

Bacheloroppgave ved Universitet i Stavanger



Verdsettelse av Grieg Seafood ASA

BØKBAO: Bacheloroppgave innen regnskap og bedriftsøkonomi

Veileder: Marius Sikveland

Skrevet av

Magnus Vestre Andersen, Jean Claude Gasamali & Mattias Kro Hanssen



Universitetet
i Stavanger

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS

BACHELOROPPGAVE

STUDIUM:

Økonomi og Administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN
FØLGENDE TEMATISKE RETNING:

Regnskap og bedriftsøkonomi (BA)

TITTEL:

Verdsettelse av Grieg Seafood ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Grieg Seafood ASA

FORFATTERE:

Kandidatnr:

1632
.....

1581
.....

1630
.....

Navn:

Magnus Vestre Andersen
.....

Jean Claude Gasamali
.....

Mattias Kro Hanssen
.....

VEILEDER:

Marius Sikveland

Forord

Denne oppgaven er en obligatorisk del av økonomi og administrasjon studiet ved Universitet i Stavanger og veier 20 studiepoeng. Formålet med denne oppgaven er å gjennomføre en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood ASA. Vi vil også supplere med en relativ verdsettelse for å sammenligne resultatene og sikre at verdien fra den fundamentale verdsettelsen kan forsvares.

I løpet av arbeidet med denne oppgaven har vi lært oss å anvende teori fra forskjellige fagområder i praksis. Vi har kombinert ulike fagområder som strategi, makroøkonomi og verdsettelse, for å svare på problemstillingen. Det har vært en krevende og spennende prosess, som har gitt oss en god innsikt i hvordan man gjennomfører en verdsettelse og hvordan fiskeoppdrettsbransjen fungerer.

Avslutningsvis vil vi takke vår veileder, Marius Sikveland, for god oppfølging og veiledning. Han har vært tilgjengelig når det trengs og gitt gode innspill.

Stavanger, mai 2024

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å besvare følgende problemstilling:

“Hva er aksjekursen for Grieg Seafood ASA per 30.12.2022?”

I første del av oppgaven gjennomfører vi en strategisk analyse av Grieg Seafood, hvor vi analyserer de eksterne og interne faktorene som påvirker selskapet. Vi vil vurdere de eksterne faktorene gjennom en PESTEL- og Porter-analyse. For å vurdere de interne faktorene vil vi benytte en SVIMA-analyse. Til slutt oppsummerer vi resultatene fra disse analysene i en SWOT-analyse. Ut fra SWOT-analysen finner vi at selskapets styrker er: differensiering, kompetanse og kunnskap, moderne anlegg og teknologisk utvikling. Svakheterne til selskapet er at det er høye kostnader, bransjen er preget av laksesykdommer og lakselus, volatile i markedspriser og det er innført en grunnrenteskatt som reduserer fremtidig inntjening.

I andre del av oppgaven gjennomfører vi en historisk regnskapsanalyse fra 2018 til 2022, hvor vi sammenligner Grieg Seafood med utvalgte selskaper innen samme bransje. De utvalgte selskapene er Mowi, SalMar, Lerøy Seafood Group og Bakkafrost. Vi gjennomfører en lønnsomhetsanalyse, finansierings- og soliditetsanalyse. Resultatet fra analysene viser at Grieg Seafood har en total kapital- og egenkapitalrentabilitet som er over minimumskravene. Selskapet sin likviditetsgrad 1 & 2 ligger også over minimumskravene, i tillegg viser soliditetsanalysen en god egenkapitalprosent, gjeldsgrad og rentedekningsgrad. Oppsummert kan vi derfor si at selskapet gjør det godt økonomisk.

Etter regnskapsanalysen går vi videre til verdsettelse teori, hvor vi forklarer om forskjellige måter å verdsette et selskap og hvordan fremgangsmåten er. For å diskontere de fremtidige estimerte kontantstrømmene er vi nødt til å estimere et avkastningskrav. Vi fikk et avkastningskrav til total kapitalen på 5,92 prosent. Videre estimerer vi de fremtidige frie kontantstrømmene til total kapitalen ved hjelp av historiske data, i tillegg til funn fra den strategiske analysen.

Ut fra den fundamentale verdsettelsen får vi en egenkapitalverdi for Grieg Seafood på 12 milliarder, noe som ga en aksjekurs per 30.12.2022 på 107 NOK. Fra den relative verdsettelsen fikk vi en aksjekurs på 143,5 NOK. Vi velger å bare benytte resultatet fra den

fundamentale verdsettelsen, ettersom at resultatet fra den relative verdsettelsen påvirkes i stor grad av den høye P/E verdien til Bakkafrost. Basert på funnene anbefaler vi et kjøp av aksjen til Grieg Seafood, da det er en oppside på 36 prosent fra den virkelige til den estimerte aksjekursen.

Abstract

The purpose of this thesis is to answer the following question:

"What is the share price for Grieg Seafood ASA as of 30.12.2022?"

In the first part of the thesis, we carry out a strategic analysis of Grieg Seafood, where we analyze external and internal factors that influence the company. We will assess the external factors through a PESTEL and Porter analysis. To assess the internal factors, we will use a SVIMA analysis. Finally, we summarize the results of these analyzes in a SWOT analysis. Based on the SWOT analysis, we find that the company's strengths are: differentiation, competence and knowledge, modern facilities and technological development. The weaknesses of the company are that there are high costs, the industry is characterized by salmon diseases and salmon lice, volatile market prices and a basic interest tax has been introduced which reduces future earnings.

In the second part of the thesis, we carry out a historical accounting analysis from 2018 to 2022, where we compare Grieg Seafood with selected companies within the same industry. The selected companies are Mowi, SalMar, Lerøy Seafood Group and Bakkafrost. We carry out a profitability analysis, financing and solvency analysis. The results of the analyzes show that Grieg Seafood has a return on assets and a return on equity that is above the minimum requirements. The company's liquidity ratio 1 & 2 is also above the minimum requirements, in addition the solvency analysis shows a good equity percentage, debt ratio and rent coverage ratio. In summary, we can therefore say that the company is doing well financially.

After the accounting analysis, we move on to valuation theory, where we explain different ways of valuing a company and how the procedure is. In order to discount the future estimated cash flows, we have to estimate a yield requirement. We estimated a required return on the total capital of 5.92 per cent. Furthermore, we estimate the future free cash

flows to the total capital using historical data, in addition to findings from the strategic analysis.

Based on the fundamental valuation, we get an equity value for Grieg Seafood of NOK 12 billion, which gave a share price as of 30/12/2022 of NOK 107. From the relative valuation, we got a share price of NOK 143.5. We choose to only use the result from the fundamental valuation, as the result from the relative valuation is largely influenced by the high P/E value of Bakkafrøst. Based on the findings, we recommend a purchase of the shares in Grieg Seafood, as there is an upside of 36 per cent from the actual to the estimated share price.

Innhold

1. Innledning	1
1.1 Motivasjon.....	1
1.2 Problemstilling	1
2. Selskapet og bransjen	2
2.1 Grieg Seafood ASA.....	2
2.1.1 Verdikjede	2
2.2 Oversikt over bransjen	4
2.3 Sammenlignbare selskaper	5
2.3.1 Mowi ASA	5
2.3.2 SalMar ASA	5
2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA	5
2.3.4 Bakkafrost	6
3 Strategiske analyse	6
3.1 PESTEL.....	6
3.1.1 Politiske faktorer	6
3.1.2 Økonomiske faktorer.....	7
3.1.3 Sosiale faktorer.....	8
3.1.4 Teknologiske faktorer	9
3.1.5 Miljømessige faktorer	9
3.1.6 Lovmessige faktorer	10
3.2 Porter.....	11
3.2.1 Intern rivalisering	11
3.2.2 Trusselen av nyetableringer	12
3.2.3 Trusselen av substitutter.....	13
3.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt	13
3.2.5 Kundernes forhandlingsmakt.....	14
3.3 SVIMA.....	15
3.3.1 Sjelden.....	15
3.3.2 Viktig.....	16
3.3.3 Ikke – imiterbar	16
3.3.4 Mobilisert	17
3.3.5 Appropriert	17
3.3.6 SVIMA oppsummering	18
3.4 SWOT	19
3.4.1 Styrker	19

3.4.2 Svakheter	20
3.4.3 Muligheter	21
3.4.4 Trusler	22
4. Historisk regnskapsanalyse	22
4.1 Totalkapitalrentabilitet	23
4.2 Egenkapitalrentabilitet	25
4.3 Likviditetsanalyse	28
4.4 Finansierings- og soliditetsanalyse.....	32
4.4.1 Egenkapitalprosent	32
4.4.2 Gjeldsgraden.....	33
4.4.3 Rentedekningsgraden	35
4.5 Oppsummering	37
4.5.1 Utviklingen for Grieg Seafood.....	37
4.5.2 Minimumskrav	38
4.5.3 Markedet i fiskeoppdrettsbransjen	39
4.5.4 Kort oppsummert.....	40
5. Verdsettelse teori	41
5.1 Fundamental verdsettelse	41
5.1.1 Egenkapital verdsettelse	42
5.1.2 Totalkapital verdsettelse.....	46
5.1.3 Terminalverdi	48
5.2 Relativ verdsettelse	49
5.2.1 Pris/inntjening (P/E).....	50
5.3 Opsjonsbasert verdsettelse	51
5.4 Valg av metode	52
6. Beregning av avkastningskrav	52
6.1 Beregning av avkastningskrav til egenkapital.....	52
6.1.1 Risikofri rente.....	52
6.1.2 Markedets risikopremie	53
6.1.3 Beta	54
6.1.4 Oppsummering - kapitalverdimodellen.....	57
6.2 Beregning av kapitalkostnad	57
6.2.1 Gjeldskostnad	57
6.2.2 Selskapsskatt	58
6.2.3 Kapitalstruktur.....	58
6.2.3 Oppsummering - kapitalkostnad	59

7. Prognose av fremtidig kontantstrømmer	59
7.1 Driftsinntekter	60
7.2 Driftskostnader før avskrivninger	61
7.3 EBITDA	62
7.4 Avskrivninger.....	63
7.5 EBIT	64
7.6 Skatt.....	64
7.7 Driftsresultat etter skatt	64
7.8 Investeringer.....	65
7.9 Endring i arbeidskapital	65
7.10 Fri kontantstrøm til totalkapitalen	67
7.11 Terminalverdi	67
8. Verdiestimering	68
8.1 Fundamental verdsettelse	68
8.2 Relativ verdsettelse	69
9. Sensitivitetsanalyse	70
10. Konklusjon	72
Referanser:	74

1. Innledning

1.1 Motivasjon

Når vi skulle bestemme oss for hva vi ønsket å skrive en bacheloroppgave om, begynte vi å tenke på hvilke av fagene vi syntes var interessante i løpet av de tre årene med studier. Ved semester 3 i studieløpet ble vi introdusert for faget Corporate finance, vi syntes faget var spennende og interessant. Videre i semester 5 ble vi introdusert for faget finansregnskap og verdsettelse. Mye av dette faget bygger på teorier vi hadde lært i Corporate Finance. Her ble vi introdusert for verdsettelse for første gang og vi fikk en dypere forståelse for hvordan teori fra Corporate finance anvendes i praksis. Vi ønsket å fordype oss mer i verdsettelse for å lære hvordan vi kan anvende teorien vi har lært til noe praktisk. En verdsettelsesoppgave ville derfor trolig være en oppgave som kunne gi lærerik erfaring og innsikt i hvordan verdien til et selskap blir bestemt.

Fiskeoppdrett har en veldig sentral rolle i Norges økonomi og kommer antagelig til å ha en større rolle i økonomien til Norge fremover. På bakgrunn av dette ønsket vi å verdsette et norsk selskap innen fiskeoppdrettsbransjen og vi valgte til slutt å verdsette Grieg Seafood. Dette er et norsk oppdrettsselskap som driver med oppdrett i både Norge og i utlandet. Vi så på forhånd at det var skrevet mange oppgaver om fiskeoppdrettsselskaper som Mowi, og vi valgte derfor et selskap som det ikke var skrevet like mye om. I tillegg er Grieg Seafood et offentlig børsnotert selskap, som gjør det lettere å få tilgang på informasjon.

1.2 Problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å verdsette Grieg Seafood ASA og vi har valgt følgende problemstilling:

“Hva er aksjekursen for Grieg Seafood ASA per 30.12.2022?”

2. Selskapet og bransjen

2.1 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood ble etablert i 1992 av entreprenør Per Grieg jr. Grieg Seafood Rogaland ble etablert seks år senere, og på 2000-tallet gjennomgikk selskapet en betydelig ekspansjon, da de kjøpte Scandic Marine Ltd i Britisk Columbia og etablerte Grieg Seafood BC. I 2007 ble selskapet børsnotert på Oslo Børs (Grieg Seafood, u.å.-a).

Selskapet er i dag et av de største innen lakseoppdrett på verdensbasis. Hovedkontoret ligger i Bergen, og selskapet har både oppdrettsanlegg i Norge og Canada. I Norge ligger oppdrettsanleggene i Rogaland og Finnmark, mens i Canada ligger oppdrettsanleggene i Britisk Columbia og Newfoundland. Selskapet har mer enn 750 ansatte fordelt over de forskjellige regionene.

Den administrerende direktøren for selskapet er Andreas Kvame, og ledelsen består av totalt åtte personer (Grieg Seafood, u.å.-a). Styret består av seks personer, hvor Per Grieg jr. er styreleder. Den største aksjonæren i selskapet er Grieg familien, som eier mer enn halvparten av selskapet med 50,17 prosent, etterfulgt av Ole Morten Halvorsen med 4,5 prosent og Folketrygdfondet med 2,6 prosent (MarketScreener, u.å.).

2.1.1 Verdikjede

Fiskeoppdrett består av tre faser, hvor den første fasen er stamfiskproduksjon. I denne fasen bringes fisken frem til kjønnsmodning (gyting), ved å blande rogn fra hunnfisk og melke fra hannfisk. Neste fase foregår i ferskvann og kalles for settefiskproduksjon. Målet med denne fasen er at fisken skal vokse til en viss størrelse eller biologisk tilstand. Denne fasen er over når fisken har gjennomgått smoltifisering, slik at den kan tåle saltvann. Den siste fasen kalles matfiskproduksjon og målet med denne fasen er å føre opp fisken til den når en salgbar størrelse (Misund, 2023).

Verdikjeden til Grieg Seafood inneholder ulike input elementer som bidrar til forskjellige stadier av produksjonsprosessen:

- 1) Naturkapital
 - Selskapet har både offentlige og privateide naturressurser, dette inkluderer lån av hav- og ferskvannsområder.

- 2) Teknologisk kapital
 - Moderne oppdrettsutstyr og teknologi.
- 3) Finansiell kapital
 - Investeringer og tillit fra investorer.
 - Tilgang til kapital, som gir selskapet fremtidige investeringsmuligheter.
- 4) Menneskelig kapital
 - Ansatte med god erfaring, ideer og lidenskap.
 - God arbeidskultur innad i selskapet.
- 5) Politisk og sosial kapital
 - Lisenser til å drive oppdrett.
 - Opprettholder troverdighet blant selskapets nøkkelinteressenter.

(Grieg Seafood, 2022).

Selve produksjonen til Grieg Seafood består av åtte steg, hvor første steget er avling av laks. Avlingen foregår i Rogaland, hvor målet er å avle laks med spesifikke egenskaper, som blant annet robust helse og motstand mot lakselus og sykdommer. Neste steg er klekking av egg og oppdrett av lakseyngel, dette foregår i selskapets landbaserte ferskvannsanlegg. For å minimere biologiske utfordringer knyttet til overgangen til sjøvann, har selskapet utviklet en post-smolt strategi, som går ut på å holde laksen lengre i landbaserte anlegg før den overføres til sjøvann (Grieg Seafood, 2022).

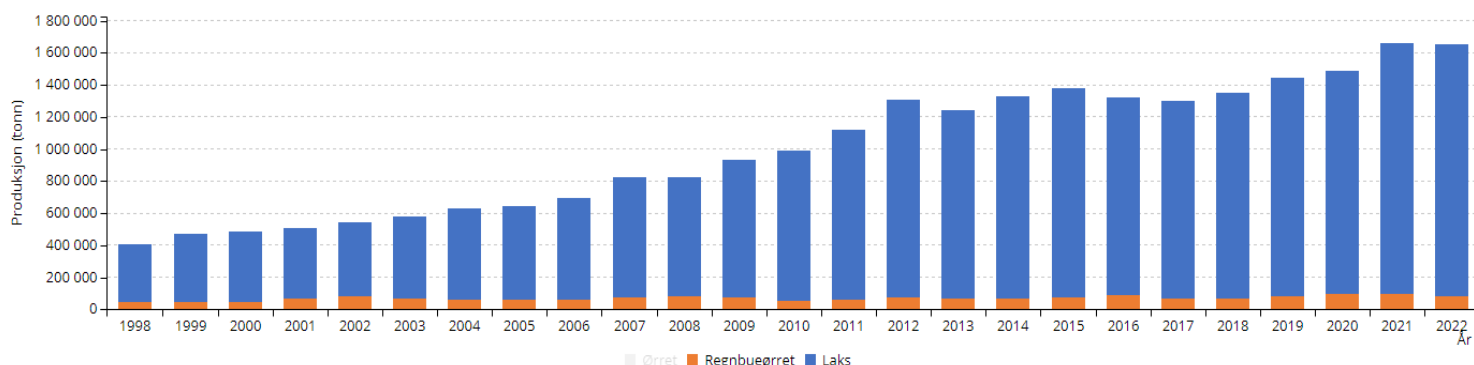
Etter et år i landbaserte ferskvannsanlegg, overføres laksen til sjøvann, hvor den vokser til den når en høstbar størrelse på 4 til 5 kg. Neste steg er høsting av laksen, hvor selskapet har dedikerte høstingsanlegg i Rogaland og Finnmark, samt en høstingsbåt i Britisk Columbia. Det sjette steget i verdikjeden involverer distribusjon, salg og markedsføring. Selskapet har en global salg- og markedsorganisering med lokale kontorer i landene der de har oppdrett, samt i utvalgte markeder (Grieg Seafood, 2022).

I det siste steget før produktet når forbrukeren, involverer selskapet seg i verdiskapende prosesser (VAP), der de satser på å danne et nært forhold til markedet, i tillegg til å øke verdien av laksen. Selskapets produkter distribueres gjennom detaljhandel, hotell, restaurant og catering sektoren, som resulterte i 1,5 millioner måltider servert daglig basert på 2022 slaktevolum (Grieg Seafood, 2022).

2.2 Oversikt over bransjen

Akvakultur defineres som oppdrett og dyrking av alle slags organismer i ferskvann eller sjøvann og fiskeoppdrett er dermed en form for akvakultur. På verdensbasis står Asia for nesten 90 prosent av verdens fiskeoppdrett, hvor Kina står for 55 prosent av verdens fiskeoppdrett. I Asia er det meste av fiskeoppdretten knyttet til karpefisk, mens i Norge driver man vanligvis med oppdrett av tre ulike laksefisker, som atlantisk laks, regnbueørret og sjørøye. Dette har ført til at Norge er verdens ledende produsent av oppdrettslaks, og i 2022 hadde fiskeoppdrettsnæringen en omsetning på mer enn 80 milliarder kroner årlig (Misund, 2023).

På 1970-tallet oppstod det et stort gjennombrudd i havbruksnæringen i Norge, da lyktes man med å utsette laks i sjøvann. Næringen har siden den gang hatt en betydelig vekst og er i dag Norges nest største eksportnæring. Figur 1 viser produksjonen av laks og regnbueørret i Norge fra 1998 til 2022. Ut fra grafen kan vi se at antall tonn har økt fra 400 000 i 1998 til rundt 1 600 000 tonn i 2022. Det viktigste eksportmarkedet for Norge er EU, som mottar rundt 70 prosent av all eksport av laks fra Norge. Den totale eksportverdien på laks er på 74 milliarder kroner, og den eksporteres til rundt 100 land (Regjeringen, 2021).



Figur 1: Produksjon av matfisk av laks og regnbueørret (Barentswatch, 2024)

De største markedene for atlantisk laks er EU, inkludert Storbritannia og USA. Disse to markedene står for rundt 12 prosent av den totale etterspørselen etter atlantisk laks. Brasil og Asia er voksende markeder, og har opplevd en betydelig vekst de siste årene. Det totale gjennomsnittlige forbruket av atlantisk laks har økt med 4 prosent på verdensbasis de siste 10 årene (Mowi, 2023).

2.3 Sammenlignbare selskaper

Når man skal gjennomføre en historisk regnskapsanalyse kan det være lurt å inkludere sammenlignbare selskaper. Da får vi se hvordan selskapet presterer sammenlignet med resten av bransjen. Vi vil i dette kapittelet presentere de selskapene vi anser som de mest relevante konkurrenter for Grieg Seafood. Ettersom at Grieg Seafood er et norsk selskap velger vi å sammenligne med tre andre norske selskaper: Mowi, SalMar og Lerøy Seafood Group. Grieg Seafood driver også oppdrett i utlandet, så vi velger å inkludere Bakkafrost, et selskap fra Færøyene. Vi vil benytte de utvalgte selskapene i den relative verdsettelsen i kap. 8.2, samt som sammenligningsgrunnlag i den historiske regnskapsanalysen.

2.3.1 Mowi ASA

Mowi ble etablert i 1964 og har vokst til å bli verdens største produsent av atlantisk laks. Selskapet er representert i 26 land og har 11 500 ansatte fordelt over de forskjellige regionene. Selskapet driver med tre forretningsområder: fôr, oppdrett og salg & markedsføring (Mowi, u.å.-a). I 2022 hadde selskapet et slaktevolum på 464 000 tonn og et resultat før skatt på over 1 milliard euro (Mowi, 2022).

2.3.2 SalMar ASA

SalMar ble grunnlagt i 1991 av gründer Gustav Witzøe, som i dag er både styreleder og den største aksjeeieren i selskapet. Hovedvirksomheten var bearbeiding av frossen laks, men de neste fire årene kjøpte selskapet to konsesjoner for lakseoppdrett i Midt-Norge, og startet settefiskproduksjon. I nyere tid har selskapet gått over til å bli et internasjonalt selskap, som driver med oppdrett i Island og Skottland (SalMar, u.å.). Selskapet hadde et resultat før skatt på 4,5 milliarder i 2022, en økning fra 3,3 milliarder i 2021 (SalMar, 2022).

2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group er et verdens ledende sjømat-selskap, som blant annet driver med produksjon av laks og ørret, videreforedling, salg og distribusjon av sjømat. Selskapet ble etablert i 1899 og har et hovedkontor i Bergen. Selskapet har drevet med eksport av laks siden 1973, og har i dag fabrikker som produserer og pakker produkter i flere forskjellige land (Lerøy, u.å.).

2.3.4 Bakkafrost

Bakkafrost er den ledende produsenten av laks fra Færøyene. Selskapet ble etablert av brødrene Hans og Róland Jacobsen, i 1968. Bakkafrost startet sin virksomhet med foredling av fisk, men i 1979 startet de med oppdrettsaktiviteter. I dag kontrollerer selskapet alle aspekter av produksjonen, helt fra fôr til ferdige verdiskapende produkter (Bakkafrost, u.å.).

3 Strategiske analyse

Vi skal gjennomføre en strategisk analyse av Grieg Seafood, for å finne styrker og svakheter som vil ha en påvirkning på selskapets fremtidige kontantstrømmer. For å vurdere de eksterne faktorene vil vi gjennomføre en PESTEL- og Porter-analyse. I den interne analysen benytter vi oss av en SVIMA-analyse. Til slutt oppsummerer vi resultatene fra den eksterne og interne analysen ved hjelp av en SWOT-analyse. Dette vil gi oss et komplett bilde av selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler.

