

Jon Melvin Skomedal
Ole Lund Rye-Holmboe
Mathias Manshaus Sæten
Raag August Sandal Rolfsen

Grieg Seafood ASA

Verdsettelse

Grieg Seafood ASA

Valuation

Semesteroppgave

Trondheim, april 2019

Spesialiseringsretning: Finansiell Styring

Veileder: Are Oust



NTNU

Trondheim, april 2019

Forord

Oppgaven er skrevet som en avsluttende semesteroppgave i sammenheng med vår bachelor i økonomi og administrasjon, med retning innen finansiell styring, utført ved NTNU Handelshøyskolen, våren 2019.

Vi ble veldig fort enige om å ha verdsettelse som tema for oppgaven, ettersom det virket både spennende og lærerikt. Arbeidet med oppgaven har til tider vært krevende, og vi har diskutert mye innad i gruppen for å komme fram til de løsningene vi mener er best for oppgaven. Vi har gjennom arbeidet med oppgaven både lært veldig mye, og frisket opp mye gammel kunnskap. Samtidig har vi lært mye om laksenæringen og om selskapet vi har valgt å vurdere; Grieg Seafood ASA.

Vi vil gi en takk til vår veileder, Are Oust, som har gitt oss konstruktive tilbakemeldinger, gode råd og god veiledning underveis i arbeidet med oppgaven

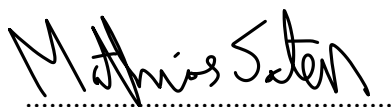
Trondheim, 01.04.2019



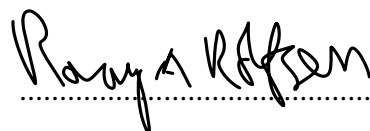
Jon Melvin Skomedal



Ole Lund Rye-Holmboe



Mathias Manshaus Sæten



Raag August Sandal Rolfsen

Innhold

Sammendrag.....	5
Abstract.....	6
Innledning.....	7
1. Om Grieg Seafood.....	8
1.1 Presentasjon.....	9
1.2 Historie.....	9
1.3 Konsernet.....	9
1.4 Aksje og eieforhold.....	9
2. Om laksebransjen.....	10
2.1 Introduksjon til laksebransjen.....	10
2.2 Utvikling i laksebransjen.....	10
2.3 Tilbudssiden.....	11
2.4 Etterspørselssiden.....	12
3. Strategisk analyse.....	13
3.1 PESTEL-analyse.....	13
3.2 VRIO.....	18
3.3 SWOT.....	21
4. Regnskapsanalyse.....	24
4.1 Innledning.....	24
4.2 Lønnsomhet.....	24
4.3 Finansiering og soliditet.....	24
4.4 Likviditet.....	29
4.5 Bransjesammenligning.....	37
4.6 Oppsummering regnskapsanalysen.....	41
5. Finansiell analyse.....	43
5.1 Avkastning og risiko.....	43
5.2 Markedsrisikopremie.....	43
5.3 Risikofri rente.....	44
5.4 Aksjebeta.....	44
5.5 CAPM.....	45
5.6 Gjeldskostnader.....	45

5.7 Totalkapitalmetoden.....	46
5.8 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)	47
6. Kontantstrømanalyse.....	48
6.1 Discounted Free Cashflows.....	48
6.2 Sensitivitetsanalyse.....	58
7. Multiplikatoranalyse.....	60
7.1 Price/Earnings-ratio.....	60
7.2 Enterprise value/EBITDA.....	61
7.3 Enterprise value/KG.....	61
7.4 EBIT/KG.....	62
7.5 Estimering av aksjekursen.....	63
8. Konklusjon.....	65
9. Oppgavekritikk.....	66
Figurliste.....	68
TabellListe.....	69
Kilder.....	71
Vedlegg.....	75

Sammendrag

I denne semesteroppgaven utfører vi en verdivurdering av lakseoppdrettsselskapet Grieg Seafood ASA, gjennom å benytte en kontantstrømanalyse av selskapets frie kontantstrømmer og multiplikatoranalyse. Vi har også vurdert ulike scenarier gjennom en sensitivitetsanalyse for å se hvordan prisen på aksjen varierer dersom vi endrer ulike variabler.

Vi startet oppgaven med å se på konsernet til Grieg Seafood og hvordan de driver sin virksomhet. Deretter så vi på laksemarkedet og på utviklingen som kan forventes i fremtiden. Videre benyttet vi en strategisk analyse i form av PESTEL, VRIO og SWOT for å undersøke interne og eksterne faktorer som påvirker selskapets virksomhet. Etter dette benyttet vi Grieg Seafood sine regnskapstall for å beregne ulike nøkkeltall som forklarer selskapets lønnsomhet, finansiering og soliditet, likviditet og en bransjesammenligning hvor vi sammenlignet Grieg Seafood sine nøkkeltall med de andre store aktørene i markedet.

I den finansielle analysen benyttet vi CAPM til å beregne avkastningskravet på egenkapitalen for så å benytte WACC til å beregne avkastningskravet på totalkapitalen. I kontantstrømanalysen forsøkte vi å konstruere et fremtidsregnskap, hvor vi tok hensyn til ulike faktorer som kunne påvirke Grieg Seafood i fremtiden. Dette inkluderte lakseprisen, slaktevolum, etterspørsel, fremtidige investeringer, osv. Videre i den finansielle analysen utførte vi en multippelanalyse hvor vi forsøkte å estimere selskapets verdi gjennom ulike multipler vi mente var relevante for selskapet og næringen den inngår i. Vi brukte P/E, EV/kg, EBIT/kg og EV/EBITDA og benyttet bransjegjennomsnittet for disse for å finne verdien til Grieg Seafood. Vi gjennomførte også en sensitivitetsanalyse for å forsøke å se hvordan selskapets verdi ville bli påvirket av en endring i lakseprisen, totalkapitalens avkastningskrav og vekstraten til selskapet i fremtiden.

Gjennom et vektet gjennomsnitt av prisen vi fikk gjennom kontantstrømanalysen og multippelanalysen kom vi frem til en estimert aksjepris på Grieg Seafood som lå på 122,97 NOK. Vi valgte å vekte kontantstrømanalysen 20% og multippelanalysen 60%. I konklusjonen fant vi dermed ut at selskapets aksjer var underpriset, i forhold til den faktiske aksjeprisen per. 01.04.19 som lå på 104,08 NOK. Vi valgte å vektlegge multiplikatoranalysen en større andel ettersom det er mye spekulasjonsfaktorer i kontantstrømanalysen da man forsøker å predikere fremtiden.

Abstract

In this semester thesis we have estimated the market value of the salmon farming company Grieg Seafood ASA, through a free cash flow analysis and a multiple analysis. We also performed a sensitivity analysis to see how the stock price would respond to certain variables.

We started the thesis by looking at Grieg Seafood Group and how they ran their business. Thereafter we looked at the salmon market and the possibilities of development in the future. Furthermore, we performed a strategic analysis through PESTEL, VRIO and SWOT to investigate internal and external factors that could affect the company's business. After this we used Grieg Seafood's financial statements to calculate a variety of different key figures such as profitability, financing and solidity, liquidity and an industry comparison where we compared Grieg Seafood's key figures with the other big companies in the market.

In the financial analysis we used the CAPM to calculate the required rate of return on the equity. Then we used the WACC to calculate the required rate of return on the total capital. In the cash flow analysis, we tried to construct a future financial statement, where we adjusted for a range of different factors that may affect Grieg Seafood's business in the future. This includes the salmon price, the amount harvested, future investments and so on. Then we conducted a multiple analysis where we tried to estimate the value of the company through a set of different multiples that we found relevant to the company and the industry it operates within. We used P/E, EV/kg, EBIT/kg and EV/EBITDA and used the industry average for these to find the value of Grieg Seafood's stock. We did a sensitivity analysis to see how the company's value would be affected by a change in the salmon price, the required return on the total capital and the company's growth rate in the future. We did this to be able to discuss different scenarios that would affect the company's value.

Through a weighted average of the price we got from the cash flow analysis and the multiple analysis we arrived at an estimated stock price for Grieg Seafood of NOK 122,97. We chose to give the cash flow analysis a weight of 40% and the multiple analysis a weight of 60%. In the conclusion we found that the company's stock was underpriced, compared to the actual stock price, as of 01.04.2019. The reason that we chose to weigh the multiple analysis slightly more than the cash flow analysis is because there are a lot of speculations included in a cash flow analysis as it tries to predict the future.

Innledning

Vi har valgt å vurdere verdien til Grieg Seafood fordi laksenæringen er en utrolig spennende bransje som er i stadig utvikling. Grieg Seafood inngår i denne bransjen som en litt mindre aktør i konkurranse med flere store giganter. Dette gjør Grieg Seafood til et veldig spennende selskap å vurdere, ettersom man må ta i betraktning hvordan de forholder seg til eksterne forhold i dag, og hvordan de planlegger å forholde seg til eksterne forhold i fremtiden. Det er også svært interessant å se hvordan selskapet drives internt, og hva de satser på i denne næringen i utvikling. Som leser av denne oppgaven vil man få et bilde på hvordan Grieg Seafood står i markedet og om det eventuelt kan være en potensiell investering.

