

Bacheloroppgave
ved Handelshøyskolen UiS



Verdsettelse av Grieg Seafood ASA

Daria Goral og Astrid Jåstad Kallelid



Universitetet
i Stavanger

**HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
TEMATISKE RETNING:

Regnskap og finans

TITTEL:

Verdsettelse av Grieg Seafood ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Grieg Seafood ASA

FORFATTERE:

Kandidatnr:

1607
.....

1550
.....

Navn:

Daria Goral
.....

Astrid Jåstad Kallelid
.....

VEILEDER:

Kristoffer Wigestrands Eriksen

Forord

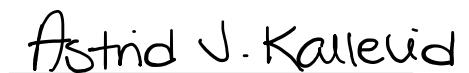
Denne bacheloroppgaven skrives som en avslutning av vårt bachelorstudium i økonomi og administrasjon ved Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger. Gjennom studiet fikk vi begge en interesse for verdsettelse, og valgte derfor dette temaet for vår bacheloroppgave. Siden starten av studiet høsten 2021 har vi tilegnet oss mye kunnskap innen økonomiske og administrative fag, og gjennom bacheloroppgaven har vi fått muligheten til å anvende og sette sammen teorien i praksis. Arbeidet med oppgaven har i tillegg lært oss mye om å analysere og reflektere over egne valg, samtidig med å ha en konkret problemstilling i bakhodet.

Vi vil takke vår veileder Kristoffer Wigestrands Eriksen som gjennom hele semesteret har bidratt med gode råd og konstruktiv kritikk. Han har vært tilgjengelig og fleksibel, og gjort det mulig for oss å levere en bachelor av god kvalitet.

Stavanger, mai 2024



Daria Goral



Astrid Jåstad Kallelid

Sammendrag

Formålet med vår bacheloroppgave er å verdsette selskapet Grieg Seafood ASA, ved hjelp av hovedproblemstillingen:

«Hva er egenkapitalverdien og tilhørende aksjepris til Grieg Seafood ASA, per 31.12.2023?»

Vi starter oppgaven med å presentere Grieg Seafood og oppdrettsbransjen, for å gi et innblikk i selskapet og bransjen den opererer i. Gjennom oppgaven har vi valgt å konsekvent sammenligne Grieg Seafood med konkurrentene SalMar ASA, Lerøy Seafood Group ASA og Mowi ASA. Videre gir vi en innføring i verdsettelsesteori, som vil bli brukt til å verdsette selskapet senere i oppgaven. Deretter gjennomfører vi to forskjellige analyser; en strategisk analyse, der vi ser på selskapets posisjon i markedet, og en regnskapsanalyse. Den strategiske analysen tar for seg selskapets eksterne faktorer gjennom en PESTEL-analyse og Porters fem krefter, og deretter de interne faktorene gjennom en VRIO-analyse. Den strategiske analysen oppsummeres til slutt gjennom en SWOT-analyse. I regnskapsanalysen analyserer vi selskapets historiske nøkkeltall sammenlignet med de valgte konkurrentenes nøkkeltall.

Vi bruker deretter funnene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen til å utarbeide et fremtidsregnskap, med våre estimerte fremtidige prognoser for selskapet. Vi finner så avkastningskravet som brukes til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til nåverdi, og foretar en verdiberegning ved hjelp av både en fundamental og en relativ verdsettelse. I tillegg utarbeider vi en sensitivitetsanalyse, som tester hvor sensitiv aksjeprisen vi fant er til endringer i ulike variabler. Den fundamentale verdsettelsen gir oss en aksjepris på 83,54kr, mens den relative verdsettelsen gir en aksjepris på 101,82kr. Vi velger å vektlegge den relative verdsettelsen med $\frac{1}{3}$ og den fundamentale verdsettelsen med $\frac{2}{3}$, ettersom den fundamentale verdsettelsens tilnærming er den mest grundige og tidkrevende. Vi ender derfor opp med en endelig aksjepris på 89,63kr.

Gjennom oppgaven har vi tilegnet oss nok informasjon til å svare på underproblemstillingen:

«Med utgangspunkt i resultatene fra den foretatte verdsettelsen, anbefaler vi en fiktiv investor å selge, holde eller kjøpe aksjer i Grieg Seafood ASA?»

På bakgrunn av funnene i oppgaven konkluderer vi med at vi gir en sterk kjøpsanbefaling til den fiktive investoren.

Innholdsfortegnelse

FORORD	III
SAMMENDRAG.....	IV
FIGUR-, FORMEL- OG TABELLOVERSIKT	IX
FIGURER	IX
FORMLER.....	IX
TABELLER	IX
1. INNLEDNING.....	1
1.1 FORMÅL OG MOTIVASJON	1
1.2 PROBLEMSTILLING OG AVGRENSNING	1
1.3 OPPGAVENS STRUKTUR	2
2. GRIEG SEAFOOD ASA	3
2.1 HISTORIE	3
2.2 ORGANISASJONSSTRUKTUR	4
2.3 VISJON OG VERDIER.....	5
2.4 VERDIKJEDEN	6
3. OPPDRETTSNÆRINGEN.....	8
3.1 NÆRINGENS HISTORIE.....	8
3.2 DEN NORSKE OPPDRETTSNÆRINGEN.....	9
3.3 KONSESJONER.....	11
3.4 DRIVERE FOR ETTERSPOERSEL.....	12
3.5 LAKSEPRISEN.....	13
3.6 GRUNNRENTESKATT	14
3.7 KONKURRENTER	15
4. VERDSETTELSESTEORI.....	16
4.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	16
4.1.1 Egenkapitalmetoden	17
4.1.2 Totalkapitalmetoden.....	20
4.1.3 Terminal Verdi	21
4.2 RELATIV VERDSETTELSE	22
4.2.1 Sammenlignbare selskaper.....	22
4.2.2 P/E.....	22
4.2.3 P/B.....	23
4.3 VALG AV METODE	24
5. STRATEGISK ANALYSE.....	25
5.1 PESTEL-ANALYSE	25
5.1.1 Politiske og juridiske forhold	25
5.1.2 Økonomiske forhold	27
5.1.3 Sosiokulturelle forhold	28
5.1.4 Teknologiske forhold	29
5.1.5 Miljømessige forhold.....	30
5.1.6 Konklusjon.....	32
5.2 PORTERS FEM KREFTER.....	32
5.2.1 Konkurransen i markedet.....	32

5.2.2 Trussel om nyetableringer.....	34
5.2.3 Substitutter	34
5.2.4 Kundenes makt	36
5.2.5 Leverandørers makt.....	37
5.2.6 Konklusjon.....	37
5.3 VRIO.....	38
5.3.1 Lokasjoner	38
5.3.2 Finansiell situasjon	39
5.3.3 Teknologiske nyvinninger.....	39
5.3.4 Oppsummering	40
5.4 SWOT-ANALYSE	41
6. REGNSKAPSANALYSE	43
6.1 HISTORISK UTVIKLING	43
6.2 LØNNSOMHET	45
6.2.1 Totalkapitalrentabilitet.....	45
6.2.2 Egenkapitalrentabilitet.....	46
6.2.3 Driftsmargin	47
6.3 LIKVIDITET	48
6.3.1 Likviditetsgrad 1.....	48
6.3.2 Likviditetsgrad 2.....	49
6.4 FINANSIERING OG SOLIDITET	50
6.4.1 Egenkapitalprosent.....	50
6.4.2 Gjeldsgrad.....	51
6.5 KONKLUSJON AV REGNSKAPSANALYSEN.....	51
7. PROGNOSE AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER	53
7.1 INNTEKTSPROGNOSE.....	53
7.1.1 Slaktevolum	53
7.1.2 Laksepris	54
7.1.3 Oppsummering av driftsinntekter.....	55
7.2 KOSTNADSPROGNOSE	55
7.2.1 Varekostnader	55
7.2.2 Lønns- og personalkostnader.....	56
7.2.3 Andre driftskostnader.....	57
7.2.4 Oppsummering av driftskostnader	58
7.3 AVSKRIVNINGER.....	59
7.4 SKATT.....	59
7.5 ARBEIDSKAPITAL.....	60
7.6 INVESTERINGER	61
7.7 OPPSUMMERING AV ESTIMERTE KONTANTSTRØMMER	63
7.8 TERMINALVEKST	63
8. AVKASTNINGSKRAV	64
8.1 AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	64
8.1.1 Risikofri rente.....	64
8.1.2 Regresjonsbeta	64
8.1.3 Fundamental beta.....	66
8.1.4 Justert beta	66
8.1.5 Markedets risikopremie.....	67
8.1.6 Oppsummering av avkastningskravet til egenkapitalen.....	67
8.2 AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN	68

8.2.1 Markedsverdi av egenkapitalen	68
8.2.2 Egenkapitalkostnad	69
8.2.3 Markedsverdi av gjeld	69
8.2.4 Gjeldskostnad	69
8.2.5 Skatt	71
8.2.6 Oppsummering av avkastningskravet til totalkapitalen	71
9. VERDIBEREGNING VED FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	72
10. SENSITIVITETSANALYSE	74
11. RELATIV VERDSETTELSE.....	75
11.1 P/E-MULTIPPEL	75
11.2 P/B-MULTIPPEL.....	76
11.3 OPPSUMMERING	76
12. VERDIESTIMAT	77
13. KONKLUSJON.....	78
14. KRITIKK TIL OPPGAVEN	79
15. REFERANSELISTE.....	80

Figur-, formel- og tabelloversikt

Figurer

FIGUR 1 - TIDSLINJE OVER SELSKAPETS HØYDEPUNKTER GJENNOM HISTORIEN	3
FIGUR 2 – ORGANISASJONSSTRUKTUREN TIL GRIEG SEAFOOD ASA	5
FIGUR 3 - VERDIKJEDEN TIL GRIEG SEAFOOD.....	6
FIGUR 4 - DE STØRSTE MARKEDENE FOR NORSK LAKS, MÅLT I MENGDE (TONN)	10
FIGUR 5 - DE STØRSTE MARKEDENE FOR NORSK LAKS, MÅLT I VERDI (MRD NOK)	10
FIGUR 6 - UTVIKLING I LAKSEPRISEN I NOK FRA 2000 TIL 2023	13
FIGUR 7 - EKSPORTMENGDE LAKS DE SISTE 10 ÅRENE.....	28
FIGUR 8 - EKSPORTVERDI LAKS DE SISTE 10 ÅRENE.....	28
FIGUR 9 – PRISUTVIKLING	35
FIGUR 10 – SWOT-ANALYSE AV GRIEG SEAFOOD ASA	41
FIGUR 11 - REGRESJONSANALYSE AV GRIEG SEAFOOD	65

Formler

FORMEL 1 - NÅVERDI AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER.....	16
FORMEL 2 - AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL, CAPM	18
FORMEL 3 - BETA.....	19
FORMEL 4 - AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITAL, WACC.....	20
FORMEL 5 - TERMINAL VERDI.....	21
FORMEL 6 - KOMPLETT FORMEL FOR SELSKAPETS VERDI	22
FORMEL 7 - P/E-MULTIPPEL	23
FORMEL 8 - P/B-MULTIPPEL.....	23
FORMEL 9 - TOTALKAPITALENS RENTABILITET	46
FORMEL 10 - EGENKAPITALENS RENTABILITET FØR SKATT	46
FORMEL 11 – DRIFTSMARGINEN	47
FORMEL 12 - LIKVIDITETSGRAD 1	48
FORMEL 13 - LIKVIDITETSGRAD 2	49
FORMEL 14 – EGENKAPITALPROSENT	50
FORMEL 15 – GJELDSGRAD.....	51
FORMEL 16 - ARBEIDSKAPITAL.....	60
FORMEL 17 - JUSTERT BETA	66

Tabeller

TABELL 1 - FORENKLET FREMGANGSMÅTE FRI KONTANTSTRØM TIL EGENKAPITAL, FCFE	17
TABELL 2 – FORENKLET FREMGANGSMÅTE FRI KONTANTSTRØM TIL TOTALKAPITALEN, FCFF.....	20
TABELL 3 - OPPSUMMERING PORTERS FEM KREFTER.....	38
TABELL 4 - OPPSUMMERING VRIO.....	40
TABELL 5 - HISTORISK RESULTATREGNSKAP	44
TABELL 6 - HISTORISK BALANSE	45
TABELL 7 - UTVIKLING I TOTALKAPITALENS RENTABILITET.....	46
TABELL 8 - UTVIKLING I EGENKAPITALENS RENTABILITET.....	47
TABELL 9 - UTVIKLING I DRIFTSMARGIN	48
TABELL 10 - UTVIKLING I LIKVIDITETSGRAD 1.....	49
TABELL 11 - UTVIKLING I LIKVIDITETSGRAD 2.....	49
TABELL 12 - UTVIKLING I EGENKAPITALPROSENTEN.....	50

TABELL 13 - UTVIKLING I GJELDSGRADEN	51
TABELL 14 - HISTORISK SLAKTEVOLUM FOR GRIEG SEAFOOD	53
TABELL 15 - ESTIMERT UTVIKLING I SLAKTEVOLUM	54
TABELL 16 - HISTORISK LAKSEPRIS	54
TABELL 17 - ESTIMERT FREMTIDIG LAKSEPRIS	55
TABELL 18 - ESTIMERTE FREMTIDIGE DRIFTSINNTEKTER	55
TABELL 19 - HISTORISKE VAREKOSTNADER SOM PROSENTANDEL AV DRIFTSINNTEKTER	56
TABELL 20 - ESTIMERTE FREMTIDIGE VAREKOSTNADER	56
TABELL 21 - HISTORISKE LØNNS- OG PERSONALKOSTNADER SOM PROSENTANDEL AV DRIFTSINNTEKTER	57
TABELL 22 - ESTIMERTE FREMTIDIGE LØNNS- OG PERSONALKOSTNADER	57
TABELL 23 - HISTORISKE ANDRE DRIFTSKOSTNADER SOM PROSENTANDEL AV DRIFTSINNTEKTER	57
TABELL 24 - ESTIMERTE FREMTIDIGE ØVRIGE DRIFTSKOSTNADER	58
TABELL 25 - TOTALE FREMTIDIGE DRIFTSKOSTNADER	58
TABELL 26 - FREMTIDIG EBITDA	58
TABELL 27 - HISTORISK UTVIKLING I AVSKRIVNINGER	59
TABELL 28 - ESTIMERTE FREMTIDIGE AVSKRIVNINGER	59
TABELL 29 - HISTORISK UTVIKLING I ARBEIDSKAPITAL	61
TABELL 30 - ESTIMERT ARBEIDSKAPITAL	61
TABELL 31 - HISTORISK UTVIKLING AV INVESTERINGENE TIL GRIEG SEAFOOD	62
TABELL 32 - ESTIMERTE INVESTERINGER	62
TABELL 33 - OPPSUMMERING ESTIMERT FRI KONTANTSTRØM TIL TOTALKAPITALEN	63
TABELL 34 - GJENNOMSNIITTLIG REGRESJONSBETA	65
TABELL 35 - BEREGNING AV FUNDAMENTAL BETA	66
TABELL 36 - JUSTERT LEVERED BETA	67
TABELL 37 - AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL	68
TABELL 38 - MARKEDSVERDIEN AV EGENKAPITALEN TIL GRIEG SEAFOOD ASA	68
TABELL 39 - PÅSLAG FOR MISLIGHOLDSRISIKO, DAMODARAN 2023	70
TABELL 40 - RENTEDEKNINGSGRADEN TIL GRIEG SEAFOOD	70
TABELL 41 - BEREGNING AV NÅVERDIEN TIL KONTANTSTRØMMER OG TERMINALVERDI	72
TABELL 42 - BEREGNING AV EGENKAPITALVERDI	73
TABELL 43 - BEREGNING AV AKSJEVERDI	73
TABELL 44 - NYE AKSJEPRISER	74
TABELL 45 - NYE AKSJEPRISER	74
TABELL 46 - P/E-MULTIPPEL	75
TABELL 47 - P/B-MULTIPPEL	76
TABELL 48 - AKSJEKURS ESTIMERT VED RELATIV VERDSETTELSE	76
TABELL 49 - BEREGNING AV VEKTET ENDELIG AKSJEKURS	77

1. Innledning

1.1 Formål og motivasjon

Hensikten med denne bacheloroppgaven er å foreta en fundamental verdsettelse av selskapet Grieg Seafood ASA. Målet med analysen er å estimere egenkapitalverdien til selskapet per 31.12.2023. Resultatet av analysen skal deretter brukes til å svare på om selskapet er underpriset, korrekt priset eller overpriset i forhold til selskapets børskurs på Oslo Børs, samt gi en anbefaling om handlingsstrategi til en fiktiv investor.

Ambisjonen bak valg av fagområde og tema for oppgaven var å finne noe som vi oppfatter som interessant og ønsker å utforske mer, men som samtidig tester kunnskapene våre innenfor flere fagområder. Verdsettelsesoppgaven gir oss muligheten til å utnytte kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom en rekke forskjellige kurs som vi har vært gjennom i løpet av bachelorstudiet, fordelt på fagfelt innen finans, regnskap og strategi. Ved å velge selskapet Grieg Seafood ASA, som er en av de ledende aktørene innen lakseoppdrett, får vi samtidig en innsikt i den nest største eksportnæringen i Norge (Grieg Seafood, u.å.-a) (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021a).

1.2 Problemstilling og avgrensning

Hovedproblemstillingen til oppgaven er:

«Hva er egenkapitalverdien og tilhørende aksjepris til Grieg Seafood ASA, per 31.12.2023?»

For å komme frem til løsningen på problemstillingen skal vi ta i bruk en rekke verktøy for strategisk analyse, neddiskontert kontantstrøm modell for fundamental verdsettelse, samt relativ verdsettelse med bruk av multipler. Svarene som kommer fram gjennom analysene skal så brukes til å besvare vår underproblemstilling som lyder som følger:

«Med utgangspunkt i resultatene fra den foretatte verdsettelsen, anbefaler vi en fiktiv investor å selge, holde eller kjøpe aksjer i Grieg Seafood ASA?»

Analysene, verdsettelsen og alle foretatte utregninger som blir gjort i oppgaven er basert på årsregnskapene og kvartalsrapportene til Grieg Seafood ASA, og annen offentlig tilgjengelig informasjon. Ingen intern informasjon blir hentet og tatt i bruk. Regnskapsanalysen tar utgangspunkt i historisk data fra år 2019 til 2023. Det blir ikke tatt høyde for svingninger i valutakurser ved estimering av fremtidige salgsinntekter i terminalverdiberegningen.

1.3 Oppgavens struktur

Oppgaven begynner med en presentasjon av selve selskapet, Grieg Seafood ASA, i kapittel 2 og bransjen som selskapet opererer i, i kapittel 3.

I kapittel 4 presenteres verdsettelsesteori ved en gjennomgang av de viktigste punktene innenfor fundamental verdsettelse og relativ verdsettelse.

Kapittel 5 går gjennom en strategisk analyse, der det blir tatt i bruk fire analyseverktøy. Den strategiske analysen består av ekstern analyse, som innebærer en PESTEL-analyse og Porters fem konkurransekrefter, samt en intern analyse hvor VRIO-rammeverket tas i bruk. Samlede funn blir deretter presentert i en SWOT-analyse.

Deretter beveger vi oss mot en regnskapsanalyse i kapittel 6, hvor vi får et innblikk i selskapets finansielle situasjon. Basert på blant annet denne analysen utarbeides et fremtidsregnskap for selskapet i kapittel 7.

Kapittel 8 består av en gjennomgang og beregning av nødvendige avkastningskrav.

Kapittel 9 og 10 tar fatt i selve beregningen av aksjekurs for selskapet ved fundamental og en sensitivitetsanalyse av utvalgte variabler.

I kapittel 11 foretar vi en relativ verdsettelse som et supplement til den fundamentale verdsettelsen.

Verdiestimatet av aksjeprisen til Grieg Seafood ASA presenteres deretter i kapittel 12.

Kapittel 13 består av konklusjonen som tar for seg besvarelsen av problemstillingene.

Avslutningsvis går vi gjennom kritikk til den skrevne oppgaven i kapittel 14.

2. Grieg Seafood ASA

Følgende kapittel gir en innføring i selskapets historie, deres mål og visjoner, samt selve strukturen av selskapet og deres drift. Grieg Seafood ASA ble startet av entreprenøren Per Grieg Jr. tidlig på 1990-tallet, og har i dag vokst til å bli et av Norges ledende selskaper innen lakseoppdrett. Selskapet forsyner befolkningen i alle verdensdeler med sunn, proteinrik og bærekraftig mat. I 2023 klarte selskapet å produsere laks som tilsvarer 1 200 000 middager hver eneste dag (Grieg Seafood, 2024, s. 3).

2.1 Historie

På begynnelsen av 90-tallet startet Per Grieg Jr. Grieg Seafood på Vestlandet, ved at det i 1992 ble opprettet et trading selskap under navnet Grieg Seafood Salmon, og en lakseoppdrettsinvestor Bioinvest. Seks år senere, i 1998, ble Grieg Seafood Rogaland opprettet. Selskapet startet sin drift i utlandet først i 2001, da de kjøpte opp Scandic Marine Ltd. i British Columbia, og etablerte Grieg Seafood BC. Grieg Seafood slo seg sammen med Volden Group, og dannet Grieg Seafood Finnmark i 2006. I 2007 ble Grieg Seafood børsnotert på Oslo Børs, samtidig som de kjøpte opp Hjaltland Ltd. i Shetland. Dette var starten på Grieg Seafood Shetland. Tre år senere, i 2010, gikk de sammen med Bremnes Seashore, og etablerte salgssfirmaet Ocean Quality (Grieg Seafood, u.å.-g).



Figur 1 - Tidslinje over selskapets høydepunkter gjennom historien

(Grieg Seafood, u.å.-g)

Siden etableringen av Grieg Seafood har selskapet gjennomgått flere restruktureringer og etableringer av nye firmaer, samtidig som de har fått flere sertifiseringer. Grieg Seafoods avdelinger i Rogaland, British Columbia, Shetland og Finnmark er alle sertifisert av

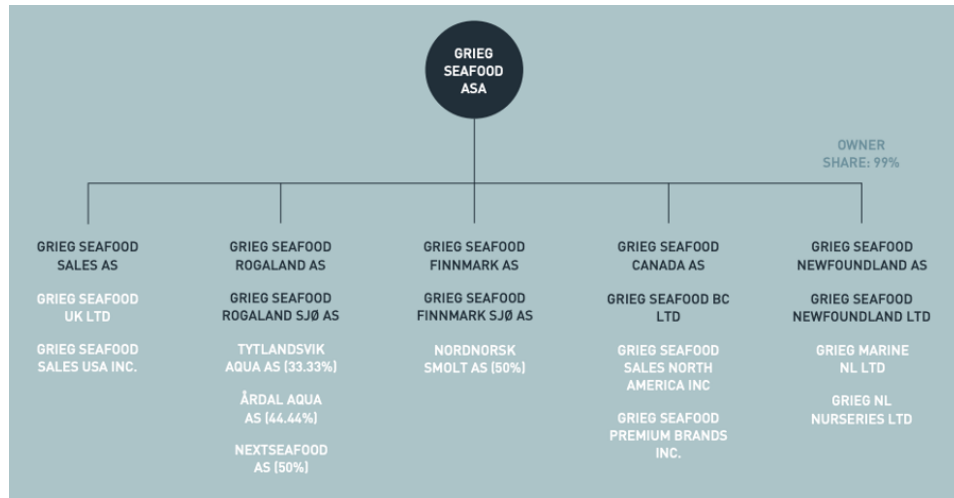
GLOBALG.A.P. G.A.P.-delen i GLOBALG.A.P står for Good Agriculture Practice, og har gjennom årene blitt en av de mest etterspurte sertifiseringsstandardene. Det som skiller GLOBALG.A.P. sine sertifiseringer fra andre er at de fremmer mattrygghet og bærekraft, dyrevelferd, arbeidernes helse og trygghet, og biologisk mangfold (ASC Consultants, 2021). De overnevnte faktorene blir mer og mer aktuelle og er relevante for både bedrifter og forbrukerne i markedet. GLOBALG.A.P. sertifiserer ikke bare tradisjonelt gårdsbruk, men har også utvidet til frukt, blomster og fisk, med forskjellige standarder utfra hvilken bransje bedriftene er i (GLOBALG.A.P, u.å.).

