

Astrid Helsingeng
Ólöf Jónsdóttir
Jørgen Lund
Fredrik Rønningen

Verdsettelse av Austevoll Seafood ASA

Valuation of Austevoll Seafood ASA

Semesteroppgave i Bachelor i Økonomi og Administrasjon med
spesialisering i Finansiell Styring
Veileder: Morten Kringstad
April 2020

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen

Forord

Denne semesteroppgaven er skrevet våren 2020. Oppgaven er skrevet som et avsluttende ledd i bachelorutdanningen vår - Økonomi og administrasjon med spesialisering i finansiell styring, ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Formålet med oppgaven er å verdsette markedsverdien på Austevoll Seafood ASA.

Vi ønsker å takke vår veileder Morten Kringstad for støtte og tips slik at vi kunne fullføre denne oppgaven.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.

Sammendrag

Formålet med oppgaven er å verdsette markedsverdien av Austevoll Seafood AS. Vi har estimert en aksjekurs som vi sammenligner mot virkelige kursen på Oslo børs og kommer med en handlingsstrategi.

Oppgaven er bygget opp slik at vi innledningsvis sier litt om motivasjonen vår for å skrive om oppgaven, samt hvilke metoder vi benytter. Videre sier vi litt om selskapets historie, organisasjonsstruktur, aksjen og aksjonærer. Oppgaven tar oss videre til den strategiske analysen der vi anvender Porters fem krafts modell, PESTEL analyse og en SWOT analyse for å undersøke AUSS sine strategiske forhold. Videre undersøkte vi nøkkeltall i en regnskapsanalyse før vi gjennomførte en finansiell analyse.

Vi har brukt to verdsettelsesmetoder, en fundamental- og en komparativ analyse. Den fundamentale analysen består av en kontantstrømsanalyse, samt en supplerende utbytteanalyse, mens vi har gjort en multippelanalyse som en komparativ analyse. I kontantstrømanalysen har vi estimert de årlige kontantstrømmene for de neste ti årene, og også estimert AUSS sin terminalverdi. For å komme frem til den frie kontantstrømmen neddiskonterte vi med hensyn til avkastningskravet, WACC.

Ut ifra våre beregninger og estimater har vi kommet fram til en verdi på 90,34 kr pr. Aksje. Den virkelige aksjekursen pr. 01.01.2019 for en AUSS-aksje var på 103. Dette gir en hold anbefaling i henhold til vår handlingsstrategi.

Verdien vi kommer fram til er et produkt av våre antagelser, og vi kan dermed ikke påstå at vårt resultat reflekterer den sanne virkelighet.

ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to find the market share value of Austevoll Seafood AS. We have estimated a share price that we then compare to the real price on the Oslo Stock Exchange and will present an action strategy.

We began with discussing our motivation and methods for this dissertation. Then we introduced the company through its history, organizational structure and shareholders. Next we use models as PESTEL, Porters five forces and SWOT to analyze the company's strategic matters. Furthermore, we looked at key figures in an accounting analysis before conducting a financial analysis.

We have used two valuation methods, one fundamental and one comparative analysis. The fundamental analysis consists of a cash flow analysis, with a supplementing dividend analysis, and a multiple analysis as a comparative analysis. In the cash flow analysis, we have estimated the annual cash flows for the next ten years, and estimated AUSS's terminal value. In order to get the free cash flow, we discounted the return requirement, WACC.

Based on our calculations and estimates, we have reached a value of 90,34 NOK per share. The actual share price per share. 01.01.2019 for an AUSS share was 103 NOK. This gives our action strategy a recommendation to hold.

The stock value we found is a product of our assumptions, and therefore we can't claim that our results reflect the true reality.

Table of Contents

Forord	1
Sammendrag	2
ABSTRACT	3
Figurliste	7
Tabell-liste	7
1 Innledning	9
1.1 Motivasjon	9
1.2 Problemstilling	9
1.3 Oppbygning av oppgaven	10
1.4 Avgrensing	10
1.5 Valg av Metode	10
2 Presentasjon av Austevoll Seafood Group ASA	12
2.1 Fakta	12
2.2 Historie	13
2.3 Fiskeriindustrien	14
2.3.1 Bransjen	14
2.3.2 Konkurrenter	15
2.3.3 Makroøkonomisk bilde:	17
2.4 Organisasjonsstruktur	18
2.4.1 Ledelsen:	18
2.4.2 AUSS styret:.....	19
2.5 Aksjonærer	19
2.6 Aksjen	21
3 Strategisk Analyse	21
3.1 Porters fem krafts-modell	22

3.1.1	Leverandører.....	22
3.1.2	Forhandlingskraft hos kunder	23
3.1.3	Dagens konkurransesituasjon	24
3.1.4	Nye aktører	25
3.1.5	Trusselen fra substitutter.....	26
3.2	PESTEL	27
3.2.1	P – Politiske forhold	28
3.2.2	E – Økonomiske forhold (economical factors).....	30
3.2.3	S – Sosiokulturelle forhold	33
3.2.4	T – Teknologiske forhold.....	34
3.2.5	E – Miljømessige forhold (enviromental factors).....	36
3.2.6	L – Juridiske forhold (legal factors)	37
3.3	SWOT.....	38
3.3.1	Styrker	38
3.3.2	Svakheter	39
3.3.3	Muligheter	39
3.3.4	Trusler	40
4	Regnskapsanalyse	42
4.1	Lønnsomhet.....	42
4.1.1	Totalkapitalrentabilitet før skatt.....	43
4.1.2	Egenkapitalrentabilitet.....	45
4.1.3	Resultatgrad.....	46
4.2	Soliditet	47
4.2.1	Egenkapitalandel.....	47
4.2.2	Gjeldsgrad	49
4.3	Likviditet	49
4.3.1	Likviditetsgrad 1	50
4.3.2	Likviditetsgrad 2	51
4.4	Finansiering.....	52
4.4.1	Finansieringsgrad 1	52
4.4.2	Rentedekningsgrad	53
4.4.3	Arbeidskapital:	54
4.5	Oppsummering	55
5	Finansiell analyse.....	55

5.1	CAPM	55
5.1.1	Risikofri rente.....	56
5.1.2	Beta	57
5.1.3	Markedets risikopremie	59
5.1.4	Avkastningskravet på egenkapitalen.....	59
5.2	WACC	59
5.2.1	Egenkapitalandel.....	60
5.2.2	Rentebærende gjeld.....	60
5.2.3	Utrekning av WACC.....	61
5.3	Kontantstrømanalyse	61
5.3.1	Vekstanslag	61
5.3.2	Estimert kontantstrøm.....	65
5.3.3	Regning av aksjekurs	67
5.4	Sensitivitetsanalyse	68
5.5	Utbytte analyse	70
5.6	Multippelanalyse	71
5.6.1	Price to earnings ratio	72
5.6.2	Price to sales ratio	73
5.6.3	EV / EBIT	74
5.6.4	Sammenligning.....	75
6	Kritikk av oppgaven	75
7	Konklusjon	76
8	Kilder:	77

Figurliste

FIGUR 1 GRUPPE SAMMENSETNING AV AUSTEVOLL SEAFOOD ASA, HENTET FRA AUSS ÅRSRAPPORT 2018	12
FIGUR 2 STYRINGSRENTEN, PROGNOSE FOR KOMMENDE ÅR, I PROSENT. HENTET FRA NORGES BANK	32
FIGUR 3 TOTALBESTANDEN AV UTVALGT FISKESLAG HENTET FRA SSB.NO	36
FIGUR 4 FANGST FRA NORSKE FISKEBÅTER, HENTET FRA SSB..NO.....	36
FIGUR 5 OPPSUMMERING AV SWOT-ANALYSEN.....	41
FIGUR 6 TOTALKAPITALRENTABILITET FREMSTILT GRAFISK.....	44
FIGUR 7 EGENKAPITALRENTABILITET FREMSTILT GRAFISK.....	45
FIGUR 8 RESULTATGRADEN PRESENTERT GRAFISK	47
FIGUR 9 EGENKAPITALANDELEN FREMSTILT GRAFISK	48
FIGUR 10 GJELDSGRADEN FREMSTILT GRAFISK	49
FIGUR 11 LIKVIDITETSGRAD 1 GRAFISK FREMSTILT	50
FIGUR 12 LIKVIDITETSGRAD 2 FREMSTILT GRAFISK	51
FIGUR 13 FINANSIERINGSGRAD 1 FREMSTILT GRAFISK	52
FIGUR 14 RENTEDEKNINGSGRAD FREMSTILT GRAFISK	53
FIGUR 15 SCATTERPLOT OSLO BØRS OG AUSS.....	58
FIGUR 16 EGENKAPITALANDEL OG GJELDSANDEL	60

Tabell-liste

TABELL 1 LISTE OVER EIERE (E24, 2020)	20
TABELL 2 SWOT-ANALYSE	38
TABELL 3 TOTALKAPITALRENTABILITET OVER ÅRENE	44
TABELL 4 EGENKAPITALRENTABILITET ETTER SKATT OVER ÅRENE	45
TABELL 5 EGENKAPITALRENTABILITET FØR SKATT OVER ÅRENE.....	46
TABELL 6 RESULTATGRADEN OVER ÅRENE	47
TABELL 7 ANDEL EGENKAPITAL OVER ÅRENE	48
TABELL 8 GJELDSGRADEN OVER ÅRENE.....	49
TABELL 9 LIKVIDITETSGRAD 1 OVER ÅRENE	50
TABELL 10 LIKVIDITETSGRAD 2 OVER ÅRENE	51
TABELL 11 FINANSIERINGSGRAD 1 OVER ÅRENE	53
TABELL 12 RENTEDEKNINGSGRAD OVER ÅRENE	53
TABELL 13 ARBEIDSKAPITAL OVER ÅRENE.....	54
TABELL 14 RENTE PÅ STATSOBLIGASJONER 3, 5, OG 10 ÅR	56
TABELL 15 SUMMARY OUTPUT REGRESJONS ANALYSE	58
TABELL 16 RENTEBÆRENDE GJELD, HENTET FRA ÅRSRAPPORTEN TIL AUSS 2014-2018	60
TABELL 17 SKATTESATSER	63
TABELL 18 KONTANTSTRØMOPPSETT MED ESTIMERTE VERDIER FOR 2019 - 2028.....	66

TABELL 19 KONTANTSTRØM FOR DISKONTERING	66
TABELL 20 TERMINALVERDI	66
TABELL 21 SELSKAPSVERDI	67
TABELL 22 VERDI PER AKSJE	68
TABELL 23 SENSITIVITETSANALYSE FOR WACC	69
TABELL 24 SENSITIVITETSANALYSE FOR AKSJEPRISEN, FORUTSETNING $WACC > g$	69
TABELL 25 BVPS OG EPS	70
TABELL 26 UTREGNING VED BRUK AV UTBYTTEMETODEN	71
TABELL 27 P / E RATIO	73
TABELL 28 P / E AKSJEPRIS UTREGNING	73
TABELL 29 P/S RATIO	73
TABELL 30 P/S UTREGNING AV AKSJEPRIS	74

1 Innledning

1.1 Motivasjon

Det ble fort avklart innad i gruppen hva vi ønsket å skrive om. Høsten 2019 var Austevoll Seafood ASA (AUSS) mye i media på grunn av et gruppesøksmål i USA mot datterselskapet Lerøy Seafood Group (AUSS eier 52,7% av Lerøy), noe som sendte aksjen markant ned den 18. november. Flere av oppgaveskriverne kjøpte aksjer i selskapet da aksjen falt. Naturlig nok trigget dette gruppen til å gjøre en dypere undersøkelse av selskapet. Slik ble det altså naturlig for oss å velge AUSS. Det blir interessant å se hva den virkelige verdien er - og om vi har tråkket i salaten ved å bruke deler av studielånet til å kjøpe AUSS-aksjer.

AUSS operer og eier selskaper innenfor fiskeriindustrien. Fiskerinæringen er en av de eldste og mest lønnsomme industriene i Norge. Den er både dypt forankret i vår historie og i tradisjonene våre. Det er en folkelig industri som Norge i stor grad er avhengig av. I tillegg er det et strengt regulert lovverk rundt fiskeindustrien og Norge har et eget fiskeridepartement som bl.a. har som oppgave å overse aktørene. Norge eksporterer mer fisk enn aldri før og i 2019 eksporterte Norge fiskeprodukter for 101 milliarder kroner, og eksporten vokser stadig. Endringer i NOK-kursen og internasjonal ustabilitet er fiskenæringen og AUSS utsatt for.

1.2 Problemstilling

Vi har valgt problemstillingen:

«Hva er den virkelige verdien på en Austevoll-aksje per 01.01.2019, med utgangspunkt i reviderte årsregnskap 2018?»

Det er en god del underliggende teori om hvordan en problemstilling skal utformes og være. Problemstilling er knyttet til samfunnsvitenskapelig metode og vi bruker den teorien som er fremstilt av Jacobsen. Jacobsen formidler 3 krav til en problemstilling: spennende, enkel og fruktbar.

Problemstillingen er spennende da det er interessant å finne ut hva verdien av AUSS virkelig er. Som nevnt i 1.1 så har det vært mye svingninger i aksjekursen til AUSS. Derfor blir det interessant å se hva verdien er basert på god analyse og ikke spekulering. Dette gjør også

problemstillingen fruktbar i og med at vi får nyttig informasjon ut av den. Den er empirisk mulig å gjennomføre siden vi kan bruke regnskapstall og finanstall til å utføre undersøkelsen vår. Problemstillingen er enkel fordi den er konkret og tydelig avgrenset i hva vi skal undersøke. Den er ikke for bred. Utfordringen er om vi i stor nok grad klarer å predikere den fremtidige utvikling.

1.3 Oppbygning av oppgaven

Oppbygningen består av sju deler, der vi starter med en innledning for å forklare prosessen og hvordan vi har utredet denne oppgaven. Den neste delen er en presentasjon av Austevoll Seafood ASA, slik at leseren skal få mer forståelse for konsernet. Vi skal så vise til en grundig analyse av AUSS sin strategi, sitt regnskap og en finansiell analyse. Ved oppbygningen av oppgaven har vi hatt størst fokus på den finansielle analysen, nettopp fordi dette er en verdsettelsesoppgave. Vi vil vise alle beregninger i et regneark, vedlagt med oppgaven, og så vil vi presentere resultatene under. Vi avslutter så oppgaven med en kritisk del, hvor vi vil forklare eventuelle antakelser og avgrensninger, samt presentere vår konklusjon.

1.4 Avgrensing

I denne oppgaven har vi måttet avgrense oss betraktelig. Den første åpenbare avgrensingen er at vi gjør en verdsettelse av et selskaps verdi for 1 januar 2019, når vi selv befinner oss i 2020. Det vil si at mye data må begrenses til alt før 2019 slik at vi får en historisk riktig forståelse av verdien. Grunnlaget for dette er at årsrapporten som vi er avhengig av kommer sent inn i 2020 og blir ikke tilgjengelig for oss innen vår tidsramme. Vi har likevel brukt kilder som er publisert etter 2019.

Oppgaven benytter i all hovedsak sekundærdata og baserer seg på årsrapporter og informasjon som finnes på selskapets hjemmeside. Resultat- og balanseregnskapet er hentet fra proff forvalt og blir basen til regnskaps- og finansanalysen.

1.5 Valg av Metode

Ved valg av metode har vi sett på modeller som kan hjelpe oss å verdsette AUSS. Blant disse ser vi på kontantstrøm metoden, utbytteanalyse og analyse av multipler.

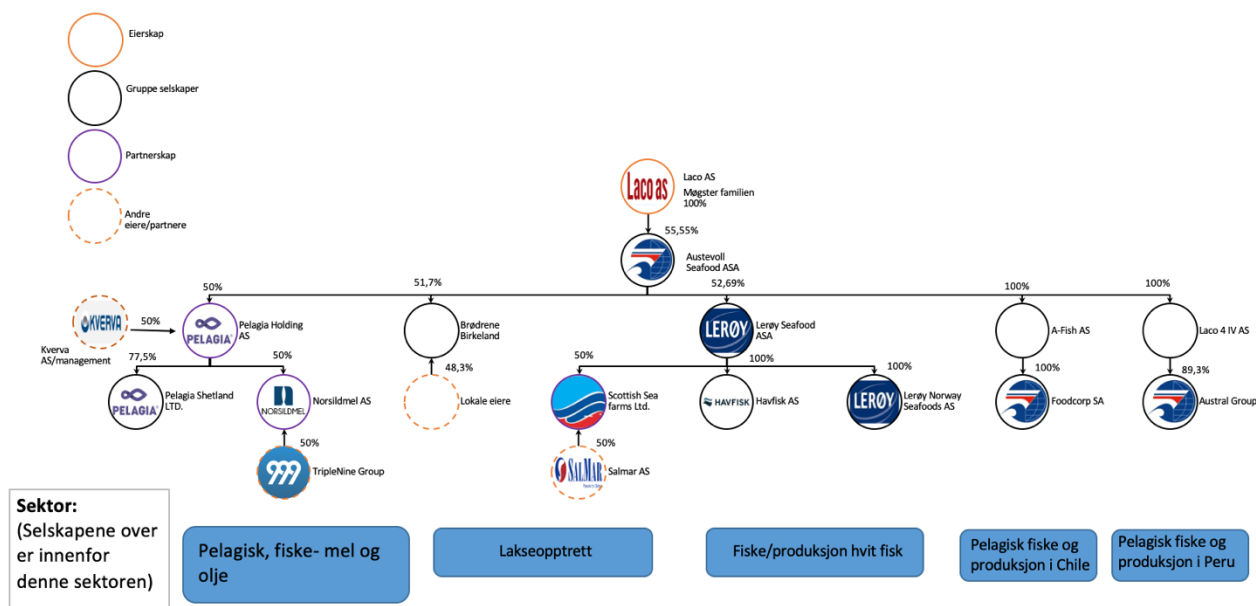
I kontantstrømanalysen, som også er vår hoved analyse, bruker vi hovedsakelig tall fra tidligere årsrapporter, som vi igjen har hentet fra Proff forvalt. Der har vi hentet konsernet sitt resultat- og balanse regnskap. Vi har også hentet tall direkte fra notene til årsrapportene ved noen tilfeller. I en fremtidig kontantstrømoppstilling skal man lage en prognose for fremtiden. Dette er fordi vi må settes noen forutsetninger om fremtiden, eksempelvis vekst i inntekter, kostnadsutvikling etc. I all hovedsak har vi analysert oss frem til dette ved å bruke utviklingen i de historiske regnskapstallene.

Utbytteanalyse handler hovedsakelig om analyse av utbytte og utregning av fremtidig vekst i selskapet som følge av dette. Vi bruker dette som en supplerende analyse. Dette er en mye enklere analyse bygget på forutsetningen om kontinuitet og vil derfor være mer upålitelig.

Den siste verdsettelsesanalysen vi bruker er multippel analyse ved bruk av multiplikator. Dette er en sammenliknende analyse der vi ser på noen utvalgte konkurrerende selskaper. Her bruker vi forskjellige nøkkelfordelinger som skalering. Videre ser vi på bransjesnittet og skalerer med AUSS sine tall. Dette er også en supplerende analyse, men kan gi oss en viktig forståelse av selskapet sett i sammenheng med konkurrenten.

2 Presentasjon av Austevoll Seafood Group ASA

Gruppe sammensetning



Figur 1 Gruppe sammensetning av Austevoll Seafood ASA, Hentet fra AUSS Årsrapport 2018

2.1 Fakta

Austevoll Seafood Group ASA, videre referert til som AUSS, er en ledende global spesialist innen sjømatnæringen. AUSS er et resultat og en videreutvikling av Austevoll Havfiske AS, et selskap etablert av brødrene Ole Rasmus Møgster og Helge Møgster samt deres far i 1981. Kunnskapen og interessen for fiskeri fikk de to brødrene i oppveksten ved å jobbe på farens fiskebåt. Selskapets hovedkontor ligger på Austevoll, en øykommune i Hordaland (nå Vestland), hvor det hele startet.

AUSS er et pelagisk fiskeriselskap som operer på mange plan, hvorav fiskeoppdrett, fiskefartøy, fiskemelfabrikker og hermetikkanlegg. Pelagisk fisk er fisk som lever hovedsakelig i de åpne vannmassene, deriblant sild, lodde, makrell og kolmule (Havforskningsinstituttet, 2019). De er også sterkt engasjert innen lakseoppdrett. Innenfor alle sine segmenter opererer selskapet innenfor fangst, produksjon, bearbeiding og markedsføring og salg. Alle disse områdene drifter AUSS fordi de det siste tiåret har investert stort i kjøp av komplementære selskaper. Dette har bidratt til at AUSS i dag har videreutviklet sine eksisterende forretningsområder. AUSS er notert på Oslo børs og har vært majoritetseier av

Lerøy Seafood Group helt siden 2008. Konsernet har mer enn 6.500 ansatte, de operer hovedsakelig i Norge, Storbritannia, Chile og Peru, men har fiskekvoter og salg over hele verden.

2.2 Historie

Historien til AUSS går helt tilbake til 1981, da som nevnt brødrene Møgster og deres far, startet Austevoll Havfiske AS. Deres historie bygger sterkt på at et av lokal-samfunnets største inntektskilder har kommet fra fiskeriindustrien. På starten av 90-tallet begynte AUSS sin ekspansjon både nasjonalt og internasjonalt. Internasjonalt var deres mål basert på å ta den kunnskap de hadde opparbeidet gjennom pelagisk fiske i Norge, med ut i geografiske områder hvor de kunne bruke den kunnskapen de allerede hadde opparbeidet seg. Dette brakte brødrene til Chile og senere til Peru.

De ekspanderte internasjonalt ved at de først etablerte seg i det Chilenske fiskerimarkedet ved kjøp av Foodcorp SA. I begynnelsen av 2000 tallet investerte AUSS i Br. Birkeland AS med en eierandel på 36%, og kjøpte opp Veststar AS, hvorav begge selskapene er lokalisert i Norge. I tiåret som fulgte solgte de lakseavdelingen, Veststar, til Lerøy Seafood Group ASA, de kjøpte opp halvparten av Austral Group i Peru og investerte så i Lerøy Seafood Group med eierandel på 75%, noe som i 2009 ble nedjustert til 63,7%. Senere har de kjøpt seg ytterligere opp i Peru, slik at AUSS i dag kontrollerer ca. 85% av Austral Group.

I 2013 kjøpte AUSS opp Norway Pelagic Holding AS. Det samme året informerte de om at de ville fusjonere aktiviteter rund pelagisk fisk, olje og forbrukervarer med Kvefi AS. Denne fusjonen førte til at Pelagia AS ble født, et selskap som i dag eies av AUSS og Kvefi AS, med henholdsvis en eierandel på 50% hver. Pelagia fremstår som et ledende selskap innenfor pelagiske fiskeprodukter, fiskemel og fiskeolje samt høykonsentrert Omega-3 olje (Austevoll Seafood ASA, 2020).