Opgaven tar utgangspunkt i problemstillingen:

«Hva er verdien på én aksje i Grieg Seafood ASA per 01.04.2019».

I oppgaven skal vi forsøke å estimere aksjeprisen basert på mange ulike faktorer som vi mener har stor innvirkning. Vi ønsker på slutten av oppgaven å komme med en anbefaling om hvordan vi mener det er best å forholde seg til selskapets aksjer, hvorvidt selskapet er under, over eller normalt priset, og da også hvorvidt en investor bør kjøpe, selge eller holde aksjen.

Når det kommer til avgrensninger så har vi vurdert selskapet basert på tall fra konsernregnskapet fra 2013 til 2018 og ikke for hvert datterselskap individuelt. Vi har ikke hatt direkte kontakt med Grieg Seafood, men brukt regnskapstall og informasjon som er tilgjengelige for offentligheten. Noen av tallene som benyttes i oppgaven er imidlertid estimater og prediksjoner som vi selv har utarbeidet.

I kapittel 1 gir vi en presentasjon av konsernet og litt om historien. Videre i kapittel 2 ser vi på utvikling, tilbud og etterspørsel i laksebransjen. Kapittel 3 tar for seg eksterne og interne strategiske analyser som legger et viktig grunnlag for resten av oppgaven. I regnskapsanalysen i kapittel 4 analyserer vi sentrale nøkkeltall for å kartlegge lønnsomheten, finansieringsevnen, soliditeten og likviditeten til selskapet. Kapittel 5, finansiell analyse, er et innledningskapittel til kontantstrømanalysen, der vi tar for oss ulike variabler som inngår i avkastningskravet. I kapittel 6, kontantstrømanalyse, estimerer vi et fremtidsregnskap for å

kunne bruke dette til å diskontere fremtidige kontantstrømmer på avkastningskravet og avslutter med en sensitivitetsanalyse. Multiplikatoranalysen brukes i kapittel 7 for å verdsette selskapet basert på multiplene til de største konkurrentene. I kapittel 8 baserer vi konklusjonen på det vektete gjennomsnittet av de to verdsettelsesmetodene vi har benyttet. Avslutningsvis i kapittel 9 kommer vi med kritikk av oppgaven. Figurliste og kilder er vedlagt til slutt.

1 Om Grieg Seafood

1.1 Presentasjon

Grieg Seafood ASA er et norsk sjømatelskap med fokus på lakseoppdrett og virksomhet som står i naturlig sammenheng med dette. Selskapet er leverandør av atlantehavslaks til en rekke kundegrupper innenlands og utenlands.

1.2 Historie

Eventyret startet i 1992 da Grieg Norwegian Salmon (trading selskap) og Bioinvest (oppdrettsselskap) ble etablert. Etter en rekke oppkjøp og sammenslåinger i både inn- og utland ble det vi i dag kjenner som Grieg Seafood ASA notert på Oslo Børs i juni 2007.

1.3 Konsernet

Grieg Seafood ASA er bygget opp av 5 datterselskap. 4 av disse er produksjonsselskap, hvorav 2 er lokalisert i Norge og 2 utenfor Norge. Produksjonsselskapene er fordelt på fire avdelinger; stamfisk, settefisk, matfisk og prosessering. Alle produksjonsselskapene står for hele verdikjeden i lakseproduksjonen, altså fra produksjon av smolt til ferdig prosessert laks. Grieg Seafood Rogaland har nå 20 produksjonslisenser og to smoltlisenser med en produksjonskapasitet på 24 000 tonn sløyd vekt i året. Grieg Seafood Finnmark står for den største produksjonen med en kapasitet på 33 000 sløyd vekt i året. Selskapet har totalt 27 produksjonslisenser og en smoltlisens i Finnmark. Grieg Seafood Rogaland og Finnmark eksporterer i hovedsak fisken til det europeiske og asiatiske markedet. Grieg Seafood Shetland er den største aktøren innen lakseproduksjon på Shetland og har en årlig produksjonskapasitet på 22 000 tonn sløyd vekt. Laksen leveres i hovedsak til det britiske markedet. Grieg Seafood British Columbia har 22 oppdrettskonsesjoner og har en kapasitet på 22 000 tonn sløyd vekt i året. Dette datterselskapet har i tillegg utviklet merkevaren «Skuna Bay Salmon», et eksklusivt lakseprodukt for luksuriøse restauranter i Nord-Amerika. I tillegg eier Grieg Seafood ASA 60% av Ocean Quality AS som står for markedsføring, distribusjon og salg av laksen.

1.4 Aksje og eieforhold

GSF sine 20 største aksjonærer eier per 04.02.2019 75,87% av selskapet hvor Grieg Aqua AS som eier av Per Grieg jr og hans nære familie er den største aksjonæren med over 50% eierandel

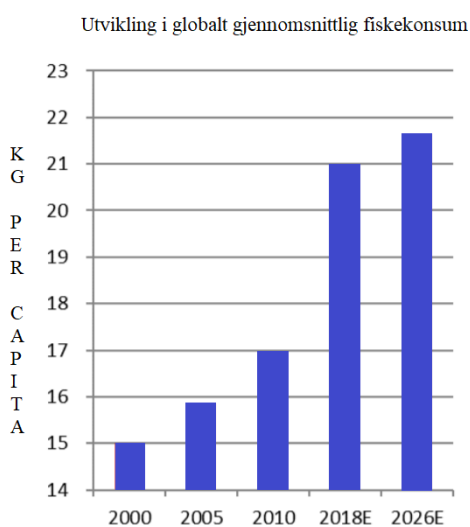
2 Om laksebransjen

2.1 Introduksjon til laksebransjen

Mye av informasjonen i dette kapitlet er hentet fra «Salmon Farming Industry Handbook» utgitt av Marine Harvest i 2018. Laksebransjen er en del av oppdrettsbransjen som baserer seg på kunstig befruktning, klekking, yngelpleie og oppforing av fisk i fangenskap. Fiskeoppdrett har ofte blitt brukt i land/områder med høy befolkningsvekst, for å produsere billige proteinkilder i det gitte landet. I Norge består oppdrettsnæringen i hovedsak av laks og regnbueørret (Hallenstvedt, 2015). Ifølge SSB sine statistikker fra 2017 besto oppdrettsnæringen i Norge av 94,5 prosent laks, som gjør det tydelig at laks er en totalt dominerende del av den norske oppdrettsnæringen.

2.2 Utviklingen i laksebransjen

Ifølge Marine Harvest så forventes det en økning av gjennomsnittlig årlig konsumpsjon per innbygger av fisk i alle kontinenter, og innen 2026 estimerer de at den gjennomsnittlige konsumpsjonen vil ligge på 21,6 kilo per innbygger.



Figur 2.1: Utvikling av globalt gjennomsnittlig fiskekonsum (2000-2026E), Mowi (2018)

Når det kommer til den aktuelle arten, altså

Atlanterhavslaks, så sier Marine Harvest videre at nesten alt salg består av enheter som har blitt avlet i oppdrett, framfor for å være fisket i det ville. Til tross for en økning på mer enn 800 prosent siden 1990-tallet, så består salg av Atlanterhavslaks kun av 4.2 prosent av det globale tilbudet av fisk.

Det forekommer også av tall fra Marine Harvest at det er en betydelig mye større økning i oppdrettsbasert fiskeproduksjon i perioden 2008-2017, hvor oppdrettslaks har hatt en økning på om lag 50 prosent, mens villaks har

hatt en økning tilsvarende ca. 20 prosent. Dette viser at oppdrettsnæringen og bransjen viser en god mulighet for vekst i tiden framover.

2.3 Tilbudssiden

Marine Harvest nevner bestemte forhold som må være oppfylt for at oppdrett av laks skal være mulig, og disse forholdene er kun oppfylt langs visse kystlinjer på den nordlige og sørlige halvkule. Noen av de viktigste områdene/landene benyttet til oppdrett av laks er Norge, Storbritannia, Canada og Chile. En av de viktigste forholdene de drar fram er at vanntemperaturen må være over null, og under 18-20 °C. Den ideelle temperaturen er et sted mellom 8 og 14 °C. Et annet viktig forhold som kreves for oppdrett av laks er at det kreves en viss strøm av vann gjennom oppdrettet, men strømmen kan heller ikke være for sterk slik at laksen kan bevege seg fritt rundt. Slike forhold finnes ofte i fjorder eller lignende strukturer, som utelukker en del kystlinjer for oppdrett av laks. Det at det er forhold som utelukker visse kystlinjer og mulige produksjonsland gjør at laksenæringen blir beholdt i de få landene som er egnet for nettopp denne næringen.