3.1 PESTEL

PESTEL-analysen består av seks kategorier: politisk, økonomisk, sosiale, teknologisk, miljømessig og lovmessig. Formålet med en PESTEL-analyse er å gi et oversiktsbilde over de makroomgivelsene som har en påvirkning på selskapets framtidige posisjon og vekst. Ut ifra resultatene kan man identifisere muligheter som kan utnyttes og trusler som må håndteres i fremtiden (Sander, 2023a).

3.1.1 Politiske faktorer

Den 28. september i 2022 foreslo regjeringen i Norge å innføre en grunnrenteskatt på havbruk, med virkning fra 1. januar 2023. Regjeringen foreslo en grunnrenteskatt på 40 prosent, i tillegg til ordinær selskapsskatt på 22 prosent (Regjeringen, 2022). I mars 2022 ble dette forslaget revidert, hvor grunnrenteskatten ble nedjustert fra 40 prosent til 35 prosent. Forslaget ble debattert i Stortinget og etter åtte måneder ble forslaget vedtatt, med en ny nedjustert sats fra 35 prosent til 25 prosent (Furuset, 2023).

Denne grunnrenteskatten har hatt en direkte betydning for virksomheten til Grieg Seafood i Rogaland og Finnmark. Etter regjeringens forslag, annonserte selskapet at de har satt alle nye investeringer i Norge på vent inntil en endelig versjon er vedtatt (Grieg Seafood,

2022). Eventuelle endringer i dette skattenivået kan være med på å øke eller redusere lønnsomheten til selskapet.

Flere norske oppdrettsselskap, inkludert Grieg Seafood, har vært i en langvarig konflikt mellom industrien, urbefolkningen, miljøorganisasjoner og myndigheter i Britisk Columbia i Canada. Det ble bestemt i 2020 at oppdrettslisenser rundt Discovery Island i Britisk Columbia skulle utfases fra sommeren 2022, for å ta hensyn til urbefolkningen og den minkende villaksbestanden (Knudsen, 2023).

Regjeringen i Canada lanserte en ny strategi i 2022 for lakseoppdrett i Britisk Columbia, der formålet er å omstille sektoren. To av målene er å eliminere interaksjoner mellom oppdrettslaks og villaks og forbedre åpenheten om hvordan regjeringen vurderer og reagerer på ny vitenskapelig informasjon. Et annet mål er å gi større muligheter for samarbeid med den lokale urbefolkningen, i tillegg til å tiltrekke investeringer for alternative produksjonsteknologier i Britisk Columbia (Grieg Seafood, 2022).

3.1.2 Økonomiske faktorer

Rentenivået har en betydelig påvirkning på økonomien for fiskeoppdrettsbransjen. De fleste sentralbanker i verden, inkludert Norges Bank, har et mål om at inflasjonen bør være på 2 prosent. Fra 1990-tallet og frem til nylig har inflasjonen vært relativt lav, men dette har endret seg fra 2021, da vi opplevde en stor økning i inflasjonen. I løpet av 2022 opplevde Norge det høyeste inflasjonsnivået siden 1988 (Smarte Penger, 2023). Den høye inflasjonen har ført til at sentralbankene har måttet heve styringsrenten, en handling som har direkte resultert i en økning i rentenivået. Den høye renten vil ha konsekvenser for selskapene, da kostnadene deres forventes å øke, og det vil bli dyrere å finansiere fremtidige investeringer.

En faktor som har vært på å motvirke denne kostnadsveksten er den høye eksportprisen på laks. Aldri før har det blitt registrert høyere laksepriser enn i 2022 (Berge, 2022). En lønnsomhetsundersøkelse gjennomført av Fiskeridirektoratet viser en kraftig økning i det økonomiske resultatet fra 2021 til 2022. Undersøkelsen viser at den gjennomsnittlige salgsprisen pr. kg laks økte med 32 prosent fra 2021 til 2022 (iLaks, 2023). Den gjennomsnittlige prisen pr. kg laks i 2022 var på rundt 81 kroner (Pham, u.å.).

Periode	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Forward price (NOK)	79,65	76,5	75	73	79

Tabell 1: Forward price per 30.12.22 for 2023 til 2027 (Fish Pool, u.å.)

Tallene i tabell 1 er hentet fra Fish Pool sin nettside og viser den forventede prisen på pr. kg laks i 2023 og fram til 2027. Det er forventet en reduksjon i lakseprisen de neste fem årene. Men vi kan se at prisen ligger stabilt og at den varierer fra 73 til 80 kroner.

En annen faktor som påvirker lønnsomheten, er valutakursen. Laksen eksporteres og selges til markeder over hele verden, noe som medfører at mesteparten av inntektene til lakseoppdretterne er i utenlandsk valuta. EU er som nevnt et av de største markedene for laks og kronekursen mot euro er derfor spesielt viktig. Kronekursen mot amerikanske dollar spiller også en stor rolle, ettersom fôret ofte prises i amerikanske dollar. En svak krone vil medføre økte inntekter, men det vil også medføre økte produksjonskostnader (Egeness, 2023).

3.1.3 Sosiale faktorer

Fremover i tid er det forventet et økt globalt matbehov. Det er forventet at vi får en befolkning på ni milliarder mennesker i 2050. Dette er en betydelig økning enn ved forrige tusenårsskiftet. Selv om 70 prosent av kloden er dekket av vann, kommer bare rundt fem prosent av mattilførselen fra havet. Havet kan derfor være en god plass å starte med for å øke verdens matproduksjon. Fiskeindustrien kan være med på å sikre nasjonal og internasjonal matsikkerhet (Laks, u.å.). Dette tyder på at det er et stort potensial for å øke produksjonen av fisk, for å møte det økte matbehovet.

Helsedirektoratet anbefaler at man skal spise fisk til middag to til tre ganger per uke, hvor et av disse måltidene bør bestå av en fet fisk som for eksempel laks. Laks er en god kilde til proteiner, samt andre næringsstoffer. Den inneholder blant annet omega-3-fettsyrer, fettløselige vitaminer, jod og antioksidanter, som fremmer en sunn livsstil. Fisk beskytter også mot hjerte- og karsykdom, samt bidrar til en positiv utvikling av nervesystemet hos foster og spedbarn (Laksefakta, 2021). Anbefalingen om å inkludere laks i kostholdet minst en gang per uke bidrar til å øke etterspørselen.

3.1.4 Teknologiske faktorer

Den konvensjonelle tilnærmingen til fiskeoppdrett av laks begynner med kar på land før laksen overføres til åpne merder i sjøen. Denne metoden har både fordeler og ulemper. En fordel er at den er økonomisk gunstig, samt at laksen får et naturnært liv. Ulempene er at både smitte og avfallsstoffer kan komme i direkte kontakt med miljøet rundt merden, i tillegg til at det kan oppstå rømminger av oppdrettslaks. Det har derfor vært en intensivering med å utvikle landbaserte anlegg, som kan løse problemene med rømminger, sykdommer og utslipp (BarentsWatch, u.å.). Disse landbaserte anleggene bruker resirkulerende akvakultur systemer (RAS), som resirkulerer 90 til 97 prosent av vannet som brukes. Andre fordeler med denne teknologien er at den gir muligheten til å kontrollere både vannkvaliteten og temperaturen. Grieg Seafood startet å iverksette RAS-teknologien i 2007, og alle ferskvannsanlegg i alle regioner har nå RAS-systemer (Grieg Seafood, u.å.-c).

De siste årene har man også utviklet eksponerte anlegg. Med eksponerte anlegg menes oppdrettsanlegg som er plassert steder med litt mer krevende leveforhold, for eksempel steder hvor det er mer strømninger eller bølger (SINTEF, 2023). I motsetning til tradisjonelle anlegg i en fjord, vil anlegg plassert i eksponerte farvann ha en større vanngjennomstrømning. Fordelen med denne økte strømmen er at den fordeler avfallsstoffene på en annen måte enn de tradisjonelle anleggene. Ved å plassere oppdrettslaksen lengre unna villaksen sine områder nært kysten, reduserer man også problemene knyttet til lakselus og rømming. Utfordringene med eksponerte anlegg i åpne farvann er at strukturen og utstyret må tilpasses krevende værmessige forhold, som medfører økte kostnader (BarentsWatch, u.å.).

Grieg Seafood har utviklet et konsept kalt "Grieg Seafood Precision Farming", som tar sikte på å digitalisere operasjoner ved hjelp av avanserte sensorer, dataanalyse, kunstig intelligens og automatisering. Målet med denne digitaliseringen er å forebygge, bedre fiskevelferden, redusere påvirkningen på miljøet og forbedre oppdrettet (Grieg Seafood, 2022).

3.1.5 Miljømessige faktorer

I dag er rømming et av de største miljøutfordringene for fiskeoppdrettere i Norge. Når laksen rømmer og går opp i de samme elvene som villaksen og gyter der, har dette en

negativ effekt på genmaterialet i villaksen. I tillegg til rømming er også lakselus et stort problem i lakseoppdrett, lusen ødelegger huden til laksen og stresser den. For å motvirke lakselusen benytter man avlusningsbehandling, men denne behandlingen kan være dødelig for laksen (Misund, 2023). Også i Canada har næringen slitt med lakselus, sykdommer og andre biologiske utfordringer, som har medført en kraftig minkende villaksbestand (Knudsen, 2021).

Direkte karbonutslipp fra Grieg Seafood sin produksjon utgjør 8 prosent, tilsvarende 30 000 tCO₂ av selskapets totale utslipp. De gjenværende 92 prosent, tilsvarende 346 000 tCO₂ av utslippene, stammer fra verdikjeden. Hovedkildene til disse utslippene er knyttet til produksjonen av fiskefôr og transport av laks til markeder. I 2021 ble andelen lufttransport betydelig redusert på grunn av Covid-19. Denne reduksjonen resulterte i en økning på 49 prosent, tilsvarende 29 000 tCO₂e i transportutslipp i 2022. Derfor har Grieg Seafood utarbeidet en klimahandlingsplan, hvor de beskriver hvilke tiltak og investeringer som må til for å nå disse klimamålene. Et av målene er å redusere karbonutslippene med 35 prosent mot 2030 og 100 prosent mot 2050. Noen av tiltakene for å nå disse målene er blant annet å redusere det operasjonelle fossile forbruket, stille krav til leverandørene sine og kjøpe fornybar elektrisitet (Grieg Seafood, 2022.).

3.1.6 Lovmessige faktorer

Alle selskaper som ønsker å drive med fiskeoppdrett i Norge må ifølge norsk lov ha en konsesjon, altså en akvakulturtillatelse. Denne loven ble vedtatt i 1973, og det er nærings- og fiskeridepartementet som har hovedansvaret for å regulere oppdrettsvirksomheten. I tillegg til å ha en konsesjon, må også selskapet følge visse reguleringer knyttet til blant annet mengden fisk i oppdrettsanleggene, miljøpåvirkning og regulering av hvor de får lov til å drive virksomheten. Matloven, dyrevelferdsloven og forurensningsloven er noen eksempler på lover som oppdrettsselskaper må følge i Norge (Misund, 2023).

Et nytt system ble innført i 2017, kalt for trafikklyssystem, hvor man deler oppdrettsnæringen inn i 13 geografiske områder. Hver av disse sonene blir tildelt en fargekode, og denne tildeles ut fra påvirkningen lakselus har på villaks. Vi har grønne, gule og røde soner, i røde soner må produksjonen reduseres, mens i grønne soner vil man annethvert år få tilbud om økt produksjonskapasitet. I gul sone holdes produksjonen på samme nivå. Selv om fargekoden kun bestemmes ut fra et miljømål, er det mulig at det vil

innføres flere fiskevelferds- og miljømål i fremtiden (Misund, 2023). Grieg Seafood har oppdrettsanlegg i både Rogaland og Finnmark, hvor Rogaland er klassifisert som en gul sone, mens Vest- og Øst-Finnmark er klassifisert som grønne soner (Fiskeridirektoratet, 2021). Eventuelle endringer i disse klassifiseringene kan ha en påvirkning på verdien til selskapet, både i form av økning og reduksjon.

I Canada blir fiskeoppdretts bransjen felles administrert av føderale, provinsielle og territoriale myndigheter, for å sikre at fisken er sunn og trygg å spise. I Britisk Columbia blir prosessen med å avgjøre hvor et oppdrettsanlegg kan lokaliseres, vurdert av de ulike myndighetene. Den daglige operasjonen og reguleringen av fiskeoppdrett gjennomføres av den føderale myndigheten (Government of Canada, 2019).

3.2 Porter

Konkurransesituasjonen er en av de avgjørende elementene for lønnsomheten til bedrifter i et bestemt marked. Ifølge Porters teori påvirkes konkurransesituasjonen i et marked av fem forskjellige faktorer:

- 1) Intern rivalisering
- 2) Trusselen av nyetableringer
- 3) Trusselen av substitutter
- 4) Leverandørens forhandlingsmakt
- 5) Kundernes forhandlingsmakt

(Naug & Sti, 1998).

3.2.1 Intern rivalisering

Rivalisering i en bransje dreier seg om aktørenes kamp for å vinne kundenes oppmerksomhet (Lien et al., 2017). Prisen og kvalitet er de mest kjente mekanismer rivaliserende selskaper benytter for å tiltrekke seg oppmerksomheten fra kunder. Dette skjer enten ved å senke prisene eller øke kvaliteten på produktene og dermed øke kundenes betalingsvillighet. I tillegg til priskonkurranse og produktkvalitet, kan rivalisering i en bransje føre til høy aktivitet med markedsføring og promoteringen av bærekraftighet for å skille seg ut. Grieg Seafood sine differensieringsstrategier er:

- Å bidra til å tilgjengeliggjøre og markedsføre nye føringredienser med lave fotavtrykk.
 - Redusering av risiko knyttet til føringrediensene sine for å fremme et bærekraftig matsystem.
 - Økt satsing i å forbedre fiskevelferd.
 - Å sette et forsterket søkelys på å redusere utslipp av klimagasser.
 - Å støtte sirkulær økonomien og resirkulering av ressurser gjennom hele verdikjeden.
 - Å satse på ny teknologi og innovasjon for å ha en bærekraftig matproduksjon.
 - Å være pålitelig overfor det lokale samfunnet, kunder og andre interessenter.
- For å vise at interessentene kan stole på at de driver ansvarlig og med høye standarder har Grieg Seafood en tredjeparts sertifisering av produktene sine. (Grieg Seafood, 2022).

Oppdrettsbransjen er preget av høye etableringsbarrierer i form av høye kostnader og reguleringer; noen som gjør at nye aktører blir hindret i å etablere seg (Schieldrop, 2021). Dette indikerer at rivalisering i bransjen er forholdsvis begrenset. Økt rivalisering er positivt for konsumenter, og bidrar til å drive konsumentoverskuddet oppover mens lønnsomheten i bransjen drives nedover (Lien et al., 2017).

3.2.2 Trusselen av nyetableringer

Når det gjelder nyetableringer i oppdrettsbransjen, finnes det mange ulike etableringsbarrierer som hindrer nye aktører i å etablere seg. For eksempel kreves det irreversible investeringer i form av spesialtilpasset produksjonsutstyr, kunnskap og kompetanse som må bygges opp (Lien et al., 2017).

Den første etableringsbarrieren i oppdrett er at den er en kapitalintensiv bransje; det kreves mye kapital, større investeringer i produksjonsanlegg og andre infrastrukturer. Slike investeringer kreves for å skape vekst og positive kontantstrømmer for selskapet i fremtiden. Den andre årsaken til etableringsbarriere i bransjen er at det oppstår store kostnader knyttet til bekjempelse av sykdommer og sikring av miljøet. Blant annet går stor andel av selskapsmidlene til bekjempelse av lakselus, alger og anskaffelse av fôr av best kvalitet, som øker kvaliteten på produktet, samt sikrer at laksen vokser seg stor nok. Den tredje barrieren går ut på kostnader knyttet til konsesjoner. Det er tillatelser og lisenser fra myndighetene til aktører som driver med oppdrett i sjøen. Disse lisensene selges av

myndighetene på statlige auksjoner og høyeste tilbyder vinner. Konesjonsprisen i de meste attraktive områdene som i Nordland, kan koste rundt 200 millioner kroner. På grunn av dette, ser flere aktører på muligheten til å drive landbaserte oppdrett som ikke er konsesjonsbelagt. Dette kan gi incentiver til nye aktører i å etablere seg i bransjen. Dette er fordi, jo høyere etableringsbarrierer, desto vanskeligere er det for nye aktører å etablere seg og konkurrere med eksisterende aktører (Schieldrop, 2021).

3.2.3 Trusselen av substitutter

Et produkt er et substitutt når kunder vurderer det som et alternativ til markedets produkter (Lien et al., 2017). I mikroøkonomifaget defineres substitutter som «goder som erstatter hverandre» (Thøgersen, 2016, s.190). Hvis for eksempel prisene på laks øker, vil dette føre til en økning i etterspørselen etter substitutter til laksen, eller omvendt ved en prisnedgang (Thøgersen, 2016). Eksempler på substitutter til laksen er animalske proteinkilder, som blant annet kylling, storfe og svin, i tillegg til vegetabilske proteinkilder, som bønner, soya og nøtter (Sunnhetsrådet, 2021).

Det som er viktig for oppdretterne er at de må fokusere på å tilfredsstille kundene slik at laksen blir foretrukket fremfor substituttene. I dette tilfellet kan kundens forventede verdi bestå av en kombinasjon av produktets kvalitet, pris, leveringstid, og image. Hvis produktet oppfyller de forventningene, kan det gi kundetilfredsstillelse og økt sannsynlighet for at kunden oftere kjøper produkter fra oppdretterne og anbefaler det til andre (Hoff & Helbæk, 2021).

3.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt

Det har vært et betydelig skifte i tilgang på fôr til norsk lakseoppdrettsnæringen de siste årene. Markedet for fôr har vært dominert av tre store aktører: Skretting, Biomar og EWOS. EWOS, som var heleid av oppdrettsselskapet Cermaq, ble i 2013 kjøpt av Altor og Bain Capital. Oppkjøpet førte til en transformasjon av fôrsegmentet. Før oppkjøpet var en tredjedel av fôrselskapene vertikalt integrert med lakseoppdretterne. Det vil si at fôrselskaper var direkte eide av oppdrettsselskapene. Etter oppkjøpet ble fôrsegmentet helt uavhengig, uten tilknytning til noe spesifikt oppdrettsselskap. Denne endringen i eierskap har hatt stor betydning for lakseoppdrettsnæringen i Norge. Uavhengighet av fôrleverandørene har medført flere endringer i bransjen:

- a) For det første har det økt konkurransen blant fôrselskapene. Uten direkte eierskap fra oppdrettere må fôrleverandørene konkurrere med hverandre for å sikre kontrakter med oppdrettsselskapene. Denne konkurransen har ført til større vekt på kvalitet og innovasjon i fôrproduktene.
- b) For det andre har endringen resultert i større diversifisering i fôrmarkedet. Med tre store aktører som dominerte markedet tidligere, var mulighetene for oppdrettere begrensede. Men med inntreden av nye uavhengige fôrleverandører har oppdrettere nå et bredere spekter av valg når det gjelder å velge fôrleverandører. Denne økte konkurransen og valgfriheten har ført til økt effektivitet i fôresegmentet.
- c) For det tredje har uavhengighet av fôrleverandører skapt muligheter for mindre og spesialiserte fôrselskaper til å komme inn på markedet. Dominansen til de tre store aktørene hindret mindre selskaper å etablere seg og konkurrere. Med et åpent marked for uavhengige leverandører, har mindre selskaper med unike tilbud og spesialkompetanse fått mulighet i å etablere seg i bransjen.

Generelt sett har uavhengighet av fôrleverandører hatt en betydelig effekt på norsk lakseoppdrettsnæring. Det har økt konkurransen, diversifisert markedet og åpnet muligheter for mindre aktører. Disse endringene har til slutt ført til forbedringer i kvaliteten og effektiviteten til fôret som leveres til oppdrettsnæringen (Tveterås et al., 2019).

3.2.5 Kundenes forhandlingsmakt

Kundene kan nytte godt av å ha flere leverandører i markedet, hvor de får flere alternativer. Konsentrasjon i kundeledet spiller en viktig rolle på hvordan konkurransen mellom ulike aktører avgjøres. I markedsførings strategier er det vanlig at aktører ofte konkurrerer aggressivt mot hverandre i håp om å kapre de beste og største kundene. Redusert priser, forbedret service, rabatter og utvidet kredittider er de meste effektive midlene konkurrentene bruker i kampen om å vinne kunder.

Det eksisterer også utfordringer knyttet til konsentrasjon i kunde ledet. Gitt at få kunder har stor kjøpekraft, kan dette gi dem mulighet til å bestemme betingelsene for samarbeidet med leverandører. Dette kan føre til at leverandørene må gi større rabatter eller redusere prisen for å beholde de viktige kundene. På langsikt kan dette påvirke lønnsomheten til selskapene (Lien et al., 2017).

Generelt selges oppdrett laksefisk i et globalt marked med EU, Nord-Amerika og Asia som de største markedene. Mye av norsk eksport går til EU. Oppdrettsselskaper har ikke makt til å monopolisere betingelsene på marked. De må ha en konkurranse fortrinn for å være i stand til å kunne håndtere ulike kunder og markedssegmenter (Tveterås et al., 2019).

3.3 SVIMA

I dette delkapittelet har vi gjennomført en SVIMA-analyse for å kartlegge Grieg Seafood sine ressurser. SVIMA-analysen er den norske versjonen av VRIO-analysen. Vi har valgt å fokusere på tre sentrale ressurser for Grieg Seafood: råvaren laks, digitaliseringkonseptet “Grieg Seafood Precision Farming” og deres post-smolt strategi. Ved å gjennomføre en SVIMA-analyse kartlegger man om ressursene er sjeldne, viktige, ikke-imiterbare, mobiliserte og om de er approprierbare (Sander, 2023b).

“Ressurser er beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier” (Lien et al., 2022, s. 151). Alle hovedressursene som en bedrift eier er med på å gjøre at bedriften får visse fortrinn i konkurranseevnen sin. Dermed vil den gi økt konkurransefortrinn, hvor store eller langvarige fortrinnene blir avhenger av flere faktorer. Hvis en ressurs skal kunne gi et varig konkurransefortrinn må den være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert (Lien et al., 2022).

3.3.1 Sjelden

Om en ressurs skal kunne sees på som sjelden er den nødt til å være vanskelig å få tak i og dermed kan den ikke være noe alle aktører i et marked har tilgang til. Ressursen må være sjelden for å kunne gi et unikt konkurransefortrinn, slik at det ikke blir for lett imitert av konkurrenter (Lien et al., 2022).

Basert på denne definisjonen kan man ikke betrakte laksen som en sjelden ressurs. Tilgangen på laks er ikke begrenset, derfor vil ikke Grieg Seafood kunne oppnå et unikt konkurransefortrinn basert på laksen alene. Digitaliseringkonseptet og selskapets post-smolt strategi kan heller ikke betraktes som sjeldne ressurser, ettersom konkurrenter allerede har utviklet sine egne digitaliseringsprogram og post-smolt strategier. Et eksempel er Mowi sitt digitaliseringsprogram “4.0 Smart Farming”, hvor de har et mål om å effektivisere verdikjeden gjennom digitalisering og automatisering (Mowi, u.å.-b).

3.3.2 Viktig

Om en ressurs skal kunne gi et konkurransefortrinn må den være sentral for bedriftens virksomhet, eller med andre ord være viktig for bedriften. Dersom en ressurs har stor effekt på bedriftens kostnader, kundens betalingsvilje eller begge deler, kan den regnes for å være en viktig ressurs. Videre kan også en ressurs betraktes som viktig hvis den kan bli brukt til å utnytte muligheter eller for å eliminere trusler i bedriftens omgivelser (Lien et al., 2022).

Råvaren laks, “Grieg Seafood Precision Farming” og deres post-smolt strategien kan betraktes som viktige ressurser for Grieg Seafood. Råvaren laks er nødvendig for at selskapet skal ha et produkt å selge. Digitaliseringkonsept og selskapets post-smolt strategi er også sentrale for selskapets virksomhet. Disse ressursene gir en mer kontrollert og forutsigbar produksjon, noe som fører til lavere produksjonskostnader (Grieg Seafood, u.å.-c).