AUSS har jamfør februar 2020 en eierandel på 52,69% i Lerøy. Lerøy har selv investert i mange firmaer, og fremstår i dag som et av verdens ledende sjømat-selskaper med produksjon av laks og ørret, fangst av hvitfisk samt videreføring og salg og markedsføring av produktene til hele verden.

AUSS fremstår i dag som et konglomerat innenfor fiskerelaterte virksomheter, et resultat av konsernets investeringer og deres datterselskaper sine investeringer.

Pr dags dato er deres hovedaktiviteter og investeringer konsentrert gjennom Pelagia AS, Lerøy Seafood Group, Austral Group, FoodCorp og Br. Birkeland. Industrielt har selskapet gjennom forannevnte selskaper aktiviteter innenfor følgende segmenter:

- Oppdrett av Laks og Ørret
- Hvitfisk
- Pelagisk Fiske
- Pelagisk fiskemel og olje
- Pelagisk høykonsentrert fiskeolje

2.3 Fiskeriindustrien

2.3.1 Bransjen

Fiskenæringen er en stor bransje og det er mange ulike aspekter ved fiskenæringen. Enhver næring eller aktivitet som er rettet mot dyrking, lagring, transport, bearbeiding, oppbevaring, markedsføring eller salg av fisk og fiskeprodukter går innen kategorien fiskenæringen.

Fiskenæringen er en stor bidragsyter til sysselsettingen over hele verden, og i Norge er det hele 11.219 fiskere (SSB, 2020a). Norges lange kyst er hovedårsaken til at vi i dag har så mange firmaer innen fiskeindustrien. Den norske fiskeri- og havbruksnæringen leverer sjømat til forbrukere over 150 land (Fiskeri- og kystdepartementet, 2007).

Når det kommer til fiskenæringen er det tre hovednæringssektorer; den kommersielle sektoren, den tradisjonelle sektoren og rekreasjonssektoren. De store virksomhetene i Norge går hovedsakelig under den kommersielle sektoren, deriblant AUSS. Den kommersielle sektoren omfatter salg av fisk og fiskeprodukter. Med dette menes det hvordan selskapene bruker sine villfangst- og havbruksressurser for å produsere og markedsføre sine fiskeprodukter. Fiskeoppdrett omfatter en kommersiell tankegang, da det ofte fiskes fra eget anlegg, men også vill-fiske. Oppdrett innen eget oppdrettsanlegg gjør det lettere å tilpasse tilbudet til etterspørselen.

2.3.2 Konkurrenter

Det er mange fiskevirksomheter i Norge, og derfor mange store konkurrenter til AUSS. Samtidig har AUSS operasjoner på så mange ulike plan at det blir vanskelig å sammenligne innen alle de ulike aspektene. Derfor velger vi å sette søkelys på fiskeoppdrett, hvor de har tatt store steg de siste årene, spesielt ved kjøpet av Lerøy som er et verdensledende selskap innen fiskeoppdrett med røtter helt tilbake til 1899 (Lerøy Seafood Group, 2020).

AUSS hadde i 2018 en omsetning på ca. 26 mrd. kroner, hvor nesten 20 mrd. tilsvarer laks og hvit fisk, mens de resterende 6 mrd. er inntekter fra pelagisk fiske (Austevoll Seafood ASA, 2018). De hadde i 2018, fordelt på de ulike virksomhetene de eier, over 200 000 tonn sløyd fisk. Når det kommer til konkurrenter innen pelagisk fiske er det få store konkurrenter til AUSS. Dette bl.a. som følge av at de kontrollerer 50% av Pelagia AS, en ledende aktør innen eksport av pelagisk fisk (Austevoll Seafood ASA, 2020a). Noen av de fremste konkurrentene innen oppdrett er SalMar ASA, Norwegian Royal Salmon ASA og Mowi ASA. Alle disse selskapene har et stort fokus på oppdrett, og er alle norske selskaper. AUSS er på Oslo Børs verdsatt med en markedsverdi på 15 722 millioner NOK (Oslo Børs, 2020a).

2.3.2.1 SALMAR ASA:

SalMar ASA er en av verdens største og mest effektive produsenter av oppdrettslaks. De eier over 100 lisenser for marin produksjon av atlantisk laks i Norge, derav mesteparten i Midt-Norge. SalMar eier flere store virksomheter som Arnarlax Ehf., Islands største lakseoppdretter og Norskott Havbruk AS som igjen eier Scottish Sea Farms Ltd, Storbritannias nest største produsent av laks (SalMar ASA, 2020). SalMar ble grunnlagt i 1991, og har i løpet av en kort tidsperiode vokst fra 25 til 1500 ansatte. SalMar er i dag Norges tredje største oppdretter av atlantisk laks. SalMar hadde en omsetning i overkant av 11,3 mrd. kroner i løpet av 2018. Samme år hadde SalMar et slaktet volum på totalt 159 000 tonn sløyd vekt. (SalMar ASA, 2018). De er verdsatt til en markedsverdi på 52 000 millioner norske kroner på Oslo børs (Oslo Børs, 2020b).

2.3.2.2 NORWEGIAN ROYAL SALMON ASA (NRS):

Norwegian Royal Salmon ASA ble grunnlagt i 1992 av 34 lakseoppdrettere for å drive salg og markedsføring av oppdrettslaks. De kjøpte i 1996 Reinhartsen Seafood AS og etablerte samtidig et eget investeringselskap, Salmon Invest AS. I 2003 slo de sammen selskapene Norway Royal Sales AS og Salmon Invest AS og endte opp med Norway Royal Salmon AS. Siden har de investert i selskaper som blant annet Feøy Fiskeoppdrett AS, Åmøy Fiskeoppdrett AS, Nor Seafood AS og Nord-Senja laks AS. I 2010 ble NRS omdannet til allmennaksjeselskap, og 2011 ble de notert på Oslo børs (SalMar ASA, 2020). NRS har som mål å bli en av de største innen fiskenæringen med et stort fokus på bærekraftig vekst og å bli det mest lønnsomme selskapet. I 2018 hadde NRS en omsetning på litt over 5 mrd. norske kroner. NRS slaktet i 2018 et totalt volum på 35 970 tonn, en økning fra de foregående årene (Norway Royal Salmon ASA, 2018). NRS er verdsatt til 10 501 millioner NOK på Oslo børs (Oslo Børs, 2020d).

2.3.2.3 MOWI ASA:

Mowi ASA sine røtter går helt tilbake til 1964, da Thor Mowinckel grunnla Mowi. Årene som fulgte, bestod av flere fusjoner og oppkjøp og i 1980 ble Norsk Hydro eier med en eierandel på 100%. I 2006 slo Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood seg sammen og dannet Marine Harvest Group. De neste årene fortsatte oppkjøpene og fusjonene, og i 2017 etablerte de et selskap i Canada; Marine Harvest Canada East. I 2018 byttet Marine Harvest navnet tilbake til deres gamle navn, Mowi (MOWI ASA, 2020). Mowi har nesten 15 000 ansatte med operasjoner over 25 land verden rundt, med hovedkontor i Bergen. De opplyser på egne sider at de er verdens største produsent av atlantisk fisk og er verdens ledende sjømatelskap (MOWI ASA, 2020). I 2018 hadde de en omsetning på drøye 3,8 mrd. EURO, noe som tilsvarer ca. 38 mrd. norske kroner med dagens kurs, 9,9722 (DnB, 2020). I 2018 slaktet Mowi totalt 375 237 tonn laks, og er med det betydelig større enn de andre konkurrentene når det kommer til volum (MOWI ASA, 2018). Mowi er notert på Oslo Børs, men de er også notert på den amerikanske børsen, US OTC. De har en markedsverdi på ca. 114 milliarder NOK på den norske børsen (Oslo Børs, 2020c).

Mowi er størst når det kommer til slaktet fisk, samt omsetning. Dette er et firma som har et stort søkelys mot oppdrett av laks, kontra AUSS som driver flere operasjoner innen blant annet pelagisk fiske. Mowi er den soleklare lederen når det kommer til vekt i tonn av slaktet fisk for 2018. AUSS, med Lerøy som den store bidragsyteren, kommer rett bak med SalMar helt i ryggen, mens NRS er betydelig mindre når det kommer til både volum og omsetning.

2.3.3 Makroøkonomisk bilde:

Når det kommer til fiskenæringen er det mye å ta høyde for, det er avgifter, regler og stor konkurranse. Disse faktorene påvirker alle innen fiskebransjen og fungerer som et rammeverk for næringen. Fisk er Norges tredje største eksportvare, kun olje og gass er en større eksportvare i kroner. Fiskenæringen i Norge står for 11,5% av den totale eksporten til Norge (SSB, 2020b). Fisk er altså en av Norges største inntektskilder og bidrar stort til den Norske økonomien. Lakseprisen er en av faktorene som bidrar til omsetningen for de ulike virksomhetene og den totale eksporten. I uke 3, 2020, var lakseprisen på 76,38 kroner per kilo, dette er en økning på 21,5% fra samme uke i 2019 (SSB, 2020a). Økningen i lakseprisen har bidratt sterkt til at den totale verdien av eksportert fisk steg med 8,3% fra 2019 til 2020, med en total verdi i dag på 104,1 milliarder kroner.

Med så mange aktører som vi har innen fiskenæringen kan det oppstå problemer som følge av at regler ikke følges. Det er fiskeridepartementets sitt ansvar for at norsk og utenlandsk fiske i farvann under norsk jurisdiksjon utøves i samsvar med norske lover og forskrifter (Fiskeridepartementet, 2001). Blant annet er overfiske et problem som ofte oppstår, derfor er alt av fiske kvoteregulert. Kvotereguleringen skal bidra til at de ulike kvoteinnehaverne har en gitt mengde de har lov til å fiske. Dette skal bidra til at de ulike selskapene holder seg innenfor sine områder og gitt mengde, for å forhindre overfiske. Ulovlig fiske er nemlig en stor årsak til overfiske, deriblant også fiskemetoder som blant annet blåsyre og eksplosiver som påvirker flere arter enn det bevisst fiskes etter.

2.4 Organisasjonsstruktur

2.4.1 Ledelsen:

2.4.1.1 Arne Møgster

I toppledelsen til AUSS finner vi Arne Møgster (født 1975) som daglig leder (CEO). Han er sønn av grunnlegger Helge Møgster. Møgster har en Bachelor i Økonomi og Administrasjon og en mastergrad i Internasjonal shipping fra Handelshøyskolen BI (Norwegian School of Management).

Møgster har bred erfaring fra diverse bransjer slik som fiskeindustrien, offshore supply, og skipsrederi. Med roller som «managing director» fra Norskan AS og daglig leder for Shetland Catch Ltd var han godt egnet til å ta over rollen som administrerende direktør for Austevoll Seafood. Møgster jobbet blant annet for Norskan AS i tre år, hvorav han blant annet fikk erfaring i Brasil. Kun 30 år gammel ble Møgster daglig leder, han ble med det børsens yngste konsernsjef i 2006.

Møgster familien er storeiere av Austevoll Seafood via Laco AS. *«Brødrene Helge Arvid og Ole Rasmus Møgster kontrollerer eierselskapet og pengebingen Laco as, med virksomhet innen supply, seismikk, sild, makrell og laks, med 40 prosent hver. Resten er fordelt på tre andre familiemedlemmer».*(Styrtrike Møgster-brødre, 2017)

2.4.1.2 Britt Kathrine Drivenes

Som CFO sitter Britt Kathrine Drivenes (født 1963). Drivenes har en bachelorgrad i økonomi og administrasjon fra BI Handelshøyskolen og en mastergrad i strategi og ledelse fra NHH.

Drivenes har sittet som økonomisjef i Austevoll Seafood siden 1996 etter å ha vært med selskapet siden 1991. Hun har erfaring fra regnskap og revisjon der porteføljen hennes besto hovedsakelig av fiskerier og fiskeoppdrett. I 1986 fikk hun mulighet innen fiskeribransjen og har vært trofast til bransjen siden.

Drivenes sitter på 50,367 aksjer i Austevoll Seafood ASA via selskapet Lerkehaug AS.

2.4.1.3 Jan Martin Giske

Jan Martin Giske (født 1958) sitter som prosjektansvarlig og flåteansvarlig i AUSS. Giske er tidligere fisker som har tatt med seg mer enn 30 år med erfaring inn i konsernet. Han har vært flåteleder i 26 år og han har operert i flere land som Russland, USA (Alaska) og Sør-Amerika.

2.4.2 AUSS styret:

2.4.2.1 Helge Singelstad - The Chairman

Helge Singelstad (født 1963) har vært med i styret siden 2008 og har vært styrets leder siden 2010. Helge er Administrerende direktør for Laco AS som er majoritetseier av AUSS.

Singelstad er utdannet dataingeniør, økonom og jurist, fra respektivt Høyskolen i Bergen, Norges Handelshøyskole og Universitetet i Bergen. Singelstad har bred erfaring fra olje- og gasssektoren og fiskeindustrien.

Han sitter i styret til flere av AUSS sine underselskap, blant annet Lerøy Seafood Group og Pelagia AS der han også er styrets leder. I tillegg eier Singelstad 50,000 aksjer i Austevoll Seafood ASA.

2.5 Aksjonærer

Austvoll Seafood er et allmennaksjeselskap og reguleres av allmennaksjeloven.

Organisasjonsformen ASA innebærer at firmaet kan tilby allmennheten å tegne aksjer, og noteres på en børs. Å eie en aksje gir eieren som oftest en rett til å stemme ved selskapets generalforsamling og til et eventuelt utbytte. Generalforsamling er et møte mellom selskapets styre og aksjonærer, der de vil gå igjennom og godkjenne eller ikke godkjenne forskjellige saker knyttet til regnskap, finans og strategi med mer.

De største eierne kan dermed ha en stor innflytelse på selskapet, siden de vil ha flest stemmer på generalforsamlingen.

De 10 største eierne	Andel i %
LACO AS	55,55
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	2,91
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	2,43
FOLKETRYGDFONDET	2,42
SIX SIS AG	1,45
HANDELSBANKEN NORDISKA SMABOLAG	1,41
OM HOLDING AS	1,17
PARETO AKSJE NORGE VERDIPAPIRFOND	1,00
HSBC TRINKAUS & BURKHARDT AG	0,93
mitsui and co., ltd	0,88

Tabell 1 Liste over eiere (E24, 2020)

Laco AS er en av de største aksjonærene med en eierdel på ca 55% og er dermed majoritetseier. Det betyr at de vil ha aller flest stemmer på generalforsamlingen, og har dermed størst innflytelse på hvilken retning selskapet tar. Laco er et norsk, privat investerings- og eierselskap. Selskapet kontrolleres, som tidligere nevnt, av Møgster familien. Laco investerer hovedsakelig i sjømat og shipping. De holder til ved Storebø, der også Austevoll Seafood har hovedkontor (Proff.no,2020).

State Street Bank and Trust Company har en samlet eierdel på litt over 5%, dette er den største banken i verden innenfor finans, fond- og investering. Det er å anta at de to eierpostene på hhv 2,91 % og 2,41 % er eierskap på vegne av kunder av banken (State Street, 2020).

Folketrygdfondet eier rett under 3%. Six Sis Ag er Sveits verdipapirsentral, som også tilbyr tjenester innen kjøp og salg av internasjonale verdipapirer, Six Sis Ag eier rundt 1,5% (Six Group, 2020). Med en eierandel på rundt 1,4 prosent har vi Handelsbanken Nordiska Småbolag som er et svensk verdipapirfond som investerer i mindre til mellomstore bedrifter i Skandinavia (Morningstar SE, 2020).

Rundt samme eierandel har også Om Holdning As som er et Norsk investeringsselskap og Pareto verdipapirfond. De resterende aksjonærene har en eiendel under 1%, og har derfor i seg selv ikke betydelig makt eller innflytelse på selve selskapet.

2.6 Aksjen

Austevoll Seafood ASA er et aksjeselskap og selskapets aksjekapital er fordelt på 202.717.374 aksjer. Aksjekursen var NOK 86.25 ved inngangen til tredje kvartal 2019 og NOK 90.05 ved utgangen. Aksjene er fordelt på 5.517 aksjonærer ved utgangen av 2019.

Austevoll Seafood skriver i kvartalsrapporten at de ønsker å opprettholde selskapets sin utbyttepolitikk. Foreslått utbetalt utbytte per aksje i 4. kvartal 2019 var NOK 4.50 per aksje. Dette er en økning fra 2018 på NOK 2.80 per aksje. AUSS har kun en aksjeklasse, der én aksje gir én stemme på generalforsamlingen. Laco AS som er majoritetseier besitter 55,55% av aksjene. Derved er det ca. 45 % av aksjene som i praksis omsettes på børs. Med en så stor aksjonær er det noe mindre likviditet i aksjen enn en aksje som ikke har en så stor dominerende eier (Austevoll Seafood ASA, 2020b).

3 Strategisk Analyse

Johnsen, Scholes og Whittington beskriver strategi slik i boken Exploring corporate strategy: «Strategi er en bedrifts langsiktige retningsvalg og nedslagsfelt, som skaper en fordelaktig posisjon i omskiftelige omgivelser gjennom sammensetninger av ressurser og kompetanser som oppfyller behov i markedene og interessentenes forventninger» (Johnsen, Scholes & Whittington, 2008).

Strategiens kjernetema er hva virksomheten skal holde på med, deres retningsvalg og prioriteringer. Deres nedslagsfelt er om hvilket behov de skal dekke i marked, hvilken målgruppe eller satningsområde de ønsker å arbeide med. Å skape en fordelaktig posisjon handler om å skape et konkurransefortrinn. Konkurransefortrinn er tilstede der selskapet kan tilby kundene noe konkurrentene ikke kan.

Forskning om strategi prøver å svare på spørsmålet «Hvorfor lykkes noen selskaper bedre enn andre?» og hvordan vi bruker strategi som grunnlag for konkurransefortrinn. For å

analysere hvordan strategien kan gi AUSS et konkurransefortrinn. Vi vil presentere analyser ved hjelp av Porters fem krafts modell, PESTEL og SWOT. Ved å gjennomføre strategiske analyser får vi et innsyn i interne og eksterne forhold som påvirker selskapet. En god forståelse av selskapets strategi hjelper oss å se hvorfor de lykkes og hva som kan være grunner til at de muligens ikke lykkes.

3.1 Porters fem krafts-modell

Porters fem konkurransekrefter er et strategisk analyseverktøy mange virksomheter har tatt i bruk. Porters fem er knyttet til mikroforhold og egnet til å gjennomføre en bransjeanalyse. De fem konkurransekreftene er leverandører, kunder, dagens konkurransebilde, potensielle nye aktører i bransjen og substitutter (Frichsen, Solberg og Stiklestad, 2017).

3.1.1 Leverandører

Leverandørens makt handler i stor grad om konkurransen de har rundt seg. Et selskap kan ha en ettertraktet leverandør som andre selskap gjerne vil få tak i. Det er viktig å forstå forholdet til leverandørene (Frichsen, Solberg og Stiklestad, 2017). Et selskap vil være avhengig av flere leverandører for å få vanlig produksjon til å gå rundt. I dette kapitlet ser vi på rivalisering blant eksisterende leverandører i industrien.

En leverandør med stor markedsrett kan velge å ikke lage avtaler med AUSS eller å gi dem høyere priser enn andre eventuelt viktigere kunder. Forholdet mellom leverandør og innkjøper kan være sterkere enn ellers dersom de er gjensidig avhengig av hverandre. For eksempel kan en leverandør selge så stor andel av produksjonen sin til et selskap at de blir avhengig av å ha denne kunden, da det er viktig for kunden å ha denne leverandøren blir de gjensidig avhengig av hverandre.

Datterselskapene til AUSS vil gi de en fordel ved at de kan tilby dem sine produkter. Å handle med sine egne datterselskaper vil spare konsernet kostnader og unngå prispress fra andre leverandører. Viktige leverandører for AUSS er de som tilbyr produkter innenfor diverse anlegg, utstyr og fiskefor.

Noe av det viktigste utstyret for oppdrettsbransjen er merder. Det er flere produsenter av oppdrettsmerder, slik at leverandørene har lav forhandlingsrett og det skal ikke være

betydelig risiko for AUSS å ikke få tak i leverandører. Det kan derimot være mulig å satse på annerledes merder, der innovasjon og forskning leder design som har bærekraft i fokus. Slike valg vil være å anse som investeringer i bærekraft og miljø, men vil dermed komme med de merkostnader som det følger av økt innovasjon. Derimot kan økt innovasjon og tidlig fokus på bærekraft føre til bedre teknologi, eller at merkevaren oppfattes mer positivt, som fører til økt lønnsomhet.

Et annet viktig produkt AUSS er avhengig av er fiskefor. Det er en viktig driver av marginalkostnadene for selskapet. Det er å anse som et homogent produkt, og dermed flere store leverandører å velge imellom. Enkelte konkurrenter av AUSS lager sitt eget fiskefor. AUSS er et stort selskap og det kan diskuteres om det hadde lønnet seg å produsere sitt eget fiskefor.

Innen pelagisk fiske er de ikke like avhengige av bestemte leverandører for å holde produksjonen i gang. Det er vanlig å eie sine egne båter og produksjonsanlegg.

Det er flere leverandører av merder, fartøy og anlegg, men store aktører innen fiskefor som kan ta inn høye marginer, slik at konkurransesituasjonen om leverandører anses å være moderat.

3.1.2 Forhandlingskraft hos kunder

Den ideelle situasjonen er at virksomheten er eneleverandør og kan ta høye priser på varer og tjenester. Porter mener imidlertid at en virksomhet over tid bør ha krevende kunder. En «tvinges» til utvikling (Frichsen, Solberg og Stiklestad, 2017).

AUSS har flere kanaler de selger fisk gjennom. Både til distributører i inn- og utland, men også direkte til sluttkunden. Prisen på en vare er som regel basert på et tilbud og en etterspørsel. Det finnes også en internasjonal varebørs for handel av fremtidige kontrakter for laks, Fish Pool, som er lokalisert i Bergen. Det er som regel etterspørselen som har den største påvirkningen på lakseprisen. Likevel må det lages avtaler med distributører som NorgesGruppen, Coop og Reitangruppen. Dette gir både distributører og kunder noe mer makt.