I perioden fra 1998 til 2018 har den gjennomsnittlige årlige vekstraten (CAGR) for total mengde avlet Atlanterhavslaks i Norge vært på 7%, som også tilsvarer den gjennomsnittlige vekstraten i verden. Dette indikerer at tilbudet av laks har økt med en relativt høy rate de siste 20 årene. Dersom vi ser på et kortere tidsrom, for eksempel 2008 til 2018, er vekstraten for total mengde avlet Atlanterhavslaks på 6%. Dette indikerer en mulig reduksjon i veksten innen laksenæringen. I et estimat av tilbudsveksten i perioden 2018 til 2021 predikerer Marine Harvest en vekst på 4% i Norge, og 3% i verden. Dette viser tegn på at veksten i tilbudet av Atlanterhavslaks, både i Norge og verden som en helhet, kanskje har møtt en topp.

KÅVR	Norge	Chile	Storbritannia	Nord Amerika	Andre	Totalt
1998-2018E	7%	9%	2%	4%	7%	7%
2008-2018E	6%	4%	1%	2%	9%	5%
2018-2021E	4%	1%	7%	1%	6%	3%

Tabell 2.1 Konstant årlig vekstrate i tilbudet av Atlanterhavslaks for Norge, Chile, Storbritannia, Nord Amerika og øvrige land, Mowi (2018)

Basert på tabellen over ser vi at det er Storbritannia som forventes å ha den høyeste årlige tilbudsveksten i perioden 2018 til 2021, til tross for at de historisk sett har hatt den laveste årlige tilbudsveksten. Dette kan imidlertid komme av at Norge har møtt en kapasitetsgrense for sine anlegg, mens Storbritannia fortsatt har gode muligheter til vekst. Det blir samtidig utviklet mye ny teknologi som kan åpne for videre tilbudsvekst i hele laksemarkedet.

2.4 Etterspørselssiden

Det er mange forhold som påvirker etterspørselen av laks på det globale markedet. Blant disse er helsemessige årsaker, som kommer av at laks ansees å være et svært godt alternativ som proteinkilde, ettersom det medfører mange helsemessige fordeler som følge av høye nivåer av lange flerumettede omega-3-fettsyrer. I Norge anbefales det å ha et ukentlig inntak på 300-450 gram ren fisk, hvorav minst 200 gram bør være fet fisk, som inkluderer laks, ørret, makrell eller sild (Helsenorge, 2018). I en verden hvor overvekt og hjerteproblemer blir et stadig økende problem, vil etterspørselen etter sunne alternativer til proteininntaket trolig øke, noe som er et godt tegn for laksenæringen.

Basert på tall fra Marine Harvest er mengden av laks som blir igjen i det norske markedet 41 000 tonn av de 1 171 000 tonnene som blir produsert i Norge. Resten blir eksportert til eksterne markeder, hvor EU, Russland og Asia er de største importørene. Dette vil si at etterspørselen etter laks avhenger i størst grad av de eksterne markedene, og svært lite av de lokale markedene innad i Norge.

Laks blir også i stor grad etterspurt fordi det er en svært miljøvennlig måte å forsyne verden med proteinrik mat på. Mens produksjon av kjøtt fra storfe medfører et utslipp tilsvarende 30 kg CO₂/kg spiselig kjøtt, medfører produksjon av laks kun 2.9 kg CO₂/kg spiselig kjøtt. Det krever også mye mer vann i produksjonen av storfekjøtt framfor laks, noe som også er et svært positivt element ved produksjon av laks. Det at produksjonen av laks er såpass mye bedre for miljøet, vil trolig gjøre at laks kommer til å være etterspurt også i fremtiden når samfunn og individer utvikler et mer miljøbevisst verdenssyn.

3 Strategisk analyse

3.1 Innledning

En viktig del av verdsettelsen består i å foreta ulike strategiske analyser som skal kartlegge Grieg Seafoods status. Vi tar først i bruk PESTEL for å se på eksterne forhold som vil påvirke bransjen og dermed også selskapet. Deretter bruker vi VRIO som ser på interne faktorer i selskapet som kan skape konkurransefortrinn. Vi avslutter med en SWOT-analyse som en slags oppsummering av de to andre analysene for å estimere Grieg Seafoods posisjon i markedet.

3.2 PESTEL-analyse

PESTEL er en modell som peker på makroforhold i en virksomhets omgivelser og forhold som vil kunne bidra til om en virksomhets strategier vil lykkes eller ikke (Johnson et al. 2011). PESTEL er et akronym som står for Political (politiske forhold), Economical (økonomiske forhold), Social (sosiokulturelle forhold), Technological (teknologiske forhold), Environmental (miljømessige forhold) og Legal (juridiske forhold).

Politiske forhold

Politisk uro

Grieg Seafood eksporterer til flere ulike markeder over hele verden. Grafen under viser hvordan salget til de ulike markedene fordelte seg i 2017 (Grieg Seafood, Årsrapport 2017). Når et selskap bedriver internasjonal handel på en slik skala, er man utsatt for at politiske uroligheter kan forstyrre virksomheten. Eksempler på dette de siste årene er da forholdet til Kina kjølnet etter at Nobels fredspris ble gitt til Liu Xiaobo, som var en åpen kritiker av det kinesiske regimet. Konsekvensen av dette var at Kina stengte for import av norske varer, noe som førte til en signifikant nedgang for laksenæringen. Ikke før desember 2014 ble det meldt om «full normalisering» fra UD (Utenriksdepartementet), mellom de to nasjonene. En lignende sak så vi også i 2014 da Russland innførte et importforbud på matprodukter fra bl.a. Norge, som et

motsvar på de økonomiske sanksjonene mot Russland i etterkant av okkupasjonen av Krimhalvøya i februar 2014

Trusselen om «oljeskatt» på havbruksnæringen

Regjeringen oppnevnte 7. september et utvalg som skal revurdere beskatningen av havbruket, der et av temaene er om man skal innføre en såkalt «grunnrenteskatt». Dette er en skatt som legges på næringer med ekstraordinær profitt. Lignende type beskatning som det nå snakkes om eksisterer allerede i bransjer rundt vannkraft og olje (derav uttrykket «oljeskatt»). Begrunnelsen for innføringen av den ekstra beskatningen er at bransjene tjener på at de får tilgang til samfunnets felles ressurser som elver og vassdrag. Bransjeforeningen Sjømat Norge kritiserer forslaget med den begrunnelsen at de siste årene med solid avkastning ikke er representative for næringen. Videre frykter man at en eventuell grunnrenteskatt kan skade den norske konkurransevnen i den globale konkurransen, samt at det kan skremme bort investorer.

Økonomiske forhold

Valutakursen påvirkning

Eksportører i Norge har til felles at de nyter godt av en svak norsk krone, noe som også er gjeldende for aktørene i laksenæringen. En svak krone styrker kjøpekraften til utenlandske kunder, noe som igjen styrker den norske næringens konkurransedyktighet.

Renten er en viktig faktor som spiller inn på valutakursen til den norske kronen. Dersom rentenivået i Norge øker i forhold til rentenivået i utlandet, vil det bli mer attraktivt å investere i den NOK, samt mer ønskelig å låne penger i utenlandsk valuta. Den samlede effekten fører til at etterspørselen etter NOK vil stige, noe som vil øke valutakursen. Norge har de siste årene opplevd en rekordlav styringsrente på 0,50%. Den 20. september 2018 ble denne hevet til 0,75%, og Norges Bank sine prognoser anslår at den vil fortsette å stige. Det er mulig at styringsrenta kan ende opp på 2% innen 2021.

Hvis den potensielle fremtidige rentehevinga medfører høyere kurs på NOK, vil den norske konkurransevnen bli svekket. Det vil følgelig bli dyrere for det utenlandske markedet og handle norsk fisk, noe som vil redusere eksportert kvantum. Det er likevel usikkerhet om den norske rentehevingen vil være noe signifikant høyere enn det internasjonale rentenivået og hvis det er tilfellet, vil det ikke bli noe markant økning i kursen på NOK.

Sosiokulturelle forhold

I dagens samfunn er helsefordelene ved å spise fisk allmenn kjent. De mest fremtredende fordelene ved konsum av fisk, ifølge Helsedirektoratet, er omega-3 fettsyrene som kommer fra halvfete og fete fisketyper. Det er også en god kilde til Vitamin D, vitamin B12, jod og selen. Ved å bytte ut kjøtt med fisk vil man i tillegg erstatte mettet fett med umettet fett. Dette vil ha en positiv effekt på kostholdets totale sammensetning. Økt inntak av fisk kan også redusere risikoen for å utvikle sykdommer som hjerte- og karsykdommer, kreft, redusere fett- og kolesterolinnholdet i blodet, betennelsessykdommer og samtidig forhindre svangerskapsforgiftning.

Til tross for dette, har vi sett en nedgang i fiskekonsumet blant befolkningen, og spesielt blant unge. Tall fra Norges Sjømatråd viser en volumnedgang på 26% de siste fem årene. Dette kan skyldes en markant økning i lakseprisen, men man ser også antydninger til en såkalt «generasjonsendring». Det er særlig de unge og småbarnsfamilier som spiser lite fisk og sjømat, mens det er mye mer utbredt i aldersgruppen femti år og eldre. Det er lite som tyder på at dette er en livsfaseendring, og unge velger bort sjømat til fordel for en økning i forbruket av kjøtt. For å motvirke at nedgangen i sjømat fortsetter, vil det være avgjørende at man når fram til forbrukergruppen under femti år.