I 2020 og 2021 solgte Grieg Seafoods Shetlandavdeling og avviklet Ocean Quality, for å fokusere på de geografiske områdene der de ser størst potensiale for bærekraftig vekst. Samtidig som avdelingen i Shetland ble solgt, startet de ny drift i Newfoundland øst i Canada. Flyttingen til Newfoundland vil gjøre at Grieg Seafood kan utnytte det voksende markedet i Nord-Amerika med lokal oppdrettslaks fra Canadas kyst, samtidig som de slipper å bruke kostbar og lite miljøvennlig frakting med fly (Grieg Seafood, 2023, s. 10).

2.2 Organisasjonsstruktur

Grieg Seafood ASA inngår i et komplisert konsern med totalt 48 selskaper, hvor Grieg Maturitas AS er det høyeste morselskapet. Morselskapet til Grieg Seafood ASA er Grieg Aqua AS, og eier 50% av selskapets aksjer. Grieg Seafood ASA har totalt 5 datterselskap, hvor noen av dem også har egne datterselskap. Fire av datterselskapene er fordelt etter hvor selskapet driver virksomheten sin, som er Rogaland og Finnmark i Norge, og British Columbia og Newfoundland i Canada. Det siste datterselskapet, Grieg Seafood Sales AS er et eget selskap dedikert til salg (Grieg Seafood, 2024, s. 88).

Grieg Seafood ASAs organisasjonsstruktur



Figur 2 – Organisasjonsstrukturen til Grieg Seafood ASA

En oversikt over de ulike produksjonsavdelingene til selskapet (Grieg Seafood, 2024, s. 88)

2.3 Visjon og verdier

Grieg Seafoods visjon for deres virksomhet er «*Rooted in nature – farming the ocean for a better future*». Gjennom visjonserklæringen vil selskapet fremme seg selv som bønder av havet, som gjennom deres virksomhet ikke bare lever av havet, men også for det. Det overordnede målet til selskapet er å være med på å gjøre verden til et bedre sted ved å produsere laks til folk over hele verden, som er en sunn næringskilde og er bærekraftig for planeten (Grieg Seafood, u.å.-l).

Grieg Seafoods organisasjonskultur er bygget opp av tre verdier, åpenhet, ambisiøsitet og omsorg. Selskapet ønsker å gjenspeile disse tre verdiene gjennom alle ledd i virksomheten. Innad i virksomheten jobber selskapet med å være åpne med hverandre ved å dele kunnskap og ideer, samtidig som de lærer av hverandre. De forsøker å vinne samfunnets tillit ved å være åpne og transparente gjennom å dele informasjon om prosessene sine med offentligheten, myndigheter og media, utover det som kreves av dem. De inviterer samfunnet inn på sine fasiliteter, deltar i offentlig debatt og engasjerer seg i dialog med andre brukere av fjordene.

Samtidig med dette, ønsker de å være ambisiøse. For å få til dette, ønsker de å aldri nøye seg med det gjennomsnittlige, men vil heller gjør det lille ekstra. I arbeidet sitt setter de stor vekt på både endring og innovasjon, for å videreutvikle og forbedre lakseoppdrettsindustrien.

Grieg Seafood streber etter å behandle hverandre med respekt. De ønsker å være omsorgsfulle overfor både de ansatte og fisken. Fokuset er hele tiden på å beholde de naturlige omgivelsene for å produsere sunn fisk, og ivareta biosikkerheten (Grieg Seafood, u.å.-l).

Selskapet har satt en rekke konkrete mål for fremtiden som er basert på deres visjon og verdier. Klimamålet deres er å redusere karbonutslippet med 35% innen 2030, og med 100% innen 2050, med 2018 som utgangspunkt. I tillegg har de som mål å produsere 120 000 – 135 000 tonn oppdrettslaks, være kostnadseffektive og styrke markedsposisjonen sin. Dette skal nås ved å rette fokus på å forbedre biosikkerhet, fiskehelse, velferd og overlevelsesrate. På denne måten kan de få bedre utnyttelse av lisensene de allerede har, og sikre videre bærekraftig vekst og slaktevolum (Grieg Seafood, 2023, s. 11 og 148).

2.4 Verdikjeden

Grieg Seafoods verdikjede



Figur 3 - Verdikjeden til Grieg Seafood

Produksjonen fra stamfiskproduksjon til salg (Grieg Seafood, 2024, s. 3)

Den første fasen i verdikjeden er stamfiskproduksjon. I dette steget blandes rogn fra hunnfisk og melke fra hannfisk, og rognkornene blir på denne måten befruktet. Etter klekking går fisken over i neste fase som yngel. I lakseoppdrett kalles denne fasen settefiskproduksjon, og foregår i ferskvann. Hensikten med denne fasen er at fisken skal vokse til en viss størrelse, og fasen er over når laksen har gjennomgått en endring slik at den tåler saltvann. Dette kalles smoltifisering (Misund, 2023).

I tradisjonelt oppdrett anses smolten fullvoksen når den veier mellom 70-100 gram. Grieg Seafood har utviklet en egen post-smolt strategi, som går ut på at fisken forblir i landbaserte anlegg lenger enn i tradisjonelt oppdrett, slik at den vokser til å bli rundt 550 gram, før den blir sluppet ut i merder i havet. Dette gjøres for å få laksen til å bli mer robust og levedyktig før den slippes ut i merdene. Strategien reduserer også tiden laksen trenger å være i merdene før den er fullvoksen og klar for slakting, noe som medfører redusert eksponering for lakselus og sykdommer, som igjen resulterer i mindre bruk av tid og ressurser for rensing av fisken for lus (Grieg Seafood, u.å.-f). Selskapet har et mål om å øke smoltvekten til 800 gram i 2025, noe som vil føre til en mer effektiv produksjon, da fisken vil trenge enda mindre tid til å vokse seg fram til slakteferdig vekt i merdene. Dette vil fri opp kapasiteten i anleggene og vil gjøre det mulig å produsere mer laks med allerede eksisterende konsesjoner (Grieg Seafood, u.å.-g).

Den siste fasen kalles matfiskproduksjon, og handler om å føre opp fisken til den når den størrelsen produsenten ønsker. Grieg Seafood holder fisken i merdene til den når en slakteklar størrelse på 4-5 kg. Deretter slaktes fisken på egne anlegg i Rogaland og i Finnmark, før den videre distribueres og selges. Grieg Seafood har egne globale salgs- og markedsføringsorganisasjoner med lokale kontorer i landene de har lakseoppdrett i, i tillegg til andre utvalgte land. Som en del av deres 2025 strategi, skal Grieg Seafood jobbe med å få tettere partnersamarbeid i markedet og øke verdien av deres fisk gjennom det de kalles Value Added Processing (VAP) (Grieg Seafood, 2023, s. 3).

Som forbruker kan du finne laks fra Grieg Seafood i butikker over hele Europa og USA, i tillegg til restauranter og hoteller. I tillegg har selskapet et eget merke for luksusrestauranter; Skuna Bay. Laksen fra Grieg Seafood blir godt satt pris på av forbrukerne. Hver dag lages rundt 1 200 000 måltider med laks fra Grieg Seafood i mer enn 50 land (Grieg Seafood, u.å.-d).

3. Oppdrettsnæringen

I det følgende kapittelet gir vi et innblikk i selve oppdrettsnæringen. Først fremføres det generelle fakta og historien bak oppdrettsnæringen i Norge. Deretter går kapittelet gjennom markedssituasjonen, hvor vi forklarer konsesjonssystemet, hva som driver etterspørselen i markedet, prisen på laksen, samt den relativt nye skatteleggingen. Avsluttende presenteres det konkurrenter som er relevante for Grieg Seafood ASA.

3.1 Næringens historie

Pionerfasen til fiskeoppdrett begynte på 1950- og 60-tallet med eksperimentering av oppdrett av ørret og laks i fangenskap. I disse årene startet forskning på blant annet hvor mye salt rogn og fisk kunne tåle, samtidig som det ble gjort forsøk på å sette ut fisken i sjøen i flytekasser, som var begynnelsen på utvikling av merder (Berge, 2014).

Det store gjennombruddet for Norge kom på 1970-tallet, da de første merdene ble satt ut til bruk for produksjon av regnbueørret og laks, noe som var både billigere og mer effektivt enn oppdrett på land (SSB, 2017). Anleggsteknologien som ble utviklet på den tiden var optimal for de naturlige forholdene i Norge, og er derfor fortsatt ledende i dag. Den norske kysten er kjennetegnet av gode strømforhold og oksygenrikt vann med gunstig temperatur i de dype fjordene, og de naturlige fortrinnene ga Norge en utmerket posisjon til produksjon av oppdrettslaks. Fiskeoppdrett var på den tiden kun en tilleggsnæring for bøndene langs kysten, men utviklet seg fort til en egen næring som stod for mange nye arbeidsplasser (Finansdepartementet, 2019).

Allerede i 1973 kom den første midlertidige oppdrettsloven, som hadde som mål å hindre sentralisering av næringen og styrke de lokale kystsamfunnene, samt regulere den raske veksten i næringen. Etter loven tredde i kraft ble det nødvendig å innføre konsesjoner for å kunne drive akvakulturvirksomhet. Det ble kun tillatt med én tillatelse per foretak, samt et krav om at eierne av foretaket hadde lokaltilknytning. Årene etter 1980 var preget av hyppig utdeling av konsesjoner, spesielt til bønder i nord, noe som førte til et overmettet marked. Denne raske økningen av tilbud førte til store fall i laksepris, som til slutt resulterte i konkurser i bransjen (SSB, 2017).

1990-tallet i oppdrettsbransjen var preget av omstrukturering og konsolidering. Den midlertidige loven fra 1973 ble endret i 1991, hvor det ble nå mulig for et foretak å ha mer enn én konsesjon, samt at kravet om lokal tilknytning ble opphevet. Selskapene som hadde drevet med oppdrett fikk nå muligheten til å vokse seg større, og samarbeid på tvers av verdikjeden kom i fokus. Dette førte til en raskt voksende næring som ble mer robust og kunne tåle den voksende internasjonale konkurransen bedre (Nærings- og fiskeridepartementet, u.å.-b).

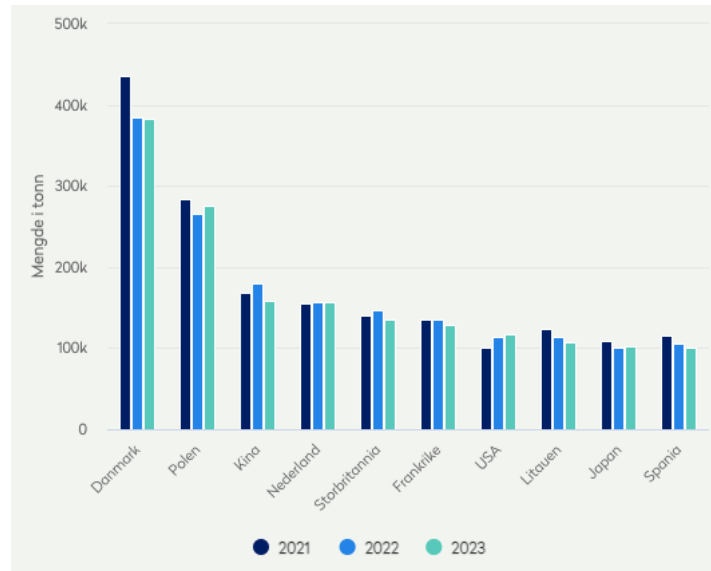
3.2 Den norske oppdrettsnæringen

Havbruk har gjennom tiden vokst til å bli en betydningsfull næring for Norges økonomi, og er i dag den nest største eksportnæringen etter råolje og gass. Oppdrettsnæringen domineres av produksjon av laks og regnbueørret, men det forekommer også oppdrett av torsk, kveite, røye, tang og tare, blåskjell og såkalt «rensefisk» som rognkjeks og ulike leppefisker (Nærings- og fiskeridepartementet, u.å.-a). Som et av de ledende landene innen den globale oppdrettsnæringen, har Norge naturlig blitt tildelt en viktig rolle som produsent av bærekraftig mat til befolkningen over hele verden. Den unike posisjonen gjør det viktig at det settes fokus på å holde oppdrett bærekraftig og sikre at det miljømessige fotavtrykket holdes på et passende nivå, noe som gjør det mulig å sikre langsiktig bærekraftig vekst (Nærings- og fiskeridepartementet, u.å.-a)

2023 ble tidenes foreløpig beste verdimessige år for norsk sjømateksport. Det ble eksportert 2,82 millioner tonn sjømat, til en verdi av 171,1 milliarder kroner. I 2021 ble det eksportert 3,11 millioner tonn sjømat, men pga. en svak krone og prisvekst var verdien på eksporten høyere i 2023, og satte dermed ny rekord (Norges Sjømatråd, 2024). Norge eksporterer laks til over 100 land og er verdens nest største sjømateksportør, med land i EU som det viktigste markedet (Norges Sjømatråd, 2021).

Under vises figur nummer 4 og figur nummer 5 – en grafisk oversikt over de 10 største markedene for norsk sjømat i 2023, målt i henholdsvis mengde og verdi (Norges Sjømatråd, 2024).

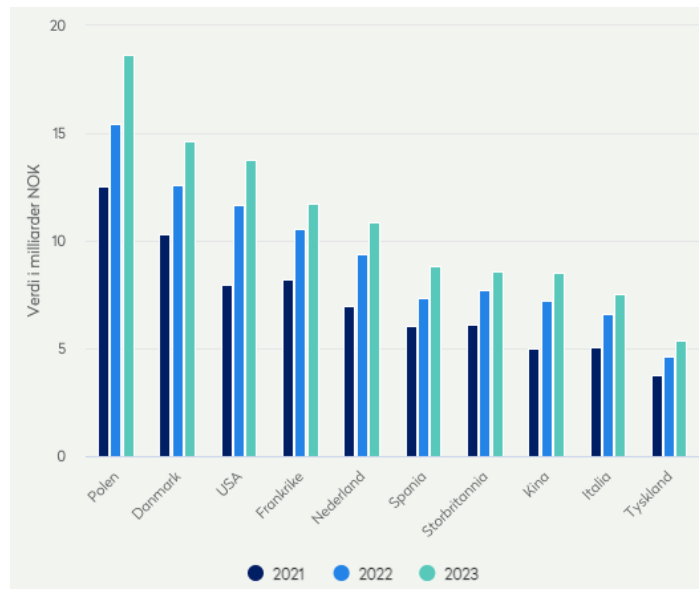
De største markedene for norsk laks, målt i mengde (tonn)



Figur 4 - De største markedene for norsk laks, målt i mengde (tonn)

(Norges Sjømatråd, 2024)

De største markedene for norsk laks, målt i verdi (mrd NOK)



Figur 5 - De største markedene for norsk laks, målt i verdi (mrd NOK)

(Norges Sjømatråd, 2024)

3.3 Konesesjoner

Den norske oppdrettsnæringen er tillatelsesbasert, noe som betyr at for å drive et oppdrettsanlegg trenger selskapet en egen tillatelse, også kalt konsesjon. For at et selskap skal få lov til å drive med oppdrett på en lokasjon må de fylle krav som blir satt av myndighetene, samtidig som de bidrar til den lokale og nasjonale verdiskapningen (Fiskeridirektoratet, u.å.).

Søknadsprosessen for konsesjonene begynner med en søknad til fylkeskommunen i det fylket oppdrettsanlegget skal være lokalisert. Fylkeskommunen kvalitetssikrer søknaden og avgjør søknaden etter akvakulturloven. Parallelt med fylkeskommunen, offentliggjør kommunen søknaden og avgir uttalelse. Dersom søknaden går gjennom hos fylkeskommunen, går den videre til andre instanser som Mattilsynets distriktskontor, Statsforvalteren, Fiskeridirektoratets regionskontor, Kystverkets regionskontor og Norges vassdrags- og energidirektorats regionskontor. Disse instansene avgjør søknaden innenfor deres respektive områder og tilhørende lover (Miljødirektoratet, u.å.).

Konesesjoner til oppdrett tildeles normalt løpende etter søknadene som kommer inn, men kommersielle matfiskkonsesjoner til laks, ørret og regnbueørret i sjøvann er antallsbegrenset. Etterspørselen etter disse konsesjonene er svært høy. Derfor har myndighetene kontrollert veksten av dem, for å ta hensyn til blant annet miljø og marked (Fiskeridirektoratet, u.å.).

En konsesjon består av rett til produksjon av bestemte arter, i et bestemt omfang, på bestemte lokasjoner. For de antallsbegrensede konsesjonene av laks, ørret og regnbueørret i sjøvann, blir konsesjonene tildelt i to trinn. Først tar Fiskeridirektoratet stilling til hvilke søkere som skal få tillatelse, deretter behandler fylkeskommunen søknaden om klarering av lokalitet (Fiskeridirektoratet, u.å.).

Hver konsesjon er avgrenset i maksimalt tillatt biomasse (MTB). Dette innebærer at eieren av tillatelsen ikke kan ha en stående biomasse (antall levende kg fisk i sjøvann) som overstiger tillatt MTB på selskapsnivå. Normal størrelse MTB på en konsesjon er 780 tonn, med unntak i Troms og Finnmark hvor tillatt størrelse er 945 tonn (Fiskeridirektoratet, u.å.).

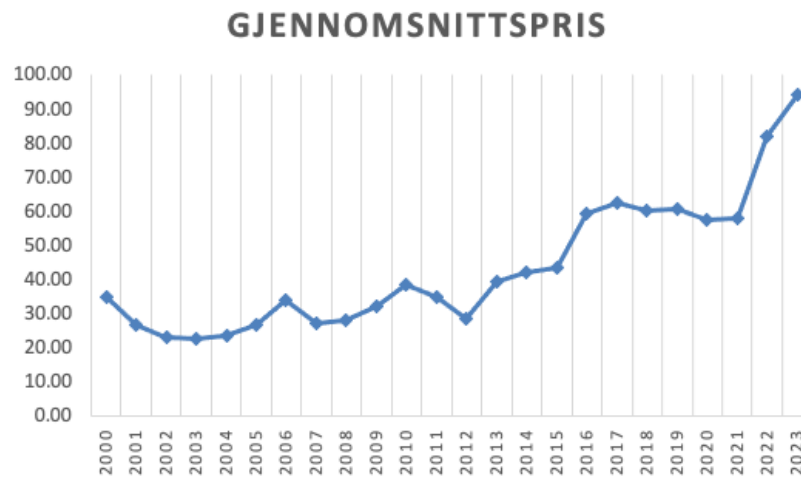
3.4 Drivere for etterspørsel

Etterspørselen etter laks blir påvirket av flere faktorer i markedet. Ifølge en prognose fra Det Norske Veritas (DNV) øker etterspørselen etter sjømat, og i de fleste regioner er etterspørselen mer økende enn for andre proteinkilder. Aller mest øker etterspørselen i Sørøst-Asia, med Kina i spissen. En av grunnene til dette er en sterk befolkningsvekst i Kina, og det er anslått at befolkningstallet i Kina vil være rundt 1,5 milliard mennesker i 2050. Med en økende befolkning på verdensbasis, kommer etterspørselen etter mat til å oppleve en positiv trend, noe som naturlig vil føre til en økt etterspørsel etter fisk og sjømat (iLaks, 2023).

Veksten i befolkningen og den økte etterspørselen etter mat resulterer i produksjon som krever mindre ressurser og som er mer bærekraftig og klimavennlig. Ifølge FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations) vil verdensbefolkningen være rundt 9,1 milliarder mennesker i 2025, noe som er 34% høyere enn den var i 2009. For å kunne brødfø befolkningen i takt med økningen, anslår FAO at matproduksjonen må øke med 70% (FAO, 2009).

Økningen i verdensbefolkningen vil også føre til at det blir færre områder som kan brukes til jordbruk, både til produksjon av dyr som storfe og sau, og til produksjon av korn og planteproteiner. Løsningen på disse problemene kan ligge i ansvarlig produksjon i oppdrettsnæringen (FAO, 2009). En annen faktor som har en positiv virkning på etterspørselen, er de ernæringsmessige faktorene. Laks er en bra kilde til protein og inneholder alle de 9 essensielle aminosyrene vi trenger. I tillegg inneholder laks sunt fett, inkludert omega 3, og flere essensielle vitaminer og mineraler (GSI, u.å.).

3.5 Lakseprisen



Figur 6 - Utvikling i lakseprisen i NOK fra 2000 til 2023

(SSB, u.å.)

Grafen ovenfor visualiserer utviklingen i lakseprisen fra år 2000 til 2023 (SSB, u.å.).

Generelt sett har lakseprisen økt kontinuerlig, med noen få nedgangsperioder. En økning i pris kan forklares av faktorer som blant annet en økning i etterspørsel. Som det ble gjort rede for i underkapittelet ovenfor, opplever etterspørselen etter laks en positiv trend, noe som gjenspeiles i prisen på produktet.

I perioden mellom 2016 og 2021 ser vi lite endringer i lakseprisen, før det kommer et sterkt prissjokk og prisen skyter opp til nye nivåer. Til tross for koronapandemien økte etterspørselen og eksporten av laks, hovedsakelig til land som solgte norsk laks i dagligvarebutikker. Under pandemien slet eksportørene med redusert fraktkapasitet, noe som førte til økte fraktpriser og redusert fleksibilitet. Som følge av de økte fraktprisene, begynte eksportørene å sende mer fisk i hver kasse. Dette har ført til at etterspørselen etter norsk laks i dag er på et høyere nivå enn før pandemien, med henholdsvis 16% før og 19% etter pandemien (Norges Sjømatråd, 2021). Ettersom laks er en eksportvare, kan økningen i lakseprisen også forklares med svekkelsen av den norske kronen. Den norske kronen har blitt svekket de siste 10 årene, med en spesielt sterk effekt rundt 2022 (Lea, 2023). Den generelle økningen i etterspørselen som ble enda sterkere

under og etter pandemien, og den stadig svakere kronen, kan være forklaringen på det store hoppet i lakseprisen i 2021.

3.6 Grunnrenteskatt

28. september 2022 sendte Regjeringen ut høring om forslag om å innføre grunnrenteskatt på havbruk, på folkemunne kalt lakseskatt, med virkning fra og med 1. januar 2023.

Forslaget omfattet produksjon av laks, ørret og regnbueørret, og innebar at grunnrenten skulle skattlegges med en effektiv skattesats på 40%. Det ble foreslått et bunnfradrag på mellom 4000 og 5000 tonn, tilsvarende mellom 54 og 67,5 millioner kroner. Dette innebærer at kun selskaper med betydelig overskudd vil betale grunnrenteskatt. Skatten skulle utformes som en kontantstrømskatt, det vil si at inntekter og investeringer skattlegges løpende i det året de opptjenes eller pådras. Inkludert selskapsskatten blir ifølge forslaget samlet effektiv marginalsatt 62% (Finansdepartementet, 2022a). Grunnrente er den ekstra inntekten som kommer fra eierskap til naturressurser, som for eksempel jord, skog, hav og olje (Gran & Thomassen, 2023).