3.3.3 Ikke – imiterbar

Om en ressurs skal kunne ha et varig fortrinn er den ressursen nødt til å ikke kunne bli lett kopiert av andre bedrifter (ikke-imiterbar). Om konkurrentene til Grieg Seafood enkelt kan skaffe seg den samme ressursen vil dette gjøre at det fortrinnet som ressursen skapte i første omgang ville blitt jevnet ut og bli en ny normal hos de andre bedriftene. Hvis en ressurs er imiterbar kan en annen konkurrent direkte kopiere den, eller en så kan konkurrentene lage en erstatning (substitusjon) for ressursen som Grieg Seafood har. En ikke-imiterbar ressurs vil skape en varig fordel og den vil ikke bli tatt igjen innen kort tid (Lien et al., 2022).

Råvaren laks er som sagt ikke en sjelden ressurs, og det er mulig for andre fiskeoppdrettere å begynne med oppdrett av laks eller for nye aktører å komme inn i markedet og etablere seg. Mowi har som nevnt utviklet sitt eget digitaliseringsprogram og det er også mulighet for andre aktører å utarbeide sine egne programmer. Selv om Grieg Seafoods ekspertise kan være unik og vanskelig for andre å kopiere, kan lignende teknologier og strategier implementeres av andre aktører. Det er så klart ikke mulig å kopiere Grieg Seafoods systemer nøyaktig, men likevel kan andre aktører dra nytte av lignende tilnærminger for å forbedre sin egen virksomhet. Vi kan derfor konkludere med at ressursene er sårbare for imitasjon av konkurrenter i markedet.

3.3.4 Mobilisert

En ressurs kan godt være sjelden og ikke-imiterbar, men om bedriften ikke har en måte å kunne bruke ressursen til å skape konkurransefortrinn, vil ikke ressursen være verdt noe mer enn de andre ressursene som bedriften besitter. Ressursen må altså være mobiliserbar, slik at den kan utnyttes tilstrekkelig godt for å kunne danne grunnlag for lønnsomhet over gjennomsnittet. Det å kunne benytte ressursene man besitter effektivt er sentralt for å kunne utnytte de konkurransefortrinnene som en ressurs skaper.

Det kan være to grunner til at ressursen ikke er mobilisert. Den første er at bedriften ikke har formulert produktmarkedsstrategier som utnytter ressurser effektivt. Dette kan oppstå hvis bedriften finner en ny type ressurs, som ikke konkurrenten klarer å imitere, men som bedriften selv ikke vet hvordan de skal anvende. Den andre grunnen kan være at bedriften har andre ressurser som utligner fortrinnet som ressursen skaper. For eksempel kan et fotballag ha en spiss som scorer fem mål per kamp, men også har en keeper som slipper inn fem mål per kamp. Da vil keeperen utligne fortrinnet som spissen har gitt laget. Ressursen må altså være kompatibel og komplimenter med aktiviteten i bedriften for at den skal være mobiliserbar (Lien et al., 2022).

Alle de sentrale ressursene for Grieg Seafood er mobilisert og integrert i selskapets operasjoner. Selskapet har etablert prosesser og infrastruktur for oppdrett av laks. I 2018 åpnet Grieg Seafood sitt første kontrollsenter. Dette kontrollsenteret var et pilotanlegg, som markerte begynnelsen på digitaliseringkonseptet “Grieg Seafood Precision Farming” (Furuset, 2018). Post-smolt strategien har også vært etablert i flere år og vist lovende resultater. I fra 2014 til 2020 har gjennomsnittsvekten på laksen som ble overført til sjøanleggene i Rogaland økt betydelig. I 2014 var gjennomsnittsvekten 90 gram, mens i 2020 var den rundt 400 gram (Grieg Seafood, u.å.-b).

3.3.5 Appropriert

For at en ressurs skal kunne skape et varig konkurransefortrinn, må verdien som blir skapt av ressursen være appropriert. Det vil si at verdien som blir skapt må tilfalle bedriften og ikke kapes av andre interessenter, som for eksempel ansatte, leverandører og alliansepartnere. En grunn til at verdien som skapes kan tilfalle andre interessenter enn bedriften er at ressursen er “riktig” priset. Hvis for eksempel et meglerhus ansetter en ny megler som genererer selskapet 20 millioner i året, men har også 20 millioner i årslønn, vil

verdien som skapes ikke tilfalle meglerhuset. En annen grunn for at verdien ikke er appropriert er at forhandlingsmakten til de enkelte aktørene varierer. Har man for eksempel et konkurransefortrinn, men kun har Statoil som kunde, kan det være at hele eller store deler av verdien blir kapret av Statoil (Lien et al., 2022).

Ressursene er approprierbare, både digitalisering konseptet og post-smolt strategien har vært med på å redusere produksjonskostnader og øke lønnsomheten til Grieg Seafood. Teknologien og strategien benyttet er spesifikt utviklet for selskapet, dette sikrer at all verdiskapning forblir i selskapet. Ved å ha sine egne oppdretts- og produksjonsanlegg, sikrer også selskapet at verdien laksen skaper, kapres av selskapet selv.

3.3.6 SVIMA oppsummering

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Råvaren laks	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Grieg Seafood Precision Farming	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Post-smolt strategi	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 2: SVIMA-analyse

Tabell 2 viser resultatene fra SVIMA-analysen. Alle ressursene er viktige, mobiliserte og approprierbare, men ingen av dem er sjeldne eller ikke-imiterbare. Ut fra resultatene kan vi se at ressursene gir Grieg Seafood et midlertidig fortrinn, noe som ikke gir selskapet et grunnlag for høyere lønnsomhet enn resten av bransjen. Det er viktig å merke seg at selskapet kan ha andre ressurser, som gir de et varig konkurransefortrinn, men som ikke er offentlig tilgjengelig.

3.4 SWOT

For å få innsikt i Grieg Seafood, har vi valgt å gjennomføre en SWOT analyse av selskapets styrker og svakheter i forhold til markedsmessige muligheter og trusler. SWOT er en forkortelse for de engelske betegnelse Strength, Weaknesses, Opportunities and Threats (Kotler et al., 2020).

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none">- Differensiering- Kompetanse, kunnskap og Innovasjonsevne- Moderne anlegg- Teknologisk utvikling	<ul style="list-style-type: none">- Høye kostnader- Laksesykdommer og lakselus- Volatile i markedspriser- Grunnrenteskatt
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none">- Bærekraftig produksjon- Økt etterspørsel	<ul style="list-style-type: none">- Valutarisiko og inflasjon- Produksjonsbegrensning

Tabell 3: SWOT-analyse

3.4.1 Styrker

Differensiering:

Griegs Seafood strategier for å skille seg ut og vinne kundenes oppmerksomhet er at de deltar i kommersialisering av nye føringredienser med lave fotavtrykk, dette bidrar til å øke kvaliteten for produktene sine og redusering av klimagasser. Selskapets fokus er å minimere risiko knyttet til føringrediensene sine for å fremme et bærekraftig matsystem og økt satsing i å forbedre fiskevelferd. Griegs Seafood involverer seg i teknologi og innovasjonsutvikling for å fremstille bærekraftig matproduksjon. Det siste er at de benytter tredjepart sertifisering av sine produkter; for å sikre at lokale samfunn, kunder og andre interessenter kan stole på at de driver ansvarlig og med høyeste standard (Grieg Seafood, 2022).

Kompetanse, kunnskap og innovasjonsevnen:

Norge er verdensledende innen havbruk, grunnen til dette ligger i at det eksisterer et tettere samarbeid mellom havbruksselskaper, leverandører og forskningsmiljøet. Samarbeidet bidrar til å skape en kultur hvor kompetanse, kunnskap og innovasjon fra ulike aktører kan utveksles, slik at det opprettholdes en kontinuerlig kunnskapsutvikling og innovasjon (Tveterås et al., 2019). Dette er en fordel for både Grieg Seafood og havbruksnæringen.

Kompetanse, kunnskap og innovasjons deling gjør at alle aktører i bransjen blir bedre til å mestre omstilling i omgivelsene som er stadig i endring, for å være relevante i dagens konkurransemarkeder (Thorsvik, 2021).

Moderne anlegg:

Grieg Seafood har valgt å investere i et eget postsmoltanlegg på land, kalt Tytlandsvik Aqua og to lukkede anlegg i sjø kalt FishGLOBE. Anleggene gir muligheten for å produsere postsmolt, unge oppdrettslaks som vokser under kontrollerte forhold. Ved å ha eget postsmolt anlegg kan Grieg Seafood sikre kvalitet og veksten til fisken. Produksjon av postsmolt under kontrollert forhold vil bidra til å bedre velferden til laksen, forkorte på tiden det tilbringer i sjøen, redusere utfordringer som lakselus og sykdommer (Grieg Seafood, 2022).

Teknologisk utvikling:

Ved å utvikle teknologi og egne digitaliseringsprogram, kan selskapet redusere sine kostnader, i tillegg til å øke kvaliteten på produktene sine. Ved å øke kvaliteten på produktene øker også betalingsviljen blant kundene, noe som bidrar med å øke lønnsomheten.

3.4.2 Svakheter

Høye kostnader:

Generelt økte råvarepriser, høye energipriser og lisenser til konsesjoner er de viktigste faktorene som bidrar til stadig økt kostnadsnivået i Grieg Seafood og i oppdrettsbransjen (Schildrop, 2021).

Fiskesykdommer & lakselus:

Fiskesykdommer og lakselus har vært en utfordring for laksenæringen i mange år. Disse faktorene kan føre til økt dødelighet, redusert tilvekst og lavere fiskevelferd hos både oppdrettslaks og vill laksefisk. De økonomiske tapene knyttet til disse kan være vesentlig belastende for oppdrett selskaper (Tveterås et al., 2019).

Volatile i markedspriser:

Prisene på markedet blir bestemt når det oppstår likevekt mellom tilbuds- og etterspørselskurvene. Dette skjer i frikonkurransemarkeder. Faktorer som endringer i produksjonskostnader, teknologi, forbrukerpreferanser, inntekt og konkurransesituasjonen kan føre til ubalanse i likevekten og dermed endringer i markedsprisen (Tveterås et al., 2019).

Grunnrenteskatt:

Grunnrenteskatten vil påvirke både børsnoterte og unoterte oppdrettsselskaper i Norge. Den vil medføre en verdireduksjon i fremtidige kontantstrømmer, noe som vil reflekteres på aksjeprisen. Siden fremtidig inntjening kan endres etter denne skatten, er det spesielt uheldige for selskaper som nylig har gjort store investeringer (Raknerud, 2022).

3.4.3 Muligheter

Bærekraftig matproduksjon:

Havbruk har potensiale å hjelpe verdenssamfunnet til å møte fremtidens matbehov og bidrar til opprettholdelse av en bærekraftig utvikling. For å sikre at havbruk blir en bærekraftig løsning, er det avgjørende med riktig regulering, forskning og teknologisk utvikling (Tveterås et al., 2019).

Økt etterspørsel:

Det er forventet en betydelig befolkningsvekst i verden de neste årene, noe som vil øke det globale matbehovet. Havbruksnæringen kan spille en viktig rolle for å møte fremtidens behov. Bruken av akvakultur vil kreve mindre av jordas ressurser og være mer bærekraftig i flere dimensjoner enn en ekspansjon av kjøttproduksjon på land (Tveterås et al., 2019).

3.4.4 Trusler

Valutarisiko og inflasjon:

Selskapet kan forvente valutarisiko, på grunn av at mesteparten av selskapets inntekter er i utenlandsk valuta. Makroøkonomiske teorier indikerer at svekket norsk krone vil føre til økning i eksport. Selskapet vil oppleve en forbedring i omsetning og økning i produksjonskostnader. Omvendt, styrket krone vil føre til en reduksjon i eksport. Dette gir en reduksjon i inntekter og lavere produksjonskostnader. Videre kan en økning i inflasjon føre til heving av styringsrenten gjennom sentralbanken. Dette gir høyere rentenivå og dermed kan det bli dyrere å finansiere nye investeringer for selskapet (Jones, 2021).

Produksjonsbegrensning:

Norge innførte et trafikklyssystem som setter en begrensning på hvor oppdrett kan foregå. Grieg Seafood har oppdrettsanlegg i gule og grønne soner. Dersom det oppstår en endring i disse sonene, kan det begrense selskapets produksjon, noe som kan redusere lønnsomheten. I Canada kan det også oppstå begrensninger for hvor selskapet kan drive oppdrett, dette avhenger av hvordan driften påvirker nærmiljøet og urbefolkningen.

4. Historisk regnskapsanalyse

I dette delkapitlet skal vi gjennomføre en regnskapsanalyse. Vi skal se på lønnsomheten, likviditeten og soliditeten til Grieg Seafood, samt de sammenlignbare selskapene i fra 2018 til 2022. I lønnsomhetsanalysen ser vi på total kapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten, deretter ser vi på likviditetsgrad 1 og 2 i soliditetsanalysen. Avslutningsvis ser vi på egenkapitalprosenten, gjeldsgraden og rentedekningsgraden i finansierings- og soliditetsanalysen.

Beregninger av nøkkeltall er gjort basert på årsrapportene fra Grieg Seafood, Mowi, SalMar, Lerøy Seafood Group og Bakkafrost. Alle kildene til årsrapportene er oppført i litteraturlisten.

Vi vil benytte oss av konsernregnskapet til Grieg Seafood, samt de sammenlignbare selskapene. Grunnen til dette er at konsernregnskapet er ofte lettere å tolke, i tillegg til at det gir et mer fullstendig bilde av selskapet, sammenlignet med selskapsregnskapet alene.

4.1 Totalkapitalrentabilitet

"Totalkapitalrentabiliteten forteller mengden inntekt bedriften har fått på de investeringene de har gjort på den totale kapitalen som er investert i bedriften i en gitt periode, uavhengig av andelen egenkapital og gjeld" (Hoff & Pedersen, 2019, s. 207). For å finne totalkapitalrentabiliteten til en bedrift finner vi ordinært resultat før skatt, rentekostnader og gjennomsnittlig totalkapital til bedriften. For å beregne totalkapitalrentabiliteten deler vi summen av ordinært resultat før skatt og rentekostnader på selskapets gjennomsnittlige totalkapital:

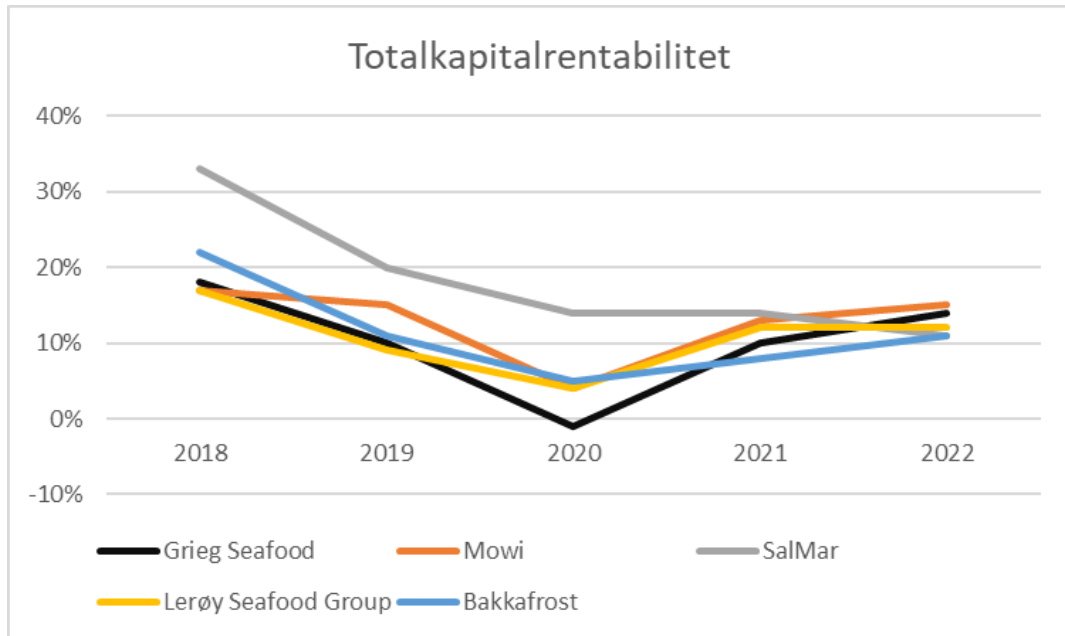
$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ord.res.før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} * 100\%$$

Her ser vi på hvor mye bedriften får tilbake igjen etter at årsresultatet har kommet inn og ut ifra dette vises rentabiliteten i form av en andel av totalkapitalen. Rentekostnader legges til fordi dette er en del av det som bedriften har tjent inn. Hadde ikke rentekostnader blitt tatt med hadde ikke beløpet blitt riktig. Da hadde man bare fått vite hvor stor andel som kommer inn som tilhører bedriften selv, uten å inkludere investorene i beregningen. Dette resulterer i at man ikke får vite hvor mye bedriften faktisk får inn.

Vi bruker den gjennomsnittlige totalkapitalen til selskapet, grunnen til dette er fordi totalkapitalen blir oppgitt på slutten av året, mens resultatet tjenes opp i løpet av året. Dermed blir resultatet endret i løpet av året, men totalkapitalen blir låst fast. For å kunne justere for endringen som oppstår i løpet av året, bruker vi den gjennomsnittlige totalkapitalen til selskapet. På denne måten får vi en mer nøyaktig beregning av rentabiliteten. Gjennomsnittlig totalkapital blir regnet ut slik:

$$\text{Gjennomsnittlig totalkapital} = \frac{(\text{IB totalkapital} + \text{UB totalkapital})}{2}$$

Etter at totalkapitalrentabiliteten er blitt utregnet, kan investorer gjøre en vurdering av hvor godt bedriften klarer å gjøre om kapital til fortjeneste. Hvor høy rentabiliteten skal være er ikke fast, men ifølge Grunnleggende regnskap 2 (2019) anbefales det å ha en rentabilitet på 5 til 6 prosent høyere enn bankens rente eller en annen risikofri rente (Hoff & Pedersen, 2019).



Figur 2: Totalkapitalrentabilitet

Figur 2 viser utviklingen på total kapitalrentabiliteten for Grieg Seafood, samt de sammenlignbare selskapene. Nesten samtlige av disse bedriftene har opplevd et stort tap i 2020. Alle bedriftene utenom SalMar hadde en total kapitalrentabilitet på rundt 5 prosent eller lavere i 2020. Etter 2021 og fram mot 2022 har disse bedriftene hatt en oppgang slik at de har kommet seg tilbake eller over der de har vært tidligere. Den store nedgangen kan skyldes covid-19 pandemien, men det er tydelig at bedriftene tok forskjellig “skade” etter nedstengingen. Grieg Seafood sin total kapitalrentabilitet falt mest av alle disse bedriftene, og falt helt ned til -1 prosent i 2020.

Grieg Seafood ser ut til å ha hatt en positiv trend de siste årene. Ut ifra dette ser man at de har fått høyere avkastning år for år siden 2020. Etter 2020 har Grieg Seafood sin total kapitalrentabilitet gått oppover og fulgt bransjen ganske likt. Som nevnt tidligere burde total kapitalrentabiliteten til en bedrift være på rundt 5 til 6 prosent høyere enn renten til banken på det tidspunktet man ser på total kapitalrentabiliteten. I 2022 lå renten i banken på 3,99 prosent (Tveita, 2023). Grieg Seafood lå på dette tidspunktet på 14 prosent total kapitalrentabilitet. I 2021 var renten på 4,25 prosent, et hakk høyere nivå enn det tidligere året og dermed lå Grieg Seafood akkurat på det nivået som var anbefalt med henhold til mengden total kapitalrentabilitet (Husøy, 2023).

For 2019 var renten i Norge på 2,472 prosent (Lånekassen, u.å.). Om man ser på figur 2, vil man se at Grieg Seafood på dette tidspunktet har en total kapitalrentabilitet på 10 prosent. Dette vil da si at de er over den anbefalte mengden total kapitalen. Det samme var tilfelle i 2018 hvor rente var 2,002 prosent i slutten av 2018 (Lånekassen, u.å.) og selskapet hadde da 18 prosent total kapitalrentabilitet.

Ut ifra figur 2 kan vi se at Grieg Seafood har mesteparten av perioden hatt en rentabilitet høyere enn det anbefalte målet, noe som er positivt for selskapet. Total kapitalrentabiliteten er et av de nøkkeltallene som sier mest om bedriften. Dette målet har mye å si når en bedrift skal vurderes ut ifra sine nøkkeltall (Hoff & Pedersen, 2019). At bedriften mesteparten av perioden er godt innenfor det anbefalte målet, gir en betydelig indikasjon på hvor mye bedriften vil være verdt.

4.2 Egen kapitalrentabilitet

Dette er et nøkkeltall som eierne av bedriften ofte er interesserte i. Egen kapitalrentabilitet sier hvor mye bedriften står igjen med etter alt som skal utbetales er blitt utbetalt. I tillegg sier egen kapitalrentabiliteten hvor produktiv og effektivt eller hvor bra kapitalen er blitt utnyttet (Hoff & Pedersen, 2019).

$$\text{Gjennomsnittlig egen kapital} = \frac{(IB\ EK + UB\ EK)}{2}$$

Dette er starten på utregningen til egen kapitalrentabilitet. Først beregnes den gjennomsnittlige egen kapitalen til bedriften. Denne brukes så i beregningene for å finne rentabiliteten til egen kapitalen. For å regne ut egen kapitalens rentabilitet trenger man ordinært resultat før skatt, dersom det regnes ut egen kapitalrentabilitet før skatt (Hoff & Pedersen, 2019).

$$\text{Egen kapitalrentabilitet før skatt} = \frac{(\text{Ord. res. før skatt})}{\text{Gjennomsnittlig egen kapital}} * 100\%$$

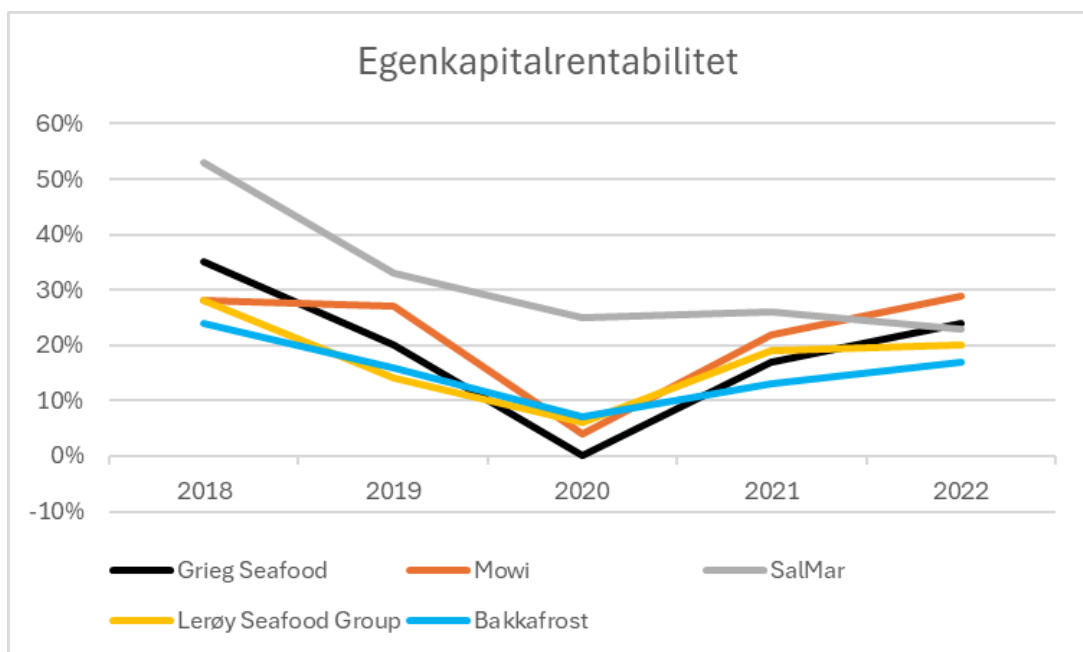
Det å vite hvordan egen kapitalrentabiliteten blir påvirket av de forskjellige elementene i formelen kan være interessant å vite. For å kunne dette kan brekkstangformelen benyttes. Denne formelen viser hvordan forholdet mellom total kapitalrentabiliteten og

egenkapitalrentabiliteten kan endres med endring i gjeld og egenkapital (Hoff & Pedersen, 2019).