I desember 2016 signerte helseministeren og næringsorganisasjoner, mat- og drikkeprodusenter og dagligvarebransjen en intensjonsavtale om tilrettelegging for et sunnere kosthold. I denne avtalen inngikk det et punkt der partene forpliktet seg til å jobbe for å øke befolkningens inntak av fisk og sjømat med 20% fram mot 2021. I mars 2018 lanserte Norges sjømatråd en kampanje kalt «3 i uka», som var særlig rettet mot dem mellom 18-40 år. Dette var et konkret tiltak for å motvirke denne generasjonseffekten man hadde observert. Gjennom denne kampanjen ønsket man å få sjømaten høyere opp i bevisstheten hos konsumentene ved å vise et større spekter av sjømatprodukter. Dette gjøres blant annet gjennom nettsiden 3iuka.no, der det er et stort utvalg med oppskrifter for å inspirere flere til å velge fisk i en travel hverdag.

Teknologi

Det er i dag stort behov for nyvinninger innen laksebransjen da slaktevolumet har stått stille siden 2012, i tillegg til at næringen på flere måter har stagnert i den teknologiske utviklingen. Ut ifra et bærekraftperspektiv opererer bransjen på full kapasitetsutnyttelse. Myndighetene er dermed forsiktige med å gi ut nye konsesjonskapasitet og mange aktører har allerede problemer med å utnytte de lisensene de allerede har. Dagens kapasitet er et resultat av teknologi og reguleringer. For å stimulere til å teste og å ta i bruk ny teknologi innen lakseoppdrett belønnes dette av staten gjennom svært billige konsesjoner. Dagens teknologi innen lakseoppdrett er i hovedsak knyttet til mer effektiv produksjon og redusering av kostnader. Redusering av sannsynligheten for lakselus vil spille en sentral rolle. Her blir digitalisering i form av kunstig intelligens og big data være svært interessant fremover. Salmar har eksempelvis i samarbeid med Kongsberg Maritime, SINTEF og NTNU utviklet et nytt havbasert oppdrettsanlegg. Etter planen skal kostnader knyttet til lakselus reduseres med 50%, der nå metoden for avlusning skjer kontinuerlig i en avlusningstank i forhold til den tradisjonelle («batchvise») metoden. Dette vil sikre en nøyaktig dose medikamenter og dermed redusere utslippet i forbindelse med avlusningen med 100%, noe som er svært viktig med tanke på bærekraftig produksjon. På dette nye anlegget vil det være 20 000 sensorer som jobber opp mot big-data og kunstig intelligens for å forstå fisken, miljøet og samspillet mellom disse to bedre. Digitalisering vil også kunne føre til bedre effektivitet i enkeltprosesser, som at man kan ta i bruk landbasert foring i stedet for fra merdekanten. Dette vil kunne spare lønnskostnader. I «det store bildet» vil ikke sparte lønnskostnader ha en stor betydning, men det viser hvor viktig det vil bli for oppdrettsselskapene å henge med på den digitale utviklingen.

Grieg Seafood har de siste årene satset tungt på å få ned kostnader i forbindelse med produksjon. Siden 2007 har selskapet bygget anlegg for ferskvannsresirkulering på smoltanleggene. Dette er beskrevet nærmere i VRIO-analysen.

Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer spiller en stor rolle innenfor oppdrettsnæringen. Som nevnt ovenfor er det stort fokus på bærekraftig produksjon og ifølge norske lov skal norske oppdrettsselskaper ta hensyn til det lokale økosystemet og miljøet. De største bekymringene er i hovedsak knyttet til lakselus, rømt oppdrettslaks og utslipp. Grunnet økt produksjon i oppdrettsnæringen har dette ført til at det utvikles mer lakselus nå enn tidligere. Lakselus fører til redusert overlevelse, vekst og i verste fall utryddelse av laksebestander. Dette resulterer i store tap for oppdrettsselskapene. Det jobbes kontinuerlig med tiltak for å bekjempe og forebygge dette problemet.

Oppdrettslaks som rømmer fra merdene kan ha stor påvirkning for villaksen. Genetisk er vill- og oppdrettslaks forskjellig. Genene som villaksen har er tilpasset hver enkelt elv og disse er i fare for å bli vannet ut hvis den gyter seg med for mye oppdrettslaks. Dette kan føre til dårligere utsikter for overlevelse. I tillegg har Havforskningsinstituttet i 2016 kommet med påstander om at smittet oppdrettslaks som rømmer kan utgjøre en reell smittefare for villaksen. Dette forskes fremdeles på og kan føre til strengere reguleringer og lover ved negative funn.

Utslipp i forbindelse med bekjempelse av lakselusa er også en faktor oppdrettsnæringen må ta på alvor. Det lokale økosystemet og spesielt krepsdyrene rundt anleggene blir påvirket negativt av de giftige kjemikaliene som brukes for å bekjempe lakselusen. Resistente lakselus som ikke lenger lar seg påvirke av kjemikaliene som brukes er enda en grunn til bekymring. Derfor blir det viktig for hele oppdrettsnæringen å jobbe med innovative løsninger og ny teknologi for å fortsette produksjonen på en mest mulig bærekraftig måte.

Global Salmon Initiative (GSI) består per dags dato av 12 selskaper som står for rundt 50% av den totale produksjonen av laks. Medlemmene forplikter seg til åpenhet og samarbeid og skal jobbe for å motvirke negativ miljøpåvirkning. Grieg Seafood er et aktivt medlem og ble i 2015 Co-Chair som var et toårig engasjement.

Juridiske faktorer

Som nevnt tidligere har selskapet per dags dato 20 konsesjoner i Rogaland, 27 konsesjoner i Finnmark, 22 konsesjoner i British Columbia og 17 anlegg på Shetland. En konsesjon er en tillatelse fra myndighetene for å drive med oppdrett, og en grense for oppdrettsselskapene på

hvor mye de kan produsere ut ifra hvor mange konsesjoner de har. Standardtillatelsen per konsesjon er nå på 945 tonn i Troms og Finnmark og på 780 tonn ellers i Norge. Nye konsesjoner er viktig for videre vekst. Tildelingsprosessen er søknadsbasert og tillatelsene på matfisk er antallsbegrenset. Det er Næring- og fiskeridepartementet som kontrollerer og bestemmer hvor mange konsesjoner som skal gis ut. De siste årene har bærekraft og miljø vært svært viktig med tanke på tildeling av nye konsesjoner. Grønne konsesjoner skal ta hensyn til miljøutfordringer som lakselus og utslipp i forbindelse med dette, i tillegg til rømming av fisk fra oppdrettsanleggene. Oppdrettsselskaper som søker og får innvilget grønne konsesjoner forplikter seg etter forskriften i akvakulturloven å ta i bruk ny teknologi eller driftsmåter som skal bistå til en bærekraftig produksjon. I 2014 fikk Grieg Seafood tildelt 4 grønne konsesjoner i Finnmark.

3.3 VRIO

Volberda og Elfring (2001) fremhever betydningen av virksomheters ressurser og utviklingen av virksomhetens ressursgrunnlag i strategisk arbeid. Det viktigste de trekker frem er kjernekompetanse. Trekk som kjennetegner kjernekompetanse er:

1. Egenskaper og ressurser virksomheten baserer sine konkurransefortrinn på.
2. Kjernekompetanse endres langsommere enn nye innovasjoner innen produktlinjen eller tjenester.
3. Kjernekompetanse kommer som et produkt av kollektiv læring innad i virksomheten.

Selv om det er en vanskelig oppgave for bedrifter å identifisere og kartlegge deres interne ressurser er det særs viktig.

Vi benytter oss av VRIO-modellen for å analysere de interne ressursene til Grieg Seafood. Denne modellen er utviklet av Barney (1997) og vi skal her diskutere om disse ressursene fører til varige konkurransefortrinn. Modellen går ut ifra om bedriften har ressurser som er verdifulle, sjeldne, imiterbare og om selskapet er organisert på en strukturert nok måte til å maksimere utnyttelsen av fortrinnene.

Verdifull	Sjelden/unik	Imiterbar	Utnyttet av organisasjonen	Konkurransmessige implikasjoner	Økonomiske resultater
Nei			Nei	Negativt konkurransefortrinn	Under normalt
Ja	Nei			Konkurranseparitet	Normal
Ja	Ja	Nei		Midlertidig konkurransefortrinn	Over normalen
Ja	Ja	Ja	Ja	Betydelige konkurransefortrinn	Over normalen

Tabell 3.1: VRIO-rammeverket

Verdifull

Grieg Seafood har en helintegrert verdikjede på alle deres fire anlegg i de fire regionene. Dette vil si at de på hvert anlegg produserer fisk fra rogn til fullbåren slaktefisk i samme region, og kan dermed drive en kostnadseffektivisering i prosessene sine. De kan enklere optimalisere kostnader og som et resultat av dette kan de legge seg på en lavere pris. De kan skape merverdier i alle deler av fiskeproduksjonen.