Bakgrunnen for forslaget var å sikre lokalsamfunnene langs kysten og fellesskapet en større andel av verdiene som skapes i oppdrettsnæringen. Havbruksnæringen bruker fjorder og havområder som tilhører fellesskapet. Derfor mener Regjeringen at fellesskapet skal ha en andel av avkastningen de store firmaene får ved å utnytte fellesskapets naturressurser (Finansdepartementet, 2022a).

Forslaget har gjennomgått flere endringer fra den første høringen til det ble endelig vedtatt 25. mai 2023 (Knudsen & Vartdal, 2023). Blant annet ble den effektive skattesatsen redusert først til 35%, så til 25%, og bunnfradraget ble satt til 70 millioner kroner (Finansdepartementet & Statsministerens kontor, 2023). Både forslaget og det endelige vedtaket har møtt stor motstand fra næringslivet. Etter den første høringen 28. september 2022 kom det inn rekordmange svar fra både kommuner, advokater og flere av de største lakseoppdrettsfirmaene (Finansdepartementet, 2022b). Selv om de små og mellomstore lakseoppdrettsfirmaene blir skjermet for selve lakseskatten, sier flere av disse at de er en del av et kollektiv hvor hele næringen bidrar til teknologiutviklingen. Lakseskatten som kun skal ramme de største bedriftene, vil på den måten

allikevel kunne ramme hele næringen (NRK, u.å.). Lakseskatten har også satt en brems for nye investeringer generelt i bransjen, da de store selskapene har satt alle nye investeringer på pause frem til de ser hvordan skatten påvirker i praksis (NRK, u.å.).

3.7 Konkurrenter

En konkurrent er en bedrift som tilbyr samme tjeneste eller produkt til den samme kundegruppen (Markedssjefene, 2024). En av metodene som blir tatt i bruk i besvarelsen av problemstillingen for oppgaven er relativ verdsettelse, hvor vi skal beregne aksjeprisen til selskapet ved hjelp av sammenlignbare selskaper. For å sikre kvaliteten på verdsettelsen ønsker vi at selskapene som blir brukt i sammenligningen skal være mest mulig like Grieg Seafood ASA. Kriteriene for det komparative selskapet er at det driver i samme bransje og at selskapet er børsnotert, for å sikre god tilgang på nødvendig data. Selskapet skal også, slik som Grieg Seafood, være norskeid og drive en del av virksomheten sin innenlands.

Den siste faktoren er at selskapet skal være en av de ledende aktørene i bransjen, for å sikre at deres virksomhet er av sammenlignbar størrelse og omfang. Etter nøye vurdering er de utvalgte komparative selskapene Mowi, Lerøy Seafood Group og SalMar.

4. Verdsettelsesteori

Denne delen av oppgaven vil gjennomgå teorien bak verdsettelse og de ulike modellene som blir brukt, før det til slutt konkluderes om valg av metode i løsningen av denne oppgaven. Generelt sett kan vi dele verdsettelsesmodeller inn i tre hovedtilnærminger; fundamental verdsettelse, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse.

4.1 Fundamental Verdsettelse

Fundamental verdsettelse, selv om den ikke er den mest brukte metoden i praksis, er den mest grunnleggende metoden som de andre er bygget på. I denne metoden estimerer vi verdien til en eiendel ved å finne verdien til de forventede fremtidige kontantstrømmene som denne eiendelen kommer til å generere. Deretter må vi neddiskontere de forventede kontantstrømmene ved å bruke en kalkulert diskonteringsrente, for å finne nåverdien til eiendelen (Damodaran, 2012, s. 11-12).

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

Formel 1 - Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer

CF_t = kontantstrøm i periode t

n = livsløpet til eiendelen

r = diskonteringsrente, avkastningskrav

Verdien man får gjennom denne modellen skal reflektere summen av de fremtidige kontantstrømmene som er forventet av eiendelen, neddiskontert med en faktor som reflekterer risikoen til eiendelen (Damodaran, 2012, s. 11-12).

Verdsettelse ved bruk av neddiskonterte kontantstrømmer kan gi investorer og selskaper en idé om en foreslått investering er verdt tid, penger og innsats. Metoden kan brukes på en rekke forskjellige investeringer hvor de fremtidige kontantstrømmene kan estimeres med rimelighet, samt gir den mulighet for å modellere for forskjellige scenarioer. Ulempen med denne tilnærmingen er at den krever store mengder data for å kunne modellere de beste estimatene, noe

som gjør den tidkrevende. Samtidig er det viktig å påpeke at den baserer seg på nettopp estimater, selv om disse er kalkulert med rimelig grad av sikkerhet, kan det faktiske utfallet variere fra svaret som det er kommet fram til gjennom denne metoden (Fernando, 2023).

Fundamental verdsettelse ved bruk av neddiskonterte kontantstrømmer kan deles i to hovedtilnærminger. Den første er egenkapitalmetoden, hvor man kun vurderer kontantstrømmer til egenkapitalen, det som tilfaller kun eierne. Den andre tilnærmingen er totalkapitalmetoden, her ser man på kontantstrømmer til hele bedriften, altså det som gjelder både kreditorer og eiere (Damodaran, 2012, s. 12).

4.1.1 Egenkapitalmetoden

I egenkapitalmetoden er målet å komme fram til fri kontantstrøm til egenkapitalen i selskapet, FCFE, altså hvor mye av kontantstrømmer i selskapet som tilfaller kun aksjonærene.

For å komme fram til fri kontantstrøm til egenkapitalen starter man med årsresultatet, som er driftsresultatet etter renter og skatt. Deretter justerer man årsresultatet ved å trekke i fra investeringer som er blitt gjort, som er en negativ kontantstrøm. Avskrivninger legges til igjen, ettersom det er en regnskapsmessig kostnad, men som ikke representerer en faktisk negativ kontantstrøm. Endring i arbeidskapital subtraheres dersom det er en økning, mens en reduksjon legges til. Til slutt justeres det for endring i gjelden til selskapet. Endring i gjeld finner man gjennom å se på eventuelt opptak av ny gjeld, som er en positiv kontantstrøm, mot nedbetaling av allerede utestående gjeld, altså en negativ kontantstrøm. Tabellen nedenfor viser en forenklet fremgangsmåte for å finne FCFE (Damodaran, 2012, s. 351-352).

Kontantstrøm til egenkapitalen	
	Årsresultat
-	Investeringer
+	Avskrivninger
+/-	Endring i arbeidskapital
+/-	Endring i gjeld
=	Kontantstrøm til egenkapitalen

Tabell 1 - Forenklet fremgangsmåte fri kontantstrøm til egenkapital, FCFE

4.1.1.1 Avkastningskravet til egenkapital

For å neddiskontere den frie kontantstrømmen som er funnet må vi neddiskontere den med en relevant faktor, som er avkastningskravet til egenkapitalen. Dette gjøres gjennom kapitalverdimodellen, CAPM (Damodaran, 2012, s. 68).

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

Formel 2 - Avkastningskrav til egenkapital, CAPM

r_e = avkastningskravet

r_f = risikofri rente

β = beta-koeffisient

$(r_m - r_f)$ = markedets risikopremie

Avkastningskravet man kommer fram til gjennom denne modellen er renten som investorer kan kreve på en egenkapitalinvestering i selskapet. Den skal reflektere avkastningen som kan oppnås på alternative investeringer med tilsvarende risiko (Damodaran, 2012, s. 68).

Risikofri rente

I de fleste risiko- og avkastningsmodeller tar man utgangspunkt i en investering som kan defineres som risikofri, for å deretter kunne bruke den forventede avkastningen på investeringen som den risikofrie renten. For at en investering skal kunne klassifiseres som risikofri, må den forventede avkastningen være lik den faktiske avkastningen. Det må oppfylles to krav for at avkastningen ikke varierer i fra forventningene. For det første må det ikke være noe risiko for mislighold. Misligholdsrisiko går ut på at investeringsobjektet ikke klarer å oppfylle betalingsforpliktelsene sine. De eneste verdipapirene som oppfyller dette kravet er statsobligasjoner, på grunn av at staten kontrollerer trykningen av penger og derfor bør være i stand til å møte forpliktelsene sine uansett scenario (Damodaran, 2012, s. 154-155).

Det andre kravet er at det ikke må finne sted noe reinvesteringsrisiko. Reinvesteringsrisiko går ut på at en investor ikke får muligheten til å reinvestere mottatte kontantstrømmer fra investeringen, som renter og utbytte, til en sammenlignbar avkastning som den originale investeringen (Damodaran, 2012, s. 154-155).

Når man skal finne en risikofri rente for en analyse, bør man bruke en statsobligasjon og dens avkastning. Varigheten på statsobligasjonen bør være tilsvarende varigheten på kontantstrømmer i analysen (Damodaran, 2012, s. 154-155).

Beta

Beta er et mål på systematisk risiko og viser hvor mye en investering svinger i forhold til et helt marked, som for eksempel S&P500 indeksen. I kapitalverdimodellen er beta til en investering den ekstra risikoen den legger til i en markedsportefølje. Hvis en aksje har en beta lik 1, svinger den i takt med svingningene til indeksen. Er beta over 1, er aksjen mer volatil enn markedet, svingningene til den enkelte investeringen er da større. Beta under 1 viser motsatt effekt, svingningene er da mindre (Kenton, 2024).

Betakoeffisienten kan kalkuleres ved følgende formel:

$$\beta = \frac{Cov(r_e, r_m)}{Var(r_m)}$$

Formel 3 - Beta

$Cov(r_e, r_m)$ = kovarians mellom avkastningen til aksjen og markedsporteføljen

$Var(r_m)$ = variansen til markedsportefølje

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er forskjellen mellom forventet avkastning på markedsportefølje og den risikofrie renten. Det forteller hvor mye ekstra en investor kan kreve på risikofylte investeringer i markedet i forhold til en risikofri investering, som en statsobligasjon. Man kan estimere risikopremien ved å kalkulere historisk risikopremie. Dette gjøres ved å kalkulere faktisk avkastning på aksjer over en lengre periode, for å så sammenligne den mot faktisk avkastning på risikofrie investeringer. Forskjellen på avkastningen mellom de to kalkulasjonene representerer da den historiske risikopremien i markedet (Damodaran, 2012, s. 159-161).

4.1.2 Totalkapitalmetoden

I totalkapitalmetoden er målet å finne verdien til selskapet som en helhet ved å se på kontantstrømmer som tilfaller alle interessenter av selskapet, både aksjonærer og kreditorer. For å komme frem til fri kontantstrøm til totalkapitalen, FCFF, starter vi med driftsresultatet. Deretter må vi legge til avskrivninger, trekke fra eventuelle reinvesteringer som selskapet har gjort for fremtidig vekst, trekke fra skatter og ta hensyn til endring i arbeidskapitalen. Det trekkes ikke fra eventuelle betalinger til aksjeeiere eller kreditorer, som utbytte, nedbetaling av lån og rentekostnader (Damodaran, 2012, s. 380-381).

Kontantstrøm til totalkapitalen
Driftsresultat
+ Avskrivninger
- Investeringer
- Skatt
+/- Endring i arbeidskapital
= Kontantstrøm til totalkapitalen

Tabell 2 – Forenklet fremgangsmåte for fri kontantstrøm til totalkapitalen, FCFF

4.1.2.1 Avkastningskrav til totalkapital

For å finne neddiskonteringsrenten i totalkapitalmetoden må vi regne ut WACC, som er den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden. Avkastningskravet til totalkapitalen tar hensyn til hvordan selskapet er finansiert ved å innkalkulere andel av finansieringskildene med den tilhørende kostnaden til hver av kildene. Avkastningskravet sier noe om hva avkastningen til selskapet bør være for å tilfredsstille både egenkapitaleiere og långivere (Hargrave, 2024).

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

Formel 4 - Avkastningskrav til totalkapital, WACC

D = Markedsverdi av gjeld

V = Markedsverdi av totalkapital (gjeld + EK)

$T_c = \text{Selskapsskatt}$

$r_d = \text{Gjeldskostnad}$

$E = \text{Markedsverdi av egenkapital}$

$r_e = \text{Avkastningskrav til egenkapital}$

4.1.3 Terminal Verdi

Det er ikke mulig å estimere kontantstrømmer uendelig langt fram i tid. Det må derfor settes et punkt x antall perioder fram i tid hvor vi stopper estimeringen, for å så regne ut terminalverdien som skal representere verdien av selskapet i slutten av den siste modellerte perioden (Damodaran, 2012, s. 304-307).

Terminalverdien kan beregnes på en rekke forskjellige måter, men vi velger å fokusere på tilnærmingen som vi benytter oss av i oppgaven, som er stabil vekst-modellen (Damodaran, 2012, s. 304-307).

I stabil vekst-modellen antar man at selskapet ikke har en begrensning på levetiden, samt at det er kommet til en stabil vekst-fase. Når det antas at kontantstrømmene kommer til å vokse med stabil vekstrate framover, kan man bruke følgende formel for å regne ut terminalverdien til selskapet:

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

Formel 5 - Terminal verdi

$CF_{t+1} = \text{ neste kontantstrøm}$

$r = \text{avkastningskrav}$

$g = \text{stabil vekstrate}$

Hvilken kontantstrøm og avkastningskrav som brukes vil avhenge av om man bruker egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden i verdsettelsen. Den stabile vekstraten som brukes i modellen kan ikke være høyere enn vekstraten til resten av økonomien, da det ville vært urimelig at selskapet vi verdsetter på et punkt vil være større enn hele økonomien den opererer i. Man bør sette vekstraten til å være enten lik eller lavere enn vekst i BNP for å sikre en rimelig utregning av terminal verdi (Damodaran, 2012, s. 304-307).

Etter man har regnet ut terminalverdien legges den sammen med formelen for nåverdien til eiendelen, noe som bringer oss til den komplette formelen for beregningen av verdien til selskapet.

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

Formel 6 - Komplette formel for selskapets verdi

4.2 Relativ verdsettelse

Når man foretar en relativ verdsettelse, er målet å finne verdien til et selskap ved å se på hva sammenlignbare selskaper er verdsatt til i markedet. Relativ verdsettelse er en av de mest brukte metodene i praksis. Gjennomføringen av den type verdsettelse krever mindre mengder med data, som i tillegg er lett tilgjengelige for alle, noe som gjør den raskere å komme i mål med, i motsetning til en mer grunnleggende metode som fundamental verdsettelse. Metoden er også lettere for analytikere å fremføre og gjøre forståelig for klientene sine (Aneja, 2023).

Det er to hovedsteg man må gjennom for å gjennomføre en relativ verdsettelse av et selskap. Først må man standardisere prisene ved å gjøre de om til relevante multiplere, slik at det er mulig å sammenligne prisene på tvers av selskaper. Det neste steget er å finne selskaper som er sammenlignbare med det selskapet som skal verdsettes (Damodaran, 2012, s. 453).

4.2.1 Sammenlignbare selskaper

Første steg for å finne sammenlignbare selskaper kan være å se på selskaper som opererer i samme bransje som selskapet som skal verdsettes. Intuisjonen i å se på samme bransje er at det er mer sannsynlig at selskapene har lignende kontantstrømmer, vekstutsikter og er utsatt for samme risiko. Deretter kan man snevre inn utvalget ved å se på selskaper som er relativt like i størrelse (Damodaran, 2012, s. 462).

4.2.2 P/E

P/E (Price/Earnings) multiplere er den mest brukte multiplere i relativ verdsettelse på grunn av dens enkelhet. P/E forholdet er forholdet mellom markedsprisen på en aksje og inntjening

per aksje, det viser hvor mye en investor må betale for en enhet med inntjening i selskapet (Damodaran, 2012, s. 468-469).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{markedsverdi per aksje}}{\text{resultat per aksje}}$$

Formel 7 - P/E-multippel

For å bruke P/E-multippelen til sammenligning, må perioden den regnes ut for være lik for selskapet som verdsettes og alle de sammenlignbare selskapene. De to vanligste typene P/E-multippel er trailing-P/E og forward-P/E. I den første typen ser vi på historisk inntjening i løpet av en periode, for eksempel 12 måneder. I den andre typen ser vi på fremtidig estimert inntjening i selskapet (Damodaran, 2012, s. 468-469).

En høy P/E-ratio kan tyde på at selskapet er overvurdert i markedet, eller at det forventes høy vekst i selskapet. En lav P/E kan igjen tyde på at selskapet er undervurdert, eller at selskapet gjør det uventet bra i forhold til før (Fernando, 2024b).

4.2.3 P/B

P/B (Price/Book)-multippelen viser markedsprisen til selskapet i forhold til den bokførte verdien av egenkapitalen. Den bokførte verdien av egenkapitalen finner man ved å trekke gjeld fra eiendeler. Fordelen med bruk av P/B-multippelen er at den gir et stabilt mål av verdi, samt at den åpner opp for verdsettelse av selskaper med negativ inntjening (Damodaran, 2012, s. 511-512).

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{markedsverdi per aksje}}{\text{bokverdi per aksje}}$$

Formel 8 - P/B-multippel

4.3 Valg av metode

I besvarelsen av problemstillingene som er satt for oppgaven, skal vi fokusere hovedsakelig på fundamental verdsettelse, hvor vi benytter oss av metoden for neddiskonterte kontantstrømmer. Fundamental verdsettelse egner seg godt for modne selskaper som har drevet virksomheten sin over lenger periode, da det gjør det enklere å estimere realistiske fremtidige kontantstrømmer. Selskapet er også børsnotert, noe som gjør at vi har full tilgang på den regnskapsmessige informasjonen som er nødvendig for en fundamental verdivurdering. Denne metoden gir oss også en mulighet til å fordype oss i det fundamentale i selskapet og få en dypere forståelse av regnskapstallene som presenteres i årsrapportene.

Ettersom Grieg Seafood er delvis finansiert av gjeld, tar vi i bruk totalkapitalmetoden for å se på kontantstrømmer til både eiere og långivere. Til slutt supplerer vi den fundamentale verdsettelsen med en relativ verdsettelse ved bruk av P/E-multippelen og P/B-multippelen. De sammenlignbare selskapene som blir brukt i gjennomførelsen av den relative verdsettelsen er Mowi, SalMar og Lerøy Seafood.

5. Strategisk Analyse

Et av de nødvendige stegene i en fundamental verdsettelse er estimering av fremtidige kontantstrømmer i selskapet. For å styrke troverdigheten av fremtidsbudsjetteringen for Grieg Seafood ASA skal vi foreta en analyse av de interne og eksterne omgivelsene til selskapet. Den strategiske analysen tar i bruk analyseverktøyene PESTEL, Porters frem krefter, VRIO og deretter oppsummeres funnene gjennom en SWOT-analyse.

5.1 PESTEL-analyse

PESTEL-analysen er et verktøy som brukes for å analysere og kartlegge de makroøkonomiske faktorene som påvirker et selskap, som selskapet selv har begrenset kontroll over. Analysen redegjør for faktorer innenfor seks makroøkonomiske forhold; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold. Styrkene og svakhetene som blir kartlagt ved bruk av dette verktøyet, kan videre tas i bruk i en SWOT-analyse (Johnson et al., 2017, s. 34).

5.1.1 Politiske og juridiske forhold

Politiske og juridiske forhold handler i korte trekk om alt som blir påvirket av myndighetene, i tillegg til helse og sikkerhet, og lover og regler knyttet til produktet (Washington State University, u.å.) Som tidligere nevnt er den norske oppdrettsnæringen tillatelsesbasert, hvor det kreves konsesjon for å få lov å drive virksomhet langs den norske kysten. Dette betyr at næringen og dens vekst og utvikling er i bunn og grunn kontrollert av myndighetene.

Oppdrettsnæringen ble som nevnt tidligere, underlagt en ny skattelegging ved inngangen av 2023. Grunnrenteskatten omfatter produksjon av laks, ørret og regnbueørret og gjelder for selskaper med havbrukstillatelser med overskudd som overstiger 70 millioner kroner (Heldal & Kaarbø, 2023). I mai 2023 ble det vedtatt at satsen for grunnrenteskatten skulle være 25%. Sammen med selskapsskatten på 22% utgjør dette en marginal skatt på 47%. Innføringen av grunnrenteskatten førte til store reduksjoner i overskuddet for de største selskapene, som en konsekvens av det valgte å legge fremtidige investeringer på vent (Knudsen & Vartdal, 2023).

Oppdrettsbransjen blir også påvirket av Trafikklyssystemet som går ut på å sikre forutsigbar og bærekraftig vekst i havbruksnæringen. De 13 ulike produksjonsområdene for oppdrett av laks, ørret og regnbueørret får en farge (rød, gul eller grønn) basert på hvordan lakselus påvirker villaks i området. Fargen avgjør om oppdretterne i området får vokse, om de må opprettholde nåværende produksjonskapasitet, eller om produksjonskapasiteten må reduseres (Nærings- og fiskeridepartementet, 2020). Produksjonskapasiteten er den øvre grensen for hvor mye fisk en oppdretter kan ha i sjøen til enhver tid innenfor ett produksjonsområde. Hensikten med å dele inn produksjonsområdene er å minske smitten av lakselus på tvers av produksjonsområdene. Hvilken farge de ulike produksjonsområdene får, blir satt av Nærings- og fiskeridepartementet (Trafikklyssystemet, u.å.).

Som nevnt tidligere er Norge verdens nest største sjømateksportør, med EU som vårt viktigste marked. I 2021 gikk rundt 60% av den norske sjømateksporten til land i EU. Fordi Norge, gjennom EØS-avtalen, er en del av EUs indre marked, har norsk sjømat avtaler om tollfri handel av hvitfiskprodukter, og tollreduksjoner på mange andre sjømatprodukter. I tillegg har EU opprettet importkvoter som gir norske aktører mulighet til å eksportere fastsatte kvantum av ulike produkter tollfritt. Disse kvotene kom som en følge av at land Norge har hatt frihandelsavtaler med gjennom EØS, nå har blitt en del av EU (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021b).

Etter den pågående krigen i Ukraina brøt ut, har sjømateksporten blitt påvirket av sanksjoner og forbud. Luftrommet over Russland er stengt for europeiske fly, slik at frakten av varer til Asia nå må ta en omvei rundt Russland. I tillegg var Russland tidligere en stor importør av varmtvannsreker, atlantisk laks og ørret, og bruken av russiske fraktselskaper har stanset helt opp. Dette har ført til at kapasiteten i fraktmarkedet har gått kraftig ned, som igjen har ført til at prisen på norsk sjømat har gått opp (Frøslund, 2022). Sanksjonene mot Russland påvirker Grieg Seafood i den grad de påvirker norsk eksport. De europeiske aktørene må nå sende fisken via andre destinasjoner, som gir lengre flyruter og dyrere frakt. I tillegg må den sjømaten som tidligere ble eksportert til Russland, nå finne nye marked. Norges andel er på rundt 49 000 tonn sjømat, som i stor grad vil gå til markeder i EU (Norges Sjømatråd, 2022).

5.1.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold handler om blant annet inflasjon, økonomisk vekst og hvordan virksomheten kan påvirkes av for eksempel endring i kjøpekraft og arbeidsledighet (Washington State University, u.å.).