3.1.3 Dagens konkurransesituasjon

Fiskeribransjen består av mange aktører, noen store, mellomstore og mange små virksomheter. Det er mange aktører, noe som man lett forbinder med høy rivalisering eller konkurranse. Selv om det er mange aktører er det ikke så stor rivalisering internt, dette kommer av flere faktorer, men da spesielt den økende etterspørselen de siste årene. Etterspørselen etter fisk er økende og derfor er det ikke noe stort problem knyttet til om leverandørene får utnyttet de konsesjoner og fiskekvoter de innehar. Den økende etterspørselen har bidratt til flere aktører og skulle etterspørselen falle, vil konkurransen også øke. I dag er det de største virksomhetene som har et fortrinn gjennom stordriftsfordeler. De har flere ressurser, mer kapital, flere kvoter og større andel konsesjoner. Likevel er ikke den interne konkurransen mellom de store aktørene så intens, nettopp på grunn av en økende etterspørselskurve.

Konkurransen i dag går mest på nyvinninger, konsesjoner og økte kvoter. Hver virksomhet ønsker hele tiden å redusere kostnadene og øke inntektene, derfor er det et stort søkelys på innovasjon og utvikling innen bransjen. Som vi nevner i PESTEL-analysen har fiskedirektoratet strenge regler når det kommer til innovasjon. De beste nyvinningene skal være tilgjengelig for alle, så derfor vil nyvinninger bli kopiert svært raskt. Etersom det leveres samme sluttprodukt, blir innovasjonen oftest knyttet mot andre utfordringer bransjen står ovenfor som lakselus og rømming innenfor oppdrett av laks.

Konsesjoner og kvoter er det største bidraget innen den interne konkurransen. Her er det lover og regler på hvem som skal få konsesjoner og kvoter, hvor mye og hvor virksomhetene skal få produsere. Konsesjoner krever en lang prosess ettersom Fiskeridirektoratet må ta hensyn til flere forhold. Det er altså ikke så enkelt å få konsesjoner uten videre, men virksomheter overtar konsesjoner ved oppkjøp av andre selskaper. AUSS har kjøpt opp flere virksomheter og har derfor fått flere konsesjoner og kvoter. Utfordringene ved konsesjoner og kvoter påvirker konkurransen, det vil kunne bidra til økende oppkjøp, men igjen vil det bidra til mindre konkurranse blant de mindre virksomhetene. Den interne rivaliseringen er ikke høy, i hvert fall enn så lenge etterspørselen stadig øker.

Dagens konkurransesituasjon er relativt lav. Det er få faktorer som kan påvirkes, og en høy etterspørsel. Dette minimerer mulighetene til å få konkurransefortrinn, da spesielt gjennom innovasjon ettersom det vil bli kopiert. Det er stor konkurranse innen krav på konsesjoner og kvoter, men kompleksiteten rundt disse gjør det vanskelig for virksomhetene. Totalt sett er det en moderat konkurransesituasjon, AUSS drar fordel av stordrift, men på lik linje som sine argeste konkurrenter.

3.1.4 Nye aktører

Innen alle bransjer er det trusler fra nyetableringer som ønsker å kapre markedsandeler fra de etablerte virksomhetene. De nye aktørene er nødt til å analysere markedet for å klare å etablere seg. Dette er lettere sagt enn gjort, da det er mange faktorer som spiller inn. I noen bransjer er det vanskeligere å etablere seg enn i andre. Dette kommer av faktorer som stordriftsfordeler, differensiering og juridiske forhold. Den største utfordringen for nye aktører må være kapitalen, det er store kostnader ved etablering. Det kreves utstyr, ansatte og ikke minst er de nødt til å ha kapital til konsesjoner og kvoter.

Differensiering er et godt utgangspunkt for nye aktører. Dersom en nyetablering presterer å differensiere seg innen bransjen, enten det er i produksjonen eller andre deler av prosessen, vil de kunne ha en enklere vei til etablering. Differensiering kan bidra til at nye aktører kan ta store markedsandeler. Innen fiskeribransjen er det mange store aktører, både innen oppdrett og pelagisk fiske er sluttproduktet det samme. Det produseres fisk og fiskeprodukter, og akkurat der er det vanskelig å differensiere seg. Differensieringen må være et sted i prosessen, og der er det gode muligheter for nyetableringer å vinne terreng innen markedet. Innen denne bransjen er det vanskelig å differensiere seg, noe som kan gagne de som faktisk klarer det. Differensiering er ingen stor trussel for de etablerte virksomhetene, men med dagens utvikling innen forskning og teknologi er det nødvendig at alle innen bransjen følger utviklingen og er med på endring. I den grad man ser differensiering er det innenfor bearbeiding eller videreforedling av fisken.

AUSS opererer innen pelagisk fiske og oppdrett, innen begge disse feltene er det juridiske forhold som gjør det vanskeligere for nyetableringer å slå rot. Innen oppdrett er produksjonen regulert gjennom konsesjoner, mens det er kvotesystem innen pelagisk fiske.

Disse forholdene gjør det vanskeligere for nyetableringer ettersom at det krever mye kapital for å erverve og opprettholde konsesjonene og kvotene. De juridiske forholdene er et stort hinder for nye aktører, og bidrar med å trygge de etablerte virksomhetene som AUSS.

Den største utfordringen for nyetableringer er kostnadene. Det er store kostander ved etablering, og det kreves kapital for å få konsesjoner og kvoter. Det jobbes hele tiden med hvordan man kan redusere produksjonskostnadene og i dag jobbes det med blant annet landbasert oppdrett. Landbasert oppdrett av laks vil kunne redusere kostnadene betraktelig, men ingen har klart å utvikle dette til en like stor skala som vanlig oppdrett. Dette vil, dersom man lykkes, kunne bli en stor trussel mot AUSS og de andre virksomhetene innenfor sjøbasert lakseoppdrett på sikt, men enn så lenge er det ingen stor trussel.

Trussel for nye aktører er lav. Det er vanskelig å etablere seg på grunn av at bransjen er så kapitalintensiv. Det leveres samme produkt, som gjør at de nye aktørene får vanskeligere for å differensiere seg, samtidig som det er flere juridiske forhold som bidrar til en lengre og tøffere prosess for de nyetablerte. Med så høye etableringskostnader er de nye aktørene avhengig av å levere best mulig. Den største trusselen for de etablerte virksomhetene er landbasert oppdrett, men ettersom det fortsatt er i såpass liten skala, er ikke trusselen faretruende. Nye aktører har en vanskelig vei å gå for å kapre markedsandeler fra de allerede etablerte virksomhetene i dag.

3.1.5 Trusselen fra substitutter

Med trusselen om substitutter mener vi alternative produkter eller tjenester som kan erstatte behovet og dermed etterspørselen etter vårt produkt. Det er tre faktorer som påvirker om et annet produkt eller tjeneste er å anse som et aktuelt substitutt. Den første faktoren omfatter pris, dersom en substitutt er aktuell bør prisen være mer fordelaktig for substituttet. Den andre faktoren er produkt differensiering, vil produktet i seg selv dekke behovet eller kan substitutten anses som en bedre løsning. Dette kan i hovedsak gjelde bearbeiding eller videreforedling av fisken i seg selv til sekundærfordelerne, slik som er nevnt tidligere i oppgaven. For sluttforbrukerne kan dette bety substitutten av et helt nytt produkt. Den siste faktoren som må vurderes er byttekostnader. Store utgangsbarrierer gjør det mindre lukrativt å velge alternative løsninger da dette kan pådra seg større kostnader.

Forskjellige substitutter kan være en trussel for fiskebransjen dersom de tilfredsstiller det samme behovet for kunden. Vi skal se på hvordan substitutter kan være en trussel for både sekundære leverandørene, altså butikker, restauranter og for sluttbrukerne.

Laks er en av hoved eksportvarene til AUSS. Laks er rik på protein og regnes som et sunnere og mer miljøvennlig alternativ til animalske kilder. Samt har laks vært ekstra «i moten» de siste ti årene på grunn av nye trender innenfor matkulturen. Det kan være slik at forbrukerne hovedsakelig etterspør laksen fordi de kjenner til den. Trusselen for laksebransjen vil være dersom sluttbrukerne etterspør et annet fiskeslag eller ønsker å bytte med animalske produkter som kylling, lam, storfe eller andre proteinkilder. Det kan også nevnes at en potensiell substitutt er veganske produkter som erstatter behovet for animalsk protein. På nivå med sekundærleverandørene vil en potensiell substitutt være landbaserte oppdrettsanlegg. Fordelen med landbasert oppdrettsanlegg er mindre lakselus som gir bedre helse og kvalitet.

Den andre hoved eksporten til AUSS er pelagisk fisk som i hovedsak benyttes til produksjon av fiskemel og fiskeolje. Disse produktene brukes i fôrproduksjon. Det finnes flere vegetabiliske alternativer som er mer pålitelige og ikke begrenset av marine råstoffene. Det er likevel viktig å nevne at kvaliteten på fôr fra fiskemel og fiskeolje regnes av høyere kvalitet.

Med dette vil vi påstå at trusselen fra substitutter er moderat.

En oppsummering av porters fem-kraft modell kan finnes i SWOT analysen lenger ned i teksten.

3.2 PESTEL

PESTEL er en modell som peker på makroforhold i en virksomhets omgivelser, forhold som vil kunne bidra til om en virksomhets strategier vil lykkes eller ikke. PESTEL står for Political (politiske forhold), Economical (økonomiske forhold), Social (Sosiokulturelle forhold), Technological (teknologiske forhold), Enviromental (miljømessige forhold) og Legal (juridiske forhold) (Frichsen, Solberg og Stiklestad, 2017).

PESTEL-modellen er fin for å få en generell oversikt over forhold om påvirker konsernet.

3.2.1 P – Politiske forhold

Selskapsskatten for 2020 i Norge ligger på 22%, det er den samme satsen som i 2019 (Finansdepartementet, 2019). En høy selskapsskatt vil føre til lavere overskudd.

3.2.1.1 Lakseskatt:

Austevoll Seafood er majoritetseier av Lerøy Seafood Group. Det betyr at AUSS er sterkt påvirket av oppdrettsnæringen. 4. november 2019 la Havbruksskatteutvalget frem sin utredning om hvordan norske oppdrettere bør skattes i fremtiden. Denne meldingen førte til at flere lakseselskaper falt på børsen. Rapporten baserer seg på en grunnrente som hentes inn gjennom en overskuddsbasert, periodisert grunnrenteskatt. Dette er en tradisjonell, periodisert, grunnrenteskatt, lik den petroleumsnæringen og kraftnæringen har i dag. Flertallet foreslår en 40 prosents sats for grunnrenteskatt for havbruk. Allerede før utredningen ble lagt frem har forslaget om lakseskatt møtt massiv politisk motstand. Det er i skrivende stund ikke fattet noen beslutning rundt dette (Dagens Næringsliv *et al.*, 2019).

3.2.1.2 Konesjoner og kvotesystem:

Det er forskjellige regler for konsesjoner og kvoter for de ulike landene. AUSS sin virksomhet er delt inn i områdene Lerøy Seafood Group ASA, Austral Group S.A.A, Foodcorp Chile S.A, Br. Birkeland AS, Br. Birkeland Farming AS og det felleskontrollerte selskapet Pelagia AS. De har altså operasjoner i mange land, inkludert Norge, Peru, Chile og Storbritannia.

LSG, Br. Birkeland AS, Br. Birkeland Farming AS driver i Norge. For å drive med havbruk i Norge, kreves det en konsesjon, en tillatelse fra myndighetene. Det er Nærings- og fiskeridepartementet som er ansvarlig for utdelingen av konsesjoner. Kvotesystemet i Norge er enkelt forklart regler for hvem som kan fiske, hvor mye de kan fiske, og hvordan de kan fiske (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019).

Austral Group S.A.A driver i Peru og Foodcorp Chile S.A i Chile. Kvotesystemet i Peru og Chile er bygget opp med to sesonger i løpet av et år. Det gjør fangsten ujevn og biomassetallene blir avgjørende hvor stor den totale kvoten blir. Myndighetene fordeler kvoter i forkant av hver sesong. AUSS melder i årsrapporten at det er gledelig å se effektene av mer normaliserte fiskerisesonger for konsernet i Peru, som tilfellet var i 2018.

Reguleringer av fiskeriet i Chile har fra 2018 medført større fleksibilitet for FC til å fiske i samtlige av landets regioner. Fra 2008/2009 har det vært en kraftig nedgang i fiskeriet etter hestemakrell i Chile, og fra 2011 ble det innført felles internasjonal forvaltning av bestanden. For å ivareta oppbygging av biomassen har kvotene i de etterfølgende årene hatt en svak økning. Den konservative forvaltningen har ført til at biomassen har nådd et bærekraftig nivå og forventer vekst i fremtiden.

3.2.1.3 Handelspolitiske konflikter:

AUSS har med resten av sjømatnæringen og videreforedlingsindustrien i Norge og EU vært eksponert for risiko i form av vedvarende trusler om langsiktige politiske handelshindringer fra EU-kommisjonen (Austevoll Seafood ASA, 2019). Bransjen er avhengig av eksport til store deler av utlandet. I 2014 kunngjorde Russland at de ville stanse import av frukt, grønnsaker, kjøtt, fisk og melkeprodukter fra EU-landene, USA, Canada, Australia og Norge. Dette var et direkte svar på sanksjonene Russland fikk av EU etter Russlands destabilisering av Ukraina (Utenriksdepartementet, 2014). Norsk laksenæring anslås å ha tapt 20 milliarder kroner på utestengelsen fra det russiske markedet siden sanksjonene trådte i kraft i august 2014 (Nilsen, 2019). Laksenæringen har funnet alternative eksportmarkeder, men utestengelsen har likevel kostet mye.

I 2010 ble Nobels fredspris tildelt Liu Xiaobo. Dette førte til et dårlig politisk og betent forhold mellom Norge og Kina. Det anslås at dette har påvirket lakseeksporten fra Norge til Kina betydelig, men likevel har eksportinntektene fra Kina økt jevnlig hvert år.

Politikerne i Norge er positive til havbruk- og fiskenæringen da dette blir en mer og mer viktig kilde for eksportinntekter for Norge. Det er derfor nærliggende å forvente at samarbeidet mellom bransjen og staten vil fortsette. Handelsblokader er noe som er vanskelig for bransjen å forutse, men bør forventes å ramme bransjen også i fremtiden. Derfor viktig at regjeringen opprettholder bransjens interesser.

Lus-problemet var opphavet for et nytt system, trafikklyset. «Trafikklyset» ble introdusert i 2017. Det er et system som deler Norge inn i 13 soner og gir grønn, gul eller rød vurdering hvert 2. år, avhengig av den gjennomsnittlige konsentrasjonen av lus i området.

- Rød sone hvis > 30% av populasjonen til vill-laksen dør av sjø-lus infeksjoner
- Gul sone hvis 10-30%
- Grønn sone hvis <10%

Er man i rød sone vil dette føre til en reduksjon i et selskaps lisensierte kapasitet med 6%. Anlegg som er i grønn sone, vil bli tilbudt 6% vekst. Så hva betyr dette for AUSS i 2020? Lerøy Seafood vil øke veksten med 2,2 % i 2020. Dette er positive resultater for AUSS som eier 52,7% av Lerøy.

3.2.2 E – Økonomiske forhold (economical factors)

Industrien påvirkes av både verdens og Norges økonomi. Som nevnt i kapittel 2.3.3 om makroøkonomisk bilde er fisk Norges tredje største eksportvare. Laks står for om lag 67% av verdien av all eksportert fisk i Norge. Lakseprisen er en av de viktigste faktorene som bidrar til omsetning for de ulike selskapene.

3.2.2.1 Prisendringer

Pris er hovedsakelig avhengig av tilbud og etterspørsel. En økt pris vil redusere etterspørselen, og på den andre enden vil økende produksjon gi en lavere pris. I 2019 eksporterte Norge fisk til en verdi av 104 milliarder kroner, en økning fra forrige år som hadde en eksport på 96 milliarder.

Økningen i lakseprisen har bidratt sterkt til at den totale verdien av eksportert laks steg med 7% fra 2018 til 2019, til en verdi på 72,5 milliarder kroner (Nærings- og fiskeridepartementet, 2020). En svak kronekurs og økt etterspørsel i 2019 var hovedgrunnene til veksten i eksportverdien. Årene 2016 til 2019 har gjennomsnittsprisen holdt seg rundt 60 til 61 kroner. I uke 3, 2020 var lakseprisen 76,38 kroner per kilo, som er en økning på 21,5% fra året før (SSB, 2020b).

Det er vanskelig å vite hva prisene blir i fremtiden, og det er derfor viktig at selskapet er finansiert slik at det vil kunne tåle lavere lønnsomhet som følge av en lavere pris eller økte produksjonskostnader i perioder.

3.2.2.2 Valuta og kronekurs

En annen faktor som spiller inn på eksporten er kronekursen. De siste årene har det vært en svak krone. En svak krone fører til lavere pris på norske produkter i utlandet, som igjen fører til økt etterspørsel.

Eksempelvis handles laks solgt ut av Norge i hovedsak i EURO, ved en kraftig svekkelse av den norske kronen betyr det en betydelig økt inntekt for selskapene som eksporterer laks og får betalt i EURO.

Handel med omverdenen foregår som regel i andre valutaer. Selskapene vil dermed være utsatt for valutafluktasjoner. For å redusere risikoen for valutafluktasjoner kan selskaper ta i bruk flervalutakreditter der de tilpasser inntjening og finansiering/gjeld i samme valuta. I årsrapporten for 2020 oppgir AUSS at konsernet er særlig eksponert mot valutaendringer i EURO, GBP, USD, Chilenske pesos og Peruanske soles og at valutarisikoen søkes kortsiktig redusert ved bruk av terminkontrakter og flervalutakreditter.

3.2.2.3 Rentenivå

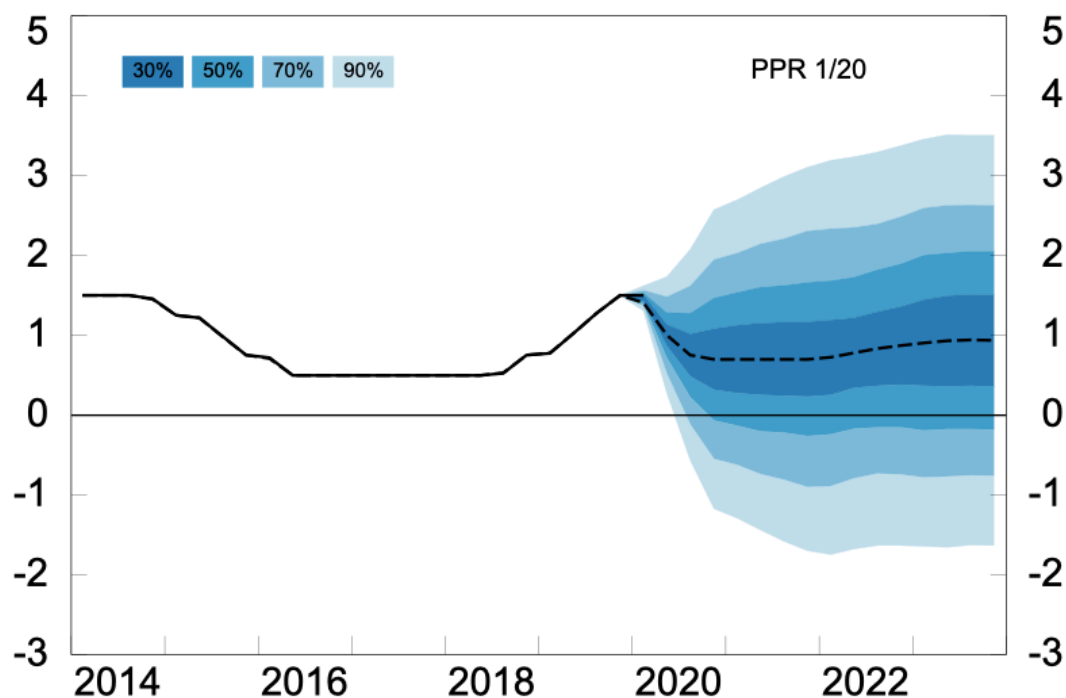
Norges Banks styringsrente i 2019 var fra 0,75 og vokste over året til 1,5. I januar 2020 er styringsrenten fortsatt på 1,5. Styringsrenten er renten som bankene får på sine innskudd i Norges bank, og er det viktigste virkemiddel Norges bank har for å stabilisere prisvekst og utvikling i økonomien. Lave rentenivåer stimulerer til låneopptak.

Norges bank har også hatt et stabilt inflasjonsmål på 2% som sikrer lav og stabil inflasjon (Norges Bank, 2020).

Styringsrenten er grunnlaget for utregninger av lånerenter. Renter på gjeld vil dermed øke når styringsrenten går opp. Økt styringsrente vil dermed bety økte finansieringskostnader for et selskap.

Figuren fra Norges Bank sin pengepolitiske rapport viser styringsrenten i prosent for tidlige år og prognoser for kommende år (Norges Bank, 2020).

Av figuren kan vi lese at Norges bank ser det som sannsynlig at styringsrenten vil holde seg lav rundt 1% de neste årene. Som tidligere nevnt er det positivt for selskapet at renten er lav siden det ikke fører til økte finansieringskostnader.



Figur 2 Styringsrenten, prognoser for kommende år, i prosent. Hentet fra Norges Bank.

For å minske risikoen for svingninger i styringsrenten kan selskaper ta i bruk rentebytteavtaler. En slik avtale foregår mellom to parter der den ene får byttet sin faste rente mot en flytende, og den andre sin flytende rente mot fast rente. Avtalen sørger for en viss forutsigbarhet rundt selskapets rentekostnader, men kommer med den kostnaden at på kort sikt kan den gi høyere rentekostnader.

I AUSS finansielle rapport for 2019, 4. Kvartal opplyses at hoveddelen av konsernets gjeld har flytende rente, men at de har fastrentekontrakter for omkring 22% av deres rentebærende gjeld (Austevoll Seafood ASA, 2019).

3.2.3 S – Sosiokulturelle forhold

Etterspørselen etter fisk er stadig økende. Vi har en befolkningsvekst over hele verden som bidrar til at det må produseres mer fisk, samtidig som at det er et økende fokus på å holde seg sunn. Når det kommer til befolkningsveksten er vi nødt til å utnytte de havressursene vi har, slik at vi får dekket befolkningens ernæringsbehov. Ifølge FN sine nettsider, har de estimert at vi i år 2100 vil være over 10,8 milliarder mennesker på jorda. Vi er allerede over 7 milliarder mennesker, og har ikke nok mat til å dekke behovet for alle. I 2016 var det nemlig over 795 millioner mennesker som var rammet av sult, dette er blant annet et resultat av at de fleste lever i områder hvor det er konflikter og klimaendringer. (FN-sambandet, 2019). Med så mange mennesker som rammes av sult, vil det være lønnsomt å se til havet. Verden består av 70-75% vann (Graham, Parkinson og Chahine, 2010), og derfor er det store muligheter for å øke tilbudet av fisk og sjømat.