Grieg Seafood har datterselskaper som står for alt fra produksjon til slag av laks og resultater av dette vil være ringvirkninger i form av potensielle kostnadskutt innad i de ulike leddene som igjen baner vei for større og integrerte systemer og flere anlegg. En annen fordel ved å ha hele produksjonen innad i bedriften er den forhandlingsmakten bedriften da kan utnytte til sin fordel.

Sjelden

Spørsmålet her er om de interne ressursene til Grieg Seafood kan anses som sjeldne, da i forhold til konkurrentene sine.

Da laks kan anses som et homogent produkt hvor produktene er relativt standardiserte vil det som gir størst merverdi og da det som vil være mest gunstig å satse på være en effektiv produksjon. Laksenæringen bruker i stor grad samme teknologi, men Grieg Seafood startet i 2007 bygging av toppmoderne ferskvannsresirkuleringssystemer på alle deres smoltanlegg. Denne strategien medførte en lang periode med store investeringer som igjen har gitt gode resultater. De bruker mindre strøm til oppvarming og får i tillegg muligheten til å forstørre smoltanleggene deres da de nye smoltanleggene kun trenger 1% ferskvann sammenliknet med det tradisjonelle «gjennomstrømningsanleggene». De formidler selv på deres sider at den største økonomiske gevinsten av denne investeringen ligger i at varmetapet blir minimalisert. Dette er en viktig ressurs da anleggene til Grieg Seafood befinner seg i nordlige, kalde strøk. Dette er et materielt konkurransefortrinn som Grieg Seafood må utnytte. Dette konkurransefortrinn vil dog ikke være evig. Materielle konkurransefortrinn har lett for å bli imitert av konkurrenter.

Imiterbart

Grieg Seafood er et stort lakse-firma og som tidligere nevnt er laksenæringen og generelt hele oppdrettsnæringen ganske lik. For å skaffe seg vedvarende konkurransefortrinn er det viktig at konkurransefortrinnene ikke er lett imiterbare. De nye ferskvannsresirkuleringssystemene til Grieg Seafood vil være et konkurransefortrinn nå, men i fremtiden vil det være relativt enkelt for konkurrenter å skaffe seg liknende teknologi.

Det er derfor essensielt at Grieg Seafood har ressurser som intellektuell kapital og dette innebærer menneskelige ressurser. Fysiske og monetære ressurser har nemlig lett for å bli imitert.

Organisert

Grieg Seafood ble grunnlagt I 1992 og har siden den gang stadig utvidet og utviklet seg. Med sine fire oppdrettsanlegg i Finnmark, Rogaland, Shetland og British Columbia samt datterselskaper som tar seg av smolt og salg. Vi mener bedriften er strukturert og organisert på en sånn måte da det gir Grieg Seafood kontroll over alle ledd i handelen, dette gir dem kostnadsfrihet og gjør at de kan minske kostnader innenfor hvert ledd da de selv har full oversikt over hva som foregår i de ulike organisasjonene. Dette gir stordriftsfordeler, og i en så homogen bransje som laksenæringen er slike fordeler av ytterste viktighet.

3.4 SWOT-analyse

SWOT-analysen (strengths, weaknesses, opportunities, threats) tar utgangspunkt i eksterne og interne faktorer som vil påvirke selskapet og vil i utgangspunktet være en oppsummering av de andre modellene ovenfor. Dette gjøres for å danne et bilde på hva slags posisjon Grieg Seafood har i markedet i dag.

Styrker

Vi anser det faktum at Grieg Seafood innehar hele verdikjeden på alle deres fire oppdrettsanlegg som en klar styrke. Dette gjør at den marginen som ellers ville gått til andre mellomaktører, blir igjen i konsernet. I tillegg til det økonomiske aspektet, eliminerer dette også usikkerheten samarbeidspartnere medfører. Grieg Seafood er i en posisjon der de selv kontrollerer hele produksjonen fra begynnelse til slutt, uten og måtte forholde seg i noen betydelig grad av andre aktører.

Grieg Seafood har også forskjellige oppdrettsanlegg som er lokalisert i Finnmark, Rogaland, British Columbia i Canada og på Shetland. Denne geografiske spredningen kan ses på som en styrke i den forstand at det reduserer risikoen for f.eks. lokale sykdommer og ekstremvær i disse områdene. Dette er en form for diversifisering som gjør selskapet mer robust, i tilfelle uforutsette hendelser skulle forekomme.

Grieg Seafood har også satt seg som mål å ha et årlig slaktevolum på 100 000 tonn fisk innen 2020. Dette er en indikasjon på at selskapet fortsatt har ledig kapasitet og en fortsatt mulighet for vekst. Målet på 100 000 tonn kan muligens ses på som et litt optimistisk mål, men selskapet har hatt en god og jevn vekst de siste årene.

Svakheter

Interne svakheter i Grieg Seafood kan være, som vi har diskutert, at de har vanskelig for å opparbeide seg konkurransefortrinn foran de andre selskapene. Dersom de skaffer seg et fortrinn, vil dette fort bli etterlignet av de andre selskapene. Samtidig står Grieg Seafood

ovenfor problemer knyttet til oppdrettet av laks. Ifølge Mikael Frödin ville ingen ha spist laksen han tok bilde av i Grieg Seafood sitt oppdrettsanlegg i Altafjorden. (TV2, 2018). Videre fremkommer det at «Synet som møtte oss i merden var 70 000 slakteklare laks. Laksen var deformert, flere hadde åpne sår og soppinfeksjon var utbredt, sier Frödin.» Dersom Grieg Seafood ikke klarer å gjøre noe med dette problemet, kan dette bli en stor svakhet for selskapet. Videre diskuterte vi i PESTEL-analysen at et stort problem for laksenæringen er at laks rømmer fra merdene, og påvirker miljøet rundt. Dette er også en svakhet internt i Grieg Seafood, men det er noe de prøver hardt å unngå. Vi har også sett at lakselus er en stor svakhet oppdrettsnæringen, og nå som lusene utvikler resistens mot de kjemiske midlene som benyttes for å kvitte seg med dem, blir dette en enda større svakhet for Grieg Seafood. Mange av disse svakhetene er imidlertid noe som gjelder laksenæringen som en helhet, og ikke kun Grieg Seafood, men det er allikevel viktig å notere seg.

Muligheter

Det er ingen tvil om at laks vil bli et viktig produkt for fremtiden i norsk næringsliv. Etterspørselen er sterk og vil trolig fortsette slik i årene fremover ettersom laks er og vil bli en viktig mat- og proteinkilde. Norskprodusert laks blir sett på som et relativt produkt. Store nasjoner som for eksempel Kina viser stor interesse og vil bli viktig for Grieg Seafood fremover. Som nevnt vil nye konsesjoner være viktig for videre vekst. Grieg Seafood har investert i ny teknologi som vil bidra til en mer effektiv og bærekraftig produksjon. Dette vil gjøre det lettere å få tildelt nye konsesjoner i fremtiden. En svak kronekurs vil også være gunstig for Grieg Seafood i fremtiden da dette vil resultere i bedre inntjening ved eksport.

Trusler

Trusler er noe enhver bedrift må ta hensyn til i hvilken som helst bransje. For Grieg Seafood er det intet unntak. En potensiell oljeskatt er noe hele laksebransjen frykter. Den vil påvirke bunnlinjen til enhver laksebedrift. Denne ekstrabeskatningen vil føre til lavere overskudd som igjen vil føre til mindre overskuddskapital til potensielt lønnsomme investeringer. Økt miljøfokus er noe som går igjen i disse dager. Hvordan vil Grieg Seafood stå i forhold til restene av konkurrentene deres om det innføres strenge miljøtiltak? Dette er noe Grieg Seafood må jobbe for å være forberedt på. En økt oljepris vil i og for seg også være en trussel

for Grieg Seafood. De siste årene har Grieg Seafood dratt nytte av en synkende oljepris samt en stigende laksepris. Disse prisene har korrelert negativt med hverandre. Noe som var ekstremt lønnsomt for Grieg Seafood og resten av bransjen. Dette kan fort snu. I tillegg til dette vil trusler innebære eksterne handelsreguleringer som kan oppstå. Dette kan gjøre at de ikke får selge laksen sin til dem de skulle ønske, dette sammen med den politiske risikoen som allerede ligger i eksportmarkedet, eksempelvis Kina, er noe Grieg Seafood må ta hensyn til i fremtiden.

<u>Intern analyse</u>	
Sterke sider	Svake sider
Verdikjeden	Lakselus
Spredt geografisk lokalisering	Opprettholde konkurransefortrinn
Muligheter for vekst	Rømming av laks
	Sykdommer
<u>Ekstern analyse</u>	
Muligheter	Trusler
God etterspørsel	Miljøfokus
Nye konsesjoner	Handelsreguleringer
Svak kronekurs	Politisk risiko i eksportmarkedet
Ny teknologi	Konkurranse
	«oljeskatt»

Tabell 3.2 SWOT-analyse

De strategiske analysene legger et viktig grunnlag for den finansielle analysen. Ut ifra den strategiske analysen vil vi lettere kunne drøfte hva slags variabler som er fornuftige å bruke i blant annet avkastningskravet (mest relevant er aksjebeta) og et anslag av fremtidig vekst for selskapet som vi bruker i terminalverdien.