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \text{Totalkapitalrentabilitet (Rtk)} + \left(\frac{G}{EK}\right) * (Rtk - r) * 100\%$$

Det man ser på er hvordan egenkapitals rentabiliteten avhenger av mengden gjeld og mengden egenkapital som bedriften har og hva totalkapitalrentabiliteten er. Hvis totalkapitalrentabiliteten er større enn det man betaler i renter, vil egenkapitalrentabiliteten bli større enn totalkapitalrentabiliteten. Hvis totalkapitalrentabiliteten er mindre enn rentekostnaden, vil egenkapitalrentabiliteten bli mindre enn totalkapitalrentabiliteten. Dersom gjelden økes eller egenkapitalen minker i forhold til gjelden og alt annet likt, vil egenkapitalrentabiliteten øke.

Egenkapitalrentabiliteten i seg selv sier egentlig hvor mye bedriften får igjen i egenkapital på investeringer som er blitt gjort. Og ut ifra dette kan investorer kunne gjøre seg opp en forventning om hvor mye de kommer til å få igjen for investeringen som de gjør.



Figur 3: Egenkapitalrentabilitet

Etter å ha regnet ut egenkapitalprosenten for Grieg Seafood og de sammenlignbare bedriftene, ser man en voksende trend hos de aller fleste av disse. Den eneste bedriften

som ikke har hatt en voksende trend er SalMar, som har vært på toppen av statistikken i tidligere år, men har nå i senere tid falt ned på rundt samme nivå som de andre bedriftene. Senest i 2022 hadde Grieg Seafood en egenkapitalrentabilitet på 24 prosent, som er 2 prosentpoeng over gjennomsnittet i bransjen for dette året. Tallene viser en positiv trend for både Grieg Seafood og bransjen generelt. Det synes å være en økning i både egenkapitalrentabiliteten og totalkapitalrentabiliteten, noe som kan tyde på at bransjen har begynt å bli mer lønnsom eller at bransjen har klart å hente seg opp igjen etter covid-19 pandemien.

For å vite om nøkkeltallet er over minimumskravet, er vi nødt til å vite hva ønsket risikopremie for investorene er. Dette er ikke alltid så lett å vite, men som et generelt mål er det 15 prosentpoeng over den risikofrie renten som er det året. Ved å plusse disse to sammen vil man da finne ut hva egenkapitalrentabiliteten burde være på (Hoff & Pedersen, 2019). På nettsidene til Norges Bank finner man statsobligasjoner for årene 2018 til 2022. Disse statsobligasjonene kan brukes som risikofri rente i denne oppgaven. I denne oppgaven vil det bli benyttet årlige statsobligasjoner siden det er blitt benyttet gjennomsnittlig egenkapital i utregningen av egenkapitalrentabiliteten.

Egenkapitalrentabilitetsmål

årstall	2018	2019	2020	2021	2022
gjennomsnittlig rente på statsobligasjoner i prosent	1,665	1,484	0,82	1,397	2,835
mål for risiko premie i prosent	15	15	15	15	15
mål for egenkapitalrentabilitet i prosent	16,665	16,484	15,82	16,397	17,835

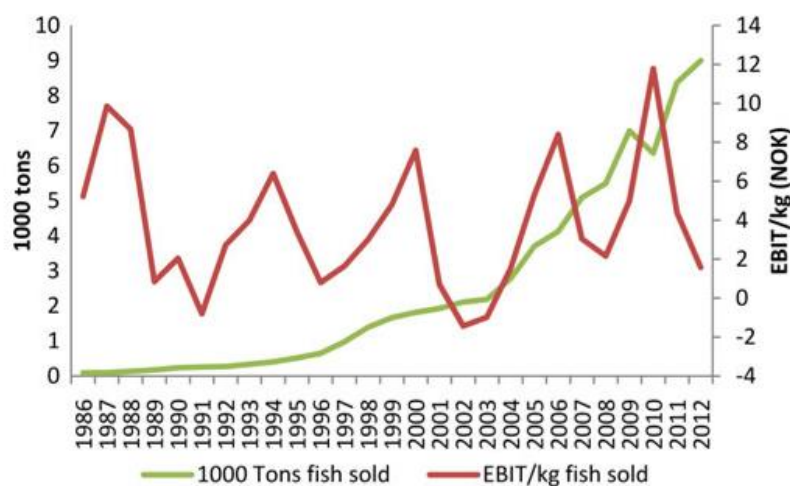
Figur 4: Egenkapitalrentabilitetsmål (Norges Bank, u.å.)

Ser man på egenkapitalrentabiliteten fra figur 3 kan man se at alle år har vært over målet som er blitt satt det året. Det eneste året som ikke har vært over mål er 2020 året.

Det kommer også fram et annet mål på god egenkapitalrentabilitet.

Egenkapitalrentabiliteten burde være høyere enn totalkapitalrentabiliteten. Bakgrunnen for denne forklaringen er at totalkapitalen er mindre risikabel enn det egenkapitalen er. Siden egenkapitalinvesteringer er mer risikable gir det mening at man burde få mer igjen for investeringen. Det som er synlig her er at egenkapitalrentabiliteten til Grieg Seafood virker til å være høyere enn totalkapitalrentabiliteten deres.

Det som er nyttig å vite er at fiskeoppdrettsmarkedet, sammen med flere andre markeder, har hatt en syklus på ca. 7. år, der markedet stuper med en variasjon på rundt 1 år +/- . Den siste markedskrasjen før 2020 var i 2012. Grafen under viser at markedet stuper hvert 7 år ca. og 2012 & 2020 kan antas å være innenfor denne trendperioden (Asche & Sikveland, 2015). Denne tidsbestemte svingningen som kommer ca. hvert 7 år, kan være en grunn til at Grieg Seafood, i tillegg til de fleste andre selskaper, har hatt en betydelig lavere egenkapitalrentabilitet i disse periodene.



Figur 5: endringer i inntjeninger i EBIT/kg fisk (Asche & Sikveland, 2015)

4.3 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse beregner hvor godt bedriften klarer å betale sine forpliktelser. Dette kan være betalinger som regninger eller lån. Den kan i tillegg hjelpe med å avdekke områder hvor bedriften eventuelt kan forbedre for å kunne øke likviditetsgraden sin og dermed få mer sikkerhet rundt betaling av sine økonomiske forpliktelser (Hoff & Pedersen, 2019).

For å kunne avgjøre hvor god betalingsevne en bedrift har, er vi nødt til å se på de midlene som bedriften raskt kan gjøre om til kontanter. De midlene som bedriften kan gjøre om til kontanter kalles omløpsmidler. Disse skiller i to grupper, mest likvide og minst likvide omløpsmidler. De minst likvide omløpsmidlene er omløpsmidlene som tar lang tid å få gjort om til kontanter, denne perioden er ofte satt til å være mellom 3 til 12 måneder. De mest likvide omløpsmidlene er de omløpsmidlene som kan gjøres om til kontanter relativt

raskt, dette regnes å være innen 3 måneder. Disse omløpsmidlene skilles fordi de brukes til å regne ut forskjellige likviditetsgrader (Hoff & Pedersen, 2019).

Det finnes totalt tre likviditetsgrader: likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og likviditetsgrad 3. Det som skiller disse, er hvor likvide omløpsmidlene må være for å kunne bli med i beregningene. I likviditetsgrad 1 brukes det alle omløpsmidler, i tillegg til ubenyttet kassakreditt. I likviditetsgrad 2 brukes kun de mest likvide omløpsmidlene, altså de midlene som kan gjøres om til kontanter innen 3 måneder, i tillegg til kassakreditt (Hoff & Pedersen, 2019).

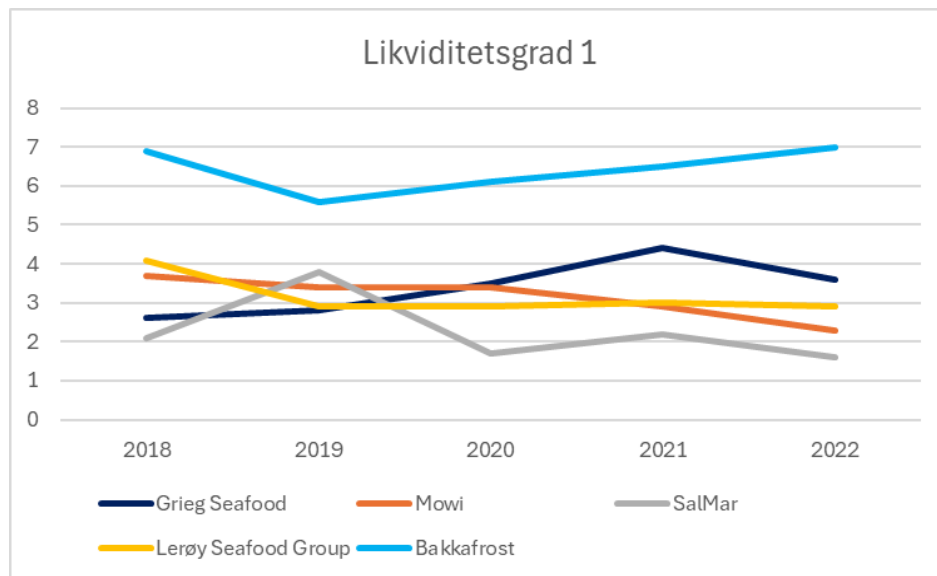
Kassekreditt er tatt med i alle beregningene av likviditetsgrad, og grunnen til dette er at kassekreditt kan brukes av bedriften til å få bedriften til å gå rundt mens den venter på betaling fra kunder. Kassakreditt er en form for kreditt som bedrifter har tilgang til. Dette er penger som er ment til å brukes i større deler av sesongen. Kassakreditten er altså ment til å bli brukt som en stabilisator slik at bedriften kan klare å opprettholde en regelmessig drift og inntekt gjennom tider hvor det pleier å være mindre kjøp og salg (Hoff & Pedersen, 2019). På denne måten er det mulig å opprettholde en regelmessig drift selv om kunder bare kjøper produktene til bedriften i visse deler av året. For å beregne likviditetsgrad 1 & 2, kan vi benytte følgende formler:

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

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

Likviditetsgrad 1 bør ligge på 2 eller mer, dette betyr at det er anbefalt å ha mer enn dobbelt så mye omløpsmidler + kassekreditt som kortsiktige gjeld. Om bedriften har mindre enn dette vil dette kunne skape problemer med betalinger dersom noe plutselig ikke skulle gå som planlagt. Det er viktig å vite at dette målet bare er retningsgivende. Det som også kan være viktig å ha i tankene er at bedriften sin aktivitet kan være avhengig av sesongsvingninger. Hvis en bedrift har større eller mindre salg om vinteren vil dette slå ut på likviditetsgraden. Sesongsvingninger kan få bedriften til å se ut som den har høyere eller lavere likviditet enn det den ellers ville hatt i løpet av året (Hoff & Pedersen, 2019).

Noen selskap er i tillegg avhengige av store varelager for å få driften sin til å gå rundt. Om det da er nødvendig med et stort varelager vil en likviditetsgrad 1 analyse gi lite mening siden omløpsmidlene ikke vil kunne bli solgt unna noe raskere enn ellers. Da vil du få et altfor stort tall i forhold til det som faktisk stemmer med virkeligheten. I slike tilfeller vil det være mer hensiktsmessig å bruke en likviditetsgrad 2 analyse siden denne tar ikke med varelageret og dermed vil gi en bedre indikasjon i slike tilfeller (Hoff & Pedersen, 2019).

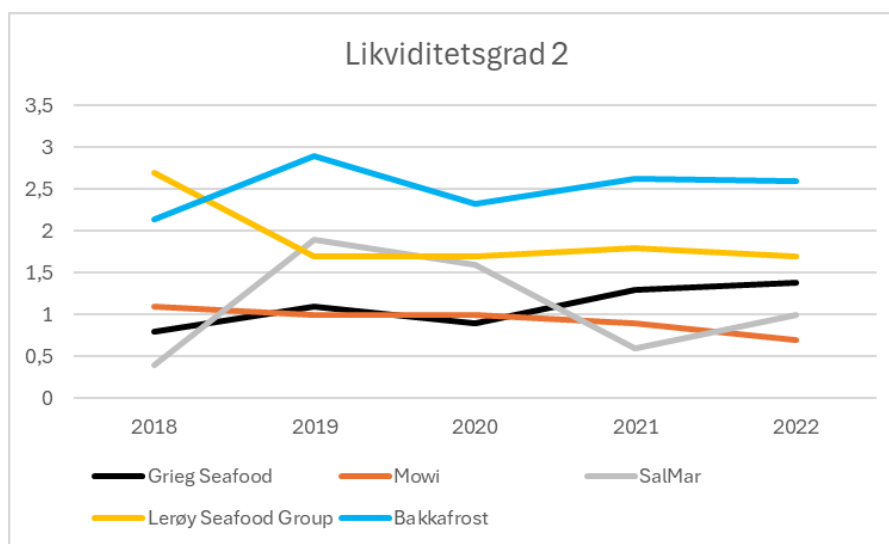


Figur 6: Likviditetsgrad 1

Ut fra figur 6 kan vi se at de siste årene har Grieg Seafood hatt en gradvis økning i likviditetsgrad 1. Helt i fra å ligge på 2,60 i 2018 til å gå oppover til 3,6 i 2022. På det høyeste var likviditetsgraden på 4,4 hos Grieg Seafood i 2021. Denne økningen er positiv for Grieg Seafood, ettersom en økning i likviditeten forbedrer selskapet evne til å betjene sine betalingsforpliktelser.

Hvis bedriften skal kunne overleve på lang sikt, bør likviditetsgrad 1 ligge på minst 2. Om selskapet sin likviditet ligger på mindre enn 2 kan dette indikere at de kan få problemer med betaling av forpliktelser fremover (Hoff & Pedersen, 2019). Hos Grieg Seafood virker ikke dette til å være tilfelle. Ut ifra våre beregninger som er blitt gjort har selskapet holdt seg over målet i alle årene som inngår i oppgaven. Det betyr at selskapet i flere år har vært en sikker bedrift å kunne investere i. Dette gjør at selskapet er sikker å investere i og dermed også attraktiv for investorer å investere i, noe som kan være med på å øke verdien av selskapet.

Når det gjelder likviditetsgrad 2 så vil den si om bedriften utenom varebeholdningen vil kunne klare å betale de regningene den skylder. Dette vil gi et tydelig svar på hvor god evne Grieg Seafood har til å kunne betale regningene sine dersom de ikke får solgt unna varelageret. Denne testen vil også vise et tydeligere bilde for bedrifter som har et stort varelager. Dersom dette er tilfelle for Grieg Seafood, vil en likviditetsgrad 2 test gi et bedre svar på hvor stor evne de har til å kunne betale regningene sine.



Figur 7: Likviditetsgrad 2

Ifølge utregninger som vi har gjort selv, ligger Grieg Seafood akkurat over 1 gjennomsnittlig. Men de nyere årene å 2021 og 2022 har selskapet steget til 1,3 i 2021 og 1,38 i 2022. De andre årene har bare tallene ligget på rett under 1. Det kan se ut til at selskapet har hatt en økende trend siden 2020, noe som vil si at selskapet sin evne til å gjøre om de mest likvide omløpsmidlene til kontanter har gått oppover de siste årene. Dette betyr at selskapet har klart å få inn mer kortsiktige omløpsmidler som raskt kan gjøres om til kontanter dersom det skulle trengs noen ekstra betalingsmidler.

Et generelt mål for likviditetsgrad 2 er at den bør ligge på minst 1 eller mer. Grunnen til at målet er satt til 1 eller mer er fordi likviditetsgrad 1 sitt mål er på 2 og i likviditetsgrad 1 tar man med alle omløpsmidler, mens i likviditetsgrad 2 benyttes kun de mest likvide omløpsmidlene. Det vil si at varelager blir trukket fra og for en del bedrifter består ofte halve omløpsmidlene av varelageret. Det vil si at siden likviditetsgrad 1 sitt mål ligger på 2 og likviditetsgrad 2 beregnes uten varelageret og varelageret ofte er halvparten av omløpsmidlene, er det logisk at det generelle målet for likviditetsgrad 2 burde være 1.

Når det gjelder Grieg Seafood har de som nevnt hatt en gjennomsnittlig likviditetsgrad 2 på over 1. Selv om selskapet har hatt et lavere nivå enn 1 i tidligere år, har de i de nyere årene klart seg bedre og holdt seg på 1,3 eller over.

4.4 Finansierings- og soliditetsanalyse

Finansierings- og soliditetsanalyser er analyser som ser på bedriftens måte å tilegne seg kapital og måten den blir brukt på, kort sagt hvordan bedriften er finansiert.

Finansieringsanalysen viser forholdet mellom gjeld og egenkapital. Dette hjelper investorer å vite hvor høy risiko det vil være å investere i denne bedriften og vil fortelle investoren hvor mye han burde forvente å få tilbake (Hoff & Pedersen, 2019). Soliditetsanalyser viser hvor mye tap en bedrift kan tåle før den må slå seg selv konkurs. For å finne soliditet kan det benyttes flere analyser, blant annet egenkapitalprosent, gjeldsgraden og rentedekningsgraden.

4.4.1 Egenkapitalprosent

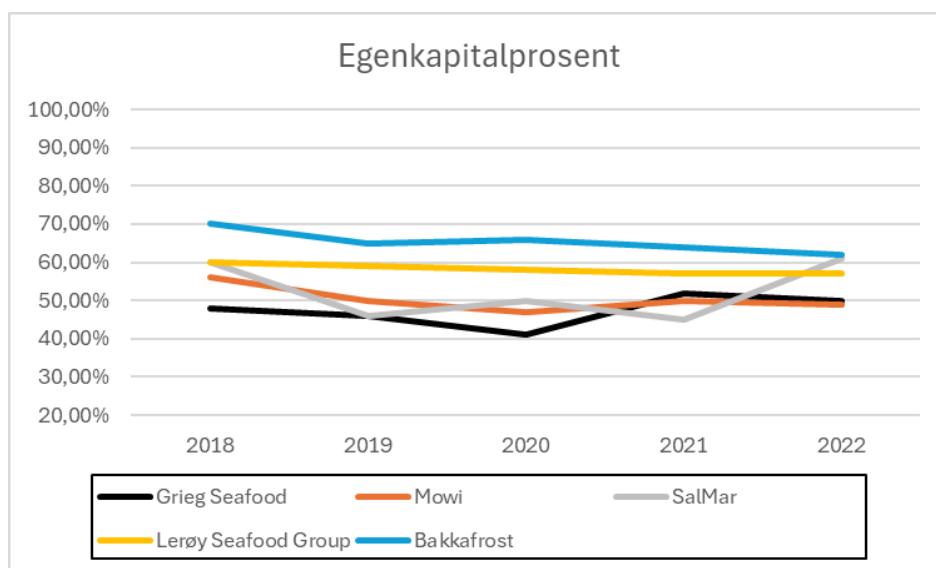
Egenkapitalprosenten er et soliditetsmål som sier hvor stor andel av egenkapitalen kan gå tapt før de som har lånt penger til bedriften blir berørt. Den gir en indikasjon på hvor trygt det er å investere i en viss bedrift og den gir også en viss forståelse for hvor bedriften kan tape uten å måtte slå seg konkurs. Dersom egenkapitalprosenten blir for lav, vil da ofte flere investorer trekke seg og da mister bedriften investeringsmidler. (Hoff & Pedersen, 2019)

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * 100\%$$

Ut ifra analysen som blir gjort, vises det hvor stor andel av totalkapitalen som er egenkapital. Det betyr at resten er lån som må betales tilbake til kreditorer og andre långivere som skal ha tilbakebetalt renter (Hoff & Pedersen, 2019). Hvor høyere egenkapitalprosenten er, desto tryggere er det for långivere og kreditorer å få tilbake det som de skal ha. Ofte har bedrifter en nedre grense hvor de ikke skal ha mindre enn for eksempel 25 prosent egenkapitalprosent.

En lavere egenkapitalprosent enn 25 prosent kan føre til at långivere endrer på lånebetingelsene, noe som ofte ender med at renten blir økt fordi det er mer risiko involvert og høyere sannsynlighet for at långiverne ikke får tilbake pengene de investerte (Hoff &

Pedersen, 2019). Om bedriften klarer å opprettholde en høy egenkapitalprosent vil dette gjøre at de kan få bedre finansieringsbetingelser hos långiverne, siden det er mindre sannsynlig at bedriften ikke kommer til å gå konkurs på grunn av for mye lån.



Figur 8: Egenkapitalprosent

Figur 8 viser egenkapitalprosenten fra 2018 til 2022 for Grieg Seafood, samt de sammenlignbare selskapene. Vi kan se at Grieg Seafood har hatt en lavere egenkapitalprosent enn resten av bransjen i fra 2018 til 2020. Selv om selskapet har hatt en litt lavere egenkapitalprosent enn resten av bransjen, har selskapet likevel klart å opprettholde en prosent som overstiger minstekravet på 25 prosent.

Gjennom hele perioden har selskapet hatt en egenkapitalprosent på rundt 40 til 50 prosent. Laveste punktet var i 2020, da hadde selskapet et underskudd på 304 440 kroner, noe som medførte en reduksjon i egenkapitalen. Fra 2020 har selskapet hatt en økning i egenkapitalprosenten, noe som kan tyde på at selskapet ønsker å ha en egenkapitalprosent lik eller nær gjennomsnittet til bransjen.

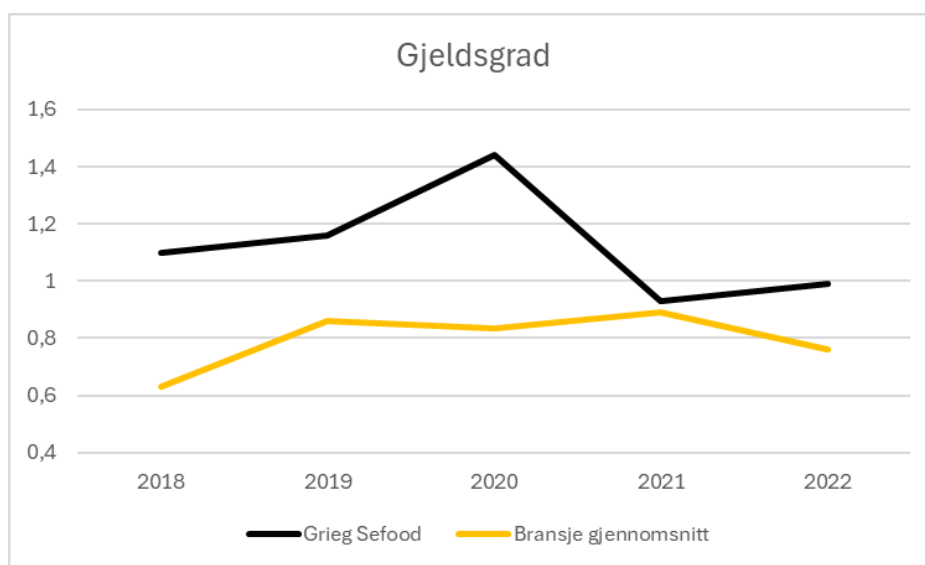
4.4.2 Gjeldsgraden

Gjeldsgraden er et nyttig målingsverktøy for soliditeten til en bedrift. Den gir et mer håndfast mål på hvor mye gjeld bedriften har. En høy gjeldsgrad vil bli sett på av investorer som en større risiko å investere pengene sine i, ettersom at det kan bety at bedriften har mer gjeld enn det den antagelig kan klare å betale tilbake. Dersom

gjeldsgraden går ned, vil risikoen for å ikke kunne klare å betale tilbake gjelden gå ned. Bedriften vil da bli sett på som en tryggere investering (Hoff & Pedersen, 2019).

$$Gjeldsgraden = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

Gjeldsgraden er et verktøy som brukes til å se hvor mye av bedriften som finansieres av gjeld og hvor mye av egenkapital (Visma, 2024). Dette er nyttig å vite siden markedsrisikoen til bedriften for investorer vil avhenge av det. Dette vil igjen bestemme hvor mye bedriften er verdt og hvor mye investorer vil være villige til å betale i henhold til risikoen som følger gjeldsgraden. Dermed blir det tydeligere hvor mye gjeld en bedrift faktisk har og hvordan finansieringen ser ut. Gjeldsgraden i seg selv burde ikke overstige 1,85, dette blir for mye gjeld i forhold til egenkapital. Om bedriften har for høy gjeldsgrad vil da markedsrisikoen til bedriften øke. Grunnen til dette er fordi økt gjeld øker risikoen for at bedriften ikke skal klare å betale tilbake det de skylder, noe som medfører at investorene krever høyere avkastning Om gjeldsgraden synker vil det si at investeringsrisikoen vil synke, siden mindre gjeld betyr mindre risiko for at bedriften ikke klarer å betale tilbake det den skylder. Når gjeldsgraden går ned vil risikoen for å ikke kunne betale tilbake gjelden gå ned og bedriften vil da bli sett på som en tryggere investering (Hoff & Pedersen, 2019).