Ettersom vi benytter oss av ressursene på land, som kun er ca. 30% av jordas areal, til å produsere om lag 95% av den totale matproduksjonen i verden er det åpenbart at havet har et stort potensial (Norway Royal Salmon ASA, 2020). Ettersom vi benytter oss av ressursene på land, som kun er ca. 30% av jordas areal, til å produsere om lag 95% av den totale matproduksjonen i verden er det åpenbart at havet har et stort potensial (Norway Royal Salmon ASA (2020). For å få en lavere andel mennesker som lider av sult og for at vi skal få utviklet en mer bærekraftig matproduksjon er vi nødt til å flytte mer av produksjonen til vannet. Det er nemlig slik at fisk og sjømat er mer bærekraftig i produksjonen kontra produksjon av mange andre ressurser. Til sammenligning er det nesten ti ganger mindre CO2 utslipp ved fiskeproduksjon enn ved produksjon av storfe (Norway Royal Salmon ASA, 2020). Vi er i dag mer opptatt av bærekraft enn tidligere, det er stadig flere som melder seg på i kampen om klimaet. Til og med ungdommen ser hvor viktig det er at vi gjør tiltak for å få en mer bærekraftig verden. AUSS skriver på sine nettsider at hele deres virksomhet drives med bærekraft som det styrende prinsippet. Deres fokus på bærekraft er selve grunnmuren til konsernet med fokus på bruk av ressurser, støtte av miljøstandarder, holde seg til fiskekvotene og redusere avfall og utilsiktet fiskeutslipp (Austevoll Seafood ASA, 2020a).

I dag er det et stort søkelys på hvordan vi kan spise sunnere og holde oss i form. Det har vært et stort tema som har fått masse mediedekning, og dette har gitt flere tips på hvordan man

skal kunne spise sunnere. De aller fleste ernærings ekspertene oppfordrer til å spise mer fisk og grønnsaker, og ser vi på helsedirektoratet kommer de med en oppfordring om at alle bør spise minimum 450 gram fisk i uken. Dette tilsvarer da 2-3 fiskemåltider i uka (Helsedirektoratet, 2016). Dette bidrar til en økende etterspørsel etter fisk, ønske om å øke levestandarden og å holde seg i form.

Når det kommer til de sosiokulturelle forhold ser vi en positiv fremtid. Søkelyset på hvor viktig fisk er for opptak av næringsstoffer, det store potensiale som ligger i jordas hav og det økende fokuset på bærekraft vil bidra til økt etterspørsel etter fisk. Ettersom etterspørsel etter fisk er på vei opp, er vi også nødt til å bidra til at tilbudet øker for å oppnå likevekt. Likevekt er essensielt for å forhindre matsvinn og misbruk av ressurser. En økende etterspørsel vil med andre ord gi ringvirkninger i samfunnet; en økende tilbudskurve. Dette bidrar til å brødfø flere mennesker, flere arbeidsplasser og en tenking rettet mot innovasjon og teknologiske nyvinninger.

3.2.4 T – Teknologiske forhold

Når det gjelder selve fiskeriet og oppdrettsbransjen kommer det stadig nye teknologiske fremskritt, som får sitt innpass i markedet. Det kommer nye smarte løsninger for hvordan det fiskes og hvilket utstyr som benyttes, som gjør det enklere å måle fisken i merden, utstyr som servicebåter tilknyttet merdene, flåter og anlegg som bidrar til økt volum og kvalitet og teknologi som skal forbedre fiskens vekst og forhindre sykdom, lakselus og rømming. Det finnes mange selskaper som spesialiserer seg innen utstyr til bruk for de store oppdrett- og villfiskselskapene. De produserer og leverer ferdige produkter som skal bidra til en lettere hverdag for selskapene i bransjen. Dette er et veldig attraktivt marked, da teknologien kan resultere i at de kan bruke ressursene på en annen måte.

Forskning og utvikling på dette området er derfor helt avgjørende for at vi skal kunne oppnå likevekt i markedet når det kommer til matproduksjonen. I dag er det som nevnt et vanvittig potensial i havet som ikke blir brukt, hvorfor benytter vi oss av så lite av havressursene? Er det teknologien som ikke er kommet langt nok? Her blir man nødt til å se på hvordan de ulike aktørene opererer i dag.

I dag utvikles det blant annet store laksemerder som plasseres i havet. Dette er merder med 160 meter i omkrets og som rommer produksjon tilsvarende 1500 kyr (Mauren, 2015). Dette skal bidra til at fisken får oppholde seg i riktig miljø, forhindre lakselus og rømming og optimalisere fiskens leveopphold. Fra Fiskeridirektoratets nettsider skriver de om at de åpnet opp for søknader om utviklingstillatelser i november 2015. Disse tillatelsene skal fremme innovasjon og betydelige investeringer. Teknologien som blir utviklet vil bli tilgjengelig for hele næringen slik at alle kan dra nytte av dem. Formålet med denne ordningen er å finne nye løsninger på hvordan vi kan løse de miljø- og arealutfordringene vi står ovenfor i dag (Fiskeridirektoratet, 2020).

Videre på Fiskeridirektoratets nettsider finnes en oversikt over de ulike innovasjonene. Flere av de største selskapene har sendt inn nye teknologiske innretninger, deriblant Mowi Norway AS, NRS, Cermaq Norway AS og Lerøy Seafood AS. Disse fremskrittene ligger på fiskeridirektoratets nettsider og er tilgjengelig for alle. Lerøy som er eid av AUSS har kommet frem til et Preline-havbruksanlegg de har kalt «pipefarm», et lukket flytende havbruksanlegg. Formålet med dette anlegget er å optimalisere fiskens forhold de første månedene i sjøen. Dette skal bidra til at fisken får bedre vekstvilkår, økt trivsel og beskyttelse mot sykdom og lakselus. Lerøy rapporterer om gode resultater fra anlegget, som de sjøsatte i 2015 på Sagene i Hordaland. Derfor planlegger de nå et nytt anlegg i dobbel størrelse (Lerøy Seafood Group, 2017).

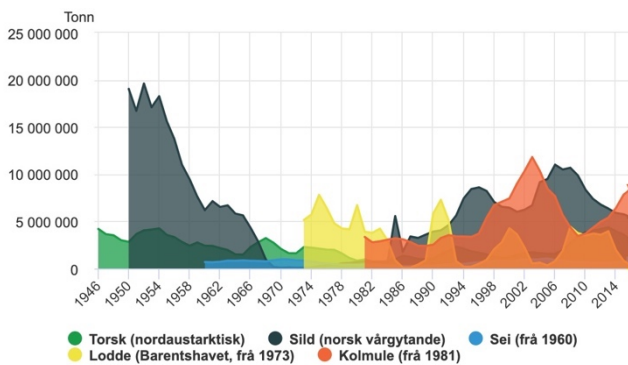
Som vi kartla i den sosiokulturelle delen, står havet bak 5% av den totale matproduksjonen i verden. Det er store utfordringer på hvordan vi skal kunne utnytte oss av de store havene. Utfordringer som naturen, lakselus, sykdom, manglende teknologi og ressurser gjør det vanskelig for selskapene å utnytte hele havet. Det er store naturkrefter som gjør det vanskelig med dagens teknologi å oppnå det potensiale som finnes i havet. Likevel gjør vi fremskritt, med fiskeridirektoratets utviklingstillatelser får vi stadig nye innovasjoner. Ny teknologi som bidrar til en grønnere, mer bærekraftig produksjon som skal utnytte et større areal. Disse nyvinningene er tilgjengelig for alle og er derfor et meget godt tiltak for å forbedre dagens utfordringer. Teknologien er den avgjørende faktoren for at vi skal kunne utnytte oss av havets areal på en bærekraftig og effektiv måte. AUSS har gjennom sine investeringer gode teknologiske nyvinninger, blant annet Lerøy sitt nye havbruks-anlegg og

Br. Birkeland som driver fiskebåtrederi. Investeringen i disse selskapene gir AUSS større muligheter og gode fremtidsutsikter med tanke på den teknologiske utviklingen.

3.2.5 E – Miljømessige forhold (enviromental factors)

Miljøet er et sterkt tema som driver forholdene innen AUSS sin bransje. Dette er også en av grunnene til at det er strenge juridiske krav for fiskerinæringen, og at fiskeindustrien er et tema som kommer ofte opp i politikken. En av de store miljøbekymringene som gjelder fiskeindustrien er overfiske.

Figur 2. Totalbestand av utvalgte fiskeslag



Figur 3 Totalbestanden av utvalgt fiskeslag hentet fra ssb.no

Fiskebestanden opplevde en kollaps på 1970-tallet. Overfiske er en av årsakene til den drastiske reduksjonen av sild, torsk og lodde. Se figur. Dette førte til innstramming av regelverket og det ble iverksatt et spesielt tiltak, fiskekvoter. I løpet av de neste to tiårene ble mengden fisk halvert for de norske selskapene. På starten av 1990-tallet hadde tiltakene slått rot, noe som resulterte i redusert fiske og håp for at fiskebestanden skulle komme tilbake. Det har imidlertid vært tilfeller der fiskearter har blitt så redusert at arten aldri har kommet tilbake på samme nivå som på 1970-tallet (kysthistorie, 2014).

Ifølge WWF får cirka 3 milliarder mennesker sin hovednæring fra havet. Dette har ført til at 93% av alle fiskebestander er nære full utnyttelse (WWF, 2020).

Norsk fiskeridepartement har iverksatt tiltak og fiskekvotene er strengt regulert. Likevel er det mye ulovlig fiske og fangst. Økokrim anslår at det foregår overfiske og juks i Norge, men at det er vanskelig å finne sikker empirisk data til å forstå omfanget (Marianne Svorken og Øystein Hermansen, 2014).

Figur 1. Fangst i alt fra norske fiskebåtar



Figur 4 Fangst fra norske fiskebåtar, hentet fra ssb..no

I tillegg er det bekymring om forsøpling i form av tap av fiskeriutstyr. Garn og annet fiskeriutstyr går tapt og kan påvirke fiskebestanden, samt sjøfugl, sel og andre sjødyr. Fiskeridirektoratet prøver å ta ansvar og gjør årlige opprenskningstokter i norske farvann for å hold på situasjonen (Miljødirektoratet, 2020).

Fiskeindustrien forstyrrer også havområder og kystsoner med delikate økosystemer som blir ødelagt når det etableres fiskeoppdrett, eller om det tråles der. Arter forsvinner, havet blir surere, samtidig som temperaturen økes og det kan oppstå endringer i havstrømmer. For å unngå dette vernes det store havområder. I dag er kun 1% av Norges havområder vernet, men det er inngått løfte om at innen 2020 skal 10% vernes (WWF, 2020).

Forvaltningen og tilsynet av fisk på norsk farvann utføres ikke kun av Norge. Det finnes flere internasjonale konvensjoner som overvåker fiskevirksomheten både i Europa og i resten av verden. NEAFC, NAFO og CCAMLR er eksempler på slike konvensjoner.

3.2.6 L – Juridiske forhold (legal factors)

De juridiske forholdene AUSS må forholde seg til er i stor grad de samme som resten av havbruk- og fiskerinæringen må forholde seg til. Det er en av de mer regulerte næringene i Norge, noe som gjør at aktørene i bransjen må forholde seg til en rekke lover og regler.

Nærings- og fiskeridepartementet regulerer mye av bransjen og en av de viktigste lovene er akvakulturloven og laksetildelingsforskriften. Formålet til akvakulturloven ifølge § 1 er at «Loven skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten» (Lovdata, 2005a). Loven regulerer viktige bestemmelser som konsesjoner beskrevet under politiske forhold. På samme måte er formålet til laksetildelingsforskriften ifølge § 1, at «Forskriften skal medvirke til at akvakultur av laks, ørret og regnbueørret blir lønnsom og konkurransekraftig innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten» (Lovdata, 2005b).

I bransjen er det flere lover og regler som må følges. I tillegg til de nevnt ovenfor er det en rekke andre lover som selskapene må ta stilling til og følge.

3.3 SWOT

SWOT analyse er en oppsummerende analyse om de interne og eksterne styrker, svakheter, muligheter og trusler en virksomhet har. SWOT analyse handler hovedsakelig om å avdekke faktorer som påvirker selskapet finansielt (Frichsen, Solberg og Stiklestad, 2017).

SWOT	Helpful	Harmful
Internal	Strengths	Weaknessess
External	Opportunities	Treaths

Tabell 2 SWOT-analyse

3.3.1 Styrker

Det første punktet i analysen går gjennom konsernets styrker. Et selskap vil følgelig ha flere styrker, men vi velger å se på de mest viktige. I dagens samfunn er det vanskelig å skille seg fra konkurrentene kun basert på kvaliteten på sluttproduktene. Å opparbeide seg en sterk merkevare er derfor viktig for å få et godt forhold til samfunnet rundt, mulige samarbeidspartnere og andre viktige aktører. Gjennom flere år med godt arbeid har AUSS opparbeidet seg en sterk merkevare. Dette har resultert i at kundene oppfatter AUSS som en seriøs og troverdig aktør.

AUSS har en diversifisert konsernstruktur. De driver både med pelagisk fiske, oppdrettsvirke og produksjon. Dette verner dem mot eventuell mindre etterspørsel, prisfall eller mindre kvoter. En lav laksepris er dermed ikke like fatal for AUSS som for deres konkurrenter.

Konsernet har flere datterselskaper, dette gir dem en integrert verdikjede som har de fordeler at de kan kjøpe inn varer og tjenester fra datterselskapene på bedre vilkår enn andre selskaper.

Igjennom tidene har AUSS vist initiativ til innovasjon. I en verden som endres rask er det viktig å kunne følge endringene og finne nye løsninger. De har blant annet bidratt med forskning som har ført til bedre kvalitet og lavere dødelighet blant fisken i sjøfasen. Deres fokus på bærekraftig utvikling viser også at de tar innovasjon alvorlig. De har uttalt at de ønsker å ha en ledende rolle i utviklingen av teknologi og forskning som vil redusere påvirkninger av lakseproduksjon på miljøet, og at deres bærekraftige drift er en del av deres

kontinuerlige forbedringsaktiviteter. Et selskap som evner å se forbedringsmuligheter og innovasjon som en styrke.

3.3.2 Svakheter

AUSS opererer i en bransje der det er vanskelig å differensiere seg. Som nevnt i PESTEL-analysen er det ikke enkelt for AUSS å få et varig konkurransefortrinn, nettopp på grunn av utviklingstillatelsene og hvordan de skal være tilgjengelig for alle. Utviklingstillatelsene er en styrke for bransjen, men en svakhet for de mest innovative virksomhetene. Dette fordi de ikke får ta nytte av innovasjonene som skal skape et konkurransefortrinn.

Norge er et høykostland, noe som bidrar til høye produksjonskostnader. Dette er selvfølgelig likt for alle innen bransjen, men det skaper et enda høyere fokus på hvordan man kan holde produksjonskostnadene på lavest mulig nivå. AUSS har det meste av produksjonen i Norge, men også noen operasjoner i andre land som Chile, Storbritannia og Peru. Produksjonen er definitivt størst i Norge, da den norske kysten er meget lukrativ. Dette kan skape ulemper, da det innebærer store geografiske avstander.

AUSS sine største konkurrenter holder også til langs norskekysten, da de største konkurrentene er norske selskaper. Dette gjør at fiskekvotene og konsesjonene er helt avgjørende for at AUSS skal kunne oppnå de resultatene de ønsker, og å få opprettholdt og utviklet den markedsandelen de står for.

3.3.3 Muligheter

Befolkningstallet i verden øker og vokst kraftig de siste hundre årene, selv om selve befolkningsveksten har avtatt. Samtidig øker levestandarden noe som betyr at flere vil ha råd til å spise eksklusiv norsk fisk. Dette skaper flere kunder og muligheter for konsernet.

Norge ønsker å stimulere til grønnere/renere produksjon av fisk. Dette gjør man ved å tildele utviklingstillatelser hvor kriteriene til tildelingen er evnene til å produsere laksen med mindre forurensing. Lykkes Lerøy med dette vil de kunne øke produksjonsvolumet/salg vesentlig.

Både Russland og Kina er to viktige land når det kommer til eksport av fiskeprodukter. De siste årene har Norge hatt et anstrengt forhold til disse landene. Dette forklares i kapittel

3.2.2 politiske forhold under PESTEL-analysen. Man kan imidlertid nå se at det er tendenser til bedring i forholdet. Noe som vil gi store muligheter for norsk fiskerivirksomhet.

Fiskemel og -olje er en sentral del av Austevoll Seafood sin drift. Peru er den største produsenten av fiskemel og -olje i verden. Som den største produsenten påvirker deres produksjon av fiskemel prisfastsettelsen på verdensbasis. AUSS er representert i Peru gjennom selskapet Austral Group som de eier 89,3%. Årene 2014 til 2017 var preget av lave kvoter og svært vanskelige driftsforhold i Peru. Det globale værphenomenet «El Niño» preget perioden. Det er en tilstand med uvanlig høy overflatetemperatur i det sentrale og østlige Stillehavet nær ekvator. I 2017 signaliserte instituttene som følger fenomenet en normalisering av havtemperaturene. Prognosene fra 2017/2018 viser en sterk bedring. Forskerne vurderer bestanden for å være i god forfatning. Dette fører til større totalkvote og følgelig økt volum for AUSS. Det samme vil vi se for AUSS sin aktivitet i Chile gjennom selskapet Foodcorp SA, som de eier 100%.

Austevoll er basert på kunnskap om å høste havet. Dette er opparbeidet gjennom generasjoner. Selskapets internasjonale etablering er tuftet på å ta denne kunnskapen med ut i områder hvor denne kan utnyttes. Gode eksempler på dette er aktiviteten i Chile og Peru. Havområdene utenfor Chile og Peru har store likhetstrekk med Nordsjøen, og AUSS har brukt sin kompetanse herfra når de har etablert seg i Sør-Amerika. Vi ser følgelig et potensiale for konsernet å finne andre steder i verden hvor AUSS kan utnytte spesialkompetansen opparbeidet gjennom generasjon. Videre ser vi at AUSS og de øvrige norske aktørene er «verdensmestre» i oppdrett av laks og ørret. Vi tror at det vil være potensiale for disse aktørene og bruke denne kunnskapen om oppdrett av laks/ørret på øvrige arter.

3.3.4 Trusler

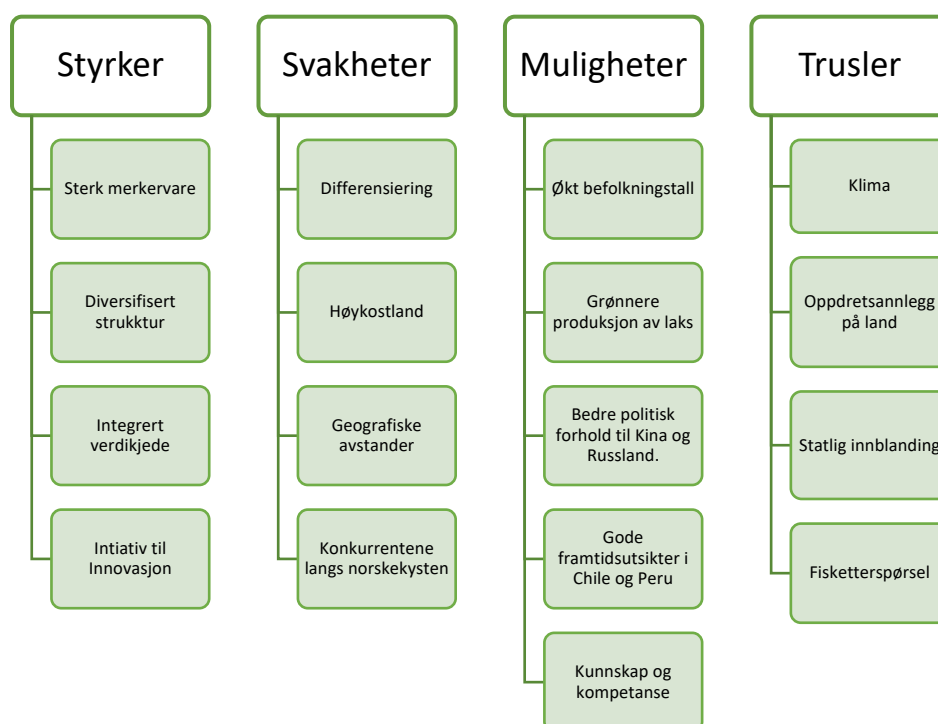
I en SWOT analyse regnes trusler som eksterne faktorer som kan senke lønnsomheten. Trusler er faktorer som ikke kan omstruktureres internt i konsernet og kommer gjerne fra konkurrenter, etterspørsel eller makroøkonomiske forhold. En god analyse av trusler, både eksisterende og fremtidige, kan forbedre og forsvare inntektene.

For AUSS er det flere trusler selskapet står ovenfor. Noen aktuelle og noen potensielle. Fra tidligere har vi sett, både fra PESTEL-analysen og Porters fem-kraft modell, at det er flere trusler for AUSS.

Først er det viktig å nevne at AUSS er svært avhengig av klimaet og lønnsomheten er sårbar for vær og sesong. I tillegg er det mye risiko i de biologiske ressursene hvis det bryter ut sykdom eller rømming i merdene.

Regjeringen kan redusere antall fiskekvoter og øke fiskekatten. I tillegg kan staten utstede miljøbøter knyttet til sykdom og rømming. Blant de eksisterende truslene har vi landbaserte oppdrettsanlegg, som kan unngå fiskelus og dermed få en større andel sunne fisk.

Etterspørselen av laks er en potensiell trussel som vil ha stor påvirkning på AUSS sine salgsinntekter. Som nevnt i Porters fem-kraft modell kan substitutter mot laks være en reell trussel. Det samme kan sies om den pelagiske næringen og fôrproduksjonen.



Figur 5 Oppsummering av SWOT-analysen

4 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er viktig for å forstå selskapet vi undersøker. Vi anvender en regnskapsanalyse for å undersøke selskapets regnskapsdata og eventuelle andre økonomiske forhold. Dette for å gi interessenter et innblikk i selskapets økonomiske tilstand. Ved å undersøke spesifikke nøkkeltall kan vi avdekke selskapets økonomiske oppbygning, svakheter med selskapet, risiko og betalingssevne.

I vår regnskapsanalyse skal vi se på fire hovedelementer: lønnsomhet, soliditet, likviditet og finansiering. Vi bruker visse nøkkeltall for å avklare selskapets økonomiske standpunkt. Dette er relevant for å avdekke potensielle svakheter som kan påvirke vår vurdering av verdsettelsen til AUSS.

En svak lønnsomhet tyder på lite selskapsvekst og mulig betalingsfeil, altså at de ikke har mulighet til å betale gjeld og renter. Mangel på soliditet betyr at selskapet kan være sårbar for inntektsfall. Dårlig likviditet kan bety at selskapet ikke klarer å betale sine forpliktelser som igjen pådrar større kostnader. Alle disse faktorene påvirker vår verdsettelse av selskapet.