Grieg Seafood er en internasjonal produsent, og vil derfor være eksponert for svingninger i valutakurser. Når den norske kronen er svak, blir norske varer billigere sammenlignet med varer fra andre land. Det betyr at norske bedrifter får flere kroner for fisken som selges i utlandet, og motsatt. 2023 ble et rekordår for norsk sjømateksport. En lav krone i tillegg til prisvekst gjorde at verdien på eksporten satte ny rekord (Norges Sjømatråd, 2024). Totalt økte eksportverdien med nesten 15 milliarder kroner i 2023, på grunn av den svake kronen og den generelle prisveksten. Norge eksporterer mest laks til land i Europa og USA, med henholdsvis euro og amerikanske dollar som de viktigste handelsvalutaene (Malm, 2024).

Endringer i styringsrenter påvirker også økonomisk aktivitet og priser. Siden slutten av 2021 har styringsrenten blitt satt opp med jevne mellomrom, for å få bukt med den høye inflasjonen (Norges Bank, u.å.-b). Høye renter bidrar til svekkelse i kjøpeevnen til forbrukerne, som har en negativ virkning på etterspørselen etter varer. En økning i styringsrenten fører også til at det blir dyrere å ta opp lån, noe som kan resultere i at bedrifter blir mindre interessert i nye investeringer (Norges Bank, u.å.-a).

I tillegg spiller lakseprisen en stor rolle for selskapets resultater. Som det ble nevnt i kapittel 3.5 har lakseprisen opplevd en stadig økning som følge av en generell økning i etterspørselen etter laks. Statlige reguleringer som Trafikklyssystemet og konsesjoner som ble presentert ovenfor legger grenser på produksjonen, noe som kan være med å bidra til at prisen går opp. En forenklet modell for selskapets inntjening er pris ganget med mengde. En økning i lakseprisen vil derfor resultere i høyere inntjening, uten at mengden av solgt produkt øker. Dette illustreres i figurene nedenfor hvor vi kan se at eksportmengden med laks har økt med ca. 14% fra 2015 til 2023, mens verdiendringen i samme periode er på 153% (Norges Sjømatråd, 2024).

Eksportmengde (i tonn) siste 10 år



Figur 7 - Eksportmengde laks de siste 10 årene

(Norges Sjømatråd, 2024)

Eksportverdi (i mrd NOK) siste 10 år



Figur 8 - Eksportverdi laks de siste 10 årene

(Norges Sjømatråd, 2024)

5.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold omhandler faktorer som demografi, endringer i kultur, sosiale trender, samt forbrukernes holdninger og vaner. Disse faktorene er knyttet opp mot forbrukerne og kundebasen i bransjen, og endringer i disse kan ha direkte påvirkning på tilbud og etterspørsel (Washington State University, u.å.).

Verdens befolkning er i konstant vekst. I dag er vi rundt 8 milliarder mennesker i verden, i 2030 forventes det at den totale verdens befolkning kommer til å være 8,5 milliarder og skal fortsette å øke opp mot 9 milliarder i 2050. For å klare å forsyne det antallet mennesker, antas det at matproduksjonen må øke med 50% fram til 2050. Mens 70% av jordkloden er dekket av hav, er det kun cirka 2% av maten vi konsumerer som stammer fra havet. For å klare å dekke gapet mellom tilbud og etterspørsel, kommer selskapene til å bli nødt til å både utvide og effektivisere driften (Grieg Seafood, u.å.-h).

I dagens samfunn er sunnhet og helse stadig i fokus. Dette er en fordel for selskaper som driver oppdrett av laks, og kan være med på å øke etterspørselen etter oppdrettslaks. Kostholdsrådene fra Helsedirektoratet fremmer en anbefaling om å spise fisk mellom 2 og 3 ganger i uken, hvor rundt halvparten av inntaket bør være fet fisk, som blant annet laks. Oppdrettslaks er en god byggekloss i et sunt kosthold da den inneholder en rekke viktige næringsstoffer som proteiner, umettede omega-3 fettsyrer, forskjellige vitaminer og mineraler. Forbrukere i alle aldre får helsemessige fordeler ved å inkludere laks i kostholdet sitt. Laksen kan forhindre utvikling av ulike hjerte og karsykdommer, være med på å redusere risikoen for psykiske lidelser hos eldre og hjelpe til med hjernens funksjon og utvikling hos spedbarn (Grieg Seafood, u.å.-i).

5.1.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold handler om utvikling innen teknologi i omgivelsene til selskapet, samt hvordan selskapet tar i bruk den teknologiske utviklingen og bruker den til innovasjon (Johnson et al., 2017, s. 43). Grieg Seafood jobber stadig med å forbedre seg for å oppnå en mer effektivisert, ansvarlig og bærekraftig drift, ved å ta i bruk nyutviklet og forbedret teknologi til egen innovasjon (Grieg Seafood, u.å.-h).

Grieg Seafood begynte implementering av en ny teknologi kalt Recirculated Aquaculture Systems (RAS) i 2007. Selskapet har tatt teknologien i bruk i alle sine ferskvannsanlegg, og gjort den til en integrert del av settefiskproduksjonen og post-smolt strategien. RAS går ut på at systemene renser vannet kontinuerlig og gjør det mulig å resirkulere opp mot 97% av ferskvannet som blir brukt i den landbaserte produksjonen. Dette medfører at

ferskvannsanleggene til selskapet kun bruker mellom 0,1-1% av mengden ferskvann som blir brukt tradisjonelle anlegg. Teknologien gir selskapet mulighet til å bruke mindre energi til oppvarming av vannet, samtidig som det er mulig å konstant kontrollere både temperaturen og vannkvaliteten. Dette fører til et mer stabilt og kontrollert miljø for fisken og optimaliserer forholdene for god vekst, helse og velferd, noe som kan resultere i forbedret produksjon og lønnsomhet for selskapet (Grieg Seafood, u.å.-j).

RAS teknologien gjør det også mulig å resirkulere organiske avfallsprodukter som oppstår som en del av produksjonen i ferskvannsanleggene. Det organiske avfallet i anleggene blir samlet opp og kan gjøres om til produkter som biodrivstoff, gjødsel eller organisk kompost (Grieg Seafood, u.å.-m).

Digitalisering, dataanalyse og kunstig intelligens står i fokus hos Grieg Seafood. Selskapet ønsker å bruke digitalisering for å være i stand til å jobbe mer preventivt for å gjøre produksjonen mer forutsigbar, og på lang sikt bidra med økt fiskevelferd og mer effektiv og bærekraftig drift (Grieg Seafood, u.å.-c). Selskapets avdeling i Rogaland driver med videreutvikling av et digitaliseringsprosjekt, hvor de per nå fôrer 7 millioner fisk i 12 forskjellige anlegg fra et operasjonssenter i Rogaland. Prosjektet har ført til at anleggene nå er i stand til å fôre fiskene bedre og oftere, uten at kostnadene for fôr har gått opp. Fordi fôringsprosessen er blitt digitalisert kan de ansatte på anleggene utnytte tiden sin på andre viktige oppgaver. Dette fører til en mer kostnadseffektiv drift (Grieg Seafood, u.å.-k). Fremtidsmessig ønsker selskapet å videreutvikle automatisk og standardisert datainnsamling i ferskvannsanleggene. Dette for å være i stand til å gjøre nøye ytelsesanalyser i settefiskproduksjonen, samt være i stand til å oppdage negative endringer i vannkvalitetsparameterne tidlig (Grieg Seafood, u.å.-f).

5.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold handler om utfordringer et selskap kan stå overfor i forhold til forurensning og klimaendringer. Oppdrettsnæringen er i hovedsak regulert av akvakulturloven, som skal sikre at produksjonen drives på en miljømessig og forsvarlig måte (Laksefakta, 2021). De største miljøutfordringene ved oppdrettsnæringen er rømming av laks og spredning av lakselus. I tillegg kan generell avfallsutslipp fra produksjonen påvirke det maritime miljøet (Miljødirektoratet, u.å.).

Lakselus er en parasitt som finnes naturlig i havet, men som blir et større problem på grunn av oppdrettsnæringen. Lakseoppdrettsanlegg er fylt tett opp med laks, noe som gir optimale vekst- og formeringsforhold for lakselus. Ett av tiltakene Grieg Seafood gjør for å forebygge forekomsten av lakselus, er å jobbe med rogn fra laks som er motstandsdyktig mot lakselus. Selskapet driver også post-smolt strategien hvor man minimerer tiden laksen er i merdene, som igjen reduserer tiden fisken kan være utsatt for lakselus. Rensefisk blir også brukt for å minimere lakselus bestanden, men det er en strategi som enda trenger en utvikling for å forbedre forholdene til rensefisken (Grieg Seafood, u.å.-b).

Rømming av oppdrettslaks er et stort problem for villaksbestanden. Rømming kan føre til avl mellom artene, som igjen kan ha en negativ virkning på det genetiske mangfoldet til villaksen. Samtidig fører økt rømming til økt fare for spredning av sykdom og parasitter (SINTEF, u.å.). Grieg Seafood har en visjon om null rømming fra alle anleggene sine. For å oppnå dette driver selskapet med regelmessige inspeksjoner av alle fasilitetene sine, samtidig som alle anleggene blir inspisert før og etter ekstremvær. Nyansatte i selskapet må gjennomgå risiko- og prosedyreopplæring, og alle ansatte må også regelmessig delta på kurs om rømmingsforebygging. Noen av fasilitetene til selskapet benytter seg i tillegg av doble nett på anleggene sine, for å gjøre det vanskeligere for laksen å rømme (Grieg Seafood, u.å.-b).

Grieg Seafood ønsker å gjøre mest mulig for å minske fotavtrykket til virksomheten de driver, samt sikre at konsekvensene av deres drift ikke er irreversible. Lakseoppdrett produserer større mengder av organisk utslipp enn det som er vanlig i det maritime økosystemet. I brakkleggingsperioder mellom generasjonene, overvåker selskapet havbunnen under og rundt deres anlegg for å forsikre seg om at miljøet kommer seg tilbake til sin naturlige tilstand. Brakklegging innebærer at alle anleggene i sonen er tomme for fisk samtidig i en periode, at alle nøter er tatt opp og alt utstyr er rengjort og desinfisert (Mattilsynet, u.å.). I noen tilfeller velger selskapet selv å forlenge brakkleggingsperioden utenom det som er lovpålagt, hvis de mener at miljøet rundt ikke er kommet tilstrekkelig langt i restitusjonen (Grieg Seafood, u.å.-e).

5.1.6 Konklusjon

Gjennomførelsen av PESTEL-analysen har gjort det mulig å kartlegge de makroøkonomiske omgivelsene til selskapet og deres påvirkning på virksomheten og den fremtidige driften. Innblikket i de politiske og juridiske forholdene som omringer selskapet viser noen mulige trusler for fremtidig drift. Grunnrenteskatten og Trafikklyssystemet kan sette en begrensning på produksjonen til selskapet, noe som kan resultere i dårligere inntjening. Urolighetene i Europa har preget selskapet og deres eksportmuligheter, men det er ikke noe vi tror kommer til å ha en negativ virkning for driften over lengre tid, da selskapet har et godt grunnlag for eksport på grunn av frihandelsavtalen gjennom EFTA og EØS. De økonomiske forholdene har vist seg å være positive for selskapet, da den svake norske kronen fører til en økt eksportverdi, samtidig som lakseprisen har hatt en økning på grunn av en positiv trend i etterspørselen. De sosiokulturelle forholdene skaper en positiv arena for selskapets vekst, da forbrukerne etterspør stadig mer sunn og bærekraftig mat. Teknologisk utvikling fremmer mer effektiv drift og kan på lang sikt hjelpe med å minimere kostnader knyttet til produksjon. De miljømessige utfordringene som lakselus og rømming kan føre til utfordringer i selskapets produksjon og da også inntjening. Det preventive arbeidet som er satt i gang for å minske eventuelle negative utfall er også med på å øke kostnadene til selskapet.

5.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter er et analytisk rammeverk som analyserer attraktiviteten og konkurransen i en bransje. Analysen baserer seg på fem konkurransekrefter: rivalisering blant eksisterende konkurrenter i markedet, trussel om nyetableringer, trussel om substitutter, og kunders og leverandørers forhandlingsmakt. Hovedpoenget til Porter er at i de markedene de fem kreftene er sterke, vil det være lite attraktivt for nye bedrifter å prøve å etablere seg (Johnson et al., 2017, s. 64).

5.2.1 Konkurransen i markedet

Rivalisering blant de eksisterende bedriftene i markedet er i senter av de fem kreftene. Jo sterkere rivaliseringen er, jo verre er det for bedriftene i markedet. Definisjonen av konkurrerende rivaler er bedrifter som har som mål å nå de samme kundegruppene, og som har

lignende produkter og tjenester. Hvor stor graden av rivaliseringen i markedet er, defineres av de fem faktorene konsentrasjon av konkurrenter og balansen mellom dem, vekstraten i industrien, grad av faste kostnader, utgangskostnader og grad av differensiering (Johnson et al., 2017, s. 65).

På 90-tallet fikk bedrifter mulighet til å kjøpe opp de mindre oppdretterne. Dette har ført til at det i dag er de ti største oppdretterne som står for rundt 70% av lakseproduksjonen i Norge, med Mowi som den største (Misund, 2023). I 2023 eksporterte Norge 1 233 642 tonn laks (Norges Sjømatråd, 2024). Av dette sto Mowi for 474 664 tonn laks, altså rundt en tredjedel av Norges totale lakseeksport (Mowi, 2024, s. 40). Til sammenligning stod Grieg Seafood for 72 015 tonn, SalMar for 245 100 tonn, og Lerøy for 159 620 tonn (Grieg Seafood, 2024, s. 8) (SalMar, 2024, s. 2) (Lerøy Seafood, 2024, s. 2).

Produksjonsregulerende tiltak som Trafikklyssystemet og kvoter setter også grenser for hvor mye de ulike oppdretterne får produsere. Dette fører til høyere konkurranse blant oppdretterne i markedet. I tillegg er produksjonen til oppdretterne lite differensiert. De fleste store oppdretterne produserer kun laks, mens noen prøver å diversifisere ved å produsere for eksempel regnbueørret i tillegg. Grieg Seafood produserer kun atlantisk laks, men har fokus på utsalgssteder som utvalgte restauranter og hoteller. På denne måten prøver de å diversifisere produksjonen der det lar seg gjøre, selv om de produserer samme råvare som konkurrentene.

De faste kostnadene i denne industrien er ganske høye. Oppdretterne har store maskiner og anlegg som brukes i produksjonen, i tillegg til kostnadene knyttet til tillatelser og kvoter. Som nevnt har Grieg Seafood en post-smolt strategi, som innebærer at de holder fisken lengre i anleggene sine på land, for å korte ned tiden den er i merder. Det kan tenkes at dette fører til at Grieg Seafood må ha større produksjonslokaler på land, enn konkurrentene trenger.

Faktorene nevnt i dette delkapittelet gir et godt innblikk i hvordan konkurransesituasjonen i markedet er, og vi kan her konkludere med at det er høy konkurranse mellom de eksisterende bedriftene i markedet.

5.2.2 Trussel om nyetableringer

Hvor enkelt det er for nye bedrifter å etablere seg i markedet, kommer an på hvilke og hvor store inngangsbarrierer det er i markedet. En attraktiv industri har høyere inngangsbarrierer, som reduserer trusselen om nyetableringer. De fem viktigste inngangsbarrierene en nyetablering møter er hvilken skala nyetableringen har og hvor mye erfaring den har, tilgang til leverandører og distribusjonskanaler, forventet reaksjon fra de eksisterende bedriftene, statlige reguleringer og fordelene de eksisterende bedriftene i markedet har (Johnson et al., 2017, s. 66).

I oppdrettsbransjen vil nyetableringer møte relativt store inngangsbarrierer. En av dem er de store investeringskostnadene ved å bygge og starte opp produksjonen, da en oppdrettsbedrift må ha relativt store oppdrettsanlegg. I tillegg er oppdrett en krevende prosess. Det tar minst et år fra man starter produksjonen, til laksen er klar til slakting.

Oppdrettsbransjen er også nøye regulert gjennom konsesjoner og tillatelser. Søknadene til disse tar tid og koster penger, og regulerer hvor i landet man får ha oppdrettsproduksjon. De store og veletablerte bedriftene i oppdrettsbransjen får også fordelene av stordriftsfordeler. Dette gjør at de store bedriftene kan produsere laks mye mer kostnadseffektivt enn en nyetablering (Idsø, 2023).

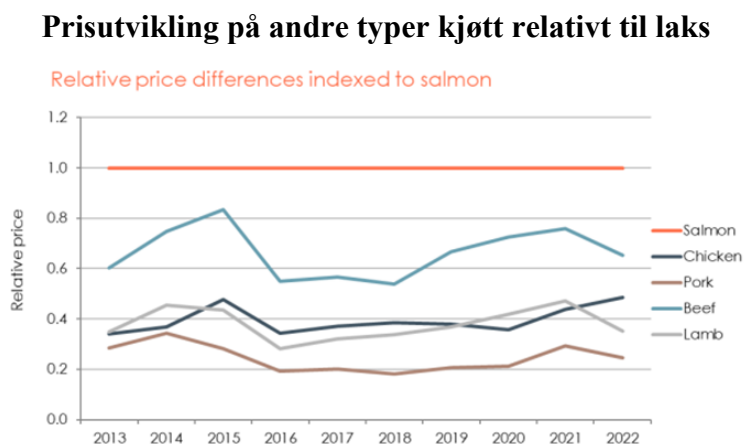
Her ser vi at nyetableringer møter flere relativt store inngangsbarrierer, og vi kan derfor konkludere med at trusselen for nyetableringer er lav.

5.2.3 Substitutter

Substitutter er alternative produkter eller tjenester som forbrukeren kan velge i stedet for et gitt produkt. Substituttet dekker samme behov eller nytte som det gitte produktet, men det utføres eller leveres på andre måter (DigitalNorway, 2022). Ofte fokuseres det mest på konkurrentene innad i bedriftens eget marked, og substitutter i det samme markedet får mindre fokus. På denne måten kan substitutter i markedet redusere etterspørselen for det gitte produktet, ved at forbrukerne bytter til det tilsvarende produktet. Når det kommer til substitutter er det to viktige punkter å ha fokus på; forholdet mellom pris og ytelse, og forbrukernes marginalkostnad for å bytte til et substitutt (Johnson et al., 2017, s. 68).

Som tidligere nevnt i kapittel 3.3, er laks en god kilde til protein og inneholder alle de 9 essensielle aminosyrene vi trenger. I tillegg inneholder laks sunt fett, inkludert omega 3, og flere essensielle vitaminer og mineraler. Derfor anbefaler Helsedirektoratet at vi spiser fisk til middag to til tre dager i uken (Helsedirektoratet, 2022). Et substitutt til laks er i første omgang andre fiske- og sjømatarter, grunnet lignende smak og konsistens. Andre typer kjøtt, som kylling, storfe og svin, kan også være substitutter om lakseprisen blir for høy. Disse er også proteinrike og rike på vitaminer og mineraler. Likevel anbefaler Helsedirektoratet at vi begrenser mengden rødt kjøtt i kostholdet (Helsedirektoratet, 2022).

Et argument i substituttens favør, er pris. I en rapport fra Norges Sjømatråd viser de til at pris er en barriere i nesten alle forbrukergruppene (Norges Sjømatråd, 2018, s. 71). Derfor blir andre typer kjøtt ofte prioritert, selv om Helsedirektoratet anbefaler det motsatte. Nedenfor ser vi figur 10, som viser prisutviklingen på andre typer kjøtt relativt til lakseprisen. Utfra figuren ser vi at prisen på laks har holdt seg over prisen på de andre kjøtttypene i hele perioden fra 2013 til 2022 (Mowi, 2023, s. 24).



Figur 9 – Prisutvikling

(Mowi, 2023, s. 24)

Konklusjonen her er at selv om mange forbrukere velger substitutter over laks, utgjør ikke substituttene en reel trussel for laksen. Som nevnt tidligere i kapittel 3.3, ser vi at etterspørselen etter laks fortsetter å øke, i tillegg til at forbrukerne stadig finner nye områder å bruke laks på.

5.2.4 Kundenes makt

Kunder i denne bransjen er ikke nødvendigvis sluttbrukere, men de direkte kjøperne av produktet eller tjenesten. I sammenheng med Grieg Seafood ASA vil kundene være grossister, detaljister og andre mellomledd, som for eksempel dagligvarebutikker, restauranter og hoteller. Kundene sies å ha høy grad av forhandlingsmakt hvis de kan kreve lavere priser eller kostbare oppgraderinger av produkter. Graden av forhandlingsmakt kan være høy hvis noen av de følgende forholdene er gjeldende: liten kundegruppe, lave byttekostnader, trussel for selvforsyning eller lav lønnsomhet hos kunden (Johnson et al., 2017, s. 68).

Kundegruppen til Grieg Seafood er relativt variert og stor. Selskapet selger produktene sine til dagligvarebutikker i både Europa og USA, samtidig som de selger direkte til restauranter og hoteller (Grieg Seafood, u.å.-d). Den varierte kundegruppen vil dermed svekke forhandlingsmakten til kundene når det gjelder pris eller oppgraderinger av produkter fra selskapet. Med relativ lav trussel for nyetableringer som følge av høye inngangsbarrierer, fører det til at trusselen for at kundene skal kunne forsyne seg selv er veldig lav. Med de store kostnadene, samt tiden som kreves for å etablere seg i markedet, ville det ikke vært lønnsomt for en kunde å satse på selvforsyning av produktet som tilbys av Grieg Seafood. Dette svekker kundenes forhandlingsmakt ytterligere.

Kundene i denne bransjen har derimot lave byttekostnader. Oppdrettslaks er et lite differensiert produkt, som tilbys av en rekke andre produsenter, noe som fører til at kundene kan lett bytte til et tilsvarende produkt. Lakseprisen er også offentlig tilgjengelig informasjon. Med fullt innsyn i prisen hos konkurrentene til selskapet, samt en større mengde produsenter som tilbyr tilsvarende produkt, blir det enkelt for kundene å bytte fritt mellom leverandører uten noen ekstra kostnader. Disse forholdene styrker kundenes forhandlingsmakt på pris. Kostbare oppgraderinger av produkter er ikke en faktor som er en fare i dette tilfellet, da produktet er relativt standardisert.

Totalt sett vil vi konkludere med at kundenes forhandlingsmakt kan betraktes som moderat. Det er en stor og variert kundegruppe uten trussel for selvforsyning, som resulterer i svekket forhandlingsmakt, men som blir styrket av hvor enkelt det er å bytte leverandør.

5.2.5 Leverandørers makt

Leverandører er de som forsyner selskapet med det som er nødvendig av ressurser for produksjon av deres produkter eller tjenester. Resurser kan innebære både råmaterialer og utstyr, men også arbeidskraft og finansieringskilder. Leverandørers grad av forhandlingsmakt øker når noen av de følgende forholdene er aktuelle: lavt antall leverandører, høye byttekostnader, mulighet til å kutte ut mellomledd, differensierte produkter (Johnson et al., 2017, s. 69).

Fiskefôr er en av de største utgiftene for selskaper i oppdrettsbransjen, og leverandører av disse produktene vil derfor ha muligheten til å ha høyest forhandlingsmakt. Det norske markedet for fiskefôr består av få leverandører, hvor de tre største er Skretting, EWOS og BioMar (Solem, 2020). Det lave antallet av mulige leverandører som selskapene kan velge mellom for en nødvendig ressurs i produksjonen, styrker forhandlingsmakten til leverandørene. Grieg Seafood er ekstremt opptatt av å gjøre driften sin bærekraftig gjennom alle ledd i produksjonen. Dersom selskapet anser at leverandøren av fiskefôr ikke lever opp til deres standard når det gjelder bærekraft og miljøhensyn, vil vi anta at barrieren for å bytte leverandør ikke er så høy. Kostnadene knyttet til bytting av leverandør vil også trolig være kun administrative kostnader av ikke-betydelig størrelse, noe som vil svekke forhandlingsmakten til leverandørene.