4 Regnskapsanalyse

4.1 Innledning

For å få et innblikk i hvordan den økonomiske situasjonen er i Grieg Seafood samt få et innblikk i hvordan den økonomiske utviklingen har vært skal vi foreta en regnskapsanalyse. Hovedfokuset vårt vil være på den eksterne regnskapsanalysen. Vi benytter oss av offentlige årsrapporter. Våre analysere vil basere på regnskap fra 2013 til 2018.

I regnskapsanalysen vil vi fokusere på nøkkeltall innenfor lønnsomhet, finansiering og soliditet og likviditet. Til slutt i analysen vil vi foreta en bransjesammenlikning. Dette gjør vi for å vise hvordan Grieg Seafood gjør det sammenliknet med sine konkurrenter i samme bransje. Bransjesammenlikningen baserer seg på gjennomsnittet av fire store konkurrenter til Grieg Seafood, altså SalMar ASA, Lerøy ASA, Marine Harvest ASA og Norway Royal Salmon ASA (NRS)

Regnskapstall er hentet fra årsrapporter til Grieg Seafood fra 2013-2017. I 2018 måtte vi benytte oss av Q4-rapporten til Grieg Seafood ASA. Vi benytter oss av konsernregnskapet for å kalkulere nøkkeltallene.

4.2 Lønnsomhet

Lønnsomheten gir oss et bilde på Grieg Seafoods evne til å skape overskudd. Dette er en sentral evne selskaper trenger for å overleve. Vi velger å se på 6 ulike nøkkeltall som kan fortelle oss noe om lønnsomheten til Grieg Seafood.

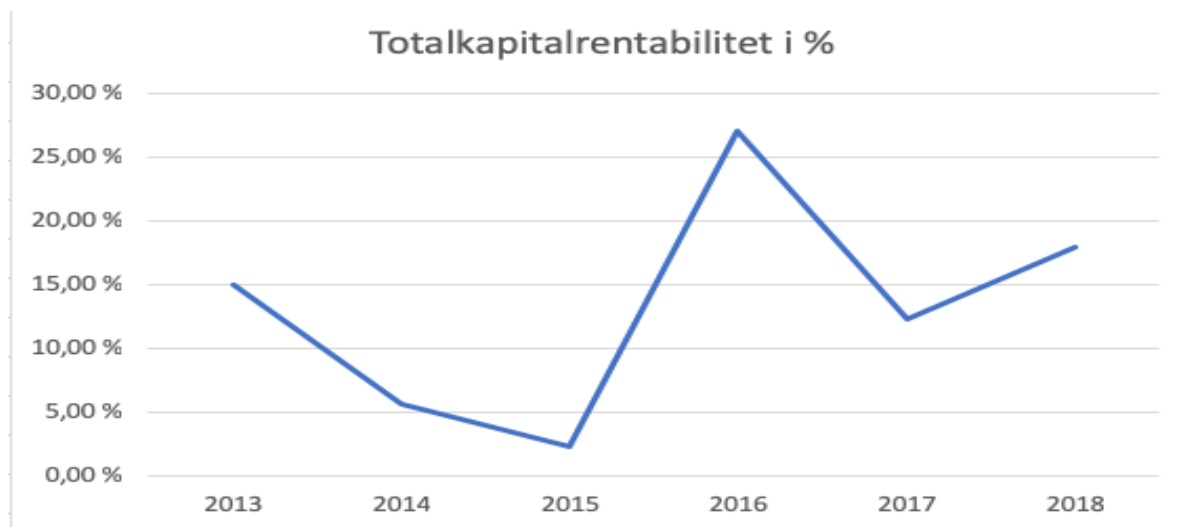
4.2.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten forteller noe om avkastningen av Grieg Seafoods totalkapital. Nøkkeltallet avhenger av totalkapitalens omløpshastighet og bedriftens resultatgrad.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig sum eiendeler}}$$

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Totalkapitalrentabilitet	15,04%	5,55%	2,26%	27,02%	12,28%	17,96%

Tabell 4.2.1: Totalkapitalrentabilitet, GSF ASA, (2013-2018)



Figur 4.2.1: Totalkapitalrentabilitet for GSF ASA (2013-2018)

Som vi ser av figuren har totalkapitalrentabiliteten steget de siste to årene fra 2,26% til henholdsvis 27,02%, 12,28% og 17,96%. Dette vil vi si er en relativt god totalkapitalrentabilitet. Det som vil være av interesse er om Grieg Seafood har en høyere eller lavere rentabilitet enn resten av bransjen.

4.2.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten forteller oss om lønnsomheten til investert kapital. (før/etter skatt) Det er mest hensiktsmessig å se på egenkapitalrentabiliteten etter skatt for å finne ut hvor høy/lav avkastning som faktisk kommer eierne til gode.

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

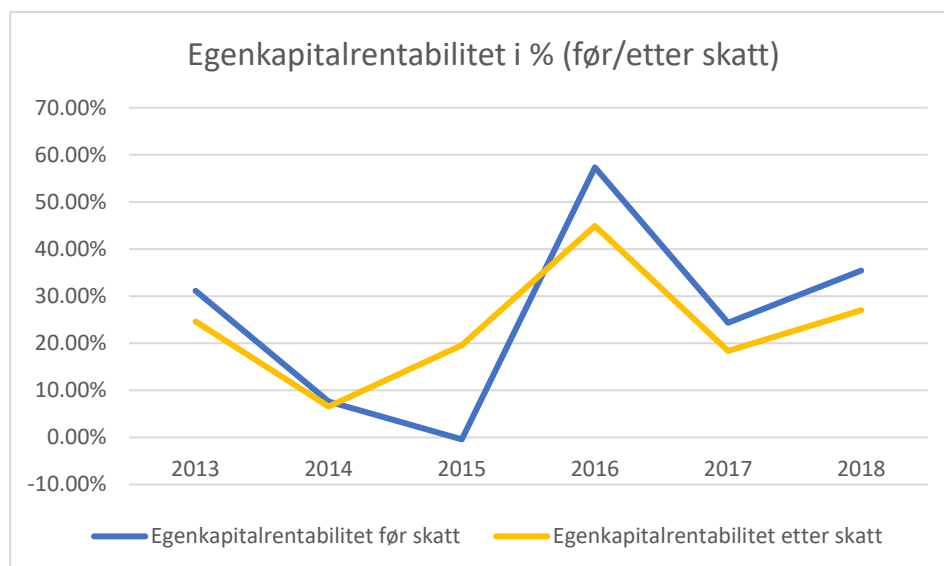
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalrentabilitet før skatt	31,12 %	7,64 %	-0,41 %	57,33 %	24,36 %	35,44 %

Tabell 4.2.2 Egenkapitalrentabilitet før skatt, GSF ASA, (2013-2018)

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

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	24,62 %	6,56 %	19,58 %	44,90 %	18,33 %	26,98 %

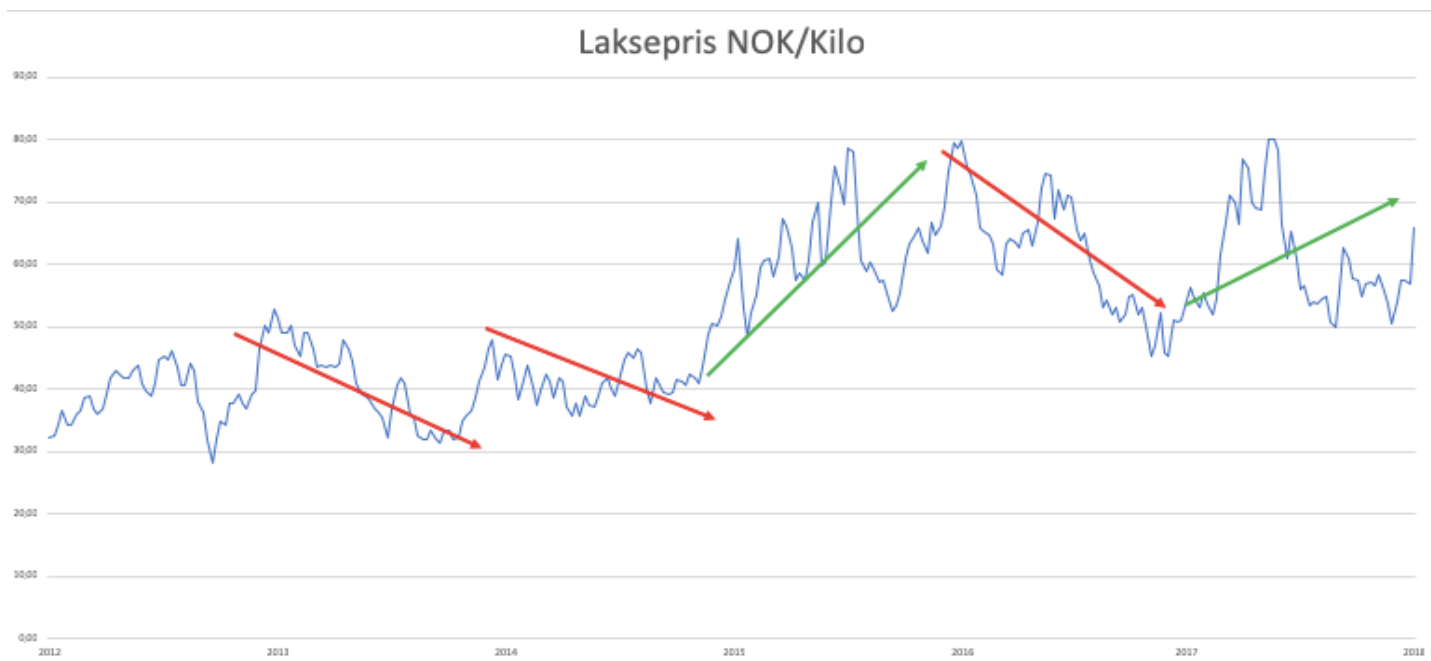
Tabell 4.2.3 Egenkapitalrentabilitet før skatt, GSF ASA, (2013-2018)