4.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet er et økonomisk faguttrykk for å angi avkastningen av den innsatsen som legges ned i en virksomhet i form av ulike variabler, som kapital, arbeid og kunnskap. For at en bedrift skal ha god lønnsomhet er det derfor avgjørende at de bruker disse ressursene riktig for å oppnå et positivt resultat på avkastningen. Dette vil si at vi nå skal se på i hvilken grad AUSS sitt forbruk av kapital, arbeidskraft og kunnskap har resultert i en lønnsom avkastning. For å beregne lønnsomheten til AUSS er vi nødt til å se på total kapitalrentabiliteten før skatt, egenkapitalrentabiliteten etter skatt og til slutt resultatgraden. Dette er avgjørende for at en bedrift skal kunne vise til overskudd og videre skape overskudd (Kristoffersen, 2016).

Årsaken til den økende omsetningen for 2016 er ifølge AUSS sin årsrapport, i hovedsak fra meget høye laks- og ørretpriser, men er også påvirket av konsolidering av Havfisk og Norway Seafoods fra og med september 2016 (Austevoll Seafood ASA, 2016). For 2018 skyldes den voksende omsetningen god prisoppnåelse for konsernets hovedprodukter, økt aktivitet i Peru og økte salgsvolum av ferdigprodukter (Austevoll Seafood ASA, 2018). Dette forklarer de

store økningene i total kapitalrentabiliteten, egen kapitalrentabiliteten og resultatgraden for disse årene.

God lønnsomhetsgrad er varierende, Ifølge Proff.no kjennetegner en god lønnsomhetsgrad en prosent på over 10%. Det er ikke gitt at 10% er en god lønnsomhetsgrad, da det avhenger mest av bransjen og deres konkurrenter. For å kunne fastslå om AUSS har en god lønnsomhet eller ikke, er vi nødt til å se til konkurrentene. Først da vil vi kunne konkludere om de har en god lønnsomhetsgrad. Hvis vi sammenligner tallene fra tabellene under, med proff sine krav, kan vi si at AUSS har en nokså god lønnsomhetsgrad.

Konkurrentene er de som er avgjørende her for å kunne komme frem til om AUSS har en god lønnsomhetsgrad eller ikke. Med 15,1% i 2018, kan vi derfor si at AUSS har en ok lønnsomhet sammenlignet med konkurrentene. De ligger endel bak de andre aktørene, noe som tilsier at de har forbedringspotensialet, ettersom andre aktører klarer å opprettholde en enda høyere lønnsomhetsgrad innen den samme bransjen.

4.1.1 Total kapitalrentabilitet før skatt

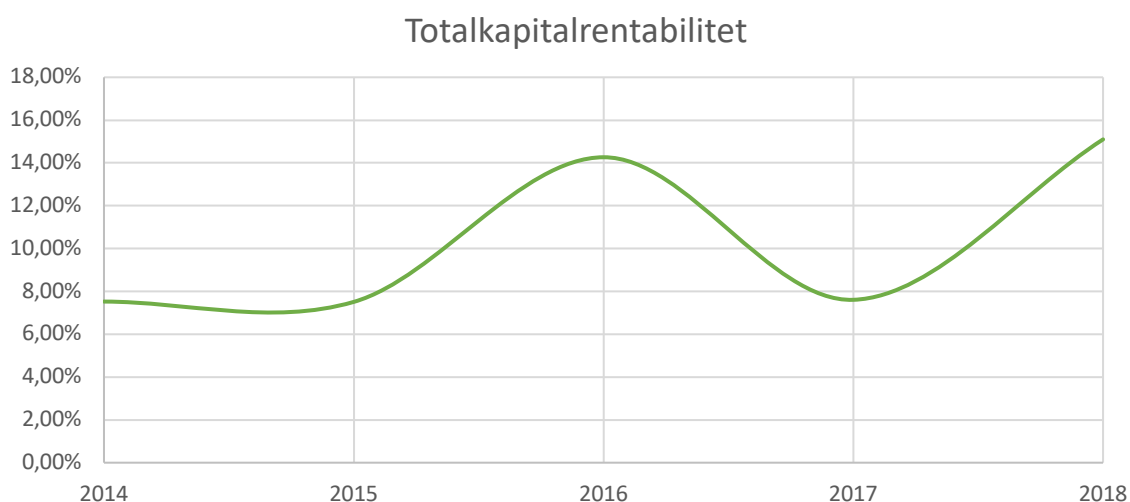
Total kapitalrentabilitet er et mål på avkastningen av totale samlede kapitalen som er bundet til selskapet. Den er også kjent som ROA (return on assets). For at en virksomhet skal oppnå en økende avkastning på egen kapitalen er de avhengig av at total kapitalrentabiliteten er høyere enn lånerenten. Total kapitalrentabiliteten vil altså vise avkastningen på egen kapitalen og gjelden til konsernet.

Formelen for total kapitalrentabilitet før skatt:

$$\frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter})}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} * 100\%$$

Med denne formelen vil vi få svar på total kapitalrentabiliteten før skatt. Som vi ser av figur 6, har det vært to store hopp i total kapitalrentabiliteten i 2016 og 2018. Dette skyldes et betydelig bedre driftsresultat for disse årene. Total kapitalen og finansinntektene har vokst gradvis, men driftsresultatet har økt med nesten 3 000 millioner i 2016, og 4 000 millioner i 2018. Fra 2016 til 2017, ser vi at total kapitalrentabiliteten har stabilisert seg som de foregående årene. Total kapitalrentabiliteten er som nevnt avhengig av å være høyere enn

lånerenten, for at vi skal kunne forstå om avkastningen er tilfredsstillende er vi nødt til å sammenligne med lånerenten.



Figur 6 Totalkapitalrentabilitet fremstilt grafisk

ÅR	2014	2015	2016	2017	2018
Totalkapitalrentabilitet	7,53 %	7,51 %	14,27 %	7,61 %	15,10 %

Tabell 3 Totalkapitalrentabilitet over årene

Som vi ser fra tabell 3, har AUSS en totalkapitalrentabilitet på over 7% hvert år. Lånerenten AUSS har operert med siste årene har ligget på 6,4%, dette vil si at AUSS har en totalkapitalrentabilitet som er høyere enn lånerenten. Det betyr at de har en økende avkastning på egenkapitalen ettersom lånerenten tilsvarer en lavere prosent sammenlignet med totalkapitalrentabiliteten.

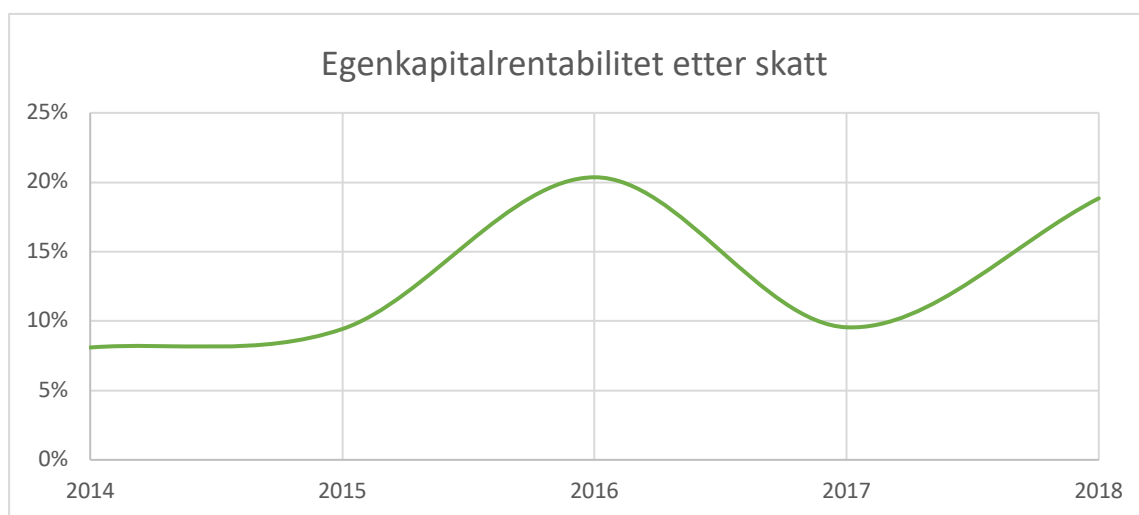
Årsaken til den økende omsetningen for 2016 er ifølge AUSS sin årsrapport, i hovedsak fra meget høye laks- og ørretpriiser, men er også påvirket av konsolidering av Havfisk og Norway Seafoods fra og med september 2016 (Austevoll Seafood ASA, 2016). For 2018 skylder den voksende omsetningen god prisoppnåelse for konsernets hovedprodukter, økt aktivitet i Peru og økte salgsvolum av ferdigprodukter (Austevoll Seafood ASA, 2018). Dette forklarer de store økningene i totalkapitalrentabiliteten, egenkapitalrentabiliteten og resultatgraden for disse årene.

4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er et mål på avkastningen av egenkapitalen. Ved beregningen av egenkapitalrentabiliteten ser vi bort fra lånefinansierte midler, da avkastningen på disse midlene kun angår total kapitalrentabiliteten. Egenkapitalrentabiliteten viser rett og slett avkastningen på investorenes investeringer. Dette vil si at en høyere egenkapitalrentabilitet tiltrekker seg flere og større investorer.

Formelen for egenkapitalrentabilitet etter skatt ser slik ut:

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



Figur 7 Egenkapitalrentabilitet fremstilt grafisk

ÅR	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalrentabilitet etter skatt %	8,10 %	9,43 %	20,36 %	9,55 %	18,84 %

Tabell 4 Egenkapitalrentabilitet etter skatt over årene

Med tall fra tabell 4, har vi beregnet egenkapitalrentabiliteten basert på tall fra AUSS sine årsrapporter fra 2014 til og med 2018. Disse tallene representerer i hvilken grad AUSS får avkastning på egenkapitalen som er innskutt i konsernet.

Vi tar også med egenkapitalrentabiliteten før skatt for å vise til sammenhengen mellom lånerenten, total kapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten.

Formelen for egenkapitalrentabilitet før skatt ser slik ut:

$$\frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100\%$$

ÅR	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalrentabilitet før skatt %	10,89 %	11,55 %	25,71 %	11,48 %	23,13 %

Tabell 5 Egenkapitalrentabilitet før skatt over årene

Fra tabell 5, kommer det frem at de har en høyere avkastning på egenkapitalen enn det vi beregnet på totalkapitalrentabiliteten. Dette betyr at lånerenten er lavere enn totalkapitalrentabiliteten, som vi også fant ut av i avsnittet over. Dersom lånerenten var høyere enn totalkapitalrentabiliteten ville egenkapitalrentabiliteten vært mindre enn totalkapitalrentabiliteten (Kristoffersen, 2016).

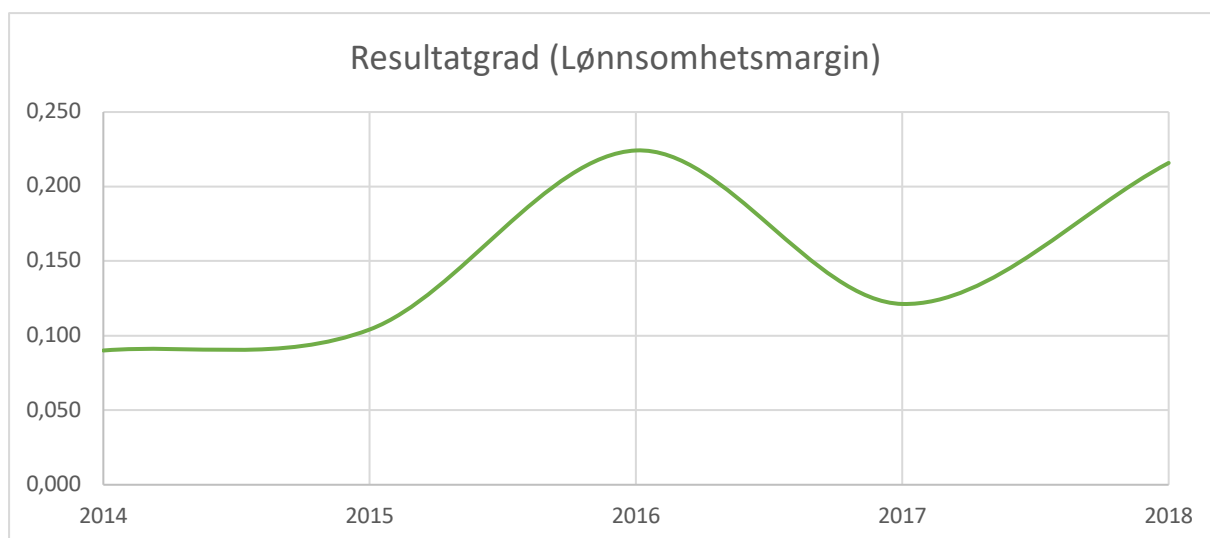
4.1.3 Resultatgrad

Resultatgraden, også kjent som «*profit margin*» eller lønnsomhetsmarginen, gir uttrykk for hvor stort overskuddet for konsernet er i forhold til driften, uttrykt i prosent. Resultatgraden viser grunnlaget for om en virksomhet er lønnsom eller ikke. Målet for en virksomhet er naturligvis å ha så høy resultatgrad som mulig. Resultatgraden gjenspeiler marginene mellom inntekter og kostnader. En lav resultatgrad sier at vi har store utgifter i forhold til inntekter.

Formelen for resultatgraden ser slik ut:

$$\frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}}{\text{Driftsinntekter (omsetning)}} * 100\%$$

Resultatet kan ses på som et mål på egenkapitalen, mens finansinntektene kan ses på som et mål på totalkapitalen. Ved å dividere summen av disse postene vil vi kunne finne den reelle resultatgraden.



Figur 8 Resultatgraden presentert grafisk

ÅR	2014	2015	2016	2017	2018
Resultatgrad	9,01 %	10,41 %	22,42 %	12,13 %	21,59 %

Tabell 6 Resultatgraden over årene

Fra tabell 6, leser vi at AUSS har opparbeidet seg en tydelig bra resultatgrad. De har i 2018 en resultatgrad på 21,59%, noe som vil si at de sitter igjen med mye kapital i forhold til omsetningen. Altså har AUSS en god resultatgrad som tilsvarer et godt forhold mellom omsetning og overskudd, en meget god lønnsomhetsmargin.

4.2 Soliditet

Soliditet er et mål på selskapets evne til å tåle tap, inntektstopp og uforutsette utgifter. God soliditet uttrykker en god evne til å håndtere tilbakeslag og tap. Dette vil også si at god soliditet viser til god langsiktig evne til å betale gjeld. Den er nært knyttet til forholdet mellom egenkapital og samlet kapital i selskapet. Gode tall innenfor egenkapitalandel og gjeldsgraden reduserer risikoen for konkurs.

4.2.1 Egenkapitalandel

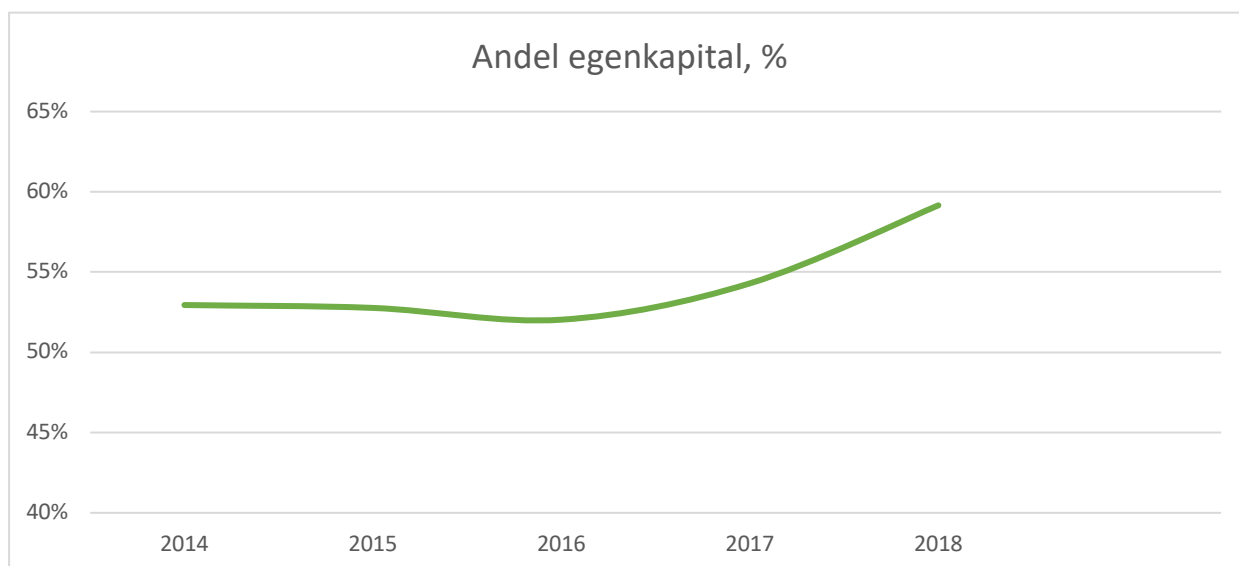
Kapitalen som selskapet har skaffet på egenhånd kaller vi egenkapital, og kapital tilført fra andre kalles gjeld.

Totalkapitalen er den samlede kapitalen som er investert i selskapet på et fast tidspunkt, altså summen av egenkapital og gjeld. Andel egenkapital forteller hvor stor andel av selskapets

kapital som er finansiert med egne midler. Egenkapitalandel beskriver hvor mye av verdiskapningen som skyldes egne investerte midler, den inkluderer også tilbakeholdt overskudd og hvor mye som er finansiert av gjeld. Den indikerer hvor mye en bedrift kan tape før fremmedkapitalen, altså gjelden, også blir påført tap. Tidligere har det blitt estimert at en egenkapitalandel på 50% var god, i dag er det særdeles få bedrifter med så stor egenkapitalandel (Kristoffersen, 2016).

Formelen for egenkapitalandelen ser slik ut:

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



Figur 9 Egenkapitalandelen fremstilt grafisk

År	2014	2015	2016	2017	2018
Andel egenkapital, %	53%	53%	52%	54%	59%

Tabell 7 Andel egenkapital over årene

Generelt anses det positivt å ha høy egenkapitalandel, da det gir selskapet mer rom for å ta andre strategiske beslutninger og tåle tap. Derimot vil en meget høy andel kunne gi en lavere avkastning på egenkapitalen.

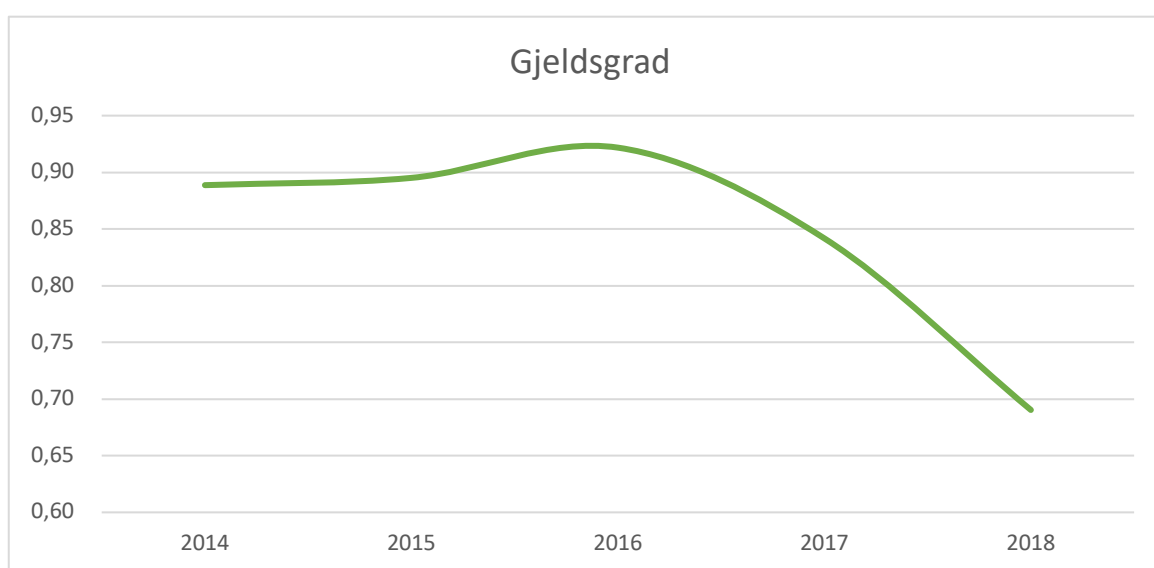
AUSS har holdt egenkapitalandelen rundt og over 50% stabilt fra 2014, med en andel på vei oppover og mot 60 % i 2018. Dette er høyt i forhold til normen i dag. Egenkapitalandelen er dermed tilfredsstillende.

4.2.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående og kapital som er finansiert av eierne. Jo lavere forholdstallet er, desto mer solid er selskapet. Dette er et forholdstall sterkt knyttet til Egenkapitalandelen.

Formelen for gjeldsgrad ser slik ut:

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



Figur 10 Gjeldsgraden fremstilt grafisk

År	2014	2015	2016	2017	2018
Gjeldsgrad	0,89	0,90	0,92	0,84	0,69

Tabell 8 Gjeldsgraden over årene

Her er gjeldsgraden for de siste årene på sitt høyeste på rundt 0,92. Selskapet har hatt en utvikling der gjeldsgraden har gått nedover siden sin topp i 2016, og i 2018 er den på 0,69. Selskapet har en lav og relativt stabil gjeldsgrad.

4.3 Likviditet

En likviditetsanalyse er en analyse av selskapets betalingsevne, og innebærer en kartlegging av selskapets evne til å betale sine forpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2016). Likviditet baseres på balansen der vi regner på omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Likviditetsanalyse er

viktig fordi det ikke er mulig å se betalingsevnen ved forfall av kortsiktig gjeld kun fra undersøkelse av resultatet. Likviditet er også et viktig mål for å se på hvor sårbar en bedrift er på inntektsfall og driftsstans.

4.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1, også kalt Current Ratio, er de omløpsmidlene som kan likvideres ved enkle transaksjoner. Det består av omløpsmidler med unntak av varelager (Kristoffersen, 2016). Det er anbefalt å ha en likviditetsgrad på 2. Dette er omdiskutert, og mange mener det er et strengt krav. Den absolutt nødvendige tallet til likviditetsgrad 1 er >1. Dette er fordi da har selskapet råd til å betale sine kortsiktige forpliktelser med kontantreservene, varelager og andre likvide midler. Grunnlaget for å ha en høyere likviditetsgrad enn 1 kan forsvares med at etter sine betalingsforpliktelser er gjort opp, bør selskapet fortsatt ha nødvendige ressurser for å kunne fortsette driften. For likviditetsgrad 1 gjelder spesielt dette varelageret. Hvis alle omløpsmidler likvideres, inkludert varelageret, så står selskapet effektivt igjen uten inntekt med mindre de tar opp ny gjeld for å erstatte varelageret.