Konklusjonen vi kommer frem til er at leverandørene styrker forhandlingsmakten sin på grunn av fåtallet i markedet, men den vil bli svekket på grunn av lave byttekostnader, samt lave barrierer for eventuelt bytte av leverandør. Vi vil derfor anta at forhandlingsmakten til leverandørene er moderat.

5.2.6 Konklusjon

Funn fra analysen som ble foretatt etter Porters rammeverk er visualisert i tabell 3 nedenfor. I analysen har vi sett på faktorer som viser at oppdrettsbransjen er kombinert av både svake, moderate og sterke krefter. Den sterke konkurransen i markedet, kombinert med høye inngangsbarrierer, gjør at trusselen om nyetableringer er lav. Selv om det finnes substitutter blir trusselen sett på som lav, fordi etterspørselen etter laks stadig øker. Vi har sett at kundene har lave byttekostnader, som betyr at det er lett for kundene å bytte fra en leverandør til en annen. Til

slutt så vi at leverandørene har moderat forhandlingsmakt, fordi det er så få konkurrenter i markedet.

Oppsummering Porters fem krefter

	Svak	Moderat	Sterk
Konkurransen i markedet			X
Trussel om nyetableringer	X		
Substitutter	X		
Kundenes makt		X	
Leverandørers makt		X	

Tabell 3 - Oppsummering Porters fem krefter

5.3 VRIO

VRIO-rammeverket er et analyseverktøy som brukes til å analysere et selskaps ressurser og evner. Målet med analysen er å få en innsikt i hvorvidt de ressursene og evnene som selskapet besitter kan gi et vedvarende konkurransefortrinn i markedet. I rammeverket bedømmer man ressursens konkurransepotensial ved å måle hvorvidt den er verdifull (V), sjelden (R), ikke-imiterbar (I) og effektivt organisert (O) (Jurevicius, 2023).

5.3.1 Lokasjoner

Grieg Seafood driver oppdrettsvirksomheten sin langs kysten i Rogaland og Finnmark i Norge, samt British Columbia og Newfoundland i Canada. Ved å drive virksomhet i flere spredte lokasjoner, setter selskapet seg i en strategisk god posisjon med tanke på salg og eksport av produktene sine. Produksjonen blir mer kostnadseffektiv, da blant annet transportkostnader kan bli lavere ved at selskapet har muligheten til å velge hvilken lokasjon de skal selge produktet sitt fra ut fra hvor den skal eksporteres. Ved å spre produksjonen over flere områder sikrer selskapet seg samtidig en trygghet og en biologisk fordel ved eventuelle kriser som kan oppstå. Hele produksjonen vil ikke bli påvirket om det kommer sykdoms- og lakselusutbrudd, eller ekstremvær som kan skade oppdrettsanleggene.

Konkurrentene til selskapet kan derimot drive virksomhet i samme områder, ettersom Grieg Seafood ikke har enerett på lokasjonene sine. Andre selskaper kan søke om konsesjoner og tillatelse til drift på akkurat samme eller tilsvarende områder. Selv om den geografiske plasseringen til selskapet er både godt organisert og verdifull, er den verken sjelden eller ikke-imiterbar. Konklusjonen er derfor at plasseringen gir ikke selskapet noe form for konkurransefortrinn, men er heller ikke en ulempe.

5.3.2 Finansiell situasjon

Grieg Seafoods egenkapitalandel for 2023 er 39,3%, mens den gjennomsnittlige egenkapitalandelen for de siste 5 årene er 43,5%. Egenkapitalandel, også kjent som nøkkeltallet soliditet, viser hvor mange prosent av selskapets eiendeler er finansiert av egenkapital. Tallet sier noe om hvorvidt selskapet tåler tap og klarer å betale sine forpliktelser på lang sikt. Meget godt soliditetsnivå sies å være over 40%, en grense som Grieg Seafood har klart å passere i årene 2019-2022, og som de fortsatt holder seg relativt nærme i 2023. Det kan derfor påstås at Grieg Seafood har evnen til å klare seg godt i eventuelle dårlige tider, samtidig som den gode soliditeten kan gjøre det lettere for selskapet å ta opp nye lån for finansiering av fremtidige prosjekter. Den stabile finansielle situasjonen og mulighetene for finansiering er en verdifull ressurs som kan fremme innovasjon i selskapet.

I forhold til konkurrentene som det tas høyde for i denne oppgaven skiller ikke Grieg Seafood seg noe særlig ut. Mowi og SalMar har verdier som ligger relativt nært Grieg Seafood, mens Lerøy Seafood stiller med dårligere verdier med variasjon mellom 10-20% i løpet av de siste fem årene. Dette tyder på at den finansielle stillingen til selskapet er verken sjelden eller ikke-imiterbar og vil derfor ikke gi selskapet noe form for konkurransefortrinn.

5.3.3 Teknologiske nyvinninger

Hvis et selskap klarer å finne nye måter å gjøre ting på, for eksempel ved bruk av ny teknologi, kan de klare å skape et konkurransefortrinn i markedet. I tidligere kapitler har vi nevnt at Grieg Seafood prøver å skille seg fra konkurrentene ved å bruke nye metoder i produksjonen som en egen post-smolt strategi, RAS, og digitalisering og bruk av kunstig intelligens. Post-smolt strategien innebærer at de holder fisken lengre i anleggene på land, for å korte ned tiden de er i

merder. Dette gir dem et miljømessig fortrinn, som også kan utvikle seg til å bli et økonomisk fortrinn. Innføring av en slik ny type teknologi/strategi kan føre til økte kostnader i en periode, men på sikt ser de for seg at det vil gi økt inntekt, og dermed et økonomisk fortrinn.

RAS inngår i post-smolt strategien, og gir selskapet økonomiske fortrinn. I tillegg bidrar RAS til bedre forhold for fisken, som kan øke kvaliteten på fisken, og på den måten gi enda et økonomisk fortrinn. Selv om teknologien og strategien er innovativ, er det ikke umulig for andre oppdrettere å innføre lignende tiltak. Disse ressursene er derfor verken sjeldne eller ikke-imiterbare.

5.3.4 Oppsummering

VRIO-analysen vi har utført er oppsummert i tabell 4 nedenfor. Analysen viser at ressursene til Grieg Seafood som vi har tatt for oss er både verdifulle og effektivt organiserte, men de er ikke sjeldne eller ikke-imiterbare. Selv om de er viktige for produksjonen til selskapet, er det flere andre bedrifter som enten bruker samme ressurser, eller har mulighet til det. Ettersom alle de analyserte ressursene er verken sjeldne eller ikke-imiterbare mener vi at de ikke vil gi selskapet noe form for vedvarende konkurransefortrinn ovenfor konkurrentene i bransjen.

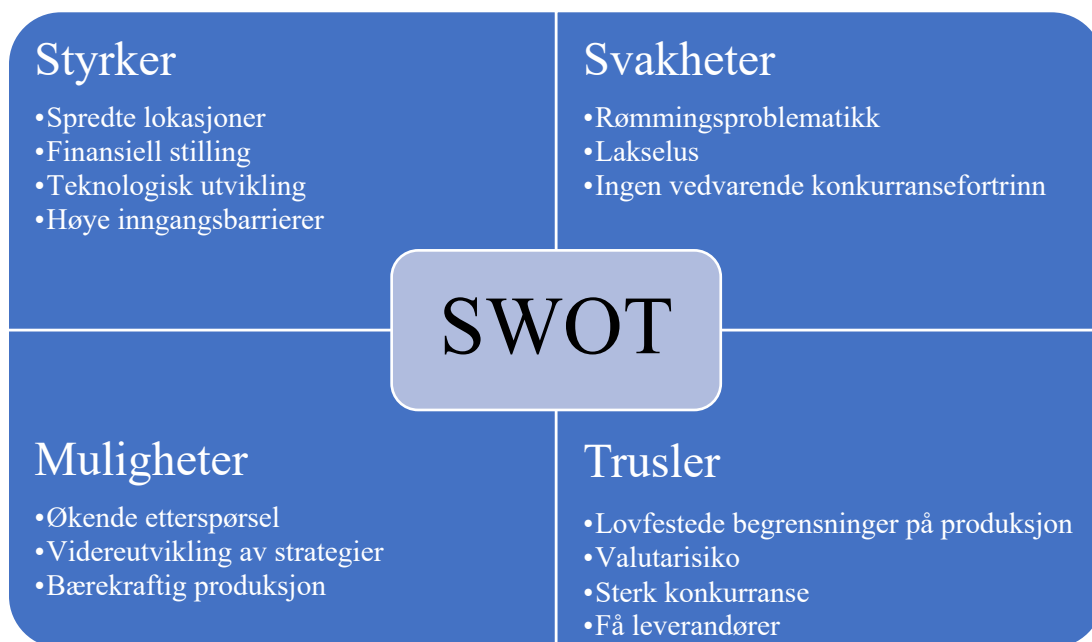
Oppsummering VRIO

	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Effektivt organisert
Lokasjoner	Ja	Nei	Nei	Ja
Finansiell situasjon	Ja	Nei	Nei	Ja
Teknologiske nyvinninger	Ja	Nei	Nei	Ja

Tabell 4 - Oppsummering VRIO

5.4 SWOT-analyse

En SWOT-analyse kan brukes som et verktøy til å oppsummere funn fra eksterne og interne strategiske analyser. Analysen nedenfor visualiserer høydepunktene fra de foretatte analysene og sorterer dem etter om de er styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) eller trusler (T).



Figur 10 – SWOT-analyse av Grieg Seafood ASA

Virksomheten til Grieg Seafood er spesielt utsatt for miljømessige problemer, som rømmingsproblematikken og utbrudd av lakselus. Disse svakhetene har spesielt negativ virkning på produksjonsvolumet til selskapet. De interne ressursene til Grieg Seafood medfører heller ingen vedvarende konkurransefortrinn. Potensiale for vekst kan være truet av mange faktorer. De lovfestede begrensningene på produksjon som konsesjoner og Trafikklyssystemet setter et tak på maksimal produksjon. Som et selskap som eksporterer store mengder av produksjonen sin, er selskapet spesielt utsatt for uforutsigbare svingninger i valutakursene. Bransjen er også preget av sterk konkurranse mellom de allerede eksisterende selskapene. Etersom produktene til Grieg Seafood er lite differensierte har de ikke noe konkurransefortrinn ovenfor konkurrentene i bransjen. Resultatene til selskapet kan også være truet på grunn av få leverandører til innsatsfaktorer i produksjonen, og leverandørenes moderate makt kan føre til en økning i kostnadene for selskapet.

Samtidig står Grieg Seafood i en posisjon med mange styrker. Selskapets gode finansielle stilling kan være med å videre støtte opp den teknologiske utviklingen til selskapet som kan føre til mer effektiv drift. Driften som er spredt over flere lokasjoner gjør at hele produksjonen til selskapet ikke blir påvirket i krisesituasjoner. De høye inngangsbarrierene i bransjen gjør selskapet mindre utsatt for konkurranse mellom nyetablerte bedrifter. Mulighetene i omgivelsene til bransjen er preget av den økende etterspørselen etter laks. Dersom selskapet fortsetter å fokusere på og videreutvikle deres strategier, samt fortsetter veien mot enda mer bærekraftig produksjon, kan det resultere i et fremtidig konkurransefortrinn. Mulighetene til selskapet sammen med styrkene i bransjen kan tyde på gode fremtidige vekstutsikter, til tross for truslene og svakhetene.

6. Regnskapsanalyse

Det følgende kapittelet tar for seg en regnskapsanalyse av Grieg Seafood ASA i perioden 2019 til 2023. Det vil først presenteres en historisk utvikling av selskapets resultatregnskap og balanse. Deretter regnes det ut nøkkeltall som er relevante for verdsettelsen og dens interesser.

Formålet med en regnskapsanalyse er å vise den økonomiske stillingen og utviklingen til et selskap ved å vise sammenhengen mellom tallene som presenteres i regnskapet.

Regnskapsanalysen deles ytterligere i tre deler; lønnsomhetsanalyse, likviditetsanalyse og analyse av finansiering og soliditet. Innholdet i regnskapsanalyser varierer utfra hvilken interessentgruppe som settes i fokus for analysen (Eklund & Knutsen, 2011, s. 12-13). Målet med besvarelsen av oppgaven er å beregne aksjeprisen til Grieg Seafood, samt gi en anbefaling om handlingsstrategi til en fiktiv investor, noe som følgelig gjør eiere og potensielle investorer den viktigste interessentgruppen for regnskapsanalysen. Den utvalgte interessentgruppen gjør lønnsomhetsanalysen til den mest hensiktsmessige. For å sikre nøyaktig estimering i det kommende fremtidsregnskapet ønsker vi å oppnå bedre innsikt i selskapets finansielle situasjon. Regnskapsanalysen suppleres derfor med både likviditets- og soliditetsanalyse.

Nøkkeltallene i analysene sammenlignes opp mot de tidligere valgte konkurrentene, ettersom vi ønsker å bedømme om selskapets prestasjoner er over eller under gjennomsnittet. Dette vil også være behjelpelig i estimering av vekstraten i terminalverdiberegningen.

6.1 Historisk utvikling

I tabell 5 nedenfor har vi laget en oversikt over det historiske resultatregnskapet til Grieg Seafood fra 2019 til 2023. Alle tallene er hentet fra selskapets årsrapporter. Oversikten viser at selskapet har hatt en varierende inntekt med påfølgende årsresultat. I 2020 og 2021 gikk inntekten kraftig ned, med en nedgang på nesten 50% fra 2019. Dette skyldes avviklingen og salget av Ocean Quality og Shetlandavdelingen. Likevel gikk årsresultatet kraftig opp fra 2020 til 2021, og skyldes den nevnte høye økningen i lakseprisen og økningen i etterspørselen på tross av koronapandemien. I 2022 hadde Grieg Seafood rekordhøy EBIT, som følge av et rekordhøyt slaktevolum (Grieg Seafood, 2023, s. 10). Årsresultatet for 2023 viser et årsresultat som ble

nesten halvert fra 2022. Dette skyldes biologiske utfordringer som alene stod for et tap på 900 millioner kroner (Grieg Seafood, 2024, s. 10).

Resultatregnskap 2019 – 2023

Resultatregnskap i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Salgsinntekter	8 273 592	4 384 357	4 598 585	7 163 956	7 019 632
Andre inntekter	26 519	28 688	70 745	31 490	38 497
Andre gevinster/tap	3 612	-4 786	-6 752	13 393	-6 959
Andre resultat fra tilknyttede selskap	211	3 350	-1 486	21 096	-6 957
Varekostnad	-4 181 971	-1 717 279	-1 738 267	-2 233 655	-2 747 944
Lønns- og personalkostnader	-610 803	-499 546	-577 434	-695 577	-725 653
Andre driftskostnader	-2 013 002	-1 592 852	-1 527 347	-2 087 310	-2 236 165
EBITDA før verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	1 498 157	601 932	818 044	2 213 393	1 334 451
Avskrivninger	-404 895	-360 178	-368 482	-434 641	-532 911
Nedskrivninger	-5 688	-8 696	-7 192	-156 780	-21 656
EBIT før verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	1 087 574	233 057	442 370	1 621 972	779 884
Produksjonsavgift	-	-	-24 463	-26 350	-34 987
Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	-220 714	-289 705	523 036	83 412	217 922
Rettsaker og rettskrav	-	-	-	-157 065	20 427
Avviklingskostnad	-	-	-	-24 382	-2 515
EBIT etter verdijustering av biologiske eiendeler	866 860	-56 648	940 944	1 497 586	980 730
Finansinntekter	51 309	103	125 233	121 609	140 195
Finanskostnader	-77 542	-247 895	-212 499	-171 553	-276 768
EBT fra videreført drift	840 626	-304 440	853 678	1 447 642	844 157
Skatt	-195 718	-11 557	-249 301	-293 863	-284 407
Resultat fra videreført drift	599 179	-315 997	604 377	1 153 779	559 750
Resultat fra avviklet drift	45 729	-198 823	600 291	-	-
Årsresultat	644 908	-514 820	1 204 668	1 153 779	559 750

Tabell 5 - Historisk resultatregnskap

Tabellen nedenfor viser den historiske utviklingen i balansen til Grieg Seafood fra år 2019 til 2023. Vi får et innblikk i eiendelene til selskapet og deres finansiering gjennom egenkapital og lån. Eiendelene til selskapet har hatt en jevn økning hvert år i analyseperioden. Vi ser at eiendelene er finansiert relativt jevnt med egenkapital og kortsiktig og langsiktig gjeld, noe som illustreres mer nøye i en senere beregning av egenkapitalprosenten.

Balanseoppstilling 2019 – 2023

Tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Immaterielle eiendeler	1 260 359	2 213 779	2 233 277	2 169 493	2 230 175
+ Varige driftsmidler	2 957 942	3 033 154	3 402 629	4 035 590	5 095 401
+ Erstatningsmidler		40 000	40 000	40 000	40 000
+ Investeringer i tilknyttede selskaper	81 071	84 421	104 675	216 624	209 667
+ Langsiktige finansielle fordringer og investeringer	3 130	9 476	90 897	17 935	42 337
= Anleggsmidler	4 302 503	5 380 830	5 871 477	6 479 642	7 617 589
Varelager og biologiske eiendeler	3 615 795	2 623 904	3 577 711	4 285 972	5 295 771
+ Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	801 890	396 642	336 717	1 467 033	533 573
+ Kontanter og kontantekvivalenter	214 497	275 427	928 342	642 719	216 318
= Omløpsmidler	4 632 181	3 295 972	4 842 770	6 395 723	6 045 663
+ Eiendeler holdt for salg		1 972 725			
SUM EIENDELER	8 934 684	10 649 527	10 714 248	12 875 365	13 663 252
Egenkapital, majoriter	4 084 211	4 370 918	5 563 302	6 485 708	6 669 170
+ Minoritetsinteresser	56 632				
= Egenkapital	4 140 843	4 370 918	5 563 302	6 485 708	6 669 170
Avsetning for krav	883 043	909 449	1 080 917	1 047 857	850 790
+ Annen langsiktig rentefri gjeld	13 240	-			
+ Langsiktig rentebærende gjeld	2 196 601	3 907 822	2 958 797	3 492 459	4 603 029
= Langsiktig gjeld	3 092 883	4 817 272	4 039 714	4 540 316	5 453 819
Kortsiktig rentefri gjeld	1 317 298	710 879	878 726	1 480 462	1 032 301
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	383 661	257 630	232 507	368 878	507 961
= Kortsiktig gjeld	1 700 958	968 509	1 111 232	1 849 341	1 540 263
+ Gjeld direkte knyttet til eiendeler holdt for salg		492 829			
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	8 934 684	10 649 527	10 714 248	12 875 365	13 663 252

Tabell 6 - Historisk balanse

6.2 Lønnsomhet

Dette delkapittelet tar for seg lønnsomheten til Grieg Seafood ASA, altså deres evne til å tjene penger, skape overskudd og deres posisjon som en investering for eiere og andre investorer. Vi ser på lønnsomheten og dens utvikling i lys av tre nøkkeltall; totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin.

6.2.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet er et nøkkeltall som viser bedriftens avkastning på den totale kapitalen som er investert, uavhengig av andelen egenkapital og gjeld. Totalkapitalrentabiliteten skal vise avkastningen ved normal drift, og tar ikke høyde for eventuelle ekstraordinære inntekter og/eller kostnader. Det er vanskelig å sette et fast krav på hva totalkapitalrentabiliteten skal være, men jo større risikoen er, jo høyere krav må bedriften sette til størrelsen på den (Hoff & Pedersen, 2019, s. 207-210).

$$R_{TK} = \frac{\text{Ord. resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} \times 100$$

Formel 9 - Totalkapitalens rentabilitet

I tabell 7 nedenfor ser vi utviklingen i Grieg Seafoods total kapitalrentabilitet. Utfra tabellen ser vi at total kapitalrentabiliteten til Grieg Seafood svinger en del i analyseperioden, med 2020 som det året med dårligst resultat. Dette stemmer overens med at selskapet i 2020 avvirket og solgte Ocean Quality og Shetlandavdelingen. Sammenlignet med bransjegjennomsnittet, bestående av de utvalgte konkurrentene SalMar, Lerøy Seafood Group og Mowi, ser vi at Grieg Seafood generelt ligger på et lavere nivå enn gjennomsnittet. Samtidig ser vi at selskapet følger svingningene i resten av bransjen.

Historisk total kapitalrentabilitet 2019 – 2023

Tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Ordinært resultat før skattekostnad	840 626	-304 440	853 678	1 447 642	844 157
Rentekostnader	77 524	247 895	212 499	171 553	276 768
Gjennomsnittlig total kapital	8 538 588	9 792 107	10 681 888	11 794 807	13 269 309
Total kapitalrentabilitet, Grieg Seafood	11%	-1%	10%	14%	8%
Total kapitalrentabilitet, bransjegjennomsnitt	14%	7%	12%	13%	12%

Tabell 7 - Utvikling i total kapitalens rentabilitet

6.2.2 Egen kapitalrentabilitet

Egen kapitalens rentabilitet er et nøkkeltall som står mest i fokus for bedriftens eiere, ettersom den viser avkastningen på den investeringen de har gjort i selskapet. I beregningen benyttes det ordinært resultat, før eventuelle ekstraordinære poster (Hoff & Pedersen, 2019, s. 215).

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

Formel 10 - Egen kapitalens rentabilitet før skatt

Tabellen nedenfor presenterer utviklingen i egenkapitalrentabiliteten for Grieg Seafood og utviklingen i bransjegjennomsnittet. Bransjegjennomsnittet består av egenkapitalrentabiliteten til de tre nevnte konkurrentene, SalMar, Lerøy Seafood Group og Mowi. Egenkapitalrentabiliteten til Grieg Seafood har hatt store svingninger i analyseperioden, og ligger gjennomsnittlig under bransjen. Selv om verdiene til selskapet er generelt dårligere enn gjennomsnittet, ser vi at resultatene følger samme trender som bransjen ellers. I 2022 klarte selskapet å komme seg opp til konkurrentenes verdier, før det kom en stor nedgang på 11 prosentpoeng i 2023.

Historisk egenkapitalrentabilitet 2019 – 2023

Tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Ordinært resultat før skattekostnad	840 626	-304 440	853 678	1 447 642	844 157	736 333
Gjennomsnittlig egenkapital	4 012 177	4 255 881	4 967 110	6 024 505	6 577 439	5 167 422
Egenkapitalrentabilitet Grieg Seafood	21%	-7%	17%	24%	13%	14%
Egenkapitalrentabilitet bransjegjennomsnitt	22,68%	11,54%	21,61%	24,18%	22,56%	21%

Tabell 8 - Utvikling i egenkapitalens rentabilitet

6.2.3 Driftsmargin

Driftsmargin er et nøkkeltall som viser driftsresultatet i prosent av driftsinntektene. Mange bedrifter tar dette nøkkeltallet med i årsrapportene sine, fordi det viser andelen driftsinntekter bedriften har igjen før finansielle poster tas med i beregningen, og driftsresultatet viser resultatet av selve driften uavhengig av hvordan bedriften er finansiert (Hoff & Pedersen, 2019, s. 220). En bedrifts driftsmargin gir en idé om hvor lønnsom bedriften er, da dette forteller hvor mye bedriften tjener per omsatte krone (Ljone, 2023).