Figur 9: Gjeldsgrad

Utenom i 2021 har Grieg Seafood hatt en betydelig høyere gjeldsgrad enn bransje gjennomsnittet. Selskapets gjeldsgrad har vært på over 1 i nesten hele perioden, noe som indikerer at deres gjeld har vært større enn egenkapitalen. I 2020 var gjeldsgraden til Grieg Seafood på sitt høyeste nivå, dette skyldes en betydelig økning i gjelden i forhold til egenkapitalen. Selskapet har hatt en lavere gjeldsgrad fra 2020, noe som viser en soliditet forbedring.

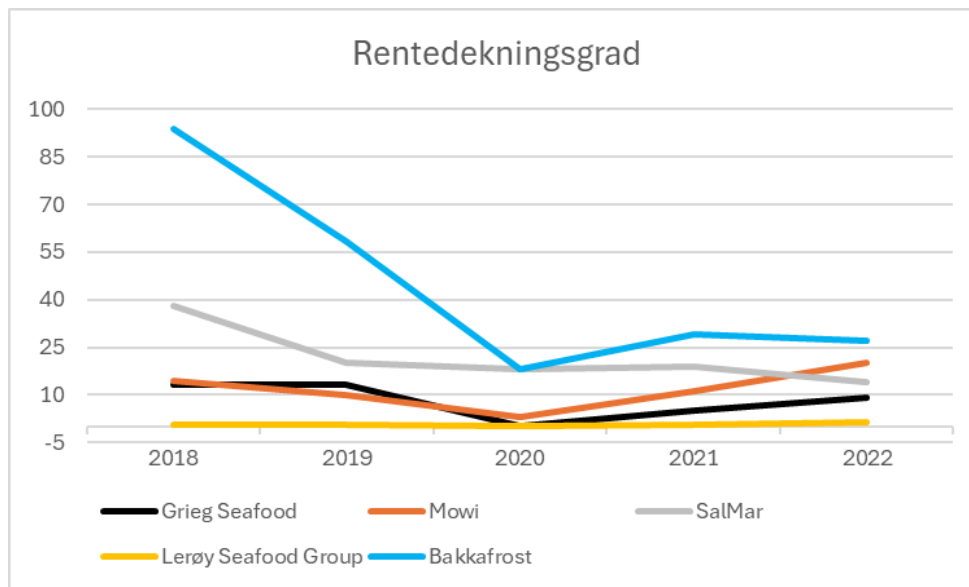
4.4.3 Rentedekningsgraden

Rentedekningsgraden sier noe om hvor gode muligheter bedriften har til å betale regningene sine. Rentedekningsgraden er også et soliditetsmål siden den forteller noe om risikoen knyttet til bedriftens finansieringsstruktur. (Hoff & Pedersen, 2019)

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{(\text{Ord.res.f.skatt} + \text{rentekostnader})}{\text{rentekostnader}}$$

Rentedekningsgraden hjelper med å vise hvor mye gjeld en bedrift kan ta på seg før den står i fare for å ikke kunne klare å betale forpliktelsene sine. Om rentekostnadene blir for store, vil ikke bedriften klare å betale disse tilbake på en trygg måte. En bedrift bør ha en rentedekningsgrad som er større enn 1,0. Hvis bedriften har en rentedekningsgrad på 1, har den akkurat stort nok resultat til å kunne betale rentekostnadene, men ikke mer enn det. På bakgrunn av dette anbefales det derfor å ha en rentedekningsgrad på minst 3 (Hoff & Pedersen, 2019).

Hvis rentedekningsgraden ikke er tilfredsstillende vil ikke bedriften kunne klare å være bærekraftig økonomisk, da bedriften kan gå konkurs dersom det kommer uforutsette renteendringer. For investorer er det derfor et viktig nøkkeltall for å vurdere risikoen knyttet til en investering i selskapet.



Figur 10: Rentedekningsgrad

Det som er synlig her er at det er veldig store spredninger mellom de forskjellige bedriftene i begynnelsen av 2018 og frem til 2020. Etter 2020 kan det virke som at de store spredningene minker og selskapene får en likere rentedekningsgrad. For Grieg Seafood kan det se ut til at de har hatt en nedgang helt siden 2019 til 2020 noe som kan skyldes covid-19. Videre fra 2020 og frem til 2022 har selskapet hatt en stigende trend i rentedekningsgraden sin. Selskapet er ikke tilbake der de var før, pandemien slo til, men det kan se ut til at de er på vei dit, sammen med resten av bransjen. Hva som er grunnen til at de forskjellige bedriftene har hatt slik stor variasjon før er litt uklar. Det som er tydelig, er at de forskjellige bedriftene har nå de siste årene blitt mer samlet i rentedekningsgrad. Gjennomsnittlig ligger rentedekningsgraden i bransjen på 14,3 i 2022, mens Grieg Seafood ligger på 9 i 2022.

Ut fra figur 10 ser man at Grieg Seafood har for det meste ligget over målet for rentedekningsgraden. En rentedekningsgrad på 3 indikerer at dersom en bedrift har et resultat som er 3 ganger høyere enn det rentekostnadene er, vil man være akkurat god nok innenfor å kunne klare å betale forpliktelsene sine på lang sikt. Dermed er målet på 3 et minimumsmål og man burde helst ha mer enn 3 på denne utregningen. Utenom 2020 hvor selskapet hadde en rentedekningsgrad på -0,2, har selskapet klart å holde seg over dette minimumsmålet.

Etter 2020 har de klart å komme seg tilbake igjen der de omtrent har vært tidligere, det kan derfor antas at rentedekningsgraden vil kunne holde seg stabilt eller være på vei tilbake der

den var før for Grieg Seafood. Dette er en bra ting for bedriften, ettersom det viser at de har gode muligheter for å kunne betale forpliktelsene sine.

4.5 Oppsummering

Etter å ha sett på de forskjellige nøkkeltallene vil det nå komme en oppsummering av Grieg Seafood sin økonomiske situasjon og da se hvordan nøkkeltallene til Grieg Seafood viser hvordan det går med bedriften ut ifra regnskapet.

4.5.1 Utviklingen for Grieg Seafood

Helt i starten av kapittelet ble det skrevet om total kapitalrentabilitet. Der var det synlig ut ifra figur 2 at Grieg Seafood har tidligere en nedgang i total kapitalrentabilitet, men etter 2020 fikk selskapet en økning i rentabiliteten sin. Nå kan det virke som at de er tilbake der de var før pandemien. Det som er tydelig er at selskapet har hatt en økende trend de siste årene, hvor de har gått i fra -1 prosent i 2020 til 14 prosent i slutten av 2022.

Videre i kapittelet kom egen kapitalrentabiliteten. Egen kapitalrentabiliteten så ut til å være relativt lik som total kapitalrentabiliteten i forhold til trenden på grafen til figur 2. Det vil si at selskapet hadde en nedgang i egen kapitalen fra 2018 til 2020, likt som med total kapitalrentabiliteten. Etter 2020 var det en oppgang i egen kapitalrentabiliteten og oppgangen har vart frem til 2022. Det som er synlig, er at bedriften har hatt en oppadgående trend siden 2020.

Likviditetsgrader er et mål på om bedriften har evnen til å betale forpliktelsene eller regningene sine (Hoff & Pedersen, 2019). Når likviditetsgradene studeres så ser man at Grieg Seafood har hatt en ganske jevn økning i løpet av årene 2018 til og med 2022. Fra 2018 til 2022 gikk selskapet fra en likviditetsgrad 1 på 2,60 til 3,6. Det eneste som ikke gir indikasjon på en økning er at stigningen i fra 2020 til 2021 var betydelig større enn tidligere år. Men i hovedsak har selskapet hatt en økende trend i årene som har vært. Likviditetsgrad 2 har gitt noe lignende resultat. Her har det også vært en økende trend siden 2018 til 2022. Det eneste avviket er fra året 2019 til 2020. Her var det en liten nedgang før en oppgang igjen. Jevnt over har likviditetsgrad 2 hatt en gradvis vekst fra 2018, hvor den da lå på 0,8. Frem til 2022 hvor likviditetsgrad 2 lå på 1,38.

Videre kommer egen kapitalprosenten som forteller hvor stor andel av total kapitalen som bedriften har består av egen kapital. Ved å vite dette vil man kunne gi en vurdering om hvor

mye som skal til før bedriften går konkurs. For Grieg Seafood har egenkapitalprosenten ligget rundt det samme jevnt over. Den har variert maks 11 prosentpoeng over de siste 5 årene. De har ligget mellom 41 og 52 prosent på det høyeste.

Gjeldsgraden er videre i rekken. Den forteller hvor mye gjeld i forhold til mengden egenkapital som bedriften har. Om gjeldsgraden ligger på 1 betyr det at bedriften har like mye gjeld som egenkapital. Om gjeldsgraden øker til over 1 vil det si at bedriften er finansiert av mer gjeld enn egenkapital. Dersom gjelds mengden blir ekstremt høy vil dette gi utslag i markedsrisikoen til bedriften siden investorer vil bli bekymret for om bedriften vil klare å betale tilbake all den gjelden de har tatt på seg. For Grieg Seafood er det ikke like tydelig om det er en trend for hvor gjeldsgraden er på vei. Men gjeldsgraden for selskapet ser ut til å for det meste holde seg på rundt 1. Unntaket er i 2020 hvor gjeldsgraden lå på 1,44, noe som indikerer at en gjeldsøkning har forekommet.

Rentedekningsgraden forteller hvor mange ganger man klarer å betale rentekostnadene med det overskuddet en bedrift har det gitte året. For Grieg Seafood har rentedekningsgrad vært relativt jevn gjennom det årsspennet som er blitt analysert. Det eneste som gir en indikasjon på endring i løpet av årene er 2020 hvor det kan forklares av en økning i gjeld som kan forklares ved å se på gjeldsgraden samme periode.

4.5.2 Minimumskrav

I dette delkapittelet skal nøkkeltallene undersøkes, for å sjekke om Grieg Seafood er over minimumskravene som er satt.

I totalkapitalrentabiliteten er det satt et mål på 5-6 prosent over renten i banken på det tidspunktet. Når det gjelder Grieg Seafood har den ligget over minimumsgrensen omtrent alle år. Videre kan man se at utenom 2020 har totalkapitalrentabiliteten gjennom årene ligget over minimumsgrensen på 5 til 6 prosent over bankens rente.

Egenkapitalrentabiliteten har også for det meste holdt seg over minimumsgrensen som er anbefalt. Ved å se på hvor mye statsobligasjoner koster vil man ut ifra disse kunne gi en vurdering av hvor god egenkapitalrentabiliteten er. For å sjekke om Grieg Seafood sin egenkapitalrentabilitet er større enn statsobligasjonen sin "rate of return" pluss 15 prosent. For Grieg Seafood sitt tilfelle ligger de for det meste ganske greit over minimumsgrensen. Den eneste gangen hvor de ikke lå over var i 2020. Målet for Grieg Seafood vil ligge på

rundt 16 til 17 prosent. Grunnen til dette er at statsobligasjonene ligger på rundt 1 til 2 prosent de siste 5 årene.

Likviditetsanalysene forteller hvor mange ganger en bedrift klarer å betale forpliktelsene sine, og dette gir en indikasjon på hvor sannsynlig er det at bedriften klarer å betale regningene sine. Ved å se på likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 kan vi se hvor gode forutsetninger Grieg Seafood har for å kunne betale regningene sine. For alle 5 årene som vi i denne oppgaven har sett på, har Grieg Seafood ligget over minimumskravet på 2 for likviditetsgrad 1. For likviditetsgrad 2 har Grieg Seafood akkurat klart å holde seg over grensen. Men de siste årene har det blitt bedre enn det var tidligere.

Videre er det finansierings- og soliditetsmål viser hvor mye bedriften tåler å tape før den går konkurs. Første soliditetsmål er egenkapitalprosenten. Den forteller hvor stor andel av totalkapitalen som består av egenkapital. Her er minimumsmålet på minst 25 prosent egenkapital. Grieg Seafood har som nevnt tidligere ikke hatt ett eneste år hvor de har falt under denne grensen. På det laveste har selskapet ligget på 47 prosent. Ellers har de ligget på 50 prosent eller over.

Gjeldsgraden for Grieg Seafood virker til å være innenfor maksgrensen på 1,85. Allikevel virker gjeldsgraden til å være gjennomsnittlig høy siden gjeldsgraden gjennomsnittlig har ligget over 1 de siste 5 årene. Det betyr at gjennomsnittlig har Grieg Seafood hatt mer gjeldsfinansiert drift enn egenkapitaldrevet drift. Dette kan være risikabelt siden man kan miste investorer dersom de synes at selskapet sin finansiering er for risikabel for dem. Alt i alt er gjeldsgraden innenfor maksimumsgrensen, men allikevel er den i gjennomsnitt litt høy.

Rentedekningsgrad til Grieg Seafood virker til å jevnt over være godt over minimumsgrensen på 3. Den eneste gangen hvor selskapet ikke har vært over minimumsgrensen var i 2020, hvor de da lå på -0,2. Videre har selskapet steget de siste to årene.

4.5.3 Markedet i fiskeoppdrettsbransjen

Hovedkostnaden ved å drive oppdrett av fisk er de høye energikostnadene og høye råvarekostnader. Dette er de store driverne som øker kostnadsnivået, ikke bare til

selskapet, men også hele bransjen. Alt dette i tillegg til konsesjoner til staten, penger til fôr og medisiner gjør fiskeoppdrett til en kapitalintensiv bransje som skremmer bort aktører fra å investere (Schioldrop, 2021).

4.5.4 Kort oppsummert

For å avslutte kapittelet kommer det en kort oppsummering av hvor Grieg Seafood står økonomisk sett. Videre kommer rentabilitet, likviditet og soliditet til å bli diskutert.

Rentabilitet: Om man ser litt mer overordnet på nøkkeltallene kan man få en litt mer helhetlig oversikt over bedriftens økonomiske situasjon. For å kunne se hvor bra bedriften klarer å gjøre om midlene de får inn til penger som de tjener, er man nødt til å se på rentabiliteten. Både total kapital- og egen kapitalrentabiliteten ligger fint over minimumskravene som er satt. Det betyr at Grieg Seafood har ikke hatt noen store problemer med å klare å tjene penger på driften sin. Det eneste tilfellet hvor selskapet ikke har klart å tjene inn nok har vært i 2020, men som tidligere forklart finnes det dokumentasjon på at disse variasjonene i markedet skyldes en regelmessig krasj i markedet (Asche & Sikveland, 2015), i 2021 lå total kapitalrentabiliteten på 10 prosent noe som er akkurat under målet på 10,25 prosent. Men dersom man ser bort ifra dette har ikke selskapet noen problemer med å skaffe penger.

Likviditet: Videre ser vi på likviditeten til bedriften. Den forteller hvor bra bedriften klarer å betale obligasjonene (regninger, lån og slikt) sine. Likviditetsgrad 1 og 2 virker til å være greit over minimumskravene. Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood virker til å ligge fint an. Med likviditetsgrad 2 sliter Grieg Seafood litt mer. Der klarer de akkurat å holde seg over minimumsgrensen. Alt i alt virker det til at selskapet har en moderat likviditet på driften sin.

Soliditet: Soliditeten viser hvor store tap bedriften kan tåle. Sees soliditetsnøkkeltallene på med et overblikk vil man kunne se at Grieg Seafood heller ikke har vanskeligheter med å tåle tap. Alle tre soliditetsmålene ligger fint over minimumsgrensen. Med gjeldsgraden har selskapet fint ligget under maksimumsgrensen på 1,85. Egen kapitalprosenten sier hvor stor andel av total kapitalen som er egen kapital. Egen kapitalprosenten til selskapet virker til å være over 35 prosent, som er minimumsmålet. Om man ser på soliditeten til selskapet virker den til å være ganske god.

Grieg Seafood har i 2022 ifølge nøkkeltallsanalyser ligget godt over det som er minimumskrav for å kunne drive langsiktig. Videre har også selskapet vist å ha en stigning etter 2020. Dette sier at selskapet er på god vei tilbake der de opprinnelig var etter nedgangen som var i 2020. Ved å se på disse nøkkeltallene er det tydelig at selskapet ikke har hatt noen problemer med å klare å skape vekst etter en nedgangsperiode. Skal man oppsummere Grieg Seafood sin økonomiske situasjon kan man si at selskapet har det bra økonomisk. Denne beslutningen er basert på generelle mål som burde tas med i betraktning, men allikevel tenker vi at de gir et representativt bilde av hvordan Grieg Seafood klarer seg økonomisk.

5. Verdssettelse teori

5.1 Fundamental verdssettelse

Denne metoden baserer seg på at verdien av enhver eiendel, som for eksempel et selskap eller investering, er nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmer. Vi kan benytte følgende formel for å finne verdien:

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

Hvor n representerer eiendelens levetid, CF_t er kontantstrømmer i periode t , og r er avkastningskravet. Det finnes to ulike tilnærminger innen fundamental verdssettelse, hvor den første er egenkapitalmetoden og den andre totalkapitalmetoden. I egenkapitalmetoden verdsetter man bare egenkapitalen, mens i totalkapitalmetoden verdsetter man hele selskapet. I begge tilnærmingene så diskonterer man de forventede fremtidige kontantstrømmer, men de relevante kontantstrømmene og diskonteringsrenten er forskjellige. Uansett hvilken metode man bruker, må man passe på å ikke blande kontantstrømmer og avkastningskrav. Diskonterer man kontantstrømmer til egenkapitalen ved å bruke avkastningskravet til totalkapitalen vil det føre til en overestimert skjevhet i estimatet av egenkapitalens verdi (Damodaran, 2012). Vi skal i denne oppgaven bruke totalkapitalmetoden for å verdsette Grieg Seafood.

Argumenter for at en fundamental verdsettelse bør være hovedmetoden i enhver verdivurdering:

1. For å estimere prisen på risikofrie statsobligasjoner, beregner man nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, og det er ingen grunn til at vi ikke kan beregne verdien for aksjer på samme måte. I motsetning til aksjonærene, som ikke vet når og hvor stort et fremtidig utbytte vil bli, vet obligasjonseierne tidspunktet de vil motta renteinntekten på. Uansett om man er obligasjonseier eller aksjonær, betaler man imidlertid for fremtidig kontantstrøm.
2. Man fokuserer på kontantstrøm og ikke på regnskapsmessige størrelser i markedet. Forskning viser at hendelser, som svekker resultatet pr. aksje, men har en positiv nåverdi verdi, er totalt sett positivt for aksjekursen.
3. Selv om resultatene fra en fundamental verdsettelse kan være sensitive overfor inputene, betyr ikke dette nødvendigvis at den er metodisk svak, istedenfor viser dette at denne type verdivurdering er en vanskelig øvelse.
4. Ofte ligger mesteparten av verdiene til et selskap, mer enn fem år frem i tid. Det er ikke ofte at prognosene for selskapenes inntekter og resultat har så lange tidsperioder. Ved å gjennomføre fundamental verdsettelse, kan man estimere inntektene og resultatet lengre frem i tid, slik at vi får en riktig verdi av selskapet (Kaldestad & Møller, 2016).

5.1.1 Egenkapital verdsettelse

Vi kan beregne verdien av egenkapitalen til selskapet ved å diskontere de forventede kontantstrømmer til egenkapitalen med egenkapitalkostnaden:

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

Istedenfor å bruke kontantstrømmer i periode t, bruker man kontantstrømmer til egenkapital i periode t, i tillegg til at man endrer avkastningskravet til avkastningskrav for egenkapitalen (Damodaran, 2012).

Avkastningskravet for egenkapital

For å finne avkastningskravet for egenkapitalen kan man bruke kapitalverdimodellen (CAPM). Kapitalverdimodellen viser avkastningskravet til risikoutsatte investeringer, enten det er en enkeltinvestering eller investeringer i en portefølje. Formelen for kapitalverdimodellen er som følger:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i * (E(r_m) - r_f)$$

- $E(r_i)$ = forventet avkastning
- r_f = risikofri rente
- β_i = beta-koeffisient
- $E(r_m)$ = forventet avkastning for markedsporteføljen

Kapitalverdimodellen består av to elementer, summen av risikofri rente og investeringens risikopremie. Den økte avkastningen som en investor forventer å motta utover risikofri rente på en risikoutsatt investering, er kalt for risikopremien. Uttrykket $E(r_m) - r_f$ kalles for markedets risikopremie, og viser hvor høyere avkastning man får utover risikofri rente ved å investere i markedsporteføljen (Bredesen, 2023).

Markedets risikopremie kan beregnes på tre ulike måter gjennom historisk premie, implisitt premie og spørreundersøkelse. Hver av disse metodene har sine styrker og svakheter. Historisk risikopremie og implisitt markedspremie, kan ofte avvike fra hverandre. For det første tar mange investorer utgangspunkt i historiske data for å estimere risikopremien. Historisk data gir indikasjon på tidligere avkastning, men kan ikke predikere avkastningen i fremtiden. For det andre, implisitte markedspremien tar utgangspunkt i dagens aksjekurser og forventninger om fremtidig avkastning. Implisitt markedspremie kan være vanskeligere enn historisk premie å bruke i praksis, ettersom at man må gjøre antakelser om fremtidige avkastningsforventninger og holdninger til risiko. Den mest brukte metoden i praksis er å benytte historisk markedspremie (Kaldestad & Møller, 2016).

Den siste metoden for å finne markedets risikopremie på er ved å se på spørreundersøkelser. Deltakerne i disse spørreundersøkelsene er ofte investorer og akademikere, som skal gi sin mening om hvordan den forventede avkastningen i aksjemarkedet blir fremover i tid. Hvis deltakerne er representative for markedet, kan dette

være en bra metode for å se på markedsforventningene fremover. En ulempe ved denne metoden er at det kan være vanskelig å finne nylig publiserte undersøkelser (Kaldestad & Møller, 2016).

Uansett hvilke investeringer vi analyserer, vil risikofri rente og markedets risikopremie gjelde. Vi må også multiplisere markedets risikopremie med beta til den aktuelle investeringen, slik at vi tar høyde for investeringens systematiske risiko (Bredesen, 2023).

Beta

Beta måler en enkelt aksjes risiko i forhold til aksjemarkedet, den viser hvor eksponert man er for den generelle markedsrisikoen. Ofte er betaen nær 1, noe som betyr at den går i takt med aksjemarkedet. Betaen bestemmes av aksjekursens kovarians standardisert med markeds varians i forhold til aksjemarkedet. Formelen for egenkapitalbeta er følgende: (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\text{Egenkapitalbeta: } \beta_E = \frac{\text{Kovarians aksje og aksjemarkedet}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Vi skal ta for oss tre forskjellige betaer: historisk beta, bottom-up beta og justert beta.