Formelen for likviditetsgrad 1 ser slik ut:

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



Figur 11 Likviditetsgrad 1 grafisk fremstilt

År	2014	2015	2016	2017	2018
Likviditetsgrad 1	2,91	2,92	2,92	3,13	3,74

Tabell 9 Likviditetsgrad 1 over årene

Som vi leser av tabell 9, har AUSS en solid likviditetsgrad. De har historisk sett ligget godt over det anbefalte likviditetskravet.

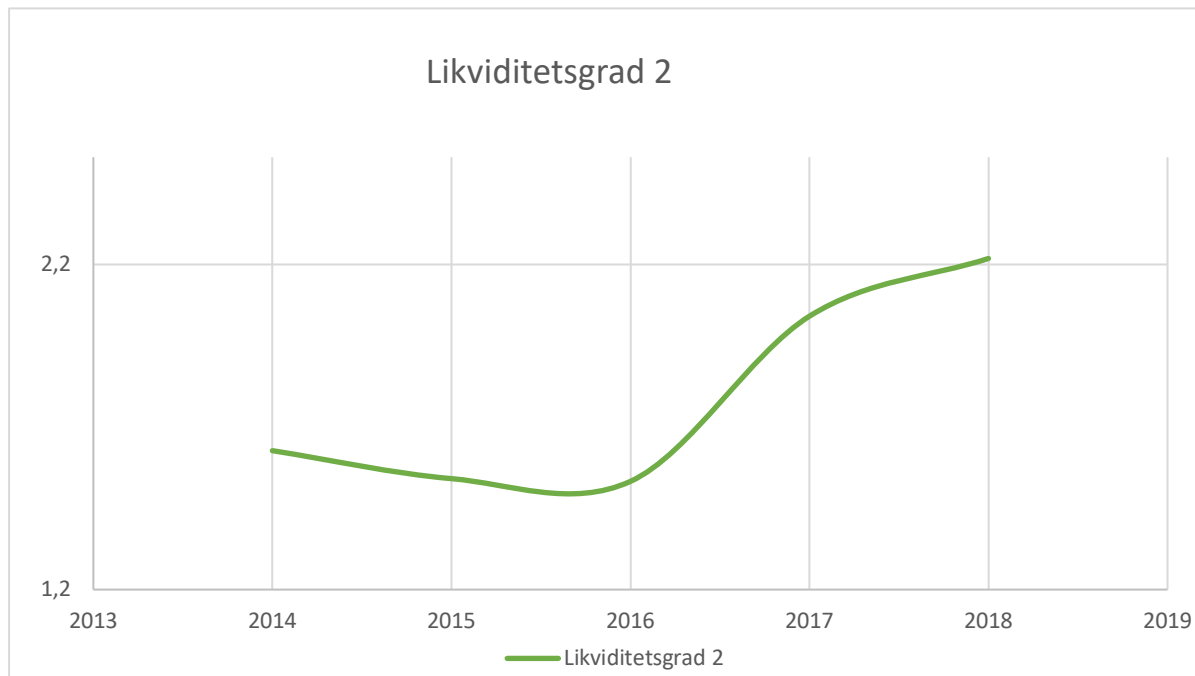
Inkludert varelageret har AUSS en gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på 3,1. Dette er et solid tall som sier at AUSS har særdeles godt utgangspunkt til å betale for seg.

4.3.2 Likviditetsgrad 2

Det kan argumenteres for at likviditetsgrad 2 et bedre mål på en virksomhets evne til å betale sine forpliktelser. Ved beregning av likviditetsgrad 1 ser vi på alle omløpsmidler som likvide midler, bruker man ikke varelageret ved beregning av likviditetsgrad 2. Grunnlaget for dette er at det ikke er like lett å likvidere varelageret og derfor er det ikke alltid en god måte å forklare konsernets betalingsevne på, spesielt for kortsiktige forpliktelser.

Formelen for likviditetsgrad 2 ser slik ut:

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



Figur 12 Likviditetsgrad 2 fremstilt grafisk

År	2014	2015	2016	2017	2018
Likviditetsgrad 2	1,60	1,51	1,50	2,01	2,19

Tabell 10 Likviditetsgrad 2 over årene

Likviditeten til akutte betalingsforpliktelse er særdeles god. Likviditetsgrad 2 har gjennomsnittlig ligget på 1,8. Ved forfall av fordringer vil selskapet ha god mulighet til å gjøre opp.

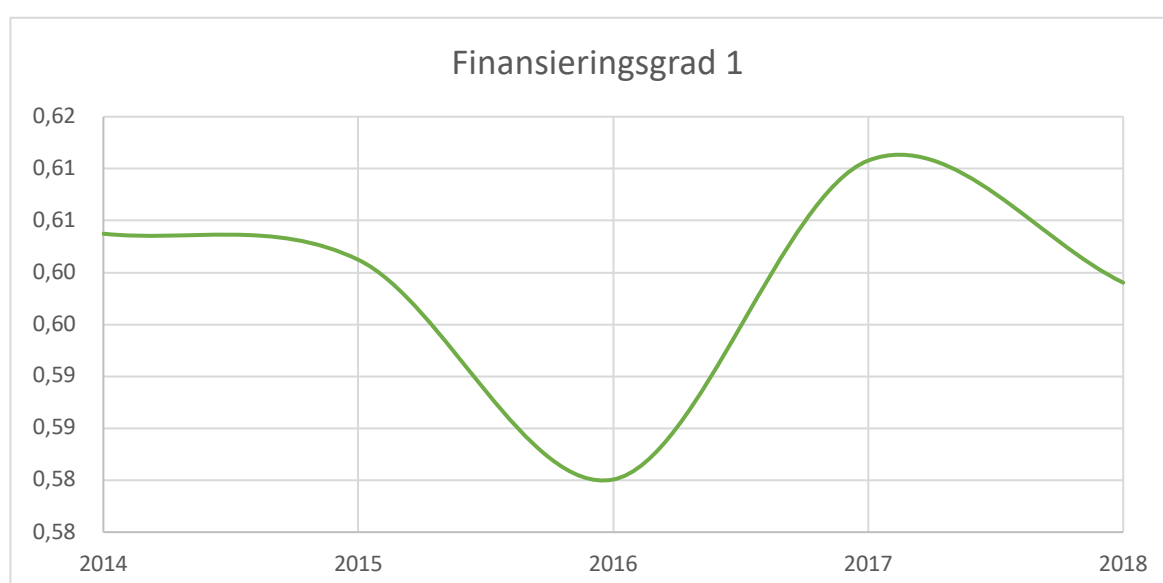
4.4 Finansiering

4.4.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser hvor mye av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. Vi regner summen av egenkapital og langsiktig gjeld som langsiktig kapital. Finansieringsgrad 1 bør være mindre enn 1. Dette er fordi langsiktig kapital bør finansiere anleggsmidlene og deler av omløpsmidlene i en bedrift. (Kristoffersen, 2016). Med langsiktig kapital mener vi egenkapital og langsiktig gjeld. Dette er fordi denne kapitalen har lavere kostnad enn f.eks. kortsiktig gjeld. Det er derfor bra for en bedrift å ha alt av anleggsmidler finansiert med langsiktig kapital. Dersom tallet er større enn 1 vil deler av anleggsmidlene og alt av omløpsmidlene være finansiert av kortsiktig gjeld. Dette er ugunstig da kostnaden på kortsiktig gjeld er ofte svært høy og krever innbetaling raskere.

Formelen for finansieringsgrad 1 ser slik ut:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$



Figur 13 Finansieringsgrad 1 fremstilt grafisk

År	2014	2015	2016	2017	2018
Finansieringsgrad 1	0,60	0,60	0,58	0,61	0,60

Tabell 11 Finansieringsgrad 1 over årene

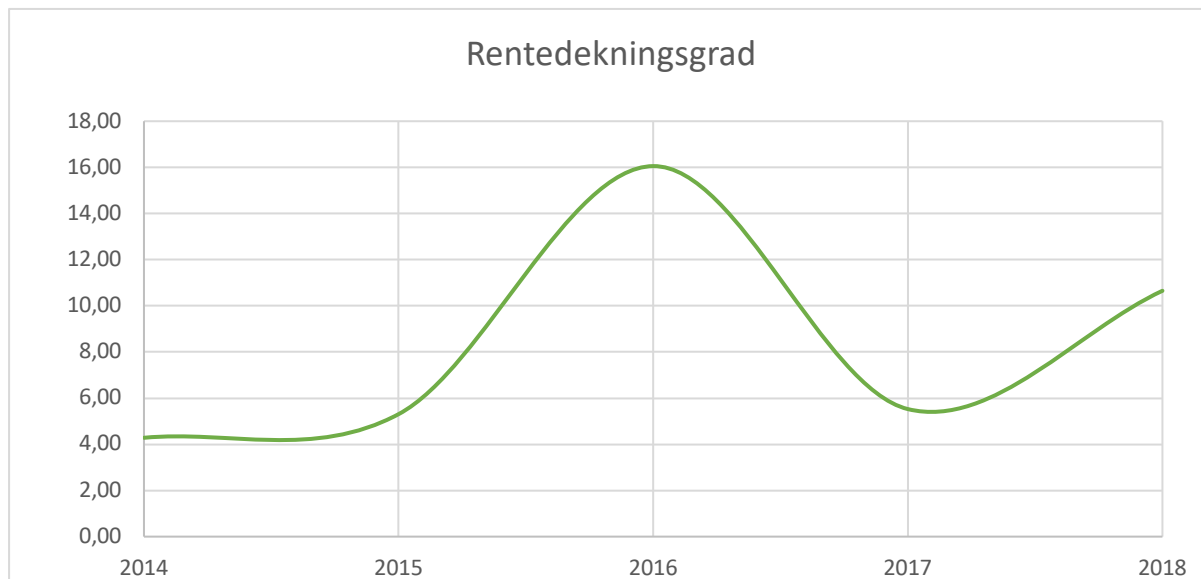
Vi ser de 5 siste årene at Austevoll Seafood har vært godt under 1. Dette betyr at AUSS finansierer anleggsmidlene gjennom langsiktig kapital. Det er viktig å se nøkkeltalene sin utvikling over tid. Vi ser at finansieringsgraden har vært stabil de siste 5 årene som gir oss et bra bilde.

4.4.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgrad er et mål på selskapets evne til å betale rentekostnadene ved forfall. En rentedeckningsgrad på 1 betyr at overskuddet fra driften og finansinntektene i sin helhet går med til å betale rentekostnadene (finanskostnadene) (Kristoffersen, 2016).

Formelen for rentedeckningsgrad slik ut:

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{finanskostnader}}{\text{finanskostnader}}$$



Figur 14 Rentedeckningsgrad fremstilt grafisk

År	2014	2015	2016	2017	2018
Rentedekningsgrad	4,28	5,31	16,05	5,53	10,65

Tabell 12 Rentedeckningsgrad over årene

Vi ser at rentedekningsgraden har en positiv utvikling fra 2014 til 2018. Dette skyldes bedre lønnsomhet og reduserte rentekostnader. Størrelsen på rentedekningsgraden avhenger av lønnsomheten og renter på gjelden i selskapet. Derfor vil god lønnsomhet gi høy rentedekningsgrad. Det er ingen generelle krav, men det er hevdet at rentedekningsgraden bør være større enn 3. I AUSS sitt tilfelle har de i de siste årene hatt en rentedekningsgrad på over 5 og i 2018 en rentedekningsgrad på 10,65 jf. Tabell 12. Hadde graden vært mindre enn 1, ville selskapet gått med underskudd, noe Austevoll Seafood ikke gjør (Kristoffersen, 2016). Hadde graden vært mindre enn 1, ville selskapet gått med underskudd, noe Austevoll Seafood ikke gjør (Kristoffersen, 2016).

4.4.3 Arbeidskapital:

Arbeidskapitalen brukes for å vurdere og analysere finansieringen av foretaket. En generell regel er at kapital som er bundet i anleggsmidler, ikke skal være finansiert med kortsiktig gjeld. Arbeidskapitalen bør derfor ikke være negativ. Er arbeidskapitalen negativ vil som regel også likviditeten være dårlig. Selskapet vil ikke ha penger til å betale sine forpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2016).

Formelen for arbeidskapital ser slik ut:

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

ÅR	2014	2015	2016	2017	2018
Arbeidskapital	5 654 435	6 341 000	9 141 000	8 509 000	10 209 000

Tabell 13 Arbeidskapital over årene

Vi ser at arbeidskapitalen har hatt en positiv utvikling fra 2014 til 2018. Det har også vært en positiv arbeidskapital siden 2014. En sunn finansieringskultur tilsier at kapitalen som er bundet i anleggsmidler, skal være finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld. Anleggsmidlene er ment for langsiktig eie og bør derfor være langsiktig finansiert. En del av omløpsmidlene bør også være langsiktig finansiert. Vi ser at Austevoll Seafood driver en sunn finansieringskultur med anleggsmidler og deler av omløpsmidlene finansiert gjennom langsiktig gjeld (Kristoffersen, 2016).

4.5 Oppsummering

De fleste nøkkeltall fra regnskapet viser til at AUSS er en god og solid bedrift. I tillegg kan det observeres en positiv utvikling. AUSS har lønnsomhetstall som er gode nok til å dekke rentekostnadene. Finansieringsstrukturen har vært stabil med en positiv utvikling der mer av kapitalene over tid har gått fra å være gjeld til å være egenkapital. AUSS har en god gjeld/EK andel som gjør at selskapet ikke er tynget av store gjeldskostnader.

Når vi ser på tallene innenfor soliditeten ser vi at selskapet skal være godt rustet for å tåle eventuelle tap i fremtiden. Det samme kan sies om likviditeten og at betalingsevnen er god. Til sammen viser regnskapstallene til en solid bedrift.

5 Finansiell analyse

I denne delen vil vi vise til en finansiell analyse av AUSS. Vi starter med å beregne CAPM, dette for at vi skal kunne få beregne selskapets avkastningskrav, WACC. Vi vil vise til våre beregninger og forklare våre resultater. Deretter vil vi presentere vår kontantstrømanalyse, og utrede hvilke satser vi har brukt og hvilket grunnlag vi har for den fremtidige kontantstrømmen, if.t. vekstanslag. Neste del er en sensitivitetsanalyse, for å vise hvor sensitiv aksjekursen er basert på endringer i avkastningskrav og vekst. Vi vil så utføre våre komparative analyser, henholdsvis en utbytte- og en multippel analyse. Vi vil presentere den estimerte virkelige verdien til en AUSS-aksje per 2019.

5.1 CAPM

CAPM (Capital Asset Pricing Model) eller KVM (kapitalverdimodellen) er en måte å verdsette hva avkastningskravet til investert egenkapital bør være. Denne modellen tar hensyn til risikofri rente, markedsavkastningen og risikoen ved svingninger i markedet. Denne modellen vurderer alternativkostnaden du kunne fått ved å sette kapitalene andre steder.

Vi bruker CAPM for å finne estimert avkastningskrav/kapitalkostnad for egenkapitalen og senere vil vi utforme avkastningskravet for totalkapitalen med en WACC-utredning.

Formelen for CAPM ser slik ut:

$$r_{EK} = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Hvor:

β = selskapets betaverdi

r_{EK} = avkastningskravet til egenkapitalen

r_m = markedsrisiko

r_f = risikofrirente

$r_m - r_f$ = markedets risikopremie

5.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den høyeste renten på risikofrie investeringer (Brealey, Myers, & Allen, 2017). Den står for den minimum andel av avkastningen en investor bør forvente, når vi utelukker risiko. Et typisk mål på risikofri rente er statsobligasjoner.

Statsobligasjoner er et rentebærende gjeldsbrev som statsbanker, eksempelvis Norges Bank, utgir.

Slik ser det årlige gjennomsnittet for Norske statsobligasjoner ut (Norges Bank, 2019).

År	3 års	5 års	10 års
2019	1,23	1,28	1,49
2018	1,15	1,44	1,88
2017	0,77	1,07	1,64
2016	0,61	0,84	1,33
2015	0,76	0,99	1,57
2014	1,52	1,82	2,52

Tabell 14 Rente på statsobligasjoner 3, 5, og 10 år

I følge PwC er det 10-årig statsobligasjon som benyttes i størst grad som risikofri rente i det norske markedet. Andelen som bruker 10 årlige statsobligasjoner er på 34 %, og er uendret sammenlignet med fjorårets undersøkelse. (PwC, 2019) Vi velger derfor å benytte oss av 1,88% som er den tiårige norske statsobligasjonens rente for 2018. Det kan også leses av fra PwC sin rapport at flere bruker 3% som risikofri rente.

5.1.2 Beta

$$\beta_i = \frac{\text{Kovarians}(r_i, r_m)}{\text{Varians}(r_m)}$$

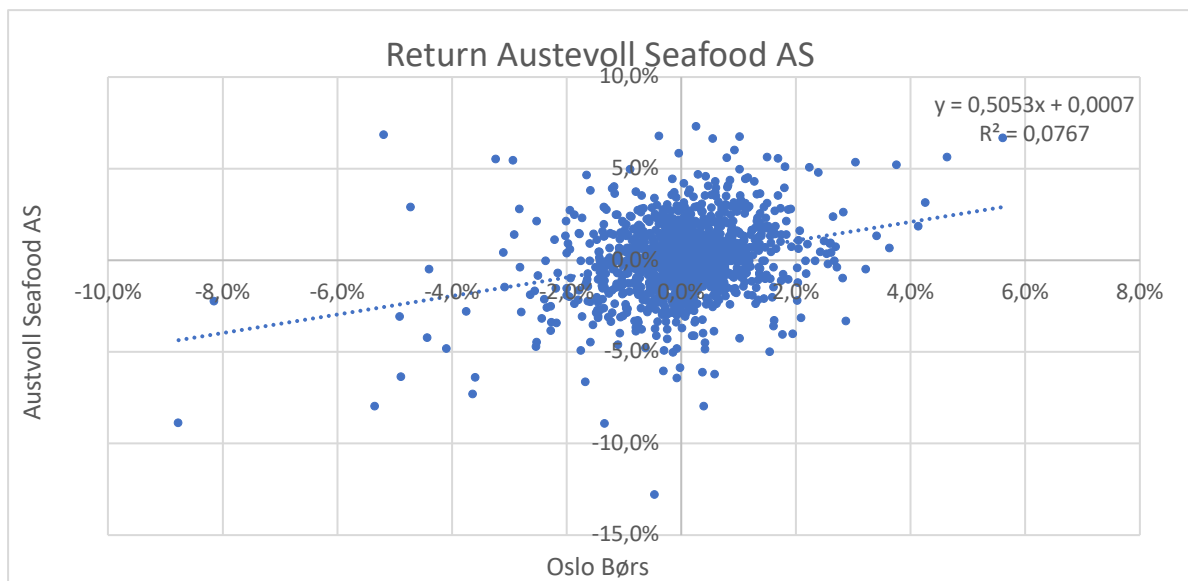
Beta-verdien (β) sier noe om hvordan aksjen til selskapet vårt beveger seg med markedet. En verdi på 1 tilsvarer perfekt samvariasjon med markedet. Beta er et mål på historisk varians og kan derfor være unøyaktig på å bruke som mål på fremtidig spredning.

Ved utregning av daglig avkastning mellom Oslo Børs og vår aksje, kan vi se på samvariasjonen mellom Indeksen og aksjen vår. På den måten kan vi måle svingningene til aksjen i forhold til markedet. Matematisk sett gjøres dette ved å regne ut kovariansen mellom markedet og aksjen for så å dele dette på spredningen til markedet, altså markedets varians.

Vi gjorde flere utregninger av Beta verdien til AUSS. Vi baserer oss på den 5-årige daglige betaen. Under kan du se resultatene av en regresjonsanalyse av daglig avkastning mellom Oslo Børs og AUSS. Grunnlaget for ikke å bruke «5 year monthly» var at den gjennomførte regresjonsanalysen viser mindre sammenheng mellom Oslo Børs og AUSS. I tillegg fikk vi et ugyldig resultat med 95% signifikans nivå. Dette kan ses i Excel-vedlegget under CAPM. Det samme var grunnlaget for å ikke bruke industribetaen, altså OLSFX. Den forklarte altså mindre av variansen til AUSS.

SUMMARY OUTPUT					
Regression Statistics					
Multiple R	0,27686635				
R Square	0,07665497				
Adjusted R Square	0,07591689				
Standard Error	0,01958033				
Observations	1253				
ANOVA					
	df	SS	MS	F	P - verdi
Regression	1	0,039817467	0,03981747	103,8564882	1,7461E-23
Residual	1251	0,479620021	0,00038339		
Total	1252	0,519437487			
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	
Intercept	0,00070479	0,000553185	1,27405902	0,202879132	
Return OSEBX	0,50533453	0,049586352	10,1910004	1,74609E-23	

Tabell 15 Summary output regresjons analyse



Figur 15 Scatterplot Oslo Børs og AUSS

Vi ser her at analysen gir en beta på 0,51. Det vil si at AUSS svinger noe med markedet, men ikke perfekt. Vi ser også at kun 7% av all varians til AUSS kan forklares av Oslo Børs sine bevegelser. Vi kan se dette i «scatterplotet», det finnes noe sammenheng mellom AUSS og Oslo Børs, men det er likevel for stor spredning til å kunne bruke det med sikkerhet.

Det er viktig å merke at Beta er en svært usikker metode å regne systematisk risiko. Det er viktig å nevne at det skal helst skal unngås å bruke lokale indekser da de ofte er tungt vektet

av visse industrier. Oslo Børs er tungt vektet av olje og gasssektoren og vil derfor bli sterkt påvirket av svingninger i denne sektoren (McKinsey og Company, 2015).

5.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom den risikofrie renta og markedsrisikoen. Den illustrerer den meravkastningen investorer forventer å få i tillegg til den risikofrie avkastningen (Boye & Keeping, 2018). Med andre ord er den en premie en investor krever for å bære markedsrisiko. Risikopremien i det norske markedet i 2019 er ifølge PwC 5%. (PwC, 2019). Den har vært uendret i flere år nå. Normalt er det statsobligasjoner som er standarden for risikofrie renter. Med utgangspunkt i PwC sine tall velger vi å anvende en markedsrisikopremie på 5%.