Figur 4.2.2: Egenkapitalrentabilitet før/etter skatt i % (årstall pr 31.12)

Vi ser av dataene at det er relativt store svingninger fra år til år. Fra 2015 til 2016 ser vi et voldsomt byks i egenkapitalrentabiliteten. Før skatt stiger den fra (- 0,41%) til 57,33%. Dette skyldes i hovedsak økningen i salgsinntekter med hele 42%. Svingningene i egenkapitalrentabiliteten ser vi på som normalt da lakseprisen svinger mye også. Som vi ser av grafen under. Årstallene er per 31.12.

Vi ser grafene krysser hverandre, dette skyldes at i 2015 gikk Grieg Seafood i et underskudd og fikk dermed en negativ skattekostnad. Dette fører til at egenkapitalrentabiliteten etter skatt er høyere enn før skatt i 2015. I 2018 ser vi lakseprisen stige noe, og dette viser seg også i egenkapitalrentabiliteten, som vi ser i figur 4.2.2.



Figur 4.2.3 Laksepris år til år med streker som indikerer bevegelsen til nøkkeltall. Kilde: Fishpool og graf laget av Ole Rye Holmboe.

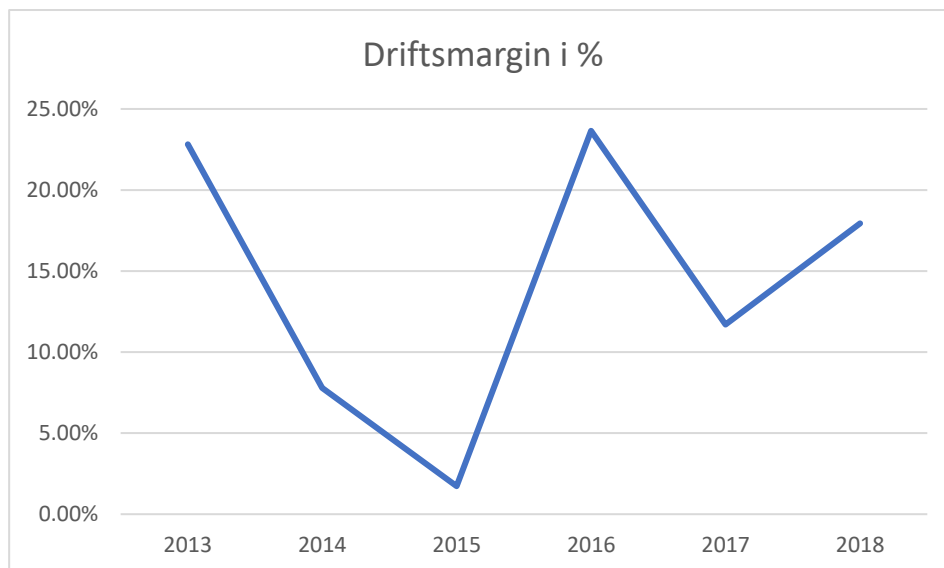
4.2.3 Driftsmargin

Driftsmargin er et nøkkeltall som brukes for å beskrive hvor stor andel av hver omsatt krone bidrar til driftsresultatet.

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

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsmargin i %	22,82 %	7,78 %	1,73 %	23,65 %	11,70 %	17,94 %

Tabell 4.2.4: Driftsmargin i %, GSF ASA, (2013-2018)



Figur 4.2.4: Driftsmargin i %, GSF ASA, (2013-2018)

Fra figur 5.2.4 ser vi at driftsmarginen varierer kraftig fra år til år, den er dog positiv alle de siste 5 årene. Vi ser at fra 2015 har driftsmarginen økt kraftig til 2016, resignert noe i 2017 og tilbake opp i 2018. Igjen ser vi hvordan lakseprisen bestemmer hvordan grafen beveger seg. Figur 5.2.3 viser oppgang og nedgang i lakseprisen fra år til år fra 2013 til 2018 og her ser vi igjen en viss korrelasjon mellom lakseprisen og driftsmarginen.

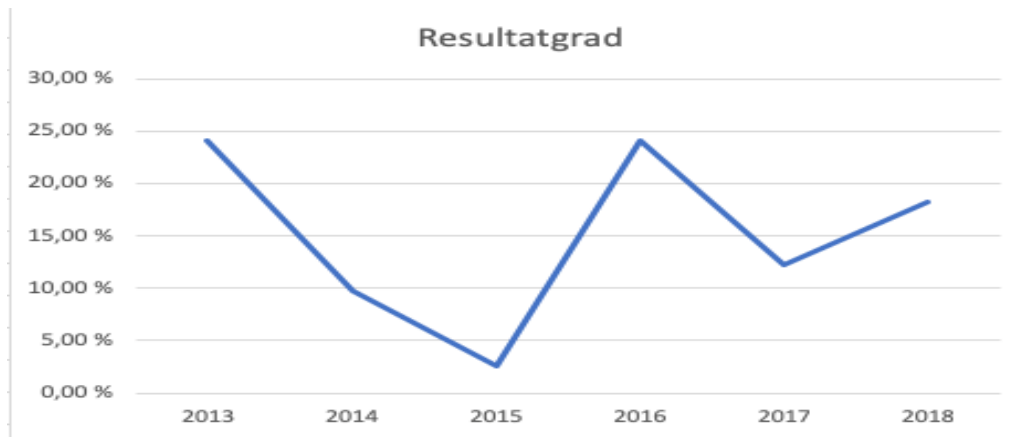
4.2.4 Resultatgrad

Resultatgrad, i likhet med driftsmarginen viser hvor stor andel av hver omsatt krone som bidrar til driftsresultatet, samt videre profitt. I motsetning til driftsmarginen inkluderer resultatgraden finansposter.

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

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Resultatgrad	24,14%	9,73%	2,60%	24,10%	12,31%	18,32%

Tabell 4.2.5: Resultatgrad i %, GSF ASA, (2013-2018)



Figur 4.2.5: Resultatgrad i %, GSF ASA, (2013-2018)

Resultatmarginen er ikke overaskende meget lik driftsmarginen. Den er noe høyere grunnet inkluderingen av finansinntekter. Det gir et bedre bilde på hvordan hele bedriften sin margin er fremfor kun driften. Grieg Seafood opplever nedgang frem til 2015 før det drar seg oppover i 2016. I 2017 ble det noe lavere resultatgrad før den stiger i 2018 igjen.

4.2.5 Oppsummering lønnsomhet

Lønnsomheten til Grieg Seafood er meget god, vi ser av nøkkeltallene at de i 2016, 2017 og 2018 har gjort det særst bra. Dette kommer med en stigende laksepris. Vi har sett at resultatet til Grieg Seafood korrelerer med lakseprisen da lønnsomheten til Grieg Seafood avhenger kraftig på lakseprisen. Ved verdivurdering av Grieg Seafood ser vi på lønnsomhet som en viktig forutsetning for at selskapet skal overleve på lengre sikt. God lønnsomhet gjør oss tryggere på videre verdivurdering da fremtidige utbyttebetalinger og fremtidig vekst avhenger av at selskapet er lønnsomt.

4.3 Finansiering og soliditet

I dette delkapittelet skal vi se på hvordan Grieg Seafood ASA har finansiert sine eiendeler, om det er gjennom egenkapital eller langsiktig eller kortsiktig gjeld. Vi skal også se hvor godt selskapet er i stand til å tåle tap uten at dette går ut over deres egenkapital, og hvor godt de kan håndtere finansielle problemer.