Historisk beta

Den vanligste metoden for å estimere betaen til en investering er å gjennomføre en regresjon av avkastningen på investeringen mot avkastningen på en markedsindeks. Hvis selskapet har vært offentlig notert i en periode, er det relativt enkelt å estimere hvilken avkastning en investor i selskapets egenkapital ville ha oppnådd i den perioden (Damodaran, 2012).

Større institusjonelle investorer er ofte diversifiserte. Når man gjennomfører en regresjonsanalyse er det derfor lurt å ta utgangspunkt i en globalt diversifisert investor, slik at man kjører regresjonsanalysen mot en verdensindeks (Kaldestad & Møller, 2016).

Man må også bestemme seg for hvor lang analyseperioden skal være. Argumentet for å velge en lang tidsserie er at man får sett samvariasjonen mellom selskapet og indeksen

gjennom både opp- og nedgangstider. I korte tidsserier kan selskapsspesifikke hendelser påvirke betaen, for eksempel kan betaen overvurderes dersom aksjen til et selskap øker mer enn normalt på grunn av oppkjøpsrykter. Ulempen ved å benytte en lengre tidsserie er at det kan påvirke relevansen. Uansett hvor lang analyseperiode man velger, bør den være på lengre enn tre år og gjerne månedlige observasjoner (Kaldestad & Møller, 2016).

Bottom-up beta

Bottom-up beta gir oss en alternativ måte å estimere betaer på, hvor vi ikke trenger tidligere priser på et individuelt selskap eller eiendel for å estimere dens beta. Betaen er basert på et vektet gjennomsnitt av betaene til alle de ulike virksomhetene selskapet opererer i. Vi kan beregne bottom-up beta ved hjelp av fire trinn:

Trinn 1: Del selskapet opp i virksomhetene den opererer i. Grieg Seafood opererer kun i oppdrettslaks, men hadde den operert i flere virksomheter, måtte vi ha delt selskapet i de forskjellige virksomhetene.

Trinn 2: Finne sammenlignbare selskaper innen hvert virksomhetsområde og finn regresjonsbetaene til hvert selskap, slik at vi kan beregne gjennomsnittlig beta for selskapene.

Trinn 3: Estimer den gjennomsnittlige unlevered beta for virksomheten ved å bruke selskapenes gjennomsnittlige gjelds-til-egenkapital forhold:

$$\beta_u = \frac{\beta_{gj.snitt\ sammenlignbare\ selskap}}{\left[1 + (1 - t) \left(\frac{D}{E} \right)_{gj.snitt\ sammenlignbare\ selskap} \right]}$$

Trinn 4: Juster betaen for selskapets økonomiske påvirkninger, som skatt, gjeld og egenkapital. Da får vi “levered” beta, det vil si en gjelds påvirket beta:

$$\beta_L = \beta_u * \left(1 + (1 - t) \left(\frac{D}{E} \right) \right)$$

Bottom-up betaer er bedre enn en regresjonsbeta av tre grunner:

1. Bottom-up beta er et mer presist estimat. Når man tar et gjennomsnitt av flere regresjonsbetaer vil man få en lavere standardfeil.

2. Det er lettere å ta med eventuelle endringer i virksomhetssammensetningen til selskapet, fordi man setter vektene på de forskjellige virksomhetene. En regresjonsbeta gjenspeiler kun den tidligere forretningsmiksen.
3. Hvis et selskap har endret forholdet mellom gjeld og egenkapital, kan bottom-up beta enkelt justeres for å reflektere disse endringene, mens en regresjonsbeta vil kun gjenspeile tidligere gjeld-til-egenkapitalforholdet (Damodaran, 2012).

Justert beta

Bloomberg beregner det de kaller en justert beta, som tar hensyn til både historiske data og en antakelse om at betaen vil justere seg mot gjennomsnittet for markedet. Formelen er som følger:

$$\text{Justert beta} = \text{Råbeta} (0,67) + 1.0 * (0,33)$$

Råbetaen får vi fra en regresjonsanalyse. Vektene (0,67 og 0,33) varierer ikke fra aksje til aksje og prosessen justerer alle estimerte betaer mot 1. Denne metoden baserer seg på empiriske bevis, som antyder at selskapenes beta ofte vil bevege seg mot 1, som er gjennomsnittsbetaen. Grunnen til at betaen ofte beveger seg mot gjennomsnittsbetaen, er at selskapene får mer diversifiserte produkter og kundebase (Damodaran, 2012).

5.1.2 Totalkapital verdsettelse

Vi kan beregne verdien til selskapet ved å diskontere forventede kontantstrømmer til selskapet med den veide gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC):

$$\text{Verdi selskap} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ til selskap}_t}{(1 + WACC)^t}$$

De forventede kontantstrømmene til selskapet er de kontantstrømmene som er gjenværende etter at selskapet har dekket alle driftskostnader, investeringer og skatter (Damodaran, 2012).

Kapitalkostnad (WACC)

WACC står for Weighted Average Cost of Capital, og er selskapets vektete gjennomsnittlig kapitalkostnad. Det er ulike måter å finansiere virksomheten på, blant annet ved egenkapital, gjeld eller konvertible lån. Alle disse ulike måtene å finansiere virksomheten på har ulike risikoer, og den forventede avkastningen vil derfor varierer

mellom disse. Vi kan estimere avkastningskravet til totalkapitalen ved å vekte alle de ulike finansieringskildene ut ifra deres verdi og forventede avkastning (Bredesen, 2023). Vi kan benytte følgende formel:

$$WACC = r_e * \frac{E}{E + D} + r_d * (1 - t) \left(\frac{D}{E + D} \right)$$

- r_e = selskapets egenkapitalkostnad
- E = selskapets egenkapital
- D = selskapets gjeld
- r_d = gjeldskostnad for selskapet
- t = selskapsskatt

For å beregne kapitalkostnaden må man først beregne avkastningskravet til egenkapitalen, som kan beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen nevnt i 5.1.1. Gjeldskostnaden måler hvor mye det koster selskapet å låne midler for å finansiere prosjekter. Den blir generelt sett bestemt av den risikofrie renten, selskapets misligholdsrisiko og skattefordelen knyttet til gjeld. En økning i både den risikofrie renten og i selskapets misligholdsrisiko, vil medføre en økning i selskapets gjeldskostnad. Gjelden har en skattefordel siden rentene kan trekkes fra skatten (Damodaran, 2012).

En metode for å beregne gjeldskostnaden for børsnoterte selskaper er ved å bruke rentedeckningsgraden for å estimere selskapets syntetiske kredittrangering. Vi kan deretter bruke risikopåslag for rangeringen til å beregne gjeldskostnaden til selskapet (Damodaran, 2012).

Rentedeckningsgrad			
>	≤	Kredittrating	Rentetillegg
2,50	2,9999	Baa2/BBB	2,00%
3,00	4,2499	A3/A-	1,56%
4,25	5,4999	A2/A	1,38%
5,50	6,4999	A1/A+	1,25%
6,59	8,4999	Aa2/AA	1,00%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,75%

Tabell 4: Kredittrating (Kaldestad & Møller, 2016)

En annen metode er ved å se på selskapets langsiktige obligasjoner. Vi kan bruke markedsprisen, i tillegg til obligasjonens kupong og forfall for å estimere en rente som fungerer som gjeldskostnad (Damodaran, 2012).

Fri kontantstrøm til total kapital (FCFF)

Når man bruker total kapitalmetoden må man finne FCFF, det vil si den frie kontantstrømmen til total kapitalen. FCFF viser kontantstrømmen som er tilgjengelig for investorer etter at selskapet har betalt sine driftskostnader, investert i nåværende eiendeler og investert i langsiktige eiendeler. Hvis FCFF er positiv, indikerer dette at selskapet har kontanter igjen etter utgiftene. En negativ FCFF indikerer at selskapet ikke har nok inntekter til å dekke driftskostnadene og investeringsaktiviteter (Hayes, 2022).

For å finne kontantstrømmen til total kapitalen kan vi benytte følgende formel:

Driftsinntekter
(-) Driftskostnader før avskrivninger
(=) EBITDA
(-) Avskrivninger
(=) EBIT
(-) Skatt
(=) Driftsresultat etter skatt
(+) Avskrivninger
(-) Investeringer
(+/-) Endring i arbeidskapital
(=) Fri kontantstrøm til total kapitalen

Tabell 5: Fri kontantstrøm til total kapitalen (Kaldestad & Møller, 2016)

5.1.3 Terminalverdi

Det er ikke mulig å estimere kontantstrømmer i evig tid. For å avslutte en fundamental verdsettelse, pleier man vanligvis å stoppe estimatet av kontantstrømmer på et fremtidig

tidspunkt og deretter estimere en terminalverdi, som gjenspeiler verdien av selskapet på det tidspunktet. Terminalverdien kan beregnes ved å bruke en stabil vekst modell:

$$\text{Terminal verdi}_t = \frac{CF_{t+1}}{(\text{Avkastningskrav} - \text{stabil vekst})}$$

Hvilke kontantstrømmer og avkastningskrav man benytter, avhenger av om man verdsetter egenkapitalen eller totalkapitalen (Damodaran, 2012). Som nevnt skal vi i denne oppgaven verdsette Grieg Seafood ved hjelp av totalkapitalmetoden, og vi vil derfor bruke både fri kontantstrøm og avkastningskrav til totalkapitalen.

Å estimere den stabile vekstraten er en vanskelig oppgave. En av grunnene til dette er at små endringer i den stabile vekstraten kan påvirke terminalverdien betydelig, denne effekten blir enda større når vekstraten nærmer seg avkastningskravet som brukes i estimatet. Ettersom at vi setter den stabile vekstraten konstant for alltid, gir dette oss begrensinger for hvor høy den kan være. Det er ikke mulig for et selskap å ha en høyere vekstrate enn økonomien den opererer i, og det er derfor et godt valg å sette den stabile vekstraten til å være mindre enn eller lik veksten i økonomien selskapet opererer i (Damodaran, 2012).

5.2 Relativ verdsettelse

Den andre hovedtilnærming for å verdsette selskaper, er å gjennomføre en relativ verdsettelse. I en relativ verdsettelse benytter man multipler for å verdivurdere sammenlignbare selskaper. Da tar man utgangspunkt i et tall i resultatoppstillingen (EBIT, resultat etter skatt) eller balansen (egenkapital, eiendeler) for å så multiplisere med en faktor. Vi får et estimat av verdien på vårt selskap ved å se på sammenhengen hos andre sammenlignbare selskaper (Kaldestad & Møller, 2016).

I denne metoden estimerer vi nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte. Vi ser på prisingen på andre selskaper, hvor markedet har estimert en verdi på fremtidige kontantstrømmer, og tar i utgangspunkt at det samme forholdet mellom verdi og faktorer gjelder for vårt selskap. Det er viktig å merke seg at multiplene til selskapet vi benytter som sammenligningsgrunnlag, er en konsekvens av en observert markedsverdi. Denne markedsverdien er basert på markedsaktørens verdivurderinger, i tillegg til andre forhold som kan påvirke verdien. Derfor kan det hende at de underliggende verdidriverne,

for eksempel vekstmuligheter eller egenkapitalrentabilitet, ikke er de samme. Denne metoden har mange fordeler, men også en del ulemper (Kaldestad & Møller, 2016).

Fordelene med denne metoden er at den er enkel og lite tidkrevende, sammenlignet med en fundamental verdsettelse. Siden det er markedet som bestemmer, vil også verdien baseres på det markedet er villig til å betale for denne type selskaper i dag. Da får man vite hva selskapet er verdt i dag, og ikke en gang i fremtiden når markedet eventuelt korrigerer feil prisingen.

Denne metoden for verdsettelse er ofte brukt i praksis, og derfor er det nødvendig å kunne disse multiplene når man skal fastsette prisen i forhandlinger. Uansett om man skal estimere en “virkelig verdi” eller en pris for selskapet i dag, vil resultatene være nyttige benchmark i forhold til kontantstrømbasert verdsettelse. Avvik i verdiene, vil gi en indikasjon på at man burde identifisere årsaker for at selskapet skal prises annerledes enn resten av bransjen (Kaldestad & Møller, 2016).

Selv om det er en enkel metode, kan det være krevende å finne sammenlignbare selskaper. Spesielt dersom det er et lite land som Norge eller at bransjen har få selskaper som er børsnoterte, og mange av de børsnoterte selskapene har forskjellig grad av diversifisering. Man må forutsette at de sammenlignbare selskapene er lik i størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko, noe som sjelden oppfylles (Kaldestad & Møller, 2016).

En annen kritikk mot denne metoden er at den har et kortsiktig fokus. Prognosene er ofte på tre til fire år frem i tid, men ofte kommer verdien av kontantstrømmene lenger ut i tid enn dette. Selskapets EBIT kan være lik om tre år, men det betyr ikke at den også er lik om fire eller fem år. Metoden kan også bli misbrukt av en opportunistisk verdsetter som ønsker å påvirke verdien, for eksempel kan man utelate selskaper eller multipler. Hvis en verdsetter ønsker å argumentere for en lav verdi, kan det gjøres ved å kun observere verdsettelse på selskaper som er priset lavt (Kaldestad & Møller, 2016).

5.2.1 Pris/inntjening (P/E)

P/E er en forkortelse for pris/inntjening. Ved å regne ut P/E får man et forholdstall mellom en bedrifts markedsverdi eller aksjekurs og årsresultat. Det er mulig å regne ut P/E på følgende måter:

$$1) P/E = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Resultat pr.aksje}}$$

$$2) P/E = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}}$$

Den største fordel med denne metoden er at den er både enkel å bruke og kommunisere. For stabile vekstselskaper, som har årlige investeringer og avskrivninger som er ganske like, vil resultatet være et bra estimat på kontantstrømmen. Ulempene er at selskaper ofte har ulik risiko og kapitalbehov, noe som denne metoden ikke tar hensyn til. En annen faktor som denne metoden ikke tar hensyn til er at årsresultat påvirkes av ulike regnskapsregler. For eksempel ulik praksis knyttet til goodwill nedskrivning kan gjøre to selskaper mindre sammenlignbare. Den største ulempen med denne metoden er knyttet til kapitalstruktur, to selskaper med ulik gjeldsgrad eller lånebetingelser, men lik virksomhetsverdi kan ha forskjellig P/E. Grunnen til dette er at rentekostnadene påvirker årsresultat forskjellig (Kaldestad & Møller, 2016).

5.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En tredje metode som vi ikke vil benytte i vår oppgave, men som er verdt å nevne, er opsjonsbasert verdsettelse. I de siste årene har det vært et forsøk på å utvide rekkevidden av opsjonsprisingmodeller til mer tradisjonell verdsettelse. Opsjonsprisingmodeller er først og fremst brukt til å verdsette handelopsjoner, men det er mange som argumenter for at eiendeler, som blant annet patenter, er egentlig opsjoner og bør verdsettes på samme måte som opsjoner (Damodaran, 2012).

I noen enkelte situasjoner kan det hende at en fundamental verdsettelse vil undervurdere verdien av selskapet. Grunnen til dette er at fundamental verdsettelse ikke tar hensyn til verdien av å besitte rettigheten til å gjøre bestemte typer tiltak. Et eksempel er når et selskap besitter rettighetene til å utvinne malm fra en gruve. Basert på dagens malmpriser er nåverdien av utvinningen på 100 000 kr, men for å starte utvinningen kreves det en investering på 150 000 kr. Ifølge en fundamental verdsettelse er verdien av prosjektet på -50 000 kr, men siden selskapet ikke betaler noe for å eie rettighetene til å utvinne malm, bør minimumsverdien være 0. I den fundamentale verdsettelsen har man sett bort fra oppsiden knyttet til å eie rettighetene til å utvinne malm, ettersom en økning i malmpriser kan gjøre utbyggingen lønnsom (Kaldestad & Møller, 2016).

En ulempe ved å bruke opsjonsprisingmodeller for å verdsette langsiktige opsjoner på ikke-omsatte eiendeler, er at antakelsene om konstant varians og utbytteavkastning er vanskelige å forsvare. Ettersom at eiendelen ikke handles, har verdien som oppnås fra disse anvendelser av opsjonsprisingmodeller et høyere estimatfeil enn verdien som oppnås i standard anvendelser, hvor man verdsetter kortsiktige handlede opsjoner (Damodaran, 2012).

5.4 Valg av metode

Vi skal gjennomføre en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood, hvor vi diskonterer fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen. Vi skal også gjennomføre en relativ verdsettelse, for å sjekke at verdien vi estimerer ut fra den fundamentale verdsettelsen kan forsvares. I den relative verdsettelsen skal vi sammenligne Grieg Seafood med de fem utvalgte sammenlignbare selskapene, hvor vi skal se på P/E multiplum.

6. Beregning av avkastningskrav

6.1 Beregning av avkastningskrav til egenkapital

Man trenger som nevnt tre komponenter for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Disse tre er risikofri rente, markedsrisikopremien og beta. Vi vil gi en oversikt over de forskjellige valgene vi har tatt angående disse elementene. Til slutt beregner vi avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM).

6.1.1 Risikofri rente

For å finne risikofri rente behøver man å finne en rente som oppfyller to kriterier. Renten er nødt til å gi det den har sagt at den skal gi, i tillegg til at den ikke kan ha reinvesteringsrisiko. Den eneste renten som kan innfri begge disse to kravene er statsobligasjoner. Grunnen til at man kan godta denne som en risikofri rente er fordi det er garantert at staten kommer til å klare å betale tilbake gjelden sin. Man kan dessverre ikke garantere at det ikke er noen reinvesteringsrisiko, men dersom man ikke har noen renteutbetalinger på statsobligasjonen vil man kunne hindre reinvesteringsrisiko. Grunnen er at man da får utbetalinger i løpet av levetiden til obligasjonen og kan da reinvestere disse pengene, men man vil ikke vite hva denne renten kommer til å være når man først

kjøper obligasjonen. Derfor om man får ut alt på slutten av levetiden vil dette ha hatt en rente som har vært lik (Damodaran, 2012).

Under er det et skjema med oversikt over statsobligasjoner. Tallene er hentet fra Norges Bank sin nettside og viser gjennomsnittet for de 5-årige og 10-årige statsobligasjonene utstedt av Norges Bank i perioden 2019 til 2022.

År	2019	2020	2021	2022
10-årige	1,48	0,82	1,40	2,84
5-årige	1,28	0,56	1,12	2,78

Tabell 6: Gjennomsnitt 5-årige & 10-årige statsobligasjoner (Norges Bank, u.å.).

I utregningene kommer vi til å benytte den 10-årige statsobligasjonsrenten for 2022. Grunnen til dette er fordi at markedet har sykliske svingninger som får obligasjonsrenten til å variere. Disse svingningene går opp og ned. Dermed om man tar en lengre tidsperiode vil disse svingningene nulle hverandre ut og da lage en mer stabil obligasjonsrente. Dette gjør at man får et mer stabilt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2016).

Allikevel kan man ikke si at statsobligasjoner er 100 prosent risikofrie. Grunnen til dette er at i obligasjonene kan det være bakt inn likviditetspremie og inflasjons risikopremie. Dette er en ulempe med å bruke statsobligasjoner. Disse lange statsobligasjonene er ikke særlig likvide og derfor ønsker investorer at det skal være likviditetspremie i dem, slik at de kan få noe ekstra for å ikke kunne selge når de ønsker (Kaldestad & Møller, 2016).

Statsobligasjoner er fremdeles det nærmeste man vil komme en risikofri rente og på bakgrunn av dette kommer vi i denne oppgaven til å benytte 10-årige statsobligasjoner som den risikofrie renten.

6.1.2 Markedets risikopremie

Videre for å gjøre beregningene for avkastningskravet trenger man å finne ut markedets risikopremie. Dette er avkastningen en investor forventer å motta som en kompensasjon for risiko ved å investere i markedsporteføljen. Risiko knyttet til markedsporteføljen kan variere avhengig av faktorer som økonomisk usikkerhet, politiske risikoer og volatilitet i aksjekurs. Høyere risiko medfører høyere risikopremie (Bredesen, 2023).

PwC Norge har gjennomført undersøkelsen “Risikopremien i det norske markedet” de siste 13 årene. Dette er en undersøkelse gjennomført i samarbeid med Forening for finansfag (FFN). Målet ved denne undersøkelsen er å få innsikt i hvordan norske aktører ser på ulike faktorer i markedet, som blant annet risikopremie, risikofri rente og inflasjon. De deltakende i undersøkelsen består av analytikere og økonomer, som har erfaring innen det norske finans- og aksjemarkedet.

Undersøkelsen viser at markedsrisikopremien i det norske markedet for 2022 er på 5 prosent. Størrelsen har vært stabil i hele perioden som undersøkelsen har gjennomført. Resultatene fra undersøkelsen er basert på svar fra 146 av Forening for finansfag, som består av rundt 1 000 medlemmer. Omtrent halvparten av respondentene i undersøkelsen benyttet seg av 10-årig statsobligasjon som risikofri rente (PricewaterhouseCoopers, 2023). Dette samsvarer godt med vår verdsettelse, ettersom vi også vil benytte 10-årig statsobligasjon som risikofri rente i kapitalverdimodellen. Dette rettferdiggjøres med antakelse om at deltakerne i denne undersøkelsen er representative for markedet.

6.1.3 Beta

Historisk beta

Vi har tatt daglige observasjoner fra perioden 2018 til 2022, totalt sett 1304 observasjoner. Vi har sammenlignet avkastningen til Grieg Seafood med alle aksjer på Oslo Børs. Dataene er innhentet ved hjelp av Refinitiv EIKON.

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multippel R	0,37852061
R-kvadrat	0,14
Justert R-kvadrat	0,14261985
Standardfeil	0,0237721
Observasjoner	1304

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	0,00015799	0,00065865	0,23986953	0,81046916	-0,00113415	0,00145013
Beta	0,83	0,05591567	14,7562167	1,1049E-45	0,71540907	0,93479841

Figur 11: Resultat fra regresjonsanalyse utført i Excel

Ved å utføre en regresjonsanalyse ved hjelp av Excel får vi en beta på 0,83 for Grieg Seafood. R-kvadrat fra regresjonsanalyse forklarer systematisk risiko. I vår analyse er R-

kvadrat på 0,14. Dette er andelen av variasjonen i avkastningen til Grieg Seafood som forklares av variasjonen i avkastningen til Oslo Børs (Bredesen, 2023).

Dette vil si at modellen forklarer 14 prosent av variasjonen i avkastningen til Grieg Seafood. På den andre side, tyder dette på at 86 prosent av selskapets risiko er diversifiserbar eller usystematisk risiko. Vi kommer frem til 86 prosent ved:

$$(1 - R - \text{kravdrat}) = (1 - 0,14) = 0,86\%$$

(Damodaran, 2012).

Bottom-up beta

Første steget for å beregne bottom-up beta var å finne den gjennomsnittlige levered betaen (gjeldspåvirket beta) for sammenlignbare selskaper i samme virksomhet. Vi har brukt de sammenlignbare selskapene nevnt tidligere i oppgaven. Beta for hvert sammenlignbart selskap er hentet fra nettsiden YCharts, og det er en femårs beta fra perioden 2018 til 2022. Dette ga oss en gjennomsnittlig levered beta på 0,86. Neste steg var å finne den gjennomsnittlige gjeldsgraden og nominelle skattesatsen for de sammenlignbare selskapene. Vi fikk en gjennomsnittlig gjeldsgrad på 0,76 og en skattesats på 21 prosent. Dette ga oss en gjennomsnittlig unlevered beta (ikke-gjelds påvirket beta) for virksomheten på 0,53.