5.1.4 Avkastningskravet på egenkapitalen

$$r_{EK} = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Avkastningskravet skal reflektere den avkastningen investorene kan forvente hvis de hadde plassert kapitalen i en alternativ investering med lik risiko. Avkastningskravet på egenkapitalen blir ifølge denne CAPM modellen følgende:

$$r_{EK} = 1,88\% + 0,51 (5\%) = 4,43\%$$

5.2 WACC

For å finne avkastningskravet for totalkapitalen i Austevoll Seafood brukes modellen WACC, eller «weighted average cost of capital». For å finne totalkapitalkostnaden må vi basere oss på et veid gjennomsnitt av kostnaden til egenkapital og gjeld.

Formelen for WACC ser slik ut:

$$WACC = \frac{E}{D + E} K_E + \frac{D}{D + E} K_D (1 - t)$$

Hvor:

E = Firmaets egenkapital

D = Firmaets gjeld

K_E = Avkastningskravet til egenkapitalen, etter skatt

K_D = Gjeldskostnad før skatt

t = Skattesats

5.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er et tall som viser hvor stor grad av totalkapitalen som er finansiert gjennom egenkapital. Egenkapitalandelen viser også konsernets evne til å låne kapital og betale ned langsiktig gjeld. Totalkapitalen er et resultat av egenkapital og gjeld. Enkelt og greit er resten av totalkapitalen, gjeld. Ettersom egenkapitalandelen viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapitalen, er det svært positivt med en høy egenkapitalandel, ergo mindre gjeld.

	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalandel	53%	53%	52%	54%	59%
Gjeldsandel	47%	47%	48%	46%	41%

Figur 16 Egenkapitalandel og gjeldsandel

Som vi ser av tabell 16, har AUSS en ganske høy egenkapitalandel. De har høyere andel egenkapital enn gjeld. Dette gir AUSS et godt grunnlag for videre virksomhet. I 2018 hadde AUSS en egenkapitalandel på hele 59%, og som vi ser i tabellen har de hatt en egenkapitalandel på over 50% i flere år. AUSS har en lav andel gjeld og derfor har de gode utsikter for fremtidige lån og nedbetaling av langsiktig gjeld.

5.2.2 Rentebærende gjeld

	2014	2015	2016	2017	2018
Rentebærende gjeld	3 960 000	4 838 000	5 493 000	4 138 000	3 982 000
Rente betalt	245 000	256 000	314 000	348 000	334 000

Tabell 16 Rentebærende gjeld, hentet fra Årsrapporten til AUSS 2014-2018

Gjeldspostene skal summere opp alle forpliktelser som er rentebærende, dette inkluderer konvertible lån, obligasjonslån, sertifikatlån, lån fra kredittinstitusjoner og annen rentebærende gjeld (Jonassen, 2009). Vi har funnet rentebærende gjeld i AUSS sine årsrapporter. Vi har så tatt rentekostnaden og delt på netto rentebærende gjeld for å få gjeldsrenten for å kunne beregne WACC. Gjeldsrenten representerer hvilken rente en virksomhet har på virksomhetenes samlede gjeld.

5.2.3 Utrekning av WACC

Avkastningen på totalkapitalen blir:

$$0,59 * 0,044 + 0,408 * 0,0643 * 0,77 = 4,64\%$$

Vi har beregnet WACC til å bli 4,64%. Dette er et mye lavere tall enn vi hadde forventet. Derfor har vi kontaktet AUSS for å få mer informasjon om deres avkastningskrav og hvordan de opererer. I følge CFO Britt Katrin Drivenes som vi snakket med på telefon bruker AUSS en diskonteringsrente på fremtidige investeringer på 10%. Hun anbefalte derimot oss for vår verdsettelses analyse å se på diskonteringsrenten til Lerøy Seafood AS. På bakgrunn av dette velger vi å sette WACC'en til 8% ved beregning av vår kontantstrøm og 10% i utbyttmodellen.

5.3 Kontantstrømanalyse

Vi har bygget en modell hvor vi med utgangspunkt i konsernets regnskaper har utarbeidet en prognose for fremtidig fri kontantstrøm og ved bruk av DCF metoden (discounted cash flow) predikerer aksjeverdien for Austevoll Seafood. Dette gjøres gjennom å diskontere, med avkastningskravet fra WACC, som er tidligere beskrevet i oppgaven. Vi bruker en diskonteringsrente på 8%.

5.3.1 Vekstanslag

5.3.1.1 Driftsinntekter

AUSS opererer i en bransje som stadig er i vekst. Veksten har flere årsaker, blant annet på grunn av lakseprisen, kronekursen, eksporten og etterspørselen etter laks. Vi har valgt å se på AUSS sin vekst fra 2014 til 2018 for å estimere de fremtidige driftsinntektene.

Gjennomsnittlig har AUSS hatt en vekst på 12,5% i driftsinntektene for denne perioden, en vekst som er meget sterk.

Vi har sett nærmere på denne veksten, og om det har vært noen spesielle årsaker til at de har så god vekst. I 2015 kjøpte AUSS en 50% eierandel i Pelagia AS, et oppkjøp som økte AUSS sin totale omsetning betydelig. I slutten av perioden opplevde vi også en svekkelse av kronen, noe som også har ført til sterk vekst for AUSS. Dette på grunn av at store deler av konsernets inntekter prises i euro.

Med bakgrunn i forannevnte har vi følgelig valgt å legge fremtidig vekst noen ned i forhold til historisk vekst. Samtidig mener vi det er grunnlag for at veksten bør ligge over myndighetenes inflasjonsmål for pengepolitikken, som er en vekst nær 2% over tid.

Hovedårsaken til dette valget er at AUSS opererer i en bransje med sterk etterspørsel, bl.a. ved at fiskeriprodukter er avgjørende for å kunne mette den stadig voksende befolkning i verden. Fiskeribransjen er også et viktig satsningsområde for å gjøre Norge mindre avhengig av oljebransjen. Summen av disse forhold gjør at vi har konkludert med en vekst på 5%.

For prognose over de forskjellige parameterne i den fremtidige kontantstrømmen har vi basert oss på historikk fra resultat og balanse. Denne historikken er så sett opp mot den historiske utvikling av driftsinntekter og deretter benyttet som grunnlag for våre fremtidige vekstanslag.

5.3.1.1.1 Varekost og operasjonell kostnad

Vi har sett på historisk vare- og operasjonell kostnad i regnskapene, og basert på dette beregnet historisk EBITDA-margin.

5.3.1.2 EBITDA

5.3.1.2.1 Margin

For å beregne fremtidig EBITDA-margin har vi tatt gjennomsnittet for de foregående årene, noe som tilsvarer en gjennomsnittlig margin på 20%. Vi har brukt dette gjennomsnittet, da vi mener det er riktig å anta at kostnadene vokser i takt med inntektene.

5.3.1.2.2 Avskrivninger og nedskrivninger

For prognostisering av fremtidige av- og nedskrivninger har vi basert oss på de historiske nivå. Vi har regnet ut historiske av- og nedskrivninger i prosent av driftsinntekter, regnet ut gjennomsnittet og basert oss på dette i prognosen.

For å beregne av- og nedskrivninger fremover har vi i likhet med varekostnadene og de operasjonelle kostnadene kun sett på de historiske tallene. Vi har da beregnet hvor mye de samlede avskrivninger utgjør i prosent av driftsinntekter historisk. Deretter regnet gjennomsnittet og så benyttet denne prosentandelen for fremtidige prognoser. Vi har beregnet EBIT-marginen for å finne ut av avskrivningene og nedskrivningene, for å komme frem til et resultat basert på driftsinntektene.

5.3.1.2.3 Forsikringskompensasjon nedskrevne eiendeler og biologiske eiendeler

Vi har ikke tatt med forsikringskompensasjon av nedskrevne eiendeler eller biologiske eiendeler, ettersom dette er vanskelig å prognostisere og funksjon av tilfeldige hendelser.

5.3.1.3 EBIT

5.3.1.3.1 Margin

I likhet med EBITDA har vi valgt å bruke gjennomsnittet for de siste årene. Vi har kommet frem til en margin på 15%, en margin som er i tråd med beregningene av EBITDA og basert på driftsinntektene.

5.3.1.3.2 Skatt

Skattesatsen er et resultat som blir beregnet av regjering under behandlingen av statsbudsjettet. Vi har valgt å bruke dagens skattesats, 22%, dette fordi vi ikke ønsker å spekulere i fremtidig skattesats.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Skattesats	27%	27%	25%	24%	23%	22%	22%

Tabell 17 Skattesatser

5.3.1.4 Netto driftsresultat

5.3.1.4.1 Margin

Netto driftsresultatet (NOPLAT) kommer frem ved å trekke skatt fra beregnet EBIT. Etter at netto driftsresultatet er beregnet skal altså avskrivningene, nedskrivningene, forsikringskompensasjon og de biologiske eiendelene beregnes tilbake, grunnet at de ikke frigir kontanter, men kun regnes for skattemessige fordeler. Dette gir resultatet for brutto kontantstrøm.

5.3.1.5 Brutto kontantstrøm

5.3.1.5.1 Endringer

I likhet med varekost og operasjonelle kostnader, har vi kun sett på historien. Vi bruker den totale arbeidskapitalen basert på driftsinntektene, og velger å ikke fordele kostnadene på ulike poster av arbeidskapitalen.

5.3.1.5.2 Netto endring i arbeidskapital

For 2018 hadde AUSS en arbeidskapital på 10,209 millioner kroner. Dette er en økning på nesten 20% fra 2017. Arbeidskapitalen siden 2014 har variert stort fra år til år, men totalt har de en økning på 17,34%. Dette tilsvarer en gjennomsnittlig endring for hvert år, fra 2014 til 2018, på nesten 8 milliarder kroner årlig i arbeidskapitalen.

For å kunne utarbeide en fremtidig prognose har vi også her beregnet hvor stor den historiske arbeidskapitalen har vært i prosent av driftsinntektene. Denne har vist seg i gjennomsnitt å være 43% av driftsinntektene. Vi har derfor benyttet 43% for videre beregning av kontantstrømmen. Dvs. at vi har beregnet at selskapet for hver krone i økt driftsinntekt binder 43% i økt arbeidskapital. Dette beløpet vil da justere den beregnede kontantstrøm.

5.3.1.5.3 Kapitalutgifter (CAPEX)

Kapitalutgiftene er investeringer, dvs. det konsernet bruker på kjøp, vedlikehold og forbedring av varige driftsmidler. Summen av fartøy, tomter og av- og nedskrivningene er derfor nødvendig rådata for at vi skal kunne anslå en fremtidig endring i kapitalutgiftene.

Ved å finne sum anleggsmidler, dvs. sum av fartøy, fabrikker, kontorer og andre anleggsmidler i balansen, deretter finne endringen fra år til år samt å plusse på de årlige avskrivninger har vi funnet årlige nivå på investeringer i anleggsmidler. Vi har deretter sett hva dette tallet blir som prosent av driftsinntekter for hvert av årene 2014 – 2018 og regnet ut gjennomsnittet. Gjennomsnittet blir 10 % som benyttes for utregning av de fremtidige årlige investeringer.

5.3.1.6 Fri kontantstrøm

Resultatet av vekstanslagene gir oss våre frie kontantstrømmer. I vedlegget viser vi til vår analyse, med fri kontantstrøm fra 2019 til og med 2028, basert på historikk fra 2014 – 2018. Våre resultater presenteres under.

5.3.2 Estimert kontantstrøm

For å regne ut nåverdien av de estimerte kontantstrømmene brukes formelen under.

Formelen for estimert kontantstrøm ser slik ut:

$$\text{Selskapets nåverdi} = \sum_{t=1}^{10} \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{CF_{10} \cdot (1 + g)}{(1 + WACC)^{10}}$$

Nok i millioner	2018	2019E	2020E	2021E	...	2028E
Driftsinntekter	22 837 000	23 978 850	25 177 793	26 436 682		37 199 067
<i>% change</i>		5,0 %	5,0 %	5,0 %		5,0 %
Varekost	- 11 302 000					
Opereasjonell kost	- 5 498 000					
EBITDA	6 037 000	4 813 192	5 053 852	5 306 545	...	7 466 841
<i>Margin</i>		20,1 %	20,1 %	20,1 %		20,1 %
Avskrivning av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	- 817 000	- 1 149 316	- 1 206 781	- 1 267 120		- 1 782 966
Nedskrivning av immaterielle eiendeler	- 143 000					
EBIT	5 077 000	3 663 877	3 847 071	4 039 424	...	5 683 875
<i>Margin</i>		15%	15%	15%		15%
Tax	- 1 116 940	- 806 053	- 846 356	- 888 673		- 1 250 453
NOPLAT	3 960 061	2 857 824	3 000 715	3 150 751	...	4 433 423
<i>Margin</i>	17%	12%	12%	12%		12%
Depreciation	817 000	1 149 316	1 206 781	1 267 120		1 782 966
Nedskrivning av immaterielle eiendeler	143 000					
Gross Cash Flow	4 920 061	4 007 140	4 207 497	4 417 871	...	6 216 389
Net Change Working Capital	- 310 000	- 490 729	- 515 266	- 541 029		- 761 282
CAPEX	- 2 256 000	- 2 491 148	- 2 615 705	- 2 746 491		- 3 864 588
Free cash flow	2 354 061	1 025 262	1 076 525	1 130 352		1 590 518

Tabell 18 Kontantstrømoppsett med estimerte verdier for 2019 - 2028

Med diskontering av FCF får vi:

Diskonteringsperiode	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Diskonteringsfaktor	0,93	0,86	0,79	0,74	0,68	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46
Nåverdi av FCF	949 317	922 947	897 310	872 384	848 151	824 592	801 686	779 417	757 767	736 718

Tabell 19 Kontantstrøm for diskontering

Terminalverdi	
FCF terminalår	1 590 518
Terminalvekst	2,0 %
Terminalverdi	27 038 809
Diskonteringsperiode	10
Diskonteringsfaktor	0,46
Nåverdi av terminalverdiene	12 524 199
% av Enterpriseverdi	60%

Tabell 20 Terminalverdi

Her benyttes Gordons formel til å finne terminalleddet. Terminalleddet bestemmes av kontantstrømmen det siste året, vekstrate og avkastningskravet. Den terminale vekstraten «g» er prosentandelen som representerer den forventede vekstraten for konsernets frie kontantstrøm. Vekstraten brukes i slutten av en prognoseperiode og til fremtidig evighet. Vi har valgt å bruke en horisontvekst på 3 %. Markedet er i vekst og med en inflasjon på 2% forutsetter vi en langsiktig vekst på 3%. Det er på bakgrunn av både inflasjonsmålet til myndighetene og bransjen sin vekst.

Samler vi FCF for de neste ti årene og horisontverdien/terminalleddet får vi denne utregningen som er vist i tabell 21.

Selskapsverdi	
Nåverdi av FCF	8 390 289
% av Enterpriseverdi	40%
Terminalverdi	27 038 807
Diskonteringsfaktor	0,46
Nåverdi av terminalverdiene	12 524 199
% av Enterpriseverdi	60%
Enterpriseverdi	20 914 487

Tabell 21 Selskapsverdi

5.3.3 Regning av aksjekurs

5.3.3.1 Verdi pr. aksje

Markedsverdien av egenkapitalen er definert som enterpriseverdien (EV), altså markedsverdien av sysselsatt kapital minus netto rentebærende gjeld. Enterprise-verdien er funnet ved å neddiskontere fremtidig kontantstrøm som vist over. Netto rentebærende gjeld er konsernets rentebærende gjeld fratrukket konsernets kontantbeholdning. Deler du markedsverdien av egenkapitalen på antall utestående aksjer får du verdien per aksje. Den virkelige aksjekursen per 01.01.2019 var 103.

Verdi pr. aksje	
Enterpriseverdi	20 914 487
Cash	4 393 000
Rentebærende gjeld	- 6 993 000
Egenkapitalverdi	18 314 787
Shares	202 717
Value per share	90,34

Tabell 22 Verdi per aksje

5.4 Sensitivitetsanalyse

Tidligere i oppgaven har vi tatt flere forutsetninger for å komme til markedsverdi. Små endringer i noen av faktorene kan dermed føre til store endringer i markedsverdien. I en sensitivitetsanalyse ser vi på hvor mye resultatene våre endres av endringer i spesifikke parametere.

Vi ønsker å se hvor sensitiv aksjen er til de faktorene med størst påvirkningskraft på aksjeverdien. Det er normalt avkastningskravet og den langsiktige veksten som produserer størst spredning mellom forskjellige forventede resultater, og de er også variabler som er spesielt vanskelig å fastslå. De to største usikkerhetene vi har er dermed vårt avkastningskrav utregnet fra WACC og CAPM, og den langsiktige veksten i selskapet («g»).

Når vi regner ut Avkastningskravet ved hjelp av WACC og CAPM er det flere parametere som inngår i utregningen, for eksempel markedsverdien av firmaets egenkapital og gjeld. De forutsetningene vi har tatt vil bære en viss usikkerhet. Vårt avkastningskrav har flere svakheter. Vi har flere ganger i denne oppgaven tatt forutsetninger og valg basert på informasjon vi har hatt tilgjengelig og hatt mulig å analysere.

Vi har gjort en sensitivitetsanalyse basert på Beta verdien og risikofrirente grunnet det er der vi har tatt mer frie beslutninger.

WACC analyse	Beta							Average WACC	
		0,43	0,47	0,51	0,60	0,96	0,98		
Risk free		1,50%	4,18%	4,29%	4,41%	4,68%	5,74%	5,80%	4,85%
		1,88%	4,40%	4,52%	4,64%	4,90%	5,96%	6,02%	5,07%
		3,00%	5,06%	5,18%	5,30%	5,56%	6,62%	6,68%	5,73%
Average WACC		4,55%	4,66%	4,78%	5,05%	6,11%	6,17%		

Tabell 23 Sensitivitetsanalyse for WACC

Som vi ser påvirker både beta og risikofrirente diskonteringsrenten. I en spredning fra 4,18% til 6,68%.

Tabellen under viser estimerte verdier for selskapets markedsverdi per aksje. Vi har valgt å se på hvordan endringer fra 4,18% til 10% i avkastningskravet, og endringer på 2,5% til 4,5% i «g» altså veksten fører til variasjon i markedsverdien.

Avkastningskravet (WACC) vi har utregnet i oppgaven tidligere er 4,64%. Dette avkastningskravet har vi fått ved å gjøre flere antagelser i forhold til beta, risikofrirente, og gjeldsrenten. Vi vet at dette er regnet som en svært lav diskonteringsrente da Lerøy bruker en diskonteringsrente på 6,0%, Birkeland bruker en diskonteringsrente på 7,9%, Foodcorp Chile S.A bruker en rente på 8,1% og Austral Group bruker en rente på 7,2%. Etter vår samtale med Britt fra AUSS ser vi at de bruker en WACC på 10%.

Vi observerer at små endringer i avkastningskravet fører til store variasjoner og kan redusere eller øke markedsverdien betydelig. Verdsettelsen er dermed sensitiv til variasjoner i avkastningskravet.

		WACC						
	95	4,18%	5,50%	6,00%	6,68%	7,00%	7,50%	10,00%
Growth	3,0%	289,31	175,53	151,98	128,00	118,96	106,92	69,18
	4,0%	291,29	175,98	152,14	127,86	118,71	106,54	68,42
	5,0%	291,42	175,33	151,33	126,92	117,72	105,49	67,23
	6,0%	289,41	173,39	149,43	125,05	115,87	103,67	65,55
	7,0%	284,92	169,99	146,26	122,13	113,05	100,98	63,32

Tabell 24 Sensitivitetsanalyse for aksjeprisen, forutsetning WACC>g

Fra tabell 24, har vi valgt å se på veksten over 10 år. Vi har valgt å se kun se på eksempler med vekst over 10 år siden vi har satt den langsiktige veksten på 3%. En vekstfaktor økt med 1% fra kan endre aksjeprisen med opptil 2 kroner i et eksempel der er WACC lik 4,18% og veksten 3%.

Investorer bør være oppmerksomme på at endringer i avkastningskravet og langsiktig vekst kan føre til variasjon i markedsverdien.

5.5 Utbytte analyse

En metode for å avgjøre selskapets aksjepris er å se på utbytte og veksten i selskapet. I seg selv er dette en veldig enkel formel. (Brealey, Myers og Allen, 2017)

Formelen for verdsettelse av et selskap ved utbyttemodellen er slik:

$$P_0 = \frac{Dividend_1}{WACC - g}$$

Der P_0 er aksjeprisen i år 0. $Dividend_1$ er det siste planlagte utbytte. Vi velger i denne oppgaven å se på gjennomsnittet av de siste utbyttene. Vi velger WACC på 10% som gjenspeiler seg med diskonteringsrenten i markedet, fremfor den vi selv har regnet ut.

Veksten regner vi ut ved å se på forholdet mellom utbytte, EPS (inntekt per aksje) og ROE (avkastningen på investert kapital).

$$g = ROE * payout\ ratio$$

Der return on equity (ROE) er:

$$ROE = \frac{EPS}{Book\ value\ per\ share}$$

Der payout ratio er:

$$Payout\ ratio = \frac{Utbytte\ per\ aksje}{EPS}$$

Vi får følgende tall ved å studere årsrapporten til AUSS:

Equity	22 454 000	Earnings	2 410 734
Shares	202 717	Shares	202 717
Book value per share	110	EPS	11,89

Tabell 25 BVPS og EPS

Som vi ser har vi en BVPS på 110 kr og en EPS per aksje på 11,89. Vi bruker egenkapitalen til AUSS som ligger på 22,5 milliarder kroner og fordeler den på antall aksjer. Når det gjelder inntekter ser vi kun på inntektene som tildeles aksjonærene til AUSS og fra årsrapporten får vi at denne er 2,4 milliarder kroner.

Videre kan vi gjøre en enkel utregning for vekst, ROE og payout-ratio.

	2018
Utbytte	3,5
ROE	10,74%
EPS	11,89
payour ratio	29,4%
g (vekst)	7,58%
WACC (estimert)	10,0%
Estimert verdi per Aksje	144,42

Tabell 26 Utregning ved bruk av utbyttemetoden

Med utbyttmodellen får vi et kursmål på 144 kr per aksje. Dette virker som en fornuftig aksjepris hvis vi ser på historiske kursmål.

En utbyttmodell har mange klare svakheter. Det første er at det tas flere forutsetninger om konstanter der det ofte er variabler. Blant disse ligger utbytte og vekst. Utbytte er noe som bestemmes årlig av styret som igjen må godkjennes av generalforsamlingen. Utbytte bestemmes etter flere faktorer og handler mye om usikkerhet, ønske om vekst, nyinvesteringer eller refinansiering av finansieringsstrukturen.

I en perfekt verden vil høyere vekst være viktigere enn utbytte med tanke på aksjeprisen. Derimot ønsker de fleste investorer heller utbytte. Teorien bak dette er at det legger press på ledelsen til å tenke grundigere over investeringsvalg slik at de ikke bygger et større selskap uten å samtidig gjøre det mer lønnsomt.