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

Formel 11 – Driftsmarginen

I tabell 9 nedenfor vises den historiske driftsmarginen til Grieg Seafood, i tillegg til bransjegjennomsnittet. Grieg Seafood har hatt relativt store svingninger også i dette nøkkeltallet, og ligger også her generelt under bransjegjennomsnittet. Dette skyldes at driftskostnadene har

gått opp, og at de ikke har nådd målene på slaktevolum. Unntaket er i 2021 og 2022 der selskapet ligger over bransjegjennomsnittet.

Historisk driftsmargin 2019 – 2023

Tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsresultat, EBIT	866 648	-56 648	940 946	1 497 586	980 730
Driftsinntekter	8 303 723	4 411 609	4 661 092	7 229 935	7 044 213
Driftsmargin, Grieg Seafood	10%	-1%	20%	21%	14%
Driftsmargin, bransjegjennomsnitt	17%	11%	16%	20%	19%

Tabell 9 - Utvikling i driftsmargin

6.3 Likviditet

Dette delkapittelet gjennomgår en kort likviditetsanalyse ved å se på Likviditetsgrad 1 og 2 for selskapet. Formålet med likviditetsanalysen er å vise til bedriftens evne til å dekke sine løpende betalingsforpliktelser, ved å se på selskapets forhold mellom omløpsmidler og den kortsiktige gjelden.

6.3.1 Likviditetsgrad 1

Nøkkeltallet likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom selskapets omløpsmidler, altså de mest likvide eiendelene til selskapet, og den kortsiktige gjelden, som er gjeld med forfall på opptil 1 år. Selskapet sies å ha god likviditetsgrad 1 hvis dens verdi er over eller lik 2 (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238).

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

Formel 12 - Likviditetsgrad 1

Tabellen nedenfor viser utviklingen til Grieg Seafoods likviditetsgrad 1. For å være i stand til å vurdere likviditetsgraden til Grieg Seafood mer nøyaktig, har vi regnet ut den gjennomsnittlige likviditetsgraden til konkurrentene i samme periode. Nøkkeltallet har vært høyere enn minstekravet i løpet av alle årene i analyseperioden, med den høyeste verdien i 2021 på 4,36. Omløpsmidlene i bransjen omfatter også de mindre likvide biologiske eiendelene, noe som fører til at likviditetsgraden kan være noe misvisende hvis den ikke blir satt i perspektiv. Ser man på

Grieg Seafood i forhold til konkurrentene, er det klart at selskapet har en god likviditetsgrad som har vært over gjennomsnittet de siste 4 årene.

Historisk likviditetsgrad 1 2019 – 2023

Tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Omløpsmidler	4 632 181	3 295 972	4 842 770	6 395 723	6 045 663
Kortsiktig gjeld	1 700 958	968 509	1 111 232	1 849 341	1 540 263
Likviditetsgrad 1, Grieg Seafood	2,72	3,40	4,36	3,46	3,93
Likviditetsgrad 1, bransjegjennomsnitt	2,83	2,59	2,63	2,22	2,54

Tabell 10 - Utvikling i likviditetsgrad 1

6.3.2 Likviditetsgrad 2

Nøkkeltallet likviditetsgrad 2 ser kun på de mest likvide omløpsmidlene i forhold til den kortsiktige gjelden, som følge av det er kravet for god likviditet strengere enn på likviditetsgrad 1. For at en bedrift skal tilfredsstille kravet bør verdien av nøkkeltallet være lik eller større enn 1 (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238).

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

Formel 13 - Likviditetsgrad 2

Når vi trekker fra de mindre likvide omløpsmidlene, som varelager og biologiske eiendeler, ser vi at selskapet sliter med å oppnå kravet til likviditetsgrad 2 i de fleste årene i analyseperioden. Forskjellen på selskapets prestasjoner mellom likviditetsgrad 1 og 2 kan forklares med karakteristikkene til oppdrettsbransjen. De biologiske eiendelene utgjør en stor andel av omløpsmidlene. Etersom produksjonsprosessen i oppdrettsbransjen strekker seg over flere år, anses disse midlene som lite likvide og trekkes derfor i fra i beregningen av likviditetsgraden.

Historisk likviditetsgrad 2 2019 – 2023

Tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Mest likvide omløpsmidler	1 016 387	672 069	1 265 059	2 109 752	749 891
Kortsiktig gjeld	1 700 958	968 509	1 111 232	1 849 341	1 540 263
Likviditetsgrad 2, Grieg Seafood	0,60	0,69	1,14	1,14	0,49

Tabell 11 - Utvikling i likviditetsgrad 2

6.4 Finansiering og soliditet

Ved å se på selskapets nøkkeltall knyttet til finansiering og soliditet, kan man si noe om hvorvidt selskapet tåler tap på lang sikt. I dette delkapittelet presenterer vi to mål som illustrerer selskapets finansielle stilling og deres soliditet; egenkapitalandelen og gjeldsgraden.

6.4.1 Egenkapitalprosent

Nøkkeltallet egenkapitalprosent sier noe om hvor stor del av eiendelene som er finansiert av egenkapitalen, og samtidig hvor stor andel av eiendelene som kan gå tapt før eventuelle långivere blir berørt. En høyere egenkapitalprosent kan tyde på bedre overlevelsessevne for bedriften, samtidig som den øker kredittverdigheten (Hoff & Pedersen, 2019, s. 276-277).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \times 100$$

Formel 14 – Egenkapitalprosent

Grieg Seafood har hatt en relativ stabil egenkapitalandel med et gjennomsnitt på 48% i løpet av 2019-2023. Selskapet har for det meste vært under bransjegjennomsnittet, men følger samme trender i svingningene. Det er ingen formelle krav om hva egenkapitalprosenten bør være, ettersom det avhenger av blant annet hvor kapitalintensiv virksomheten er, men det sies at en tilvirkningsbedrift bør ha en egenkapitalprosent på 30-35% (Hoff & Pedersen, 2019, s. 276-277). Utfra det uformelle kravet kan vi si at Grieg Seafood har hatt en god egenkapitalandel i løpet av analyseperioden.

Historisk egenkapitalprosent 2019 – 2023

Tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Egenkapital	4 140 843	4 370 918	5 563 302	6 485 708	6 669 170
Totalkapital	8 934 684	10 649 527	10 714 248	12 875 365	13 663 252
Egenkapitalprosent, Grieg Seafood	46%	41%	52%	50%	49%
Egenkapitalprosent, bransjegjennomsnitt	54%	52%	54%	48%	46%

Tabell 12 - Utvikling i egenkapitalprosenten

6.4.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden er et nøkkeltall som sier noe om forholdet mellom selskapets gjeld og egenkapital. En lav gjeldsgrad betyr at selskapet har lite gjeld i forhold til egenkapitalen, noe som resulterer i mindre fremtidige betalingsproblemer og fører til lavere finansiell risiko knyttet til bedriften. Gjeldsgraden til et selskap bør ikke være over 1,85 (Hoff & Pedersen, 2019, s. 279).

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

Formel 15 – Gjeldsgrad

I tabellen nedenfor ser vi at Grieg Seafood har hatt en gjeldsgrad over bransjegjennomsnittet i perioden 2019-2021. Selskapet har generelt hatt en god trend i gjeldsgraden, ettersom den har vært for det meste synkende. Det kom et stort hopp i 2020, men de klarte å få graden vesentlig ned i løpet av ett år. De to siste årene har Grieg Seafood hatt en lavere gjeldsgrad enn konkurrentene sine. Generelt sett har selskapet hatt en god soliditet og dermed lav finansiell risiko, og har klart å være under grensen til en akseptabel gjeldsgrad gjennom hele analyseperioden.

Historisk gjeldsgrad 2019 – 2023

Tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023
Gjeld	4 793 841	6 278 609	5 150 946	6 389 657	6 994 082
Egenkapital	4 140 843	4 370 918	5 563 302	6 485 708	6 669 170
Gjeldsgrad, Grieg Seafood	1,16	1,44	0,93	0,99	1,05
Gjeldsgrad, bransjegjennomsnitt	0,86	0,94	0,86	1,13	1,20

Tabell 13 - Utvikling i gjeldsgraden

6.5 Konklusjon av regnskapsanalysen

Lønnsomhetsanalysen viser at Grieg Seafood generelt har ligget under bransjegjennomsnittet, men har likevel hatt en positiv utvikling i løpet av analyseperioden. 2023 ser ut til å ha vært et utfordrende år, som mest sannsynlig skyldes de biologiske utfordringene i Finnmark som hadde stor innvirkning på selskapets resultater. Likviditetsmessig gjør selskapet det bedre enn konkurrentene. Selv om selskapet ikke har oppnådd kravet om likviditetsgrad 2 i hele

analyseperioden, kan vi likevel si at selskapet oppnår tilfredsstillende likviditet gjennom analyseperioden. Selskapets finansieringsstruktur medfører at selskapet har meget god soliditet. Egenkapitalprosenten ligger godt over kravet, og for det meste over bransjegjennomsnittet. Gjeldsgraden ligger også godt under grensen i hele analyseperioden.

7. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Dette kapitlet tar for seg estimering av Grieg Seafoods fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen, samt terminalveksten. For å sikre nøyaktig og pålitelig estimering legger vi funn fra den strategiske analysen, regnskapsanalysen og annen innhentet informasjon til grunn i beregningene og antakelsene som blir gjort.

7.1 Inntektsprognose

Ettersom Grieg Seafood ASA er et selskap som driver med lakseoppdrett er deres inntekter i all hovedsak basert på slaktevolumet og markedsprisen på laks. Inntektsprognosen vil derfor bestå av en estimert utvikling i disse to variablene.

7.1.1 Slaktevolum

Tabell 14 nedenfor viser slaktevolumet til Grieg Seafood fra år 2019 til 2023 hentet fra årsrapportene til selskapet. Slaktevolumet har hatt en variert endring i løpet av analyseperioden, men endringen som skiller seg mest ut er fra år 2022 til 2023 hvor det minket med 15%. Selskapet hadde selv estimert et slaktevolum på 87 000 tonn i 2023, et mål de ikke klarte å nå på grunn av biologiske utfordringer knyttet til et parasittutbrudd i deres avdeling i Finnmark. Tiltak har blitt gjort for å håndtere situasjonen og selskapet mener at effektene av utbruddet kommer til å være eliminert i løpet av første halvdel av 2024, men det kommer til å ta tid før man ser de positive virkningene (Grieg Seafood, 2024, s. 10).

Historisk slaktevolum 2019 – 2023

	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Slaktevolum, tonn	71 700	71 142	75 601	84 697	72 015	75 031
Prosentvis endring		-1%	6%	12%	-15%	1%

Tabell 14 - Historisk slaktevolum for Grieg Seafood

Tabellen nedenfor viser det estimerte slaktevolumet for perioden 2024-2028. Ettersom situasjonen i 2023 er utenfor det normale, ønsker vi å justere den gjennomsnittlige endringen i slaktevolumet før vi estimerer de fremtidige årene. Vi mener at tiltakene som ble iverksatt i Finnmark på grunn av de biologiske utfordringene vil føre til at slaktevolumet ikke vil gå ned

ytterligere. Den estimerte endringen i slaktevolumet til år 2024 er derfor 6%, noe som er gjennomsnittsendringen fra 2019-2022. I årene framover har vi estimert at slaktevolumet vil øke mer og mer fra år til år. Denne antakelsen begrunner vi med funn fra den strategiske analysen, hvor vi konkluderte med at etterspørselen etter laks vil øke på grunn av blant annet sosiokulturelle faktorer.

I årsrapporten for 2023 oppgir selskapet at de har et mål om å oppnå et slaktevolum på 120 000 – 135 000 tonn. Vi mener at på grunn av utfordringene som selskapet møtte på i 2023 er det ikke et mål som er realistisk å oppnå i løpet av perioden for fremtidsregnskapet.

Estimert slaktevolum 2024 – 2028

	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Slaktevolum, tonn	76 336	82 443	90 687	99 756	110 729
Prosentvis endring	6%	8%	10%	10%	11%

Tabell 15 - Estimert utvikling i slaktevolum

7.1.2 Laksepris

Nedenfor vises tabell 16, en oversikt over den historiske lakseprisen fra 2019 til 2023. Dataen er hentet fra Fishpool. Som nevnt i kapittel 3.5 har lakseprisen økt relativt jevnt siden 2000, og utfra tallene fra de nyere årene ser vi den samme trenden (Fishpool, u.å.-b).

Historisk laksepris 2019 – 2023

	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Gjennomsnittlig laksepris, NOK/kg	59,15	55,48	58,26	83,18	94,10	70,034
Prosentvis endring		-6%	5%	43%	13%	14%

Tabell 16 - Historisk laksepris

I tabell 17 under har vi laget en oversikt over estimert laksepris de neste fem årene. Fishpool har estimert en gjennomsnittspris på 99,16kr i 2024, som er en økning på 5% fra 2023 (Fishpool, u.å.-a). Som nevnt i den strategiske analysen i kapittel 5, blir oppdrettsbransjen påvirket av blant annet statlige reguleringer som Trafikklyssystemet, som setter et tak på produksjonsnivået. Det kan også bli aktuelt å kutte i produksjonen for å ivareta det biologiske mangfoldet. I tillegg til dette øker som nevnt etterspørselen etter laks. På bakgrunn av dette estimerer vi at prisen på laks

kommer til å øke de neste fem årene, ettersom etterspørselen øker mer enn produsentene klarer å tilby på grunn av de statlige reguleringene.

Estimert laksepris 2024 – 2028

	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Estimert laksepris, NOK/kg	99,16	99,16	101,14	106,20	111,51
Prosentvis endring	5%	0%	2%	5%	5%

Tabell 17 - Estimert fremtidig laksepris

7.1.3 Oppsummering av driftsinntekter

Tabellen nedenfor presenterer de forventede driftsinntektene til Grieg Seafood i perioden 2024-2028. Driftsinntektene er regnet ut som et produkt av det estimerte slaktevolumet og lakseprisene.

Estimerte driftsinntekter 2024 – 2028

	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Slaktevolum, i tonn	76 336	82 443	90 687	99 756	110 729
Laksepris	99,16	99,16	101,14	106,20	111,51
Driftsinntekter	7 569 468	8 175 025	9 172 378	10 594 097	12 347 420

Tabell 18 - Estimerte fremtidige driftsinntekter

7.2 Kostnadsprognose

Driftskostnadene til Grieg Seafood kan deles i tre hovedposter; varekostnader, lønns- og personalkostnader og andre driftskostnader. De tre kostnadsgruppene skal presenteres som et forholdstall av driftsinntektene for det gitte året. I estimeringen av de fremtidige kostnadene bruker vi gjennomsnittsandelen fra de 5 siste årene, da vi mener det blir den mest pålitelige antakelsen.

7.2.1 Varekostnader

Denne kostnadsposten består av innsatsfaktorene som inngår direkte i produksjonen til Grieg Seafood. Varekostnadene er den største kostnadsposten til selskapet og har gjennomsnittlig vært 39% av driftskostnadene i løpet av de siste 5 årene. Ettersom verdiene i 2019 er høyere enn

normalen, kan de være mindre representative for den fremtidige estimeringen. Det historiske gjennomsnittet når man ser vekk i fra 2019 er da 36,5%.

Historiske varekostnader 2019 – 2023

	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Varekostnader, i 1000 NOK	4 181 971	1 717 279	1 738 267	2 233 655	2 747 944	2 523 823
% av driftsinntekter	50%	39%	37%	31%	39%	39%

Tabell 19 - Historiske varekostnader som prosentandel av driftsinntekter

Tabellen nedenfor presenterer de fremtidige varekostnadene. I estimeringen antar vi at varekostnadene kommer til å være 39% av driftsinntektene. I den strategiske analysen kom vi frem til at leverandørene har moderat forhandlingsmakt og har derfor noe påvirkning på prisen til innsatsfaktorene i produksjonen. Da vi fremmet det som en av de største truslene i SWOT-analysen velger vi å øke prosentandelen til varekostnadene av driftsinntektene fra 36,5% til 39% for å ta høyde for denne trusselen.

Varekostnaden som prosentandel av driftsinntekter har historisk sett variert fra år til år, disse svingningene er vanskelige å forutse og estimere, og vi velger derfor en stabil gjennomsnittlig prosentandel i årene framover.

Estimerte varekostnader 2024 – 2028

	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Varekostnader, i 1000 NOK	2 952 092	3 188 260	3 577 228	4 131 698	4 815 494
% av driftsinntekter	39%	39%	39%	39%	39%

Tabell 20 - Estimerte fremtidige varekostnader

7.2.2 Lønns- og personalkostnader

Tabellen nedenfor viser lønns- og personalkostnadene til Grieg Seafood i løpet av de siste fem årene. Dette er den minste kostnadsposten og har gjennomsnittlig vært på 10% av driftsinntektene til selskapet.

Historiske lønns- og personalkostnader 2019 – 2023

	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Lønns- og personalkostnader, i 1000 NOK	610 803	499 546	577 434	695 577	725 653	621 803
% av driftsinntekter	7%	11%	12%	10%	10%	10%

Tabell 21 - Historiske lønns- og personalkostnader som prosentandel av driftsinntekter

Lønns- og personalkostnadene kan være påvirket av blant annet slaktevolumet. Hvis selskapets slaktevolum øker betraktelig i en periode, kan det antas at denne kostnaden blir påvirket på grunn av flere arbeidstimer og overtid. I estimeringen framover velger vi å anta at disse kostnadene kommer til å holde en stabil rate som er lik gjennomsnittet for de siste fem årene, da vi ikke har estimert for noe unormal høy endring i slaktevolumet i fremtidsprognosen.

Estimerte lønns- og personalkostnader 2024 – 2028

	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Lønns- og personalkostnader, i 1000 NOK	756 947	817 503	917 238	1 059 410	1 234 742
% av driftsinntekter	10%	10%	10%	10%	10%

Tabell 22 - Estimerte fremtidige lønns- og personalkostnader

7.2.3 Andre driftskostnader

Følgende kostnadspost består av en rekke diverse kostnader som ikke er direkte knyttet til produksjonen, som transportkostnader, vedlikehold, IT kostnader o.l. Som det vises i tabellen nedenfor har denne kostnadsposten historisk sett utgjort i gjennomsnitt 31% av driftsinntektene til selskapet, med noen mindre svingninger fra år til år.

Historiske andre driftskostnader 2019 – 2023

	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Andre driftskostnader, i 1000 NOK	2 013 002	1 592 852	1 527 347	2 087 310	2 236 165	1 891 335
% av driftsinntekter	24%	36%	33%	29%	32%	31%

Tabell 23 - Historiske andre driftskostnader som prosentandel av driftsinntekter

I estimeringen framover velger vi å sette de andre driftskostnadene til å være 32% av de fremtidige driftsinntektene, noe som er 1 prosentpoeng over det historiske gjennomsnittet. Dette valget baserer seg på funn fra den strategiske analysen, hvor det ble nevnt at selskapet er opptatt av innovasjon. Grieg Seafood har som nevnt i den strategiske analysen, planer om å satse på ny

teknologi og videreutvikle deres allerede eksisterende strategier. Dette er noe som kan føre til lavere kostnader i det lange løpet, men vil i første omgang føre til en økning i disse på grunn av høyere ressursbruk knyttet til utviklingen.

Estimerte andre driftskostnader 2024 – 2028

	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Andre driftskostnader, i 1000 NOK	2 422 230	2 616 008	2 935 161	3 390 111	3 951 174
% av driftsinntekter	32%	32%	32%	32%	32%

Tabell 24 - Estimerte fremtidige øvrige driftskostnader

7.2.4 Oppsummering av driftskostnader

I tabellen nedenfor presenterer vi de estimerte fremtidige kostnadene fordelt på de tre kostnadsgruppene, samt en sum av disse for hvert år. Driftskostnadene ble beregnet som en prosentandel av driftsinntektene. Ettersom det ble estimert en økning i driftsinntektene for hvert år, forklarer det den årlige økningen i driftskostnadene i fremtidsprognosen.

Sum estimerte driftskostnader 2024 – 2024

Tall i 1000 NOK	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Varekostnader	2 952 092	3 188 260	3 577 228	4 131 698	4 815 494
Lønns- og personalkostnader	756 947	817 503	917 238	1 059 410	1 234 742
Andre driftskostnader	2 422 230	2 616 008	2 935 161	3 390 111	3 951 174
Sum driftskostnader	6 131 269	6 621 770	7 429 626	8 581 219	10 001 410

Tabell 25 - Totale fremtidige driftskostnader

Tabell 26 viser det fremtidige driftsresultatet før avskrivninger (EBITDA) basert på inntekts- og kostnadsprognosen som er blitt foretatt.

Estimert EBITDA 2024 – 2028

Tall i 1000 NOK	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Driftsinntekter	7 569 468	8 175 025	9 172 378	10 594 097	12 347 420
Driftskostnader	6 131 269	6 621 770	7 429 626	8 581 219	10 001 410
EBITDA	1 438 199	1 553 255	1 742 752	2 012 878	2 346 010

Tabell 26 - Fremtidig EBITDA

7.3 Avskrivninger

Avskrivninger oppstår når selskapet fradragfører anleggsmidlene over deres levetid. I praksis betyr det at bedriften fradragfører verdifallet på eiendelen etter hvert som den brukes og slites (Altinn, 2024). Tabell 27 nedenfor viser Grieg Seafoods avskrivninger og avskrivningene som prosent av driftsinntektene, de siste fem årene fra 2019 til 2023. Selskapets avskrivninger har holdt seg relativt stabile de siste fem årene, med unntak av 2022 som ble påvirket av oppstarten av driften i Newfoundland.

Historiske avskrivninger 2019 – 2023

	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Avskrivninger, i 1000 NOK	404 895	360 178	368 482	434 641	532 911	420 221
% av driftsinntekter	5%	8%	8%	6%	8%	7%

Tabell 27 - Historisk utvikling i avskrivninger

Vi antar at avskrivninger vil fortsette å være stabile, og estimerer derfor en konstant grad på 8% av de estimerte driftskostnadene de neste fem årene. Gjennomsnittet de siste fem årene var 7%, men vi antar at den vil øke med 1 prosentpoeng til 8% fordi Grieg Seafood, som nevnt i den strategiske analysen, ønsker å fokusere mer på teknologi og strategi som vil kunne føre til nye investeringer i produksjonsbygg og -anlegg, og dermed føre til høyere avskrivninger.

Estimerte avskrivninger 2024 – 2028

	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Avskrivninger, i 1000 NOK	605 557	654 002	733 790	847 528	987 794
% av driftsinntekter	8%	8%	8%	8%	8%

Tabell 28 - Estimerte fremtidige avskrivninger

7.4 Skatt

Grieg Seafood har vært underlagt kun den vanlige selskapsskatten i Norge på 22% i de fleste årene av analyseperioden. Fra og med 2023 har oppdrettsselskap blitt utsatt for en egen skattelegging, som kommer på toppen av den alminnelige selskapsskatten. Grunnrenteskatten som er blitt omtalt i tidligere kapitler, gjelder for selskaper med havbrukstillatelser med et

overskudd som overstiger 70 millioner kroner og er på 25%. Summert fører dette til en marginal skattesats i Norge på 47%.

Selskapet opererer også i Canada. Delene av produksjonen som foregår i Newfoundland og British Columbia er derfor underlagt skatteleggingen som gjelder i Canada, hvor selskapsskatten varierer mellom 23-31% (KPMG, 2022, s. 5). I Grieg Seafoods årsrapport for 2022 ser vi at produksjonen i Canada står for 14% av det totale driftsresultatet (Grieg Seafood, 2023, s. 8). På bakgrunn av dette justerer vi den marginale skattesatsen på 47% ned til 43%, noe som blir brukt som den gjennomsnittlige skattesatsen i videre kalkulasjoner.