Selskap	Levered beta	Gjeldsgrad	Skattesats
Mowi	1,03	1,04	22%
SalMar	0,77	0,63	22%
Lerøy Seafood Group	0,57	0,76	22%
Bakkafrost	1,07	0,62	18%
Gjennomsnitt	0,86	0,76	21%
Unlevered beta		0,53	

Tabell 7: Gjennomsnittlig unlevered beta for virksomhet

For å finne den gjelds påvirket betaen for Grieg Seafood brukte vi den siste beregnet gjeldsgraden og den nominelle skattesatsen. I 2022 hadde selskapet en gjeldsgrad på 0,99 og en skattesats på 22 prosent. Dette gir selskapet en levered beta på 0,94.

	Gjeldsgrad	Skattesats
Grieg Seafood	0,99	22%
Levered beta	0,94	

Tabell 8: Levered beta Grieg Seafood

Justert beta

Ut fra regresjonsanalysen fikk vi en råbeta på 0,83. Dersom vi justerer denne betaen ved å benytte Bloomberg-metoden får vi til slutt en justert beta på:

$$\text{Justert beta} = 0,83 * (0,67) + 1,0 * (0,33) \approx 0,87$$

Valg av beta

Empiriske funn viser at modne selskaper vil ofte bevege seg mot gjennomsnittsbetaen på 1. Vi betrakter Grieg Seafood som et modent selskap. Ettersom at bottom-up betaen er høyere enn betaen fra regresjonsanalysen og den justerte betaen, passer dette bedre i henhold til empiriske funn. Bottom-up beta tar også hensyn til selskapets virksomhetssammensetning, i tillegg til nåværende gjeld-til-egenkapitalforholdet (Damodaran, 2012).

Fra regresjonsanalysen får vi et R-kvadrat på prosent, men for å få en mer pålitelige beta bør man ha et høyere R-kvadrat (Nielsen, 2020). I tillegg til dette vet vi at Oslo Børs består av mange oljeselskaper og blir dermed påvirket mye av oljeprisen. Basert på dette velger vi heller å benytte oss av bottom-up betaen på 0,94 i videre beregninger.

6.1.4 Oppsummering - kapitalverdimodellen

Oppsummert får vi følgende tall:

Inputs	Resultat
Risikofri rente	2,84%
Markedets risikopremie	5%
Beta	0,94

Tabell 9: Verdier for utregning av CAPM

Ved å bruke kapitalverdimodellen nevnt tidligere får vi et avkastningskrav for egenkapitalen på 7,18 prosent.

$$r_e = 2,48\% + (0,94 * 5\%) = 7,18\%$$

6.2 Beregning av kapitalkostnad

For å beregne kapitalkostnaden ved hjelp av WACC formelen trenger man gjeldskostnad, skattesatsen for selskapet og gjeldsgraden. Slik som i forrige kapittel, vil vi også her kommentere de ulike valgene vi har tatt for oss knyttet til de ulike elementene. Til slutt vil vi beregne hva avkastningskravet til totalkapitalen er.

6.2.1 Gjeldskostnad

Grieg Seafood har en obligasjon som forfaller i juni 2025. Det utestående beløpet var på 1 424 millioner NOK i slutten av 2022. Denne obligasjonen har en kupongrente på tre måneders NIBOR i tillegg til et påslag på 3,4 prosent. I tillegg til denne obligasjonen har selskapet lån fra DNB og Nordea som består av en total sum på 3 200 millioner NOK. Disse er femårige senior sikrede lån og kredittfasiliteter, som omfatter et 750 millioner NOK lån, et 75 millioner EURO lån og 1 700 millioner NOK i kredittfasiliteter. Den utestående gjelden på de to lånene er på totalt 1 4747 millioner NOK og har flytende rentesatser.

Rentesatsen som benyttes er den gjeldende tre måneders NIBOR-rente pluss den aktuelle marginen per renteperiode (Grieg Seafood, 2022). Denne marginen kan for eksempel være på 1,5 prosentpoeng over tre måneder NIBOR. Den gjennomsnittlige tre måneders

NIBOR-rente i 2022 var 2,10 prosent (Smarte Penger, 2023). Dette gir en obligasjonsrente på 5,5 prosent og en rente på 3,6 prosent på den utestående gjelden fra DNB og Nordea.

Grieg Seafood har en rentedekningsgrad på 9, noe som gir selskapet en kredittrangering på AAA og et risikopåslag på 0,75 prosent over risikofri rente (Kaldestad & Møller, 2016). Den risikofrie renten vi skal benytte er på 2,84 prosent, dette gir selskapet en gjeldskostnad på 3,59 prosent. Dette samsvarer godt med vår beregning av renten selskapet har på den utestående gjelden fra DNB og Nordea. Vi velger derfor å avrunde til 3,6 prosent og benytte dette som gjeldskostnad for selskapet i videre beregning.

6.2.2 Selskapsskatt

Overskuddet til bedrifter blir beskattet med en flat skattesats. Dette betyr at uavhengig av hvor stort overskuddet er, vil skatten alltid utgjøre en fast prosentandel av overskuddet. Flate skattesatsen gjør at skattesystemet er nøytralt og ikke påvirker bedriftens tilpasninger eller beslutninger. Viktig forutsetning her er at skattesystemet må være nasjonalt. Hvis en bedrift har muligheten til å flytte sin virksomhet til et land med lavere bedriftsbeskatning, kan det påvirke skattens nøytralitet (Riss & Moen, 2021).

Grieg Seafood hadde i 2022 en skatt på 92 millioner kroner i Norge og 4 millioner kroner i Canada. Den nominelle skattesatsen for Norge i 2022 var 22 prosent. Skattesatsen i Canada var på 27 prosent i Britisk Columbia og 30 prosent i Newfoundland (Grieg Seafood, 2022). Dette gir en vektet skattesats på 22,3 prosent. Vi velger å avrunde skattesatsen til 22 prosent, ettersom dette gir en lik sats som den nominelle skattesatsen i Norge, hvor selskapet har mesteparten av sin drift.

6.2.3 Kapitalstruktur

Miller-Modigliani-hypotesen sier at WACC er uavhengig av bedriftens finansiering. Hvis man øker egenkapitalandelen, skulle man tro at WACC også øker, men dette blir imidlertid oppveid av både egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden. Det blir en lavere egenkapitalkostnad på grunn av at egenkapitalbetaen blir redusert, mens kreditorene vil redusere sin premie på grunn av at de får mindre risiko. En økning i egenkapitalen vil altså jevnes ut og totalt sett vil WACC bli uforandret. Det er ikke sikkert at dette fremdeles er gjeldende for selskaper som har en veldig høy egenkapital eller gjeldsandel (Kaldestad & Møller, 2016).

Grieg Seafood sin aksjekurs pr. 30.12.22 er 78,6 NOK og totalt er det 11 millioner aksjer utestående (Euronext, u.å.). Dette gir en markedsverdi av egenkapitalen på 8,646 milliarder. Utestående gjeld var på 4,624 milliarder i 2022 (Grieg Seafood, 2022).

$$EK \text{ andel} = \frac{\text{markedsverdi egenkapital}}{\text{Totalkapital}} = \frac{8\,646\,000\,000}{13\,270\,000\,000} \approx 65\%$$

$$Gjeld \text{ andel} = \frac{\text{markedsverdi gjeld}}{\text{Totalkapital}} = \frac{4\,624\,000\,000}{13\,270\,000\,000} \approx 35\%$$

Dette gir oss en egenkapitalandel på rundt 65 prosent og en gjeldsandel på 35 prosent.

6.2.3 Oppsummering - kapitalkostnad

Oppsummert får vi følgende tall:

Inputs	Resultat
Egenkapitalkostnad	7,18%
Egenkapital andel	65%
Gjeldskostnad	3,6%
Skatt	22%
Gjeld andel	35%

Tabell 10: Verdier for utregning av WACC

Ved å bruke disse tallene får vi et avkastningskrav til totalkapitalen på 5,92 prosent.

$$r_{\text{Tot.kapital}} = (7,18\% * 65\%) + (3,6\% * (1 - 22\%) * (35\%)) = 5,92\%$$

7. Prognose av fremtidig kontantstrømmer

7.1 Driftsinntekter

For å estimere fremtidige driftsinntekter kan vi se på slaktevolumet til Grieg Seafood de siste fem årene og hvordan den forventede prisen pr. kg laks er predikert.

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gj.snitt
Slaktevolum (tonn)	74 623	82 977	86 848	75 601	84 697	
% endring		11%	5%	-13%	12%	4%
Justert % endring		11%	5%	4%	12%	8%

Tabell 11: Slaktevolum for Grieg Seafood i perioden 2018 til 2022

Tallene er hentet fra årsrapportene til Grieg Seafood og viser slaktevolumet fra 2018 til 2022. Ut fra tabellen kan vi se at 2021 skiller seg ut fra resten av årene. Selskapet drev med oppdrett i Shetland fram til 2020 da de valgte å avvikle driften i dette området. Dette medførte at slaktevolumet gikk betydelig ned, selv om slaktevolumet i Finnmark og Rogaland økte (Grieg Seafood, 2020).

Vi tar en forutsetning at selskapet ikke kommer til å avvikle driften sin i flere områder. Siden prosentendringen blir betydelig redusert som følge av avviklingen, velger vi å ikke benytte denne i beregningen. Vi velger heller å beregne en justert prosentvis endring, som vi mener er mer representativ for fremtiden. For å beregne den justerte prosentvise endringen tar vi endringen i slaktevolumet for Rogaland, Finnmark og Canada, noe som gir oss en økning på fire prosent. Da får vi en gjennomsnittlig økning i slaktevolumet på åtte prosent.

Denne veksten samsvarer med funn fra den strategiske analysen. Det er forventet en befolkningsvekst de kommende årene, noe som vil øke det globale matbehovet i verden og det er i havet vi har plass til å øke matproduksjonen. Det anbefalte rådet fra Helsedirektoratet om å inkludere laks i kostholdet er også med på å øke etterspørselen.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Slaktevolum (tonn)	91 473	98 791	106 694	115 230	124 448

Tabell 12: Estimert slaktevolum for Grieg Seafood 2023 til 2027

I avsnittet 3.1.2 presenterte vi den forventede prisen pr. kg laks for 2023 til 2027. Ved å benytte disse prisene og det estimerte slaktevolumet kan vi estimere fremtidig driftsinntekter til Grieg Seafood.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftsinntekter	7 285 824	7 557 511	8 002 050	8 411 790	9 831 392

Tabell 13: Estimert driftsinntekt for Grieg Seafood 2023 til 2027 (1 000 NOK)

7.2 Driftskostnader før avskrivninger

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftskostnader	6 215 525	6 805 776	3 809 677	3 843 048	5 016 542
% endring		9%	-44%	1%	31%

Tabell 14: Driftskostnader for Grieg Seafood 2018 til 2022 (1 000 NOK)

Ut fra tabellen kan vi se at driftskostnadene til Grieg Seafood har variert veldig fra år til år. Det blir derfor vanskelig å predikere en prosentvis endring for fremtidige år basert på dette. Vi velger derfor å se på forholdet mellom driftskostnader og slaktevolum.

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gj.snitt
Driftskostnader (1 000 NOK)	6 215 525	6 805 776	3 809 677	3 843 048	5 016 524	5 138 110
Slaktevolum (tonn)	74 623	82 977	86 484	75 601	84 697	80 876
Kostnad per tonn	83 000	82 000	44 000	50 000	59 000	64 000

Tabell 15: Kostnader per tonn slaktevolum 2018 til 2022

Den gjennomsnittlige kostnaden per tonn blir på 64 000 NOK. For å estimere de fremtidige driftskostnadene kan vi gange den gjennomsnittlige kostnaden per tonn med estimert slaktevolum.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Slaktevolum (tonn)	91 473	98 791	106 694	115 230	124 448
Driftskostnader	5 854 272	6 322 624	6 828 416	7 374 720	7 964 672

Tabell 16: Estimerte driftskostnader 2023 til 2027 (1 000 NOK)

Dette gir oss en gjennomsnittlig kostnadsøkning på åtte prosent hvert år. En rapport fra Norce, skrevet av Misund, viser kostnadsutviklingen i laks og regnbueørret. Rapporten viser at produksjonen har økt med nesten tjue prosent fra 1980 til 2005 og at bransjen har hatt en gjennomsnittlig kostnadsøkning på syv prosent hvert år. Rapporten viser også at denne kostnadsøkningen har vært gjeldende etter 2020, noe som samsvarer med Grieg Seafoods kostnadsutvikling (Misund, 2022, s. 2).

7.3 EBITDA

EBITDA eller resultat før rentekostnader, skatt, avskrivninger og amortisering, er et mål som brukes for å måle inntekter etter at driftskostnader er blitt trukket i fra. Det brukes også for å finne kontantstrømmer til en bedrift. EBITDA brukes ofte istedenfor inn- og utbetalinger på grunn av inn- og utbetalinger fører til store svingninger i kontantstrømmene. I tillegg unngås problemet med inntekter og tilhørende kostnader som ikke kommer i samme periode (Kaldestad & Møller, 2016).

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftsinntekter	7 285 824	7 557 511	8 002 050	8 411 790	9 831 392
(-) Driftskostnader før avskrivninger	5 854 272	6 322 624	6 828 416	7 374 720	7 964 672
(=) EBITDA	1 431 552	1 234 887	1 173 634	1 037 070	1 866 720

Tabell 17: Estimert EBITDA 2023 til 2027 (1 000 NOK)

7.4 Avskrivninger

Etter at EBITDA er beregnet må man trekke fra avskrivninger slik at man kan finne fri kontantstrøm til totalkapitalen. Mesteparten av Grieg Seafood sine tomter og bygninger består av ferskvannsanlegg, høsting av planter og kontorer. Selskapet avskriver ikke sine tomter, men annen driftsmidler avskrives på den lineære metoden. Dette betyr at verdien justeres til restverdi over forventet levetid. Blant annet har selskapets bygninger en forventet levetid på 10 til 50 år, mens garn, merder og fortøyninger har en levetid på 5 til 25 år (Grieg Seafood, 2022).



Figur 12: Oppdrettskostnader (Grieg Seafood, 2022)

Figuren viser hvordan oppdrettskostnadene til Grieg Seafood er fordelt i fra 2018 til 2022. Mesteparten av kostnadene er førkostnader og annen kostnad. Vi kan se at avskrivningene har vært stabile de siste årene og ligget på fire til fem prosent av kostnadene. Gjennomsnittlig har avskrivningene vært på fem prosent av kostnadene og vi kommer derfor til å estimere at avskrivningene kommer til å være på fem prosent av totale fremtidige driftskostnader.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Avskrivninger	292 714	316 131	341 421	368 736	398 234

Tabell 18: Estimere avskrivninger 2023 til 2027 (1 000 NOK)

7.5 EBIT

EBIT eller Earnings before Interest and Tax er tilnærmet likt driftsresultat. I praksis brukes de om hverandre som engelsk og norsk ord. For å komme til fri kontantstrøm til bedriften er vi nødt til å finne EBIT, og måten man gjør det på er å trekke i fra avskrivninger fra EBITDA (Hoff & Pedersen, 2019).

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA	1 431 552	1 234 887	1 173 634	1 037 070	1 866 720
(-) Avskrivninger	292 714	316 131	341 421	368 736	398 234
(=) EBIT	1 138 838	918 756	832 213	668 334	1 468 486

Tabell 19: Estimert EBIT 2023 til 2027 (1 000 NOK)

7.6 Skatt

For å finne driftsresultatet etter skatt må man trekke skatten fra EBIT. Grieg Seafood opererer i Norge og i Canada og det må derfor vurderes hva skattesatsen til selskapet er i henhold til verdsettelses formål. Disse to landene har forskjellige skattesatser og vil derfor kunne ha ganske dramatiske utslag dersom det ikke blir valgt en skattesats som er representativ for selskapet. Siden selskapet har mesteparten av sin drift i Norge velger vi å benytte den norske nominelle skattesatsen på 22 prosent, dette passer bra ettersom at vi også benyttet denne satsen for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. I tillegg til den nominelle skatten må vi også ta med grunnrenteskatten på 25 prosent.

7.7 Driftsresultat etter skatt

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBIT	1 138 838	918 756	832 213	668 334	1 468 486
(-) Skatt	250 544	202 126	183 087	147 033	323 067
(-) Grunnrenteskatt	222 073	179 157	162 282	130 325	286 355
(=) Driftsresultat etter skatt	666 220	537 472	486 845	390 975	859 064

Tabell 20: Estimert driftsresultat etter skatt 2023 til 2027 (1 000 NOK)

7.8 Investeringer

For at Grieg Seafood skal være relevant i fremtiden, må de kunne tjene penger på sin drift. For å oppnå dette, må selskapet investere i prosjekter som vil gi størst avkastning på bedriftens totalkapital (Hoff & Helbæk, 2021).

I oppgaven har vi sett på analyser av mulige risikoer, konkurranseforholdene, bedriftens styrker og svakheter. Disse analysene har bidratt til å belyse og å gi innsikt i investeringer som er avgjørende for at Grieg Seafood skal være lønnsomt på lang sikt. For å beregne fremtidige investeringer til selskapet, har vi benyttet følgende formler:

$$\text{Gj.snittlig driftsinntekt til kapital forhold} = \frac{\text{Gj.snitt driftsinntekt}}{\text{Anleggsmidler}}$$

$$\text{Reinvestering} = \text{Endring i driftsinntekt} * \left(\frac{I}{\text{Gj.snitt driftsinntekt til kapital forhold}} \right)$$

$$\text{Investert kapital år } t+1 = \text{Investert kapital år } t + \text{Reinvestering år } t+1$$

(Damodaran, 2012).

År	Driftsinntekt	Endring i driftsinntekt	Gj.snitt inntekt/ anleggsmidler	Reinvestering	Investert kapital
Nåværende	7 164 000				487 000
2023e	7 285 824	121 824	2,65	45 947	532 947
2024e	7 557 511	271 687	2,65	102 469	635 416
2025e	8 002 050	444 539	2,65	167 662	803 079

Tabell 21: Estimerte investeringer 2023 til 2025 (1 000 NOK)

Den årlige reinvesteringen etter 2025 er forventet å være lik årlig avskrivninger (Grieg Seafood, 2022).

7.9 Endring i arbeidskapital

Ved å beregne forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld får vi arbeidskapitalen. For verdsettelse formål vil vi heller finne endringen i ikke-kontant arbeidskapital. Ikke-

kontant arbeidskapital er forskjellen mellom omløpsmidler, fratrukket kontanter og investeringer i markedsbaserte verdipapirer, og kortsiktig gjeld. Hvis endringen i arbeidskapital er positiv, vil dette binde opp mer kontanter og derfor generere negative kontantstrømmer. En negativ endring i arbeidskapital vil frigjøre kontanter og gi positive kontantstrømmer (Damodaran, 2012).

År	2018	2019	2020	2021	2022
Arbeidskapital	2 647 912	2 716 726	2 052 036	2 803 197	2 890 815
% endring		3%	-24%	37%	3%

Tabell 22: Arbeidskapital fra 2018 til 2022 (1 000 NOK)

Vi kan regne ut det geometriske gjennomsnittet fra 2018 til 2022 for å finne endringen i arbeidskapital. Som vi kan se varierer arbeidskapitalen veldig i fra 2019 til 2021, vi velger derfor å beregne det geometriske gjennomsnittet, dette er et mer nøyaktig mål når endringen fra år til år har variert mye (Damodaran, 2012).

$$\text{Gj. snittlig endring i arbeidskapital} = \left(\frac{2022}{2018}\right)^{\frac{1}{4}} = \left(\frac{2\,890\,815}{2\,647\,912}\right)^{\frac{1}{4}} = 2\%$$

År	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Arbeidskapital	2 890 815	2 948 631	3 007 604	3 067 756	3 129 111	3 191 693
Endring i arbeidskapital		57 816	58 973	60 152	61 355	62 582

Tabell 23: Estimert endring i arbeidskapital 2023 til 2027 (1 000 NOK)

7.10 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftsresultat etter skatt	666 220	537 472	486 845	390 975	859 064
(+) Avskrivninger	268 385	287 172	307 274	328 783	351 798
(-) Investeringer	532 947	635 416	803 079	328 783	351 798
(-) Endring i arbeidskapital	57 816	58 973	60 152	61 355	62 582
(=) FCFF	343 842	130 255	-69 112	329 620	796 482

Tabell 24: Estimert FCFF 2023 til 2027 (1 000 NOK)

7.11 Terminalverdi

For å finne terminalverdien må man finne den stabile veksten. Det er som nevnt ikke mulig for et selskap å ha en høyere vekst enn økonomien den opererer i (Damodaran, 2012).

Norge hadde i 2022 en vekst i bruttonasjonalproduktet (BNP) på tre prosent (World Bank, u.å.). Ut fra SVIMA analysen fant vi at alle de tre sentrale ressursene til Grieg Seafood gir dem et midlertidig fortrinn. Basert på dette velger vi å benytte en stabil vekst på to prosent for å beregne terminalverdien. Dette sikrer at den stabile veksten ikke er høyere enn BNP-veksten i Norge.

8. Verdiestimering

8.1 Fundamental verdsettelse

Oppsummert får vi følgende frie kontantstrømmer til totalkapitalen:

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal
Driftsinntekter	7 285 824	7 557 511	8 002 050	8 411 790	9 831 392	
(-) Driftskostnader før avskrivninger	5 854 272	6 322 624	6 828 416	7 374 720	7 964 672	
(=) EBITDA	1 431 552	1 234 887	1 173 634	1 037 070	1 866 720	
(-) Avskrivninger	292 714	316 131	341 421	368 736	398 234	
(=) EBIT	1 138 838	918 756	832 213	668 334	1 468 486	
(-) Skatt	250 544	202 126	183 087	147 033	323 067	
(-) Grunnrenteskatt	222 073	179 157	162 282	130 325	286 355	
(=) Driftsresultat etter skatt	666 220	537 472	486 845	390 975	859 064	
(+) Avskrivninger	268 385	287 172	307 274	328 783	351 798	
(-) Investeringer	532 947	635 416	803 079	328 783	351 798	
(-) Endring i arbeidskapital	57 816	58 973	60 152	61 355	62 582	
(=) FCFF	343 842	130 255	-69 112	329 620	796 482	20 724 787
Nåverdi	324 624	116 102	-58 159	261 880	597 429	15 545 339

Tabell 25: Fundamental verdsettelse av Grieg Seafood (1 000 NOK)

Man skiller mellom egenkapitalverdi og totalverdi i verdsettelse. Egenkapitalverdien er selskapets aksjeverdi, mens totalverdi representerer selskapets totalbalanse. For å finne egenkapitalverdien til et børsnotert selskap så multipliserer man siste aksjekurs med antall utestående aksjer (Strandal, 2022). Vi kan snu om denne formelen slik at vi finner aksjekursen istedenfor:

$$\text{Aksjekurs} = \frac{\text{Egenkapitalverdi}}{\text{Antall utestående aksjer}}$$

Ved å trekke fra den rentebærende gjelden til Grieg Seafood får vi en egenkapitalverdi på rundt 12 milliarder kroner. Selskapet hadde 113,447 millioner aksjer utestående pr. 31.12.22 (Grieg Seafood, 2022). Da får vi en aksjekurs på 107 NOK.

Inputs	Resultat
Sum nåverdi FCFF	1 241 875
Nåverdi terminalverdi	15 545 339
- Utestående gjeld	4 624 000
Egenkapitalverdi	12 163 214
Utestående aksjer	113 447
Aksjekurs	107

Tabell 26: Resultat fundamental verdsettelse (1 000 NOK utenom aksjepris)

8.2 Relativ verdsettelse

Første steget for å finne P/E multipl er å finne aksjekursen for de sammenlignbare selskapene. Aksjekursene benyttet i tabellen nedenfor er hentet fra nettsiden Euronext. Neste steg er å finne resultatet per aksje, dette kan vi finne ved å se på årsrapportene til selskapene. For å finne P/E multipl deler vi aksjekursen på resultatet per aksje. Til slutt finner vi den gjennomsnittlige P/E for alle selskapene.