Likevel er utbytte et viktig insentiv for investorer. Det er tre spørsmål ledelsen må vurdere før utbytte foreslås. 1) Tjener selskapet penger, og kommer den positive kontantstrøm til å fortsette? 2) Hvordan er gjeldsgraden i selskapet? Er denne optimal, eller bruker selskapet mye penger på å betjene gjeldskostnadene? 3) Har selskapet en sikkerhetsmargin som gjør at bedriften kan håndtere uforutsette hendelser? Både for å håndtere uforutsette tap, men også kunne investere i muligheter (Brealey, Myers og Allen, 2017).

5.6 Multippelanalyse

For å supplere vår frie kontantstrøm metode ønsker vi også å gjøre en komparativ verddivurdering. Dette gjøres ved å se på et markedsbasert verdiestimat som forholder seg til

betalingsviljen i markedet. Dette kalles også for multiplikatormodellen og vi kan gjøre dette med en multipl analyse.

Ved å analysere multipler kan dette føre til feil oppfatninger for investorer ettersom en høy multipl, sammenlignet med konkurrentene i bransjen, ikke nødvendigvis betyr at selskapet er overvurdert. Det kan heller bety at markedet forventer en høyere vekst. Multipler er som nevnt, et verdiestimat fra markedet, og derfor er investorer avhengig av å kjenne markedet godt dersom de bruker multipler for en investeringsavgjørelse. Multipler er basert på regnskapstall, dette gjør at multiplene ikke er estimert med høyde for enkelttilfeller – noe som kan gi utydelig inntrykk av selskapets finansielle situasjon.

En annen fallgrube ved å bruke multipler er gjeldsgraden. «Price to earnings» (P/E) er en multipl som baserer seg på gjeldsgraden, dette vil si at to selskaper med hvor det eneste forskjellen er gjeldsgraden, vil det selskapet med lavest gjeldsgrad bli vurdert som mer lønnsom for en investor. Dette er en fallgrube som kan koste en investor stort, da høyere gjeldsgrad gir høyere risiko.

Vi skal se på multiplene P/E, P/S og EV/EBIT. Vi skal sammenligne disse selskapene Austevoll Seafood ASA, SalMar AS, NRS ASA og Mowi ASA.

Per 31.12.2018 var aksjeverdien til Austevoll Seafood 103,1kr.

5.6.1 Price to earnings ratio

Price/earnings er et mål beregnet for å vise forholdet mellom en bedrifts aksjekurs og årsresultat. Hensikten med en slik beregning er å se hvor stort virksomhetens overskudd er i forhold til aksjeprisen. Det vil si at dersom P/E er 5, vil aksjekursen være fem ganger høyere enn overskuddet til selskapet.

Formelen for P/E kan skrives slik:

$$\frac{\textit{Marketvalue per share}}{\textit{Earnings per share}}$$

Tabellen for P/E-ratioen for de forskjellige selskapene blir slik:

Tabellen for P/E-rasjon for de forskjellige selskapene blir slik:

2018	AUSS	SalMar	NRS	Mowi	Snitt
P/E	11,38	17,29	18,38	16,32	15,84

Tabell 27 P / E ratio

Multipplene er i gjennomsnitt 15,84 og er noe høyere enn AUSS sitt forhold på 11,38.

Utrekningen for EV og videre til aksjeprisen ser slik ut:

P/E	
Multipel	15,8425
* Resultat etter skatt	4 231 000,00
= Verdi EK	67 029 617,50
/ Antall aksjer	202 717,37
= Verdi per aksje	330,655514

Tabell 28 P / E aksjepris utregning

Vi får dermed en aksjepris på 330,65 kr per aksje.

5.6.2 Price to sales ratio

P/S – Price / sales er forholdet mellom markedsverdien og salgsinntekten per aksje. Formelen for P/S ser slik ut.

$$P/S = \frac{\text{Market value per share}}{\text{Sales per share}}$$

Målet P/S ser på hvor mye en investor er villig til å betale for en aksje basert på salgsinntektene. Et lavt forhold kan bety at aksjen er undervurdert og motsatt hvis forholdet er høyt. Dette tallet tar ikke hensyn til videre drift av bedriften, og heller ikke om inntektene når resultatet.

Tabellen i multippeleanalysen ser slik ut:

2018	AUSS	SalMar	NRS	Mowi	Snitt
P/S	0,7	3,84	1,81	2,3	2,2

Tabell 29 P/S ratio

Igjen ser vi at forholdstallet til AUSS er en del lavere enn konkurrentene. Med videre utregning får vi:

P / S	
Multipel	2,2
*Salgsinntekter	22 837 000,00
= Verdi EK	50 217 643,81
/ Antall aksjer	202 717,37
= Verdi per aksje	273,19

Tabell 30 P/S utregning av aksjepris

Vi får en aksjepris som ligger drøyt over den aktuelle markedsprisen per 31.12.2018 på 103kr.

5.6.3 EV / EBIT

Enterprise value, EV, er markedsverdien på selskapet. Ved å dividere EV på EBIT, driftsresultatet, før avskrivninger og skatt, vil resultatet vise et forholdstall som kan sammenlignes med andre selskaper i bransjen. Dette er en nødvendig beregning for å finne den riktige verdien av aksjen og for å kunne sammenligne de ulike aktørene. Høye EV/EBIT eller høye EV/EBIDTA kan indikere en bransje i større vekst enn andre bransjer med lavere EV/EBIT tall (Hayes, 2019). Høye tall kan også vise at aksjen er overvurdert i forhold til de faktiske inntektene.

2018	AUSS	SalMar	NRS	Mowi	Snitt
EBIT	5,077	4,3066	0,869839	9,16675	
EV	17	50	10,2	110,3	
EV / EBIT	3,42	11,61	11,73	12,03	9,7

Table 31 EV/EBIT tall hentet fra DN.no/investor

Som vi ser her har bransjen generelt høye tall, imens Austevoll har desidert lavere verdi enn konkurrentene. Ved å bruke snittet av alle forholdstallene får vi dette:

EV / Ebit	
Multipel	9,70
* EBIT	5 077 000,36
= EV	49 235 718,59
- Netto finansiell gjeld	-6 993 000,00
= Verdi EK	42 242 718,59
/ Antall aksjer	202 717,37
= Verdi per aksje	208,38

Table 32 Utregning av EV/EBIT

Igjen får vi en estimert aksjepris som ligger betydelig høyere enn den virkelige verdien til AUSS på 103 kr.

5.6.4 Sammenligning

Gjennomsnitt	
P/E	330,66
P/S	242,12
EV/EBIT	208,38
Average	260,39

Table 33 Gjennomsnitt multipler

Sammenligner vi de tre multiplene vi har sett på får vi en snittverdi per aksje på 260,39kr. Dette er betraktelig mye høyere enn AUSS sin pris.

6 Kritikk av oppgaven

Vår verdsettelse av Austevoll Seafood ASA har flere klare svakheter. Det første er at vi har måttet gjøre grove forenklinger som derfor ikke kan være helt pålitelige til å representere virkeligheten, spesielt når det gjelder fremtiden. I vår frie kontantstrømmer har vi brukt tidligere år som veiledende data for å prediktere fremtidig verdi. Kun bruk av historisk data skaper usikkerheter for våre estimer. Om vi hadde lagt mer data som grunnlag kunne vi fått mer sikre resultater. Flere tall har blitt valgt delvis som frie vurderinger. Dette skaper en viss upresisjon

Halveis inn i oppgaven måtte vi legge om metoden vår og endre problemstillingen fra 01.01.2020 til 01.01.2019. Dette skaper visse problemer med tanke på at vi nå i 2020 sitter med mer informasjon enn vi ville gjort samme tid året før. Selv om vi har prøvd å ikke la det farge våre vurderinger må vi regne med at det har hatt en viss påvirkning på våre resultater.

Vår strategiske analyse er svært vurderingsbasert. Vi har gjort vurderinger om både nåværende og fremtidige forhold. Det er stor usikkerhet om fremtidige forhold forbi den nærstående fremtiden.

Kildene våre har vært sekundærdata, blant annet informasjon fra AUSS sine egne rapporter. Selskapet kan ønske å få en høy aksjepris og kan dermed ha et insentiv til å ville påpeke sine

sterkere sider og minimere sine svake sider. Vi må derfor vær kildekritisk til informasjon som kommer rett fra Austevoll.

Vi har tiltro til vår vurdering om regnskapsanalysen. Det er strenge regler og formelle krav til regnskapstall og vi tror, med rimelig sikkerhet, at vi har gjort riktig utregning og vurdering.

I vår finansielle analyse har vi tatt flere forutsetninger. Flere av våre forholdstall har vi forutsatt kommer til å være like på sikt, slik er det ofte ikke. Vi har tatt flere avgjørelser som er basert på våre vurderinger og erfaringer, de forutsetter altså at vi har riktig informasjon og god vurderingsevne. Vi har fått flere store avvik som ikke passer med virkeligheten, selv ved bruk av pålitelige metoder og korrekt data. Historisk sett vet vi at de fleste bransjer har store avvik fra estimater og det vi understreker derfor at det er viktig å være kritisk til de tallene vi har kommet frem til i denne oppgaven.

«Modeller er aldri riktig, men er det beste verktøyet vi har for å forenkle virkeligheten»

- Enhver foreleser ved NTNU handelshøyskolen.

7 Konklusjon

I denne oppgaven har vi gjort beregninger for å komme frem til en estimert virkelig verdi av en AUSS-aksje per. 01.01.2019. Vi har beregnet en egenkapitalverdi på 18 314 487 millioner NOK, en verdi som gir oss grunnlaget for aksjeverdien. Ut ifra våre beregninger og estimater har vi videre kommet fram til en verdi på 90 kr pr. aksje. Den virkelige aksjekursen pr. 01.01.2019 for en AUSS-aksje var på 103. Videre kunne vi tatt hensyn til biologiske endringer, forsikringskompensasjon og evt. hvordan teknologiske innovasjoner ville påvirket selskapet.

Vi har brukt to verdsettelsesmetoder, en fundamental- og en komparativ analyse. Den fundamentale analysen består av en kontantstrømsanalyse, og en supplerende utbytteanalyse, mens vi har gjort en multippelanalyse som en komparativ analyse. I kontantstrømanalysen har vi estimert de årlige kontantstrømmene for de neste ti årene, og også estimert AUSS sin terminalverdi. For å komme frem til den frie kontantstrømmen neddiskonterte vi med hensyn til avkastningskravet, WACC.

For å komme frem til en estimert aksjepris har vi vært nødt til å sette estimater på AUSS sin endring innen iblant annet fremtidige driftsinntekter, kostnader, beta, risikofri rente og

avkastningskrav. Alle estimater er begrunnet og beregnet på hensyn av skjønn, historie og funn fra den strategiske analysen. Derfor valgte vi å utføre en sensitivetsanalyse av avkastningskravet og veksten, for å kunne vise til de mulige konjunktorene. Ettersom vi har måtte gjort en del forutsetninger vil resultatet gi en estimert aksjepris, med grunnlag på våre vurderinger og historiske tall.

Vi har estimert en aksjeverdi som tilsvarer en lavere verdi enn den virkelige verdien for 2019. Skal vi legge frem en handelsstrategi vil vi konkludere med at den mest lønnsomme strategien blir «hold strategy». Dette begrunner vi med hensyn til våre analyser, da den finansielle analysen viser til en lavere verdi enn den virkelige verdien. Likevel er det flere faktorer som må tas hensyn til, vi sitter i dag med informasjon som setter oss i en posisjon hvor vi vet den virkelige verdien per 01.01.2019. Selv om vi gjennom analysene har kommet frem til en lavere verdi, har vi analysert i den strategiske delen at AUSS opererer i en bransje i vekst og regnskapsanalysen viser til at AUSS har sterke nøkkeltall for fremtidig drift.

8 Kilder:

Austevoll Seafood ASA (2016) *Årsrapport 2016*. Tilgjengelig fra:

<https://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Annual%20report/%C3%85rsrapport%202016.pdf>.

Austevoll Seafood ASA (2018) *Årsrapport 2018*. Tilgjengelig fra:

<https://www.auss.no/media/1274/aarsrapport-2018-austevoll-seafood-asa.pdf> (Hentet: 01.03.2020).

Austevoll Seafood ASA (2019) *Årsrapport 2018*, 119, s. 11. Tilgjengelig fra:

<https://ar2018.auss.no/wp-content/uploads/sites/117/2019/04/Austevoll-2018-NOR-aarsrapport-1.pdf>.

Austevoll Seafood ASA (2020a) *Sustainable operations*. Tilgjengelig fra:

<https://www.auss.no/sustainability/sustainable-operations/> (Hentet: 09.02 2020).

Austevoll Seafood ASA (2020b) *Industrial Holdings*. Tilgjengelig fra: <https://auss.no/our-investments/industrial-holdings/> (Hentet: 05.02.2020).

Austevoll Seafood ASA (2019) Finansiell rapport og foreløpige tall, 4. kvartal. Tilgjengelig fra: <https://www.auss.no/media/1307/finansiell-rapport-4-kvartal-2019-auss.pdf> (Hentet: 24.02.2020).

Austevoll Seafood ASA (2020) Industrial Holdings. Tilgjengelig fra: <https://auss.no/our-investments/industrial-holdings/> (Hentet: 05.02.2020).

Austevoll Seafood ASA *About us*. Tilgjengelig fra: <https://www.auss.no/overview/about/> (Hentet: 19.01 2020).

Boye, K. & Keeping, D., 2018. Finansielle emner 15. utg., Oslo: Cappelen Damm akademisk.

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2017). *Principles of corporate finance* (12th ed., The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estates). New York: McGraw-Hill Education.

Brealey, R. A., Myers, S. C. og Allen, F. (2017) *Principles of corporate finance*. 12th ed. utg. New York: McGraw-Hill Education.

Dagens Næringsliv *et al.* (2019) *Utvalg foreslår lakseskatt for oppdrettsnæringen – lakseaksjer faller på børsen*. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/havbruk/lakseskatt/lakseoppdrett/havbruk/utvalg-foreslar-lakseskatt-for-oppdrettsnaringen-lakseaksjer-faller-pa-borsen/2-1-699640>.

DnB (2020) *Valutakalkulator*. Tilgjengelig fra: <https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/kalkulator/valutakalkulator.html> (Hentet: 08.01 2020).

E24 (2020) Kursbildet AUSS, E24. Tilgjengelig fra: <https://bors.e24.no/#!/instrument/AUSS.OSE> (Hentet: 02.02.2020).

Finansdepartementet (2019) Skattesatser 2020. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2020/id2671009/>.

Fiskeri- og kystdepartementet (2007) *Fakta om fiskeri og havbruk*. Tilgjengelig fra:
https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fkd/vedlegg/brosjyrer/noekkel_tall_no07.pdf
(Hentet: 19.01 2020).

Fiskeridepartementet (2001) *Ulovligheter, kontroll og tiltak i fiskerinæringen*. Tilgjengelig fra:
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/ulovligheter-kontroll-og-tiltak-i-fisker/id102027/#innledning> (Hentet: 20.01 2020).

Fiskeridirektoratet (2020) *Utviklingstillatelser*. Tilgjengelig fra:
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser> (Hentet: 08.02 2020).

FN-sambandet (2019) *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. Tilgjengelig fra:
<https://www.fn.no/Tema/fattigdom/Befolkning> (Hentet: 15.04 2020).

Frichsen, M., Solberg, F. og Stiklestad, T. (2017) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*.

Graham, S., Parkinson, C. og Chahine, M. (2010) *The water cycle*. Tilgjengelig fra:
<https://earthobservatory.nasa.gov/features/Water/page1.php> (Hentet: 08.02 2020).

Havforskningsinstituttet (2019) *Pelagisk fisk*. Tilgjengelig fra:
<https://www.hi.no/hi/forskning/forskningsgrupper/pelagisk-fisk> (Hentet: 22.04 2020).

Hayes, A. (2019) *Enterprise Multiple*. Tilgjengelig fra:
<https://www.investopedia.com/terms/e/ev-ebitda.asp> (Hentet: 20.04.2020 2020).

Helsedirektoratet (2016) 5. *Fisk til middag to til tre ganger i uken*. Tilgjengelig fra:
<https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer/kostrad-for-befolkningen/fisk-til-middag-to-til-tre-ganger-i-uken> (Hentet: 08.02 2020).

Johnsen, Scholes & Whittington. (2008). *Exploring Corporate Strategy*.

Jonassen, B. M. (2009) *Konseptuell modell for utledning av egenkapitalverdi*. Tilgjengelig fra:
<https://www.revregn.no/i/2009/5/revisjon05-09-12> (Hentet: 02.04 2020).

Kristoffersen, T. (2016) *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagforlaget.

kysthistorie, N. f. o. (2014) *BAND 4: 1970-2014*. Tilgjengelig fra: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-4-kysten-skifter-ham-1970%E2%80%932014/> (Hentet: 13.02.2020 2020).

Lerøy Seafood Group (2017) *Lukkede havbruksanlegg*. Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/aarsrapport-2017/hav-og-fjord/lusefri-laks/> (Hentet: 09.02 2020).

Lerøy Seafood Group (2020) *Om oss*. Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/> (Hentet: 19.01 2020).

Lovdata (2005a) *Lov om akvakultur (akvakulturloven)*. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/lov/2005-06-17-79/§1>.

Lovdata (2005b) *Forskrift om tillatelse til akvakultur for laks, ørret og regnbueørret (laksetildelingsforskriften)*. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-12-22-1798?q=laksetidelings>.

Marianne Svorken og Øystein Hermansen (2014) *Urapportert overfiske – et problem i norsk kystfiske*. Tilgjengelig fra: <https://www.okokrim.no/urapportert-overfiske-et-problem-i-norsk-kystfiske.416733.no.html> (Hentet: 02.04.2020 2020).

Mauren, A. (2015) *Havet vil skape milliardvekst for Norge*. Tilgjengelig fra: <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/EywG/havet-vil-skape-milliardvekst-for-norge> (Hentet: 09.02 2020).

McKinsey og Company (2015) *Valuation : measuring and managing the value of companies*. Wiley.

Miljødirektoratet (2020) *Fiskeri – en viktig næring for Norge*. Tilgjengelig fra: <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/Tema/Hav-og-kyst/Fiskeri/> (Hentet: 03.03.2020 2020).

Morningstar SE (2020) Handelsbanken Nordiska Småbolag, *Morningstar SE*. Tilgjengelig fra: <https://www.morningstar.se/Funds/Quicktake/Overview.aspx?perfid=0P00000F8D&programid=0000000000> (Hentet: 02.02.2020).

MOWI ASA (2018) *Integrated Annual Report 2018*. MOWI ASA. Tilgjengelig fra: https://issuu.com/hg-9/docs/mowi_annual_report_2018_4e0dadb83168e4?e=19530043/68703955.

MOWI ASA (2020) *Bærekraftig laks til verden*. Tilgjengelig fra: <https://mowi.com/no/om-oss/> (Hentet: 20.01 2020).

Nilsen, A. A. (2019) Sjømatrådet: Norsk laksenæring har tapt 20 milliarder på utestengelsen fra Russland, *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/9vrzM9/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-rusland>.

Norges Bank (2019) *Statsobligasjoner årgjennomsnitt*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (Hentet: 31.03.2020 2020).

Norges Bank (2020) Om Inflasjon. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Inflasjon/> (Hentet: 24.02.2020).

Norges Bank (2020) Rentebeslutning januar 2020. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2020/januar-2020/> (Hentet: 24.02.2020).

Norges Bank (2020) Om Styringsrenten. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/> (Hentet: 02.04.2020).

Norway Royal Salmon ASA (2018) *Årsrapport 2018*. Norway Royal Salmon ASA. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20%C3%85rsrapport%202018.pdf>.

Norway Royal Salmon ASA (2020) *Bærekraft*. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/no/Baerekraft> (Hentet: 08.02 2020).

Nærings- og fiskeridepartementet (2019) *Et enklere og mer fleksibelt kvotesystem for fiskeriene*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/kvotemelding/id2661258/>.

Nærings- og fiskeridepartementet (2020) Sjømat for over 107 milliarder, *Regjeringen.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/sjomateksport-for-over-107-milliarder/id2684826/> (Hentet: 16.02.2020).

Oslo Børs (2020a) *NRS*. Tilgjengelig fra:

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NRS.OSE/overview> (Hentet: 20.01 2020).

Oslo Børs (2020b) *SALM*. Tilgjengelig fra:

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SALM.OSE/overview> (Hentet: 20.01 2020).

Oslo Børs (2020c) *MOWI*. Tilgjengelig fra:

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/MOWI.OSE/overview> (Hentet: 20.01 2020).

Oslo Børs (2020d) *AUSS*. Tilgjengelig fra:

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/AUSS.OSE/overview> (Hentet: 19.01 2020).

Proff.no (2020) *Laco As*. Tilgjengelig fra: <https://www.proff.no/selskap/laco-as/storeb%C3%B8/hovedkontortjenester/IFI1PFU10NZ/> (Hentet: 24.01.2020).

PwC (2019) *Risikopremien i det norske markedet*. Tilgjengelig fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>.

SalMar ASA (2018) *Årsrapport 2018*. SalMar ASA. Tilgjengelig fra:

<http://hugin.info/138695/R/2242686/885273.pdf>.

SalMar ASA (2020) *Historie*. Tilgjengelig fra: <https://www.salmar.no/historie/> (Hentet: 15.04 2020).

Six Group (2020) *Glossary*. Tilgjengelig fra: [https://www.six-](https://www.six-group.com/exchanges/knowhow/glossary_en.html?id=SIX+SIS)

[group.com/exchanges/knowhow/glossary_en.html?id=SIX+SIS](https://www.six-group.com/exchanges/knowhow/glossary_en.html?id=SIX+SIS) (Hentet: 24.01.2020).

SSB (2020a) *Fakta om fiske*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/faktaside/fiske> (Hentet: 29.01 2020).

SSB (2020b) *Utenrikshandel med varer*. Tilgjengelig fra:

<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/muh/aar> (Hentet: 20.01 2020).

Styrtrike Møgster-brødre (2017), *Dagens Næringsliv*. Tilgjengelig fra:

<https://www.dn.no/styrtrike-mogster-brodre/1-1-623736> .

State Street (2020). Tilgjengelig fra: <http://www.statestreet.com/home.html> (Hentet: 24.01.2020).

Utenriksdepartementet (2014) Brende: - Beklager russisk importforbud. Tilgjengelig fra:

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/Brende---Beklager-russisk-importforbud/id765590/>.

WWF (2020) *KAMPEN MOT OVERFISKE OG ULOVLIG FISKE*. Tilgjengelig fra: wwf.no/dyr-og-natur/hav-og-fiske/kampen-mot-ulovlig-fiske-og-overfiske (Hentet: 20.03.2020 2020).