7.5 Arbeidskapital

En bedrifts arbeidskapital forteller om selskapets evne til å dekke betalingsforpliktelsene de har på kort sikt. Altså er det et mål på hvor god likviditet selskapet har (Fiken, u.å.-a). Den generelle formelen for å finne arbeidskapitalen er å ta omløpsmidler og trekke fra selskapets kortsiktige gjeld (Hoff & Pedersen, 2019, s. 243).

En bedre og mer praktisk versjon av formelen tar derimot bort kontanter og kortsiktige finansielle investeringer fra omløpsmidler, og rentebærende gjeld fra kortsiktig gjeld, fordi disse er ikke-operasjonelle og genererer ikke direkte inntekt. I tillegg vil den rentebærende gjelden bli tatt med når vi skal beregne avkastningskrav til totalkapitalen, og det vil være uriktig å ta den med to ganger (Damodaran, 2012, s. 264). Vi får da operasjonelle omløpsmidler og operasjonell kortsiktig gjeld. Det interessante med arbeidskapitalen er ikke arbeidskapitalen i seg selv, men endringen i den fra år til år, da det er endringen som påvirker de fremtidige kontantstrømmene. En økning i arbeidskapital fører til lavere fri kontantstrøm, mens en reduksjon i arbeidskapital fører til høyere fri kontantstrøm (Wall Street Prep, u.å.).

$$\textit{Arbeidskapital} = \textit{Operasjonelle omløpsmidler} - \textit{operasjonell kortsiktig gjeld}$$

Formel 16 - Arbeidskapital

I tabell 29 nedenfor har vi laget en oversikt over arbeidskapitalen og arbeidskapitalen i prosent av driftsinntektene fra 2019 til 2023. Utfra tabellen ser vi at arbeidskapitalen til Grieg Seafood

har variert en del de siste fem årene. Dette kan begrunnes med inntektsreduksjonen som følge av avviklingen og salget av Ocean Quality og Shetlandsavdelingen, i tillegg til den økte inntekten etter oppstart av Newfoundland-avdelingen i 2022 og 2023 som førte til en veldig høy arbeidskapital.

Historisk arbeidskapital 2019 – 2023

	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Arbeidskapital, i 1000 NOK	3 006 897	2 225 477	2 998 112	3 221 705	4 761 879	3 242 814
% av driftsinntekter	36 %	50 %	64 %	45 %	68 %	53 %

Tabell 29 – Historisk utvikling i arbeidskapital

Når vi skal estimere den fremtidige arbeidskapitalen kan det være lurt å også se på den estimerte lakseprisen, da verdien på de biologiske eiendelene som inngår i de operasjonelle omløpsmidlene vil påvirkes av prisen. På grunn av dette kan det også være vanskelig å estimere en fremtidig arbeidskapital. For å optimalisere arbeidskapitalen, bør selskapet ha en arbeidskapital i prosent av driftsinntektene på 10-15% (Ledernytt, 2017). Vi har valgt å justere ned estimatet en del, men ikke så langt som til 15%, fordi det ikke er realistisk når Grieg Seafood hadde en arbeidskapital i prosent av driftsinntektene på 68% i 2023. I tillegg vet vi at bransjegjennomsnittet for arbeidskapital er veldig høy i oppdrettsbransjen. Estimert arbeidskapital, arbeidskapital i prosent av driftsinntekter og endring i arbeidskapital de neste fem årene er presentert i tabell 30 under.

Estimert arbeidskapital 2024 – 2028

	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Arbeidskapital, i 1000 NOK	4 011 818	3 433 511	3 210 332	3 178 229	3 210 329
% av driftsinntekter	53 %	42 %	35 %	30 %	26 %
Endring arbeidskapital	-750 061	-578 307	-223 178	-32 103	32 100

Tabell 30 - Estimert arbeidskapital

7.6 Investeringer

Investeringer i et selskap går ut på kapitalanvendelse til anskaffelse, vedlikehold og oppgradering av varige driftsmidler, som blant annet maskiner, anlegg og bygninger.

Investeringer i en gitt periode kalkuleres ved å summere periodens endring i varige driftsmidler og samme periodens avskrivninger. Avskrivningene må legges til, da de reduserer verdien av

varige driftsmidler, men representerer ikke en faktisk negativ kontantstrøm (Fernando, 2024a). Tabellen nedenfor viser verdien av investeringene og hva de utgjør som en prosentandel av periodens driftsinntekter.

Historiske investeringer 2019 – 2023

Tall i 1000 NOK	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Endring i varige driftsmidler	665 029	75 212	369 475	632 961	1 059 811	560 498
Avskrivninger	404 895	360 178	368 482	434 641	532 911	420 221
Investeringer i perioden	1 069 924	435 390	737 957	1 067 602	1 592 722	980 719
Investeringer i % av driftsinntekter	13%	10%	16%	15%	23%	15%

Tabell 31 - Historisk utvikling av investeringene til Grieg Seafood

Tabellen nedenfor presenterer de estimerte fremtidige investeringene til Grieg Seafood. Vi antar at selskapet kommer til å fortsette å foreta investeringer i fremtiden med fokus på innovasjon og effektivisering, slik det ble nevnt i den strategiske analysen. De økende fremtidige driftsinntektene fører til at selv om andelen av investeringer i prosent av disse går ned, vil selskapets fokus på utvikling fortsatt gjenspeiles i summen i norske kroner. Ettersom det antas at selskapet kommer inn i en stabil vekstfase i terminalåret 2028, justerer vi investeringene til å være like avskrivningene. Dette for å ikke anta at selskapet overinvesterer i all evighet.

Estimerte investeringer 2024 – 2028

Tall i 1000 NOK	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Investeringer	1 059 725	981 003	917 238	847 528	987 794
% av driftsinntekter	14%	12%	10%	8%	8%

Tabell 32 - Estimerte investeringer

7.7 Oppsummering av estimerte kontantstrømmer

Tabellen nedenfor oppsummerer de frie kontantstrømmene til totalkapitalen til Grieg Seafood.

Tall i 1000 NOK	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Driftsinntekter	7 569 468	8 175 025	9 172 378	10 594 097	12 347 420
- Driftskostnader	6 131 269	6 621 770	7 429 626	8 581 219	10 001 410
= EBITDA	1 438 199	1 553 255	1 742 752	2 012 878	2 346 010
- Avskrivninger	605 557	654 002	733 790	847 528	987 794
= EBIT	832 641	899 253	1 008 962	1 165 351	1 358 216
- Skatt (43%)	358 036	386 679	433 853	501 101	584 033
+ Avskrivninger	605 557	654 002	733 790	847 528	987 794
- Investeringer	1 059 725	981 003	917 238	847 528	987 794
- Endring i arbeidskapitalen	-750 061	-578 307	-223 178	-32 103	32 100
= Fri kontantstrøm til totalkapitalen	770 499	763 880	614 839	696 353	742 083

Tabell 33 - Oppsummering estimert fri kontantstrøm til totalkapitalen

7.8 Terminalvekst

Terminalveksten er vekstraten som en antar selskapet kommer til å vokse med i evig tid etter terminalåret, som for oss er 2028. Ved estimering av terminalveksten er det viktig å ta hensyn til at man ikke kan anta en vekst som er høyere enn veksten i økonomien ellers. Setter man en for høy vekstrate i forhold til veksten i økonomien fører det til at en estimerer at selskapet vil på et tidspunkt i fremtiden være større enn hele økonomien, noe som er en urealistisk antakelse. Vi bruker gjennomsnittlig vekst i BNP de siste 40 årene som en indikator på veksten i økonomien, som er 3,5% (International Monetary Fund, u.å.).

Ettersom Grieg Seafood er et veletablert og modent selskap, forventer vi ikke en høy terminalvekst i forhold til veksten i økonomien. Fra den strategiske analysen ser vi at selskapet har begrenset mulighet for vekst på grunn av begrensningene på tillatt produksjonsvolum. Vi antar derfor at veksten i terminalverdien til selskapet kommer til være 2% i all evighet.

8. Avkastningskrav

Dette kapitlet gjennomgår en beregning av avkastningskravene som er nødvendige for verdsettelsen. Den første delen av kapitlet fastsetter avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). Deretter brukes denne verdien til å beregne et vektet avkastningskrav til totalkapitalen (WACC), som blir neddiskonteringsraten i den påfølgende verdiberegningen.

8.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen reflekterer investorers forventet avkastning av en egenkapitalinvestering i et selskap. Å beregne avkastningskravet til egenkapitalen er et nødvendig steg i fastsettelse av WACC. Avkastningskravet regnes ut ved hjelp av kapitalverdimodellen som tar i bruk faktorene risikofri rente, beta og markedets risikopremie i beregningen. For å sikre pålitelig beregning av beta tas det i bruk to metoder, samt en justering av fastsatt beta ved hjelp av Bloomberg-metoden.

8.1.1 Risikofri rente

En risikofri rente er avkastningen man får på investeringer uten noe form for risiko, hvor forventet avkastning er lik faktisk avkastning. For at en investering skal betraktes som risikofri må den oppfylle kriteriene om ingen misligholds- eller reinvesteringsrisiko. Vi benytter oss av den 10-årige statsobligasjonen i Norge for fastsettelse av den risikofrie renten i beregningene. Ifølge Norges bank var avkastningen på en langløpende statsobligasjon i 2023 på 3,48% (Norges Bank, u.å.). Denne avkastningen brukes senere i kapitalverdimodellen som den risikofrie renten.

8.1.2 Regresjonsbeta

Beta er et mål på systematisk risiko, som også forteller noe om hvordan en aksje eller en portefølje svinger i forhold til aksjemarkedet. Om selskapets beta er under 1, svinger aksjen mindre enn markedet, og om betaen er over 1, svinger den mer enn markedet (Finanssans, 2023). Når vi har regnet ut betaen til Grieg Seafood har vi sett på daglige historiske data, fra 01. januar 2019 til 31. desember 2023, for både selskapet og Oslo Børs (OSEBX), og gjort en regresjonsanalyse basert på disse dataene.

Sammendrag regresjonsbeta

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multippel R	0,405469243
R-kvadrat	0,164405307
Justert R-kvadrat	0,163738964
Standardfeil	0,023718049
Observasjoner	1256

Variansanalyse					
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,138795581	0,138795581	246,7275785	6,828E-51
Residualer	1254	0,705432522	0,000562546		
Totalt	1255	0,844228103			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	-0,00073466	0,000669722	-1,096962957	0,272868188	-0,002048559	0,000579239	-0,002048559	0,000579239
X-variabel 1	0,914491222	0,058219798	15,70756437	6,828E-51	0,800272273	1,028710172	0,800272273	1,028710172

Figur 11 - Regresjonsanalyse av Grieg Seafood

Figur 11 viser resultatet av regresjonsanalysen. Vi fant en beta på 0,914, som forteller oss at aksjeprisen til selskapet svinger mindre enn markedet. Videre fant vi et justert R-kvadrat, som forteller oss hvor mye av selskapets risiko som kommer fra modellen, altså hvor mye av selskapets risiko som kommer fra markedet. Vi har i vår regresjonsanalyse valgt å se på justert R-kvadrat, i stedet for bare R-kvadrat. Forskjellen i resultatet er ofte ganske liten, men fordelene med en justert R-kvadrat er at den i tillegg tar hensyn til variabler som kan forskyve R-kvadratet, som vil si at den er enda mer nøyaktig (Eichler & Potters, 2023). Grieg Seafoods justerte R-kvadrat ligger på 16,37%, som betyr at selskapets usystematiske risiko er de resterende 83,63%.

Gjennomsnittlig regresjonsbeta

Selskap	Beta
Grieg Seafood	0,914
SalMar	0,767
Lerøy Seafood Group	0,869
Mowi	0,792
Gjennomsnitt	0,836

Tabell 34 - Gjennomsnittlig regresjonsbeta

I tabell 34 ovenfor har vi laget en oversikt over regresjonsbetaen til Grieg Seafood og de nevnte konkurrentene SalMar, Lerøy og Mowi, og et gjennom snitt av de fire selskapene. Oversikten

viser at Grieg Seafoods regresjonsbeta er nærmest 1 av de fire, som vil si at aksjeprisen deres svinger mindre enn konkurrentene.

8.1.3 Fundamental beta

En annen måte å regne ut et selskaps beta, er å bruke metoden for fundamental beta. Dette er en utregning som ikke baseres på historiske data, men heller den nåværende økonomiske stillingen. En fundamental beta kan derfor også lettere justeres for å reflektere selskapets stilling på best mulig måte (Damodaran, 2012, s. 197-198).

For å regne ut en fundamental beta må man først finne gjeldsgraden til de sammenlignbare selskapene. Deretter finner man en gjeldsupåvirket (unlevered) beta til hvert av de sammenlignbare selskapene, og et gjennomsnitt av disse. Til slutt bruker vi den gjennomsnittlige gjeldsupåvirkede betaen, til å finne Grieg Seafoods gjeldspåvirkede (levered) beta. I vår utregning endte vi med en beta på 0,73.

Fundamental beta

	Gjeldsgrad (D/E)	Skattesats	Regresjonsbeta	Unlevered beta
SalMar	1,97	43 %	0,767	0,36
Lerøy Seafood Group	1,08	43 %	0,869	0,54
Mowi	1,19	43 %	0,792	0,47
Gjennomsnittlig unlevered beta				0,46
Levered beta Grieg Seafood	1,05	43 %		0,73

Tabell 35 - Beregning av fundamental beta

8.1.4 Justert beta

Som et ekstra og siste steg velger vi å justere betaen vi har funnet ved hjelp av Bloomberg-metoden. Empiriske funn viser at betaen for et selskap vil justere seg mot 1 over tid, etter hvert som selskapene vokser og blir mer diversifiserte. Formel 17 nedenfor viser formelen for denne metoden (Damodaran, 2012, s. 187).

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

Formel 17 - Justert Beta

I tabell 36 under har vi regnet ut den justerte betaen for Grieg Seafood. Utregningen ga oss en justert beta på 0,82.

Justert beta

	Gjeldsgrad (D/E)	Skattesats	Regresjonsbeta	Unlevered beta
SalMar	1,97	43 %	0,767	0,36
Lerøy Seafood Group	1,08	43 %	0,869	0,54
Mowi	1,19	43 %	0,792	0,47
Gjennomsnittlig unlevered beta				0,46
Levered beta Grieg Seafood	1,05	43 %		0,73
Justert levered beta Grieg Seafood				0,82

Tabell 36 – Justert levered beta

8.1.5 Markedets risikopremie

Investeringer i markedet er mer risikable enn investeringer i statsobligasjoner, som følge av det forventes det en høyere avkastning på markedsinvesteringer. Markedets risikopremie er differansen mellom avkastningen på en investering i markedet, som en enkel aksje, og avkastningen på en risikofri investering. PwC gjennomfører årlige undersøkelser om risikopremien i det norske markedet. I deres rapport for 2023 har de estimert at den gjennomsnittlige markedsrisikopremien i Norge er 5,0% (PwC, 2023, s. 4). Vi bruker deres estimat i beregningen av avkastningskravet til egenkapitalen.

8.1.6 Oppsummering av avkastningskravet til egenkapitalen

Gjennom kapitlet har vi regnet ut alle komponentene vi trenger for å nå kunne regne ut avkastningskravet til egenkapitalen. Til å regne ut dette bruker vi som nevnt CAPM, og gjentar formelen fra kapittel 4.1.1.1.

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

Grieg Seafood får da et avkastningskrav til egenkapital på:

$$r_e = 3,48\% + 0,82 * 5\% = 7,58\%$$

Avkastningskrav til egenkapital

Risikofri rente	3,48 %
Markedsrisikopremie	5 %
Beta	0,82
Avkastningskrav til egenkapital	7,58 %

Tabell 37 - Avkastningskrav til egenkapital

8.2 Avkastningskrav til totalkapitalen

Grieg Seafoods kapitalstruktur er sammensatt av både egenkapital og gjeld. Som følge av dette er vi interessert i avkastningskravet til totalkapitalen, også kjent som WACC. I beregningen av WACC tar man hensyn til den relative vekten av finansieringskildene i selskapet. Dette avkastningskravet brukes deretter som neddiskonteringsraten i nåverdiberegningen av de forventede fremtidige kontantstrømmene.

8.2.1 Markedsverdi av egenkapitalen

Markedsverdien av egenkapitalen kalkuleres ved å multiplisere antall aksjer utstedt med tilhørende aksjekurs. I årsrapporten for 2023 opplyser Grieg Seafood at per 31.12.2023 er antallet aksjer 113 447 042. Den tilhørende aksjeprisen er 68,30kr. Dette gir en markedsverdi av egenkapitalen til Grieg Seafood ASA på 7 748 432 969 NOK.

Markedsverdi av egenkapitalen		
	Aksjekurs i NOK	68,30
x	Antall aksjer utstedt	113 447 042
=	Markedsverdi av egenkapitalen	7 748 432 969

Tabell 38 - Markedsverdien av egenkapitalen til Grieg Seafood ASA

8.2.2 Egenkapitalkostnad

Egenkapitalkostnaden er avkastningen som en investor krever på en investering i egenkapitalen til selskapet. Beregningen av egenkapitalkostnaden er vist i delkapittel 8.1.6, og den estimerte verdien er 7,58%.

8.2.3 Markedsverdi av gjeld

I en nøyaktig beregning av WACC kreves ideelt markedsverdier av egenkapitalen og gjelden. Ettersom markedsverdien av gjeld kan være krevende å kalkulere som en analytiker uten full tilgang til nødvendig data, kan den bokførte verdien brukes som et estimat. Bokført verdi av gjeld per 31.12.2023 er 6 994 082 000 NOK.

8.2.4 Gjeldskostnad

Ettersom Grieg Seafood ikke har hele gjelden sin utstedt som obligasjoner, samt mangel på informasjon om de utstedte obligasjonene, beregnes gjeldskostnaden til selskapet ved bruk av en syntetisk rating. Vi benytter oss av en syntetisk rating laget av Aswath Damodaran, som blir oppdatert årlig utfra endringer i verdens økonomi. Gjeldskostnaden i denne metoden beregnes ved summering av den risikofrie renten og påslaget for misligholdsrisiko basert på den syntetiske ratingen. Påslag for misligholdsrisiko for 2023 finner vi i tabellen nedenfor (Damodaran & Istok, u.å.).

Påslag for misligholdsrisiko

Rentedekningsgrad	Rating	Påslag
> 12.5	AAA	0.69%
9.50 - 12.50	AA	0.85%
7.50 - 9.50	A+	1.23%
6.00 - 7.50	A	1.42%
4.50 - 6.00	A-	1.62%
4.00 - 4.50	BBB	2.00%
3.50 - 4.00	BB+	2.42%
3.00 - 3.50	BB	3.13%
2.50 - 3.00	B+	4.55%
2.00 - 2.50	B	5.26%
1.50 - 2.00	B-	7.37%
1.25 - 1.50	CCC	11.57%
0.80 - 1.25	CC	15.78%
0.50 - 0.80	C	17.50%
< 0.50	D	20.00%

Tabell 39 - Påslag for misligholdsrisiko, Damodaran 2023

Ratingen til selskapet og det tilhørende påslaget tildeles utfra rentedekningsgraden det gitte året. Rentedekningsgraden beregnes ved å dele driftsresultatet før renter og skatt på årets rentekostnader. I 2023 er rentedekningsgraden til Grieg Seafood 3,54, som gir selskapet en BB+ rating og et påslag på 2,42%.

Rentedekningsgraden	
EBIT	980 730
Rentekostnad	276 768
Rentedekningsgrad	3,54

Tabell 40 - Rentedekningsgraden til Grieg Seafood

(Grieg Seafood, 2024)

Den risikofrie renten er hentet fra kapittel 8.1.1 og er 3,48%. Gjeldskostnaden til Grieg Seafood som brukes i den følgende WACC beregningen er 5,90%, beregnet ved summering av den risikofrie renten og påslaget for mislighold risiko.

8.2.5 Skatt

I beregningen av WACC har vi valgt å kun ta med den alminnelige selskapsskatten, og ikke regne med grunnrenteskatten. Vi har tatt valget basert på at grunnrenteskatten ble innført for å beskatte de selskapene som tjener best på havbruk, og gjelder bare den ekstra inntekten selskapet får fordi de har konsesjoner til å drive med havbruk (Fiken, u.å.-b). Derfor mener vi at det blir uriktig å ta grunnrenteskatten med i beregningen av WACC, og skattesatsen i vår beregning blir da satt til 22%.

8.2.6 Oppsummering av avkastningskravet til totalkapitalen

Gjennom kapitlet har vi regnet ut de nødvendige komponentene for å kunne regne ut avkastningskravet til totalkapitalen. Som nevnt bruker vi formelen for WACC i kalkulasjonen, og gjentar formelen fra kapittel 4.1.2.1.

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

Grieg Seafood får et vektet avkastningskrav til totalkapitalen på 6,17%, som vist i utregningen nedenfor.

$$WACC = \left(\frac{6\,994\,082\,000}{14\,742\,514\,969} * (1 - 22\%) * 5,90\% \right) + \left(\frac{7\,748\,432\,969}{14\,742\,514\,969} * 7,58\% \right) = 6,17\%$$

9. Verdiberegning ved fundamental verdsettelse

I de foregående kapitlene har vi beregnet de nødvendige komponentene for å fullføre den fundamentale verdsettelsen ved hjelp av neddiskonterte kontantstrømmer. Det følgende kapitlet tar for seg beregning av egenkapitalverdien og den tilhørende aksjeprisen for Grieg Seafood ASA per 31.12.2023.

I beregningene benytter vi oss av avkastningskravet på 6,17% og en stabil vekstrate i terminalberegningen på 2%. Tabellen nedenfor oppsummerer de fremtidige kontantstrømmene, terminalverdien og den tilhørende diskonteringsfaktoren for hvert år. Nederst finner man de neddiskonterte nåverdiene som summert utgjør selskapsverdien.

Beregning av nåverdi

Tall i 1000 NOK	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	770 499	763 880	614 839	696 353	742 083
WACC	6,17%	6,17%	6,17%	6,17%	6,17%
Diskonteringsfaktor	1,0617	1,1272	1,1968	1,2706	1,3490
Terminalverdi					18 151 671
Nåverdi av frie kontantstrømmer	725 722	677 675	513 755	548 053	550 102
Nåverdi av terminalverdi					13 455 738

Tabell 41 - Beregning av nåverdien til kontantstrømmer og terminalverdi

Selskapets fullstendige verdi av totalkapitalen finner man som sagt ved å summere de neddiskonterte kontantstrømmene og nåverdien av terminalverdien, vist i tabellen nedenfor. Ettersom det endelige målet er å beregne en aksjeverdi, er vi interessert i å finne verdien til kun egenkapitalen. Dette gjøres ved å trekke verdien av gjelden, funnet i kapittel 8.2.3, fra den totale selskapsverdien. Utfra de foretatte beregningene får vi en verdi av egenkapitalen til Grieg Seafood på 9 476 962 336 NOK.

Verdi av egenkapitalen	
Sum nåverdi av frie kontantstrømmer	3 015 306 634
+ Nåverdi av terminalverdi	13 455 737 702
= Selskapsverdi	16 471 044 336
- Gjeld	6 994 082 000
= Verdi av egenkapitalen	9 476 962 336

Tabell 42 - Beregning av egenkapitalverdi

Verdien per aksje beregnes ved å dele verdien av egenkapitalen på antall utestående aksjer, som vist i tabellen nedenfor. Utfra våre estimater kommer vi fram til en endelig aksjekurs på 83,54kr per 31.12.23.