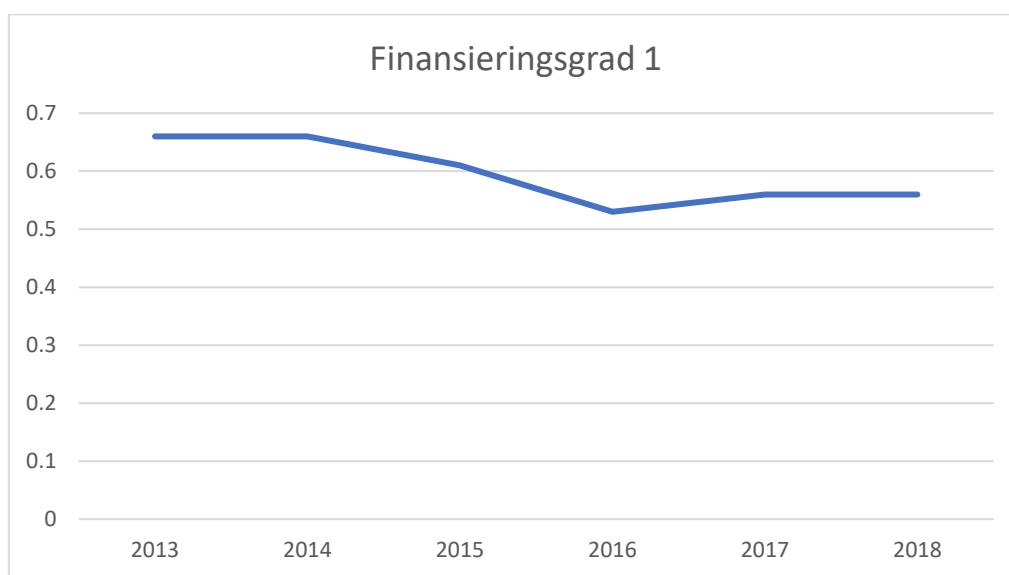
4.3.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 forteller i hvilken grad anleggsmidlene til et selskap er finansiert ved hjelp av langsiktig gjeld og/eller egenkapital. Dette nøkkeltallet skal helst ha en verdi på under 1, fordi dersom tallet er høyere enn 1 vil det si at man har finansiert anleggsmidlene sine ved hjelp av kortsiktig gjeld. Dette kan skape problemer ettersom man trolig ikke har midlene til å betjene det kortsiktige lånet. Formelen for Finansieringsgrad 1 er:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig gjeld} + \text{Egenkapital}}$$

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Finansieringsgrad 1	0,66	0,66	0,61	0,53	0,56	0,56

Tabell 4.3.1: Finansieringsgrad 1, GSF ASA, (2013-2018)



Figur 4.3.1: Finansieringsgrad 1, GSF ASA, (2013-2018)

Grieg Seafoods finansieringsgrad 1 har holdt seg stabilt under 1 som er et godt tegn på at anleggsmidlene deres er langsiktig finansiert. I perioden 2013 til 2016 har finansieringsgrad 1 hatt en nedadgående kurve, noe som er et godt tegn som tyder på at enda mer av omløpsmidlene også finansieres av langsiktig kapital. I 2017 og 2018 var dette tallet noe høyere, men fortsatt godt under 1.

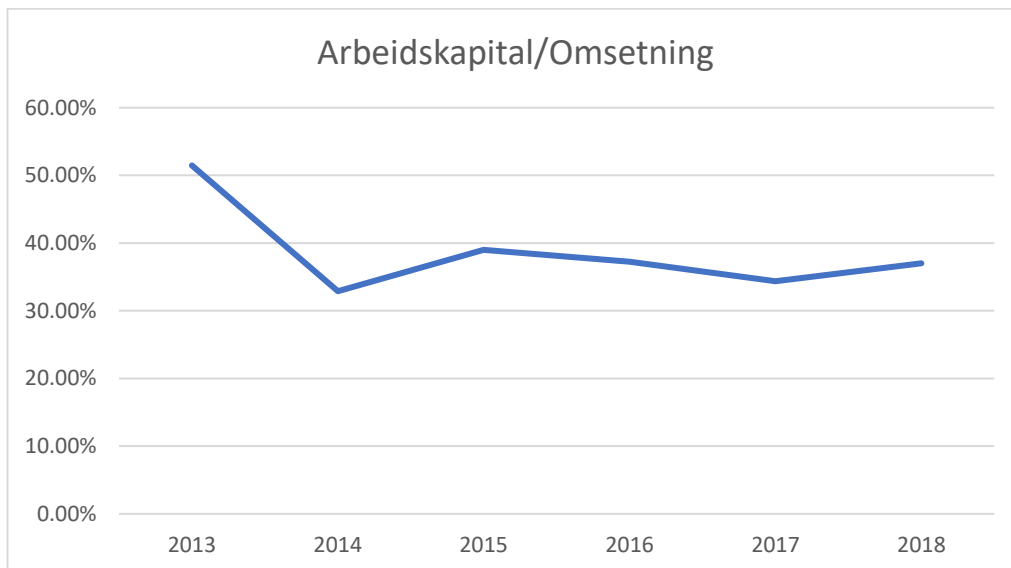
4.3.2 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er den kapitalen et selskap har tilgjengelig til å betjene løpende kostnader, ikke bestående av kortsiktig gjeld. Arbeidskapitalen regnes ut ved å trekke kortsiktig gjeld fra omløpsmidlene. Det at arbeidskapitalen er positiv betyr at noe av omløpsmidlene er finansiert ved hjelp av langsiktig gjeld eller egenkapital, noe som er positivt. Dersom arbeidskapitalen derimot er negativ vil dette si at noe av anleggsmidlene er finansiert ved hjelp av kortsiktig gjeld. Ifølge finansleksikonet.no bør dette utgjøre 10-15% av selskapets omsetning. Formelen for arbeidskapital er:

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

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Arbeidskapital	1 237 485	1 348 399	1 797 601	2 436 479	2 405 260	2 775 844
Arbeidskapital/Omsetning	51,47 %	32,89 %	39 %	37,23 %	34,38 %	37,01 %

Tabell 4.3.2: Arbeidskapital, GSF ASA, (2013-2018)



Figur 4.3.2: Arbeidskapital, GSF ASA, (2013-2018)

Arbeidskapitalen til Grieg Seafood har hatt noe økning i perioden fra 2014 til 2018. I 2018 lå arbeidskapitalen på 37,01 % av selskapets totale omsetning, noe som regnes som bra.

Arbeidskapitalen har hatt en jevn stigning fram til 2016, og en liten nedgang fra 2016-2017, men tilbake opp igjen i 2018. Dette viser at økte deler av selskapets omløpsmidler er

finansiert gjennom langsiktig kapital, noe som er et godt tegn for Grieg Seafood ASA.

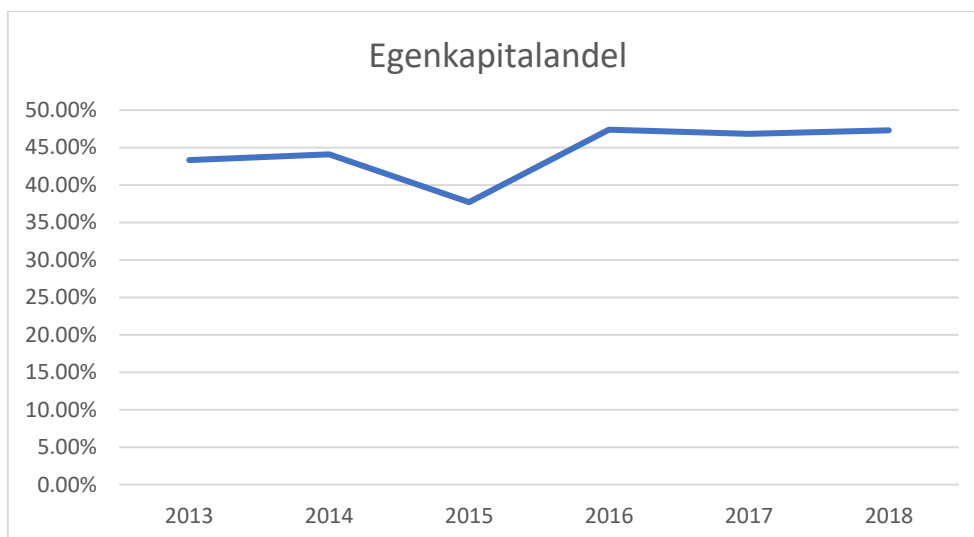
4.3.3 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen forteller hvor mye av totalkapitalen til et selskap som består av selskapets egenkapital. Det regnes i utgangspunktet som svært positivt å ha en høy egenkapitalandel ettersom dette betyr at selskapet har ressurser til å takle økonomisk krevende tider, og det gir signaler utad til kreditorer om at selskapet har ressursene til å betjene gjeld. Det betyr også at selskapet har gode muligheter til å investere i nye prosjekter dersom mulighetene byr seg. På den andre siden vil en for høy egenkapital bety at selskapet unngår å investere i nye prosjekter, som kan resultere i lav avkastning for investorene. Formelen for egenkapitalandel:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalandel	43,32 %	44,07 %	37,70 %	47,38 %	46,81 %	47,31 %

Tabell 4.3.3: Egenkapitalandel i %, GSF ASA, (2013-2018)



Figur 4.3.3: Egenkapitalandel i %, GSF ASA, (2013-2018)

Egenkapitalandelen i Grieg Seafood har holdt seg relativt stabil i perioden, og ligger hele tiden over grensen på 10-15%, noe som er et godt tegn. Grafen viser at selskapet har gode muligheter for investeringer i potensielle prosjekter. Det er også gode muligheter for å låne ytterligere resurser dersom det skulle være nødvendig.

