rPZR9YhBWjfxKXGXN-gYEKKgaja07vnujqp2ix7qQ8SxTM_n3qrA

International Monetary Fund. (2023, 11. April). *World Economic Outlook, april 2023: A Rocky Recovery*. Imf.org.

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO>

Jensen, P, Å. (2020, 5. november). *Rekordresultat tross høye lusekostnader for Grieg*. Kyst.no.

<https://www.kyst.no/bremnesmodellen-grieg-seafood-mtb/rekordresultat-tross-hoye-lusekostnader-for-grieg/573253>

Laksefakta. (2021, 4. oktober). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Laksefakta.no.

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

Lorås, S & Bye, E. (2023, 29. mars). *De viktigste endringene i «lakseskatten»*. BDO.no.

https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/de-viktigste-endringene-i-lakseskatten?utm_source=Email&utm_medium=Newsletter&utm_campaign=1270&mk_tok=MDU1LVpQWC0zOTIAAAGK5JEEs9DojLzuF33QirXkd1wK8SsjJurex4SMBUOcBAnG8x5TsE1Jzfd4w9K9KpDGdlrsiXuCCj4OV5oPthDiD9sCvxOC8wM0m1Rj6ew

Miljødirektoratet, (2022, 8. juni). *Fiskeoppdrett*. Miljøstatus.no

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>

Norsk Helseinformatikk. (2022, 2. desember). *Fisk er sunt*. NHI.no.

<https://nhi.no/kosthold/ernaring/fisk-er-sunt/>

Norges Bank. (2023, 30. januar). *Generiske statsrenter*. Norgesbank.no.

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/>

Nygård, A., E. (2022, 19. november). *Fortsatt høge kostnader i oppdrett*. Intrafish.no.

<https://www.intrafish.no/okonomi/fortsatt-hoge-kostnader-i-oppdrett/2-1-1357245>

Proff. (2023). *Nøkkeltall – Forklaringer og formler*. Proff.no.

<https://innsikt.proff.no/hjelp-og-tips/nokkeltall-forklaringer-og-formler/>

PwC. (u.å.). *Risikopremien i det norske markedet*. Pwc.no.

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Rønning, A. (2009, 4.mars) *FN-rapport: Vi spiser 52 millioner tonn fisk fra oppdrett*.

Forskning.no.

<https://forskning.no/oppdrett-fangst/fn-rapport-vi-spiser-52-millioner-tonn-fisk-fra-oppdrett/934163>

SalMar. (2022, February 8). *Havbasert fiskeoppdrett – en ny æra*. SalMar.no

<https://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-æra/>

Stranden, A., L. (2022, 4. november). *Det er grunnrente: – Lakseskatt er i tråd med økonomers lærebøker*. Forskning.no.

<https://forskning.no/enkelt-forklart-finans-okonomi/dette-er-grunnrente-lakseskatt-er-i-trad-med-okonomers-laereboker/2102001>