Aksjeverdi	
Verdi av egenkapitalen, NOK	9 476 962 336
: Antall utestående aksjer	113 447 042
= Aksjeverdi, NOK	83,54

Tabell 43 - Beregning av aksjeverdi

10. Sensitivitetsanalyse

Den fundamentale verdsettelsen baserer seg på en rekke antakelser som blir gjort underveis. Variabler som fremtidig vekst, gjeldskostnad og fremtidige kontantstrømmer er kun skjønsmessige estimer. I dette kapittelet vil vi derfor foreta en sensitivitetsanalyse, for å se hvordan marginale endringer i de valgte variablene påvirker den estimerte aksjeprisen.

I tabell 44 nedenfor har vi laget en oversikt over hva som skjer med aksjeprisen til Grieg Seafood dersom lakseprisen endrer seg marginalt. Oversikten viser at endringer på bare noen få prosentpoeng har store innvirkninger på aksjeprisen, og at aksjeprisen dermed er relativt sensitiv for endringer i lakseprisen. Oversikten forutsetter at andre variabler som slaktevolum forblir uendret.

Marginale endringer i laksepris

Endring i laksepris	-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %
Ny aksjepris	13,88	37,10	60,32	83,54	106,76	129,98	153,20

Tabell 44 - Nye aksjepriser

I tabell 45 nedenfor vises en oversikt over hvor sensitiv aksjeprisen er til marginale endringer i WACC (avkastningskravet) og den terminale veksten. Verdien i midten, markert i den mørkeste blåfargen, er den aksjeprisen vi kom frem til i utregningen av den fundamentale verdsettelsen, med de mulige aksjeprisene rundt. Tabellen viser at dersom man øker avkastningskravet fra 6,17% til 7%, vil aksjeprisen synke til 59,49kr. Dette tilsvarer en reduksjon på 28,8%. Samtidig vil en reduksjon i avkastningskravet, føre til en høyere aksjepris.

Marginale endringer i WACC og terminal vekst

Aksjepris		WACC				
		5,50 %	6,00 %	6,17 %	7,00 %	7,50 %
Terminal vekst	3,00 %	171,62	132,87	122,49	84,44	68,30
	2,50 %	136,42	108,20	100,36	70,58	57,42
	2,00 %	111,27	89,70	83,54	59,49	48,51
	1,70 %	99,36	80,66	75,25	53,84	43,90
	1,50 %	92,41	75,30	70,32	50,42	41,90

Tabell 45 - Nye aksjepriser

11. Relativ verdsettelse

Dette kapitlet tar for seg en relativ verdsettelse ved bruk av P/E- og P/B-multippel. Vi ønsker å gjennomføre en verdivurdering ved hjelp av denne metoden for å få et innblikk i selskapets verdi fra en annen vinkel. Estimatene fra denne metoden skal brukes til å supplere den fundamentale verdsettelsen. Gjennomsnittsmultipler regnes ut fra tallene til Grieg Seafood og konkurrentene vi har presentert tidligere, Mowi, Lerøy Seafood Group og SalMar. Verdier brukt i beregningene er hentet fra selskapenes års- og kvartalsrapporter.

11.1 P/E-multippel

I tabellen nedenfor har vi regnet ut trailing-P/E-multiplene til Grieg Seafood og de sammenlignbare konkurrentene fra de 12 siste månedene. Grieg Seafood stiller med lavest P/E-multippel, noe som kan tyde på at selskapet er undervurdert i markedet. Gjennomsnittlig P/E-multippel for selskapene er 35,85. Det er tydelig at gjennomsnittet blir betydelig påvirket av verdiene til Lerøy. Vi velger derfor å beregne også et gjennomsnitt som ekskluderer Lerøy, da de kan være mindre representative og forstyrre resultatet. Gjennomsnittlig P/E-multippel blir da 17,49.

Beregning av P/E

	Grieg Seafood	Mowi	SalMar	Lerøy	Gjennomsnitt
Aksjekurs, per 29.12.2023	68,30	182,00	569,20	41,84	
Resultat per aksje	5,00	11,79	24,36	0,46	
P/E	13,66	15,44	23,37	90,96	35,85
					*17,49

Tabell 46 - P/E-multippel

Videre kan vi multiplisere den gjennomsnittlige multippelen med Grieg Seafood sitt resultat per aksje for å beregne en aksjekurs. Benytter vi oss av den gjennomsnittlige multippelen får vi en aksjeverdi på 179,27 kr i motsetning til 87,45 kr ved bruk av den justerte multippelen. Vi velger å vekte beregningen som ekskluderer Lerøy 100%, da vi mener dette er mer representativt for Grieg Seafood og gir et bedre estimat.

$$Aksjekurs_{inkl.Lerøy} = 35,85 \times 5,0 = 179,27 \text{ kr}$$

$$Aksjekurs_{eks.Lerøy} = 17,49 \times 5,0 = 87,45 \text{ kr}$$

11.2 P/B-multippel

Tabellen nedenfor presenterer P/B-multiplene til Grieg Seafood og de utvalgte konkurrentene. Grieg Seafood har den laveste multiplene, noe som igjen kan indikere at selskapet er undervurdert i forhold til konkurrentene. Den gjennomsnittlige multiplene er 1,98. Da ingen av selskapene skiller seg betydelig ut, velger vi å inkludere alle i det endelige gjennomsnittet som brukes til å beregne aksjeverdien.

Beregning av P/B

	Grieg Seafood	Mowi	SalMar	Lerøy	Gjennomsnitt
Aksjekurs, per 29.12.2023	68,30	182,00	569,20	41,84	
Bokverdi av EK per aksje	58,79	81,45	174,79	33,40	
P/B	1,16	2,23	3,26	1,25	1,98

Tabell 47 - P/B-multippel

Aksjeverdien til Grieg Seafood beregnes ved å multiplisere bokverdien av egenkapitalen per aksje med den gjennomsnittlige multiplene. Basert på P/B-multippel blir den estimerte aksjeverdien til selskapet 116,19 kr.

$$Aksjekurs = 1,98 \times 58,79 = 116,19 \text{ kr}$$

11.3 Oppsummering

Gjennom den relative verdsettelsen har vi beregnet et prisestimat basert på P/E og P/B på henholdsvis 87,45 og 116,19 kr. I den endelige beregningen av aksjekurs ved hjelp av relativ verdsettelse velger vi å vekte begge estimatene likt, da det ikke er noen tydelige tegn på forskjell i pålitelighet. Tabellen nedenfor viser den gjennomsnittlige aksjekursen på 101,82 kr.

Aksjekurs, Relativ verdsettelse	
P/E	87,45
P/B	116,19
Gjennomsnitt	101,82

Tabell 48 - Aksjekurs estimert ved relativ verdsettelse

12. Verdiestimat

Vi har i de foregående kapitlene gjennomført både en fundamental verdsettelse ved bruk av neddiskonterte fremtidige kontantstrømmer, og en relativ verdsettelse ved bruk av multipler. Funn fra begge verdsettelsestilnærmingene skal nå brukes til å fastsette en endelig aksjekurs for Grieg Seafood ASA.

Ettersom den fundamentale verdsettelsestilnærmingen har vært den mest grundige og tidkrevende, velger vi å vekte den høyere i det endelige estimatet. I den relative verdsettelsen har Grieg Seafood de laveste multiplene i forhold til de komparative selskapene. Dette kan komme av at de utvalgte konkurrentene driver virksomhet i større omfang enn Grieg Seafood. Selv om relativ verdsettelse er en vel så anerkjent metode for verdiestimering, mistenker vi at den i vårt tilfelle kan drive aksjekursen unaturlig opp og forstyrre resultatet.

Den endelige vektingen i beregningen er derfor $2/3$ for fundamental verdsettelse og $1/3$ for relativ verdsettelse. Med denne vektingen får vi den endelige aksjekursen til Grieg Seafood ASA per 31.12.23 på 89,63 NOK.

Vektet endelig aksjekurs

	Relativ Verdsettelse	Fundamental Verdsettelse
Aksjekurs, NOK	101,82	83,54
Vekting	$1/3$	$2/3$
Endelig aksjekurs, NOK	89,63	

Tabell 49 - Beregning av vektet endelig aksjekurs

13. Konklusjon

Denne oppgaven har tatt for seg en verdsettelse av Grieg Seafood ASA, en solid og velkjent aktør i den norske oppdrettsbransjen. Verdsettelsen har blitt gjennomført ved en kombinasjon av strategisk analyse, fundamental verdsettelse og relativ verdsettelse. De ulike metodene og grundige analysene har gitt oss innsikt i både bedriftens omgivelser, markedsposisjon, vekstmuligheter og det finansielle og regnskapsmessige fundamentet.

Hovedproblemstillingen for oppgaven er som følger:

«Hva er egenkapitalverdien og tilhørende aksjepris til Grieg Seafood ASA, per 31.12.2023?»

Gjennom den fundamentale verdsettelsen, basert på våre estimater, har vi kommet fram til en egenkapitalverdi på 9 476 962 336 NOK.

Den tilhørende aksjekursen fra fundamental verdsettelse er 83,54kr. Vi supplerte den fundamentale verdsettelsen med en relativ verdsettelse hvor vi tok i bruk Price-Earnings- og Price-Book-multiplene. Aksjekursen basert på den relative verdsettelsen er 101,82 kr. Vi valgte å vekte den fundamentale verdsettelsen tyngre i den endelige beregningen av aksjekursen. Den fundamentale verdsettelsen er mer omfattende og grundig enn den komparative metoden. Samtidig mistenker vi at den relative verdsettelsen drar opp aksjekursen til et unaturlig høyt nivå, ettersom de sammenlignbare selskapene stiller med høyere verdier i multiplene. Den vektete endelige aksjekursen til Grieg Seafood ASA per 31.12.23 er 89,63kr.

Underproblemstillingen for oppgaven er som følger;

«Med utgangspunkt i resultatene fra den foretatte verdsettelsen, anbefaler vi en fiktiv investor å selge, holde eller kjøpe aksjer i Grieg Seafood ASA?»

Grieg Seafood hadde en markedspris per aksje på 68,30 kr per 29.12.23. Med vårt verdierestimert på 89,63 kr gir dette en oppside på 31,23%. På bakgrunn av dette, gitt at våre estimater er riktige, vil vi gi en sterk kjøps-anbefaling til den fiktive investoren.

14. Kritikk til oppgaven

Det første vi kan stille kritikk til er kildebruken. Gjennom store deler av oppgaven vår har vi brukt Grieg Seafoods, og de sammenlignbare selskapenes, årsrapporter. Det kan tenkes at i og med disse årsrapportene er skrevet av selskapene selv, ønsker de å fremstille selskapet på best mulig måte, og at svakhetene dermed ikke kommer like godt frem. I tillegg ble vi nødt til å bruke 2023 Q4-rapporten til Lerøy Seafood Group, da årsrapporten ikke ble publisert før oppgaven ble levert. Da vi startet å skrive oppgaven måtte vi også bruke 2023 Q4-rapporten til Grieg Seafood, men da årsrapporten ble publisert tok vi i bruk denne og sammenlignet informasjonen fra de to rapportene.

I løpet av skrivingen av oppgaven har vi fordypet oss i Grieg Seafood, og det kan derfor tenkes at vi har fått et noe partisk syn på selskapet. Vi mener likevel at alle beregninger og estimerer er gjennomgående upartiske. I tillegg inneholder oppgaven flere skjønsmessige vurderinger i estimatene av spesielt laksepris og slaktevolum. Vi er klar over at andre vurderinger i estimatene, vi få et helt annet utfall i form av den endelige aksjeprisen. Likevel har vi vurdert estimatene så godt det lar seg gjøre, ved å se på fremtidsanalyser og historiske tall.

I verdsettelsen av Grieg Seafood har vi brukt metoder fra boken Investment Valuation av Aswath Damodaran som grunnlag i alle beregninger og estimeringer. Ved å bare bruke denne metoden anerkjenner vi at den endelige aksjeprisen kan bli en annen ved bruk av andre metoder. Dette er likevel boken og metoden vi har lært på universitetet, og vi antar derfor at dette er en av de bedre metodene man kan bruke.

15. Referanseliste

- Altinn. (2024, april 10). *Avskrivning*. <https://info.altinn.no:443/starte-og-drive/regnskap-og-revisjon/regnskap/avskrivning/>
- Aneja, U. S. (2023, oktober 4). Relative Valuation: What is it? Why is it Important? How to apply it? *The Wall Street School*. <https://www.thewallstreetschool.com/blog/relative-valuation-what-is-it-why-is-it-important-how-to-apply-it/>
- ASC Consultants. (2021, september 6). *How To Get Global GAP Certification ? | ASC Consultants*. <https://ascconsultants.co.za/how-to-get-global-gap-certification>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utg.). Wiley Finance Series.
- Damodaran, A., & Istok, M. (u.å.). *Determination of credit rating and default spread of borrower according to Damodaran methodology*. ResearchGate. Hentet 30. april 2024, fra https://www.researchgate.net/figure/Determination-of-credit-rating-and-default-spread-of-borrower-according-to-Damodaran_tb11_373690677
- DigitalNorway. (2022, desember 5). Porters fem krefter: Slik gjør du en konkurrentanalyse. *Digital Norway*. <https://digitalnorway.com/porters-fem-krefter-slik-gjor-du-en-konkurrentanalyse/>
- Eichler, R., & Potters, C. (2023, september 28). *R-Squared vs. Adjusted R-Squared: What's the Difference?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/ask/answers/012615/whats-difference-between-rsquared-and-adjusted-rsquared.asp>
- Eklund, T., & Knutsen, K. (2011). *Regnskapsanalyse—Aktiv bruk av regnskapet* (8. utg.). Gyldendal Norsk Forlag.
- FAO. (2009). *How to Feed the World in 2050*. https://www.fao.org/fileadmin/templates/wsfs/docs/expert_paper/How_to_Feed_the_World_in_2050.pdf
- Fernando, J. (2023, november 6). *Discounted Cash Flow (DCF) Explained With Formula and Examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/d/DCF.asp>
- Fernando, J. (2024a, februar 8). *Capital Expenditure (CapEx) Definition, Formula, and Examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/c/capitalexpenditure.asp>
- Fernando, J. (2024b, februar 9). *P/E Ratio Definition: Price-to-Earnings Ratio Formula and Examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>
- Fiken. (u.å.-a). *Hva er arbeidskapital*. Hentet 23. april 2024, fra <https://fiken.no/forklarer/arbeidskapital>
- Fiken. (u.å.-b). *Hva er grunnrenteskatt*. Hentet 27. april 2024, fra <https://fiken.no/forklarer/grunnrenteskatt>
- Finansdepartementet. (2022a, september 28). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>
- Finansdepartementet. (2022b, september 28). *Høring—Grunnrenteskatt på havbruk [Høring]*. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929159/>
- Finansdepartementet, & Statsministerens kontor. (2023, mars 28). *Regjeringens forslag om grunnrenteskatt på havbruk [Pressemelding]*. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-forslag-om-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2968430/>
- Finanssans. (2023, juli 19). *Beta – Hvordan aksjen beveger seg i forhold til markedet*. <https://www.finanssans.no/aksjer/beta>

Fishpool. (u.å.-a). *Forward Prices*. Hentet 22. april 2024, fra <https://fishpool.eu/forward-prices/>

Fishpool. (u.å.-b). *Price History*. Hentet 15. april 2024, fra <https://fishpool.eu/price-history/>

Fiskeridirektoratet. (u.å.). *Tildelingsprosessen*. Fiskeridirektoratet. Hentet 10. februar 2024, fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

GLOBALG.A.P. (u.å.). *About us*. Hentet 13. februar 2024, fra <https://form.jotform.com/232543847534057>

Gran, T., & Thomassen, E. (2023). Grunnrente. I *Store norske leksikon*. <https://snl.no/grunnrente>

Grieg Seafood. (u.å.-a). *About us*. Hentet 10. januar 2024, fra <https://griegseafood.com/about-us>

Grieg Seafood. (u.å.-b). *Co-existence with wild salmon*. Hentet 31. mars 2024, fra <https://griegseafood.com/our-impact-co-existence-with-wild-salmon>

Grieg Seafood. (u.å.-c). *Digitalization, data analytics and artificial intelligence*. Hentet 31. mars 2024, fra <https://griegseafood.com/our-impact-digitalization-data-analytics-and-artificial-intelligence>

Grieg Seafood. (u.å.-d). *From farm to table*. Hentet 30. januar 2024, fra <https://griegseafood.com/our-farms-from-farm-to-table>

Grieg Seafood. (u.å.-e). *Impact on nature*. Hentet 4. april 2024, fra <https://griegseafood.com/our-impact-impact-on-nature>

Grieg Seafood. (u.å.-f). *Operational focus areas*. Hentet 31. mars 2024, fra <https://investor.griegseafood.com/operational-focus-areas>

Grieg Seafood. (u.å.-g). *Our history*. Hentet 29. januar 2024, fra <https://griegseafood.com/about-us-our-history>

Grieg Seafood. (u.å.-h). *Our impact—Blue food in a transformed food system*. Hentet 20. mars 2024, fra <https://griegseafood.com/our-impact-blue-food-in-a-transformed-food-system>

Grieg Seafood. (u.å.-i). *Our salmon—Healthy and nutritious food*. Hentet 20. mars 2024, fra <https://griegseafood.com/our-salmon-healthy-and-nutritious-food>

Grieg Seafood. (u.å.-j). *Recirculating Aquaculture Systems (RAS)*. Hentet 31. mars 2024, fra <https://griegseafood.com/our-impact-recirculating-aquaculture-systems>

Grieg Seafood. (u.å.-k). *The digital farmer*. Hentet 31. mars 2024, fra <https://griegseafood.com/our-people-the-digital-farmer>

Grieg Seafood. (u.å.-l). *Vision, values and management principles*. Hentet 29. januar 2024, fra <https://griegseafood.com/vision-values-and-management-principles>

Grieg Seafood. (u.å.-m). *Waste management*. Hentet 31. mars 2024, fra <https://griegseafood.com/our-impact-waste-management>

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

Grieg Seafood. (2024). *Annual Report 2023*. <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/04fddacf444ad44273a7654bfl1ddadd6eef0cdf.pdf#491>

GSI. (u.å.). *Nutrition*. Hentet 4. februar 2024, fra <https://globalsalmoninitiative.org/en/about-salmon-farming/nutrition/>

Hargrave, M. (2024, januar 25). *Weighted Average Cost of Capital (WACC): Definition and Formula*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>

Helsedirektoratet. (2022, oktober 31). *Helsedirektoratets kostråd*. <https://www.helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/helsedirektoratets-kostrad/>

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

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

iLaks. (2023, desember 8). DNV: Økende etterspørsel etter sjømat, men oppdrettslaks er for dyrt for mange. *iLaks*. <https://ilaks.no/dnv-okende-etterspørsel-etter-sjømat-men-oppdrettslaks-er-for-dyrt-for-mange/>

International Monetary Fund. (u.å.). *Real GDP growth*. Hentet 25. april 2024, fra https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., & Regnér, P. (2017). *Exploring Strategy* (11. utg.). Pearson Education Limited.

Jurevicius, O. (2023, desember 1). VRIO Framework Explained. *Strategic Management Insight*. <https://strategicmanagementinsight.com/tools/vrio/>

Kenton, W. (2024, februar 22). *Beta: Definition, Calculation, and Explanation for Investors*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>

Knudsen, C., & Vartdal, R. (2023, mai 31). Nå er lakseskatten vedtatt i Stortinget: – Vinn-vinn-situasjon. *E24*. <https://e24.no/hav-og-sjømat/i/XbJXOn/naa-er-lakseskatten-vedtatt-i-stortinget-vinn-vinn-situasjon>

KPMG. (2022). *Taxation of Aquaculture 2022*. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/no/pdf/2022/10/KPMG%20Law%20Norway%20-%20Taxation%20of%20Aquaculture%202022.pdf>

Laksefakta. (2021, oktober 4). *Norske regler for miljø og oppdrett*. <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

Lea, A. (2023, desember 4). *Kronen har svekket seg i nesten ti år – hvorfor?* <https://e24.no/i/RGM8AA>

Ledernytt. (2017, september 20). *Optimalisering av arbeidskapital*. <https://www.ledernytt.no/optimalisering-av-arbeidskapital.5566909-112537.html>

Lerøy Seafood. (2024). *Delårsrapport Q4 2023*. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2023/lsg-q4-23-rapport.pdf>

Ljone, F. (2023). Driftsmargin. I *Store norske leksikon*. <https://snl.no/driftsmargin>

Markedssjefene. (2024, januar 26). *Derfor bør du utarbeide en konkurrentanalyse*. <https://www.markedssjefene.no/blogg/utarbeide-konkurrentanalyse/>

Mattilsynet. (u.å.). *Forebyggende tiltak for å bedre fiskehelsen og fiskevevelferden*. Hentet 2. april 2024, fra <https://www.mattilsynet.no/fisk-og-akvakultur/forebyggende-tiltak-for-a-bedre-fiskehelsen-og-fiskevevelferden>

Miljødirektoratet. (u.å.). *Akvakultur—Oppdrett*. Miljødirektoratet/Norwegian Environment Agency. Hentet 10. februar 2024, fra <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vannhav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>

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

Mowi. (2023). *Salmon Farming Industry Handbook*. <https://mowi.com/wp-content/uploads/2023/06/2023-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2023.pdf>

Mowi. (2024). *Annual Report 2023*. https://mowi.com/wp-content/uploads/2024/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2023.pdf

Norges Bank. (u.å.). *Norges Bank Querybuilder*. Hentet 30. april 2024, fra <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&frequency=A&startdate=2023-01-01&stopdate=2023-12-31>

Norges Sjømatråd. (2018). *Fiskespiseren*. <https://sfd-seafood-prod-cdn.azureedge.net/4aaae/globalassets/markedsinnsikt/fiskespiseren/fiskespiseren-host-2018.pdf>

Norges Sjømatråd. (2021, desember 9). *Laks, etterspørsel og transport—Hvordan blir det*

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

Norges Sjømatråd. (2024, januar 19). *Nøkkeltall*. <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/> NRK. (u.å.). *Lakseskatt*. NRK. Hentet 2. februar 2024, fra <https://www.nrk.no/nyheter/lakseskatt-1.16354703>

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

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

PwC. (2023). *Risikopremien i det norske markedet 2023*. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2023.pdf>

SalMar. (2024). *Quarterly report Q4 2023*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/2bc4f479-49c5-4282-89ea-49f434914257>

SINTEF. (u.å.). *Hvordan hindrer vi at oppdrettslaks rømmer?* SINTEF. Hentet 31. mars 2024, fra https://www.sintef.no/fagomrader/havbruk/romming_fisk/

Solem, T. P. (2020, oktober 8). *Her er den nye lønna til de som produserer fiskefôr og fiskemel*. <https://frifagbevegelse.no/magasinet-industri-energi/her-er-den-nye-lonna-til-de-som-produserer-fiskefr-og-fiskemel-6.158.735514.b82ef74c75>

SSB. (u.å.). *Ekspert av laks—Historiske laksepriser*. SSB. Hentet 5. februar 2024, fra <https://www.ssb.no/system/>

Wall Street Prep. (u.å.). *Change in Net Working Capital (NWC)*. Wall Street Prep. Hentet 23. april 2024, fra <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/change-in-net-working-capital-nwc/>

Washington State University. (u.å.). *Industry Research: PESTEL Analysis*. Hentet 20. mars 2024, fra <https://libguides.libraries.wsu.edu/c.php?g=294263&p=4358409>