Selskap	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood Group	Bakkafrost
Aksjekurs	167	383,2	55,15	619
Resultat pr. aksje	14,88	27,64	4,88	32,01
P/E	11,22	13,86	11,30	19,34
Gj.snittlig P/E bransje	13,93			

Tabell 27: Utrekning av P/E for sammenlignbare selskaper

Vi kan nå beregne aksjekursen til Grieg Seafood ved å ta den gjennomsnittlige P/E for bransjen og gange med resultatet pr. aksje:

$$\text{Aksjekurs} = 13,93 * 10,3 = 143,5 \text{ NOK}$$

Dette gir oss en aksjekurs per 30.12.2022 på 143,5 NOK. Vi kan se at Bakkafrost har en betydelig høyere P/E enn resten av bransjen. Dette vil medføre at den gjennomsnittlige P/E for bransjen blir høyere og det vil føre til en overvurdert pris.

9. Sensitivitetsanalyse

For å finne nåverdien har vi tatt for oss ulike forutsetninger om nøkkelvariabler som avkastningskrav og stabil vekstrate. En sensitivitetsanalyse kan derfor hjelpe oss å forstå betydningen av usikkerheten knyttet til disse nøkkelvariablene. Vi kan for eksempel sjekke hvordan aksjekursen påvirkes av en eventuell økning eller reduksjon i disse variablene (Bredesen, 2023). Vi velger å fokusere på hvordan aksjekursen endres dersom avkastningskravet eller den stabile veksten endres.

Avkastningskrav (WACC)	Aksjekurs	% endring fra estimert aksjekurs
4,5%	200	87%
5%	158	48%
5,5%	110	28%
Estimert (5,92%)	107	
6,5%	86	-20%
7%	72	-33%
7,5%	60	-44%

Tabell 28: Sensitivitetsanalyse av avkastningskrav

Tabell 28 viser hvordan en endring i avkastningskravet påvirker den estimerte aksjekursen og det er tydelig at bare en liten endring i avkastningskravet vil føre til at prisen øker eller reduseres betydelig. Hvis avkastningskravet reduseres, vil nåverdien av kontantstrømmene

øke og det vil gi en høyere aksjekurs. Ut fra tabellen kan vi se at dersom avkastningskravet reduseres med en prosent vil dette føre til en økning i aksjekursen på nesten 50 prosent.

Dersom avkastningskravet øker vil nåverdien av frikontantstrømmer reduseres, som vil føre til en lavere aksjekurs. Noe å legge merke til er at en reduksjon i avkastningskravet vil påvirke aksjekursen mer enn en eventuell økning. Hvis avkastningskravet reduseres med rundt 1,5 prosent, vil det medføre en økning i aksjekursen på 87 prosent, mens en økning i avkastningskravet med tilsvarende prosent vil redusere aksjekursen med bare 44 prosent.

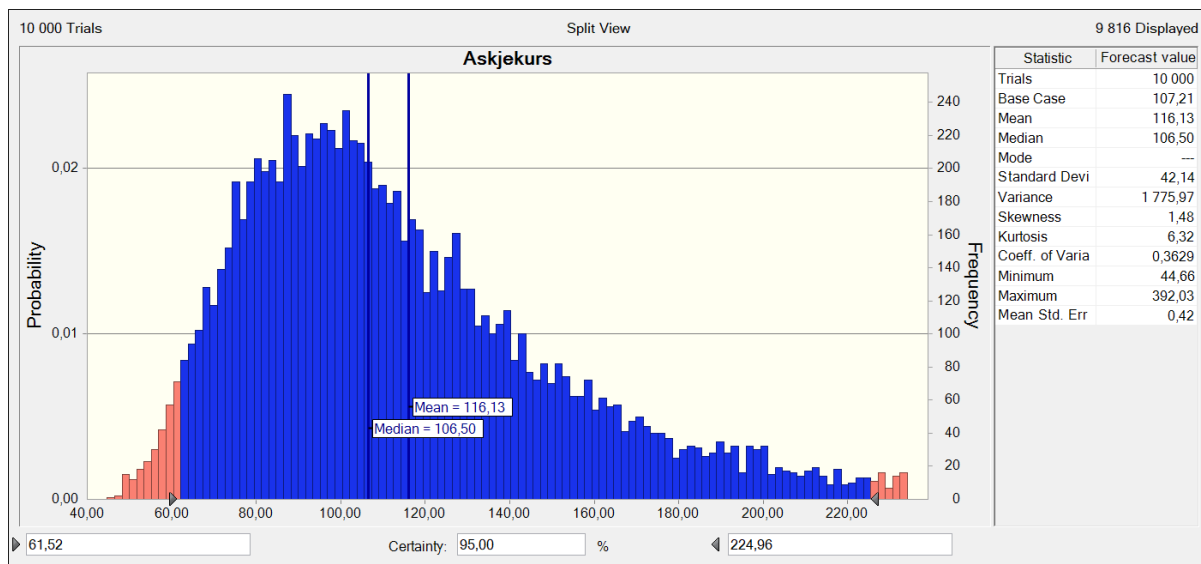
Stabil vekst	Aksjekurs	% endring fra estimert aksjekurs
1%	78	-27%
1,5%	91	-15%
1,75%	99	-7%
Estimert (2%)	107	
2,25%	117	9%
2,5%	128	20%
3%	156	46%

Tabell 29: Sensitivitetsanalyse av stabil vekstrate

Ut fra tabellen kan vi se at en reduksjon i den stabile vekstraten vil medføre en reduksjon i aksjekursen, noe som skyldes en lavere terminalverdi. Hvis vi øker den stabile vekstraten, vil det medføre en økning i aksjekursen. Hvis den stabile vekstraten reduseres til 1 prosent vil det medføre en reduksjon i aksjeprisen på 27 prosent, mens hvis vekstraten øker til 3 prosent vil prisen øke med 46 prosent.

For å bygge videre på sensitivitetsanalysen velger vi å gjennomføre en Monte Carlo simulering ved hjelp av Oracle Crystal Ball. For å gjennomføre en Monte Carlo analyse må det først bestemmes hvilke variabler som skal endres. Deretter skal det lages sannsynlighetsfordelinger for hvert enkelt utfall som kan inntreffe. Videre trekkes tilfeldige verdier for variablene som benyttes i analysen. For å sette opp en sannsynlighetsfordeling for aksjekursen, må man gjenta denne trekningen flere ganger. Ut

fra simuleringen får vi et mer visualiserende bilde på hvor sannsynlig det er for aksjekursen å bli værende på de forskjellige verdiene (Bredesen, 2023).



Figur 13: Resultat fra Monte Carlo simulering i Oracle Crystal Ball

I vår simuleringen endrer vi på avkastningskravet og den stabile veksten samtidig. For å gjøre simuleringen realistisk satte vi begrensninger på verdien til avkastningskravet og den stabile veksten. Den stabile veksten ble satt til å kunne være mellom 0 prosent vekst og 3 prosent vekst inn i fremtiden. Avkastningskravet ble begrenset til 4 prosent som minste mulige avkastningskrav og 7 prosent til det høyeste mulige avkastningskravet.

Når resultatene på sannsynlighetene sees på, viser simuleringen med 95 prosent sikkerhet at prisen til Grieg Seafood sin aksjekurs vil ligge på mellom 62 NOK og 225 NOK. Resultatet vi fant i fra den fundamentale verdsettelsen ga et resultat en aksjekurs på 107 NOK, dette er innenfor det 95 prosent konfidensintervallet. Vi kan også se at median aksjekursen er på 107 NOK, disse funnene styrker våre funn fra den fundamentale verdsettelsen.

10. Konklusjon

Gjennom den strategiske analysen fant vi ut av at en av styrkene til Grieg Seafood er at de driver med differensieringsstrategier for å skille seg ut mot konkurrenter og øke produktets kvalitet. En annen styrke er selskapets kompetanse, kunnskap og innovasjonsevne.

Selskapet har blant annet utviklet sin egen post-smolt strategi og et eget digitaliseringsprogram “Grieg Seafood Precision Farming” som sikrer kvalitet av produktet

sitt. Det er viktig å påpeke at disse ressursene gir selskapet kun et midlertidig fortrinn og ikke et varig. En svakhet for selskapet er at de står overfor høye kostnader, som følge av høye energipriser og generelt økte råvarepriser. Andre svakheter er at de fiskeoppdrettsbransjen har utfordringer knyttet til fiske sykdommer og lakselus, noe som fører til lavere slaktevolum og lavere lønnsomhet.

En svakhet spesielt for oppdrettsselskaper som opererer i Norge, er at det ble innført en grunnrenteskatt på 25 prosent, noe som kan redusere fremtidig inntjening.

Den økende befolkningsveksten i verden, vil skape muligheter for selskapet. Det er forventet en økt etterspørsel etter laks og en økning i det generelle matbehovet. Ettersom det er i havet vi har plass til å øke matproduksjonen, vil dette gi gode muligheter for selskapet å investere i nye anlegg og øke produksjonen. Men den økende inflasjonen og valutarisikoen vil være en trussel for selskapet, i tillegg til at det kan oppstå produksjonsbegrensninger både i Norge og i Canada.

Ifølge nøkkeltallanalysene gjennomført i regnskapsanalysen ligger selskapet godt over det som er minimumskrav for å kunne drive langsiktig. Etter en nedgang i 2020, kan vi se at selskapet er på vei tilbake til der de opprinnelig var. Vi kan derfor oppsummere med å si at selskapet har det bra økonomisk.

Basert på den fundamentale verdsettelsen fikk vi en aksjekurs egenkapitalverdi på 12 milliarder og en aksjekurs på 107 NOK. Den relative verdsettelsen ga oss en aksjekurs på 143,5 NOK. Vi velger kun å benytte resultatet fra den fundamentale verdsettelsen, ettersom aksjekursen fra den relative verdsettelsen påvirkes i stor grad av den høyere P/E verdien til Bakkafrost.

Den virkelige aksjekursen per 30.12.2022 var på 78,6 NOK (Euronext, u.å.), noe som tilsier at aksjen er underpriset. Vi anbefaler derfor å kjøpe Grieg Seafood ASA sin aksje, ettersom det er en 36 prosent oppside fra den virkelige til den estimerte aksjekursen

Referanser:

Asche, F., & Sikveland, M. (2015, 26. august). *The Behavior of Operating Earnings in the Norwegian Salmon Farming Industry*.

<https://www.tandfonline.com/doi/epdf/10.1080/13657305.2015.1057880?needAccess=true>

Bakkafrost. (u.å.). *About Us*. Hentet 21. januar 2024 fra:

<https://www.bakkafrost.com/en/about-us/about-us>

BarentsWatch. (u.å.). *Teknologi for lakseoppdrett*. Hentet 02. februar 2024 fra:

<https://www.barentswatch.no/havbruk/Teknologi>

BarentsWatch. (2024, 1. februar). *Produksjon av laksefisk*.

<https://www.barentswatch.no/havbruk/produksjonlaksefisk>

Berge, A. (2022, 7. desember). *Rekordpriser for laksen i år, men hvordan går det neste år? iLaks*. <https://ilaks.no/rekordpriser-for-laksen-i-ar-men-hvordan-gar-det-neste-ar/>

Bredesen, I. (2023). *Investering og finansiering*. (7. utg.). Gyldendal.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3. utg. Universitet utg.). Wiley

Euronext. (u.å.). *Grieg Seafood*. Hentet 26. april 2024 fra:

<https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0010365521-XOSL#chart>

Fish Pool. (u.å.). *Forward Price History*. Hentet 20. mars 2024 fra:

<https://fishpool.eu/forward-price-history/>

Fiskeridirektoratet. (2021, 20. desember). *Produksjonsområder*. [https://open-data-](https://open-data-fiskeridirektoratet-)

[fiskeridir.hub.arcgis.com/datasets/134cdb6728e54b64b32860970a0b50bf_0/about](https://open-data-fiskeridir.hub.arcgis.com/datasets/134cdb6728e54b64b32860970a0b50bf_0/about)

Furuset, A. (2023, 1. juni). *Lakseskatt på 25 prosent vedtatt i Stortinget*. Dagens Næringsliv. <https://www.dn.no/havbruk/grunnrenteskatt/laks/havbruk/lakseskatt-pa-25-prosent-vedtatt-i-stortinget/2-1-1459003>

Furuset, A. (2018, 22. september). *Grieg Seafood har åpnet nytt pilotanlegg i Rogaland*. Fiskeribladet. <https://www.fiskeribladet.no/nyheter/grieg-seafood-har-åpnet-nytt-pilotanlegg-i-rogaland/8-1-62398>

Government of Canada. (2019, 28. mai). *Infographic: How fish farming is regulated in Canada*. <https://www.dfo-mpo.gc.ca/aquaculture/publications/fish-farm-pisciculture-eng.htm>

Grieg Seafood. (u.å.-a). *About us: We are sea farmers*. Hentet 16. januar 2024 fra:

<https://griegseafood.com/about-us>

Grieg Seafood. (u.å.-b). *Promising outlook for post-smolt as solution*. Hentet 12. februar 2024 fra: <https://griegseafood.com/news/promising-outlook-for-post-smolt-as-a-solution>

Grieg Seafood. (u.å.-c). *Recirculating Aquaculture Systemts (RAS)*. Hentet 23. januar 2024 fra: <https://griegseafood.com/our-impact-recirculating-aquaculture-systems>

Hayes, A. (2022, 19. mars). Free Cash Flow to the Firm (FCFF): Examples and Formulas. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflowfirm.asp>

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

Hoff, K & Helbæk, M. (2021). *Økonomistyring 2*. (7. utg.). Universitetsforlaget.

Husøy, E. R. (2023, september 20). *Renten kan bli høyere enn ventet: – Uutholdelig*. E24. <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/jljmoz/renten-kan-bli-hoyere-enn-ventet-uutholdelig>

iLaks. (2023, 17. november). *Norske oppdrettsselskaper mer enn doblet resultatet fra 2021 til 2022*. <https://ilaks.no/norske-oppdrettsselskaper-mer-enn-doblet-resultatet-fra-2021-til-2022/>

Jones, C. I. (2021). *Macroeconomics* (5. utg.). W.W.NORTON & COMPANY.

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Fagbokforlaget.

Knudsen, C. (2023, 21. mars). *Norske oppdrettere går igjen til retten etter laksestans i Canada*. E24. <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/P4a9M0/norske-oppdrettere-gaar-igjen-til-retten-etter-laksestans-i-canada>

Knudsen, C. (2021, 15. november). *Hundremillioner smell for utfasing i Canada*. E24. <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/qW3kag/hundremillionerssmell-for-utfasing-i-canada>

Kotler, P., Armstrong, G., & Parment, A. (2020). *Principles of Marketing* (Scandinavian edition ed.) Pearson.

Laksefakta. (2021, 12. november). *Laks til middag?* <https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/laks-til-middag/>

Laks. (u.å.). *Arnes lunsjprat*. Hentet 03. februar 2024 fra: <https://laks.no/lakseeventyret/>

Lerøy Seafood. (u.å.). *Om oss*. Hentet 16 januar 2024 fra: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>

Lien, L. B., Knudsen, E. S., & Baardsen, T. Ø. (2022). *Strategiboken*. (3. utg.). Fagbokforlaget.

Lien, L. B., Knudsen, E. S., & Baardsen, T. Ø. (2017). *Strategiboken*. (2. utg.). Fagbokforlaget.

Lånekassen. (u.å.). *Historisk renteutvikling*. Hentet 01. mars 2024 fra: <https://lanekassen.no/nb-NO/gjeld-og-betaling/renter-og-gebyrer/historisk-renteutvikling2/>

- MarketScreener. (u.å.). *Grieg Seafood ASA*. Hentet 15. januar 2024 fra: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/GRIEG-SEAFOOD-ASA-1413163/company/>
- Misund, B. (2023, 21. januar). *Fiskeoppdrett*. I Store norske leksikon. <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Misund, B. (2022). *Cost development in Atlantic salmon and rainbow trout farming: What is the cost of biological risk?* NORCE. https://norceresearch.brage.unit.no/norceresearch-xmlui/bitstream/handle/11250/3034859/NORCE%20report%20no.%2041-2022%2C%20H%26S_eng.pdf?sequence=13&isAllowed=y
- Mowi. (u.å.-a). *Om oss*. Hentet 20. januar 2024 fra: <https://mowi.com/no/om-oss/>
- Mowi. (u.å.-b). *Mowi 4.0 Smart Farming*. Hentet 06 februar fra: <https://mowi.com/products/salmon-farming/mowi-4-0-smart-farming/>
- Mowi. (2023). *Salmon Farming Industry Handbook 2023*. <https://mowi.com/wp-content/uploads/2023/06/2023-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2023.pdf>
- Naug, T., & Sti, A. D. (1998). *Innføring i bedriftsøkonomi og økonomistyring* (1. utg.). Universitetsforlaget.
- Nielsen, H. (2020, 13. november). *R-Squared*. Aksjesnakk. <https://aksjesnakk.com/2020/11/13/r-squared/>
- Norges Bank. (u.å.). *Statlån - Generiske Renter*. Hentet 3. april 2024 fra: <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=A&startdate=2017-01-01&stopdate=2022-12-31>
- Norges Sjømatråd. (2024, 4. januar). *Prisvekst og svak krone ga eksportrekord for norsk sjømat i 2023*. <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/prisvekst-og-svak-krone-ga-eksportrekord-for-norsk-sjomat-i-2023/>
- Pham, G. (u.å.). *Lakseprisen i veke 13*. Statistisk sentralbyrå. Hentet 04. april 2024 fra: <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/eksport-av-laks/artikler/laksepris>
- Raknerud, V. K. (2022, 28. september). *Grunnrenteskatt på oppdrett tas opp av skuffen*. PricewaterhouseCoopers. <https://blogg.pwc.no/skattebloggen/grunnrenteskatt-paa-oppdrett-tas-opp-av-skuffen>
- Regjeringen. (2022, 28. september). *Grunnrenteskatt på havbruk*. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>
- Regjeringen. (2021, 11. oktober). *Norsk havbruksnæring*. <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/>

- Riss, C. & Moen, E. R. (2021). *Moderne mikroøkonomi*. (4. utg.). Gyldendal.
- SalMar. (u.å.). *Historien*. Hentet 16. januar 2024 fra: <https://www.salmar.no/om-salmar/salmar-i-dag/historien/>
- Sander, K. (2023a, 25. juli). *PESTEL - analyse (analyse av makroomgivelsene)*. <https://estudie.no/pestel-analyse/>
- Sander, K. (2023b, 17. januar). *SVIMA / VRIO - analyse (ressursanalyse)*. <https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/>
- Schildrop, T. (2021, 4. utg.). *Bedre smittekontroll med landbaserte oppdrettsanlegg*. Norsk Veterinær Tidsskrift https://nvt.vetnett.no/journal/2021/4/p-1/Bedre_smittekontroll_med_landbaserte_oppdrettsanlegg
- Smarte Penger. (2023, 31. oktober). *Dette er Nibor - Norwegian Interbank Offered Rate* <https://www.smartepenger.no/bank-og-kort/3722-nibor>
- SINTEF. (2023, 16. mars). *Åtte år med eksponert oppdrett oppsummert*. <https://www.sintef.no/siste-nytt/2023/enter-the-title-atte-ar-med-eksponert-oppdrett-oppsummert-of-the-page/>
- Strandal, J. (2022, 29. september). *Slik gjør du en verdivurdering av selskapet ditt*. Pareto Bank. <https://paretobank.no/blogg/slik-gj%C3%B8r-du-en-verdivurdering-av-selskapet-ditt>
- Sunnhetsrådet. (u.å.). *20 TYPER MAT MED MYE PROTEIN*. Hentet 08. april 2024 fra: <https://www.xn--sunnhetsrdet-1cb.no/artikler/mat-med-mye-protein>
- Thorsvik, J. (2021). *Hvordan organisasjoner fungerer* (5. utg.). Fagbokforlaget
- Thøgersen, J. (2016). *Mikroøkonomi - kort og godt* (1. utg.). Universitetsforlaget.
- Tveita, O. (2023, 2. februar). *Økning i rentene*. SSB. <https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/finansinstitusjoner-og-andre-finansielle-foretak/statistikk/renter-i-banker-og-kredittforetak/artikler/okning-i-rentene20230202>
- Tveterås, R., Reve, T., Haus-Reve, S., Misund, B., & Blomgren, A. (2019, august). *En konkurransedyktig og kunnskapsbasert havbruksnæring*. https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2019/08/BI_2019_En-konkurransedyktig-og-kunnskapsbasert-havbruksn%C3%A6ring.pdf
- Visma. (u.å.). *Gjeldsgrad*. Visma. Hentet 25. april 2024 fra: https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-debt-to-equity-ratio.htm
- World Bank. (u.å.). Hentet 25. april 2024 fra: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=NO>

YCharts. (u.å.). Hentet 12. april 2024 fra:
<https://ycharts.com/dashboard/#/?activeTabDashboardId=-1>

Årsrapporter:

Bakkafrost. (2019). *Annual Report 2018*.
https://bakkafrost.cdn.fo/savn/2022/bakkafrost_annualreport_2018_web.pdf?s=akDpZhpn1-u390H02TekrGLyOxk

Bakkafrost. (2020). *Annual Report 2019*.
https://bakkafrost.cdn.fo/savn/2356/bf_annualreport_web_2019.pdf?s=DCgdItewpTovaWQVXMA_PDUJFzU

Bakkafrost. (2021). *Annual Report 2020*.
https://bakkafrost.cdn.fo/savn/3115/bf_annualreport_2020-web_01.pdf?s=8emo2oxJr2DXrPHhQwWHeebe0eM

Bakkafrost. (2022). *Annual Report 2021*.
https://bakkafrost.cdn.fo/savn/3567/bakkafrost_annual_report_2021.pdf?s=xEXWUAg5jDWzRc_CZchXmpauS7E

Bakkafrost. (2023). *Annual Report 2022*. <https://bakkafrost.cdn.fo/savn/4112/bakkafrost-annual-report-2022.pdf?s=IcFzp4RTJDnoujYYCbp517hH0Ko>

Grieg Seafood. (2019). *Annual Report 2018*.
<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/5bdf99b39fafa4acd0594e787cc03e86612971eb.pdf>

Grieg Seafood. (2020). *Annual Report 2019*.
<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/f02f99493b5af629a2c5857171a75c60c2633117.pdf>

Grieg Seafood. (2021). *Annual Report 2020*.
<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/00b861e440a33024de1ef91cfd70fc2beb48bc3e.pdf>

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

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

Lerøy Seafood Group. (2019). *Årsrapport 2018*.
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rappporter/arsrappporter/arsrapport-2018.pdf>

Lerøy Seafood Group. (2020). *Årsrapport 2019*.
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rappporter/arsrappporter/leroy-arsrapport-2019.pdf>

Lerøy Seafood Group. (2021). *Årsrapport 2020*. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rappporter/arsrappporter/arsrapport-2020.pdf>

Lerøy Seafood Group. (2022). *Årsrapport 2021*. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rappporter/arsrappporter/arsrapport-2021/lsg-aarsrapport-2021.pdf>

Lerøy Seafood Group. (2023). *Årsrapport 2022*. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rappporter/arsrappporter/lfs-arsrapport-22-240523-.pdf>

Mowi. (2019). *Integrated Annual Report 2018*. <https://hugin.info/209/R/2239765/882920.pdf>

Mowi. (2020). *Integrated Annual Report 2019*. https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi_Annual_Report_2019.pdf

Mowi. (2021). *Integrated Annual Report 2020*. https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2020.pdf

Mowi. (2022). *Integrated Annual Report 2021*. https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi_Annual_Report_2021.pdf

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

SalMar. (2019). *Annual Report 2018*. <https://hugin.info/138695/R/2242726/885263.pdf>

SalMar. (2020). *Annual Report 2019*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/74e5d277-5302-41ee-af23-4a7785858807>

SalMar. (2021). *Annual Report 2020*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/3a869ed4-be25-4ad7-b1c1-39e901bb207f>

SalMar. (2022). *Annual Report 2021*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/3781f230-d728-4a34-9ba3-53d59a8db537>

SalMar. (2023). *Annual Report 2022*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a1b33242-6c5a-4ebf-96d6-e6870f9d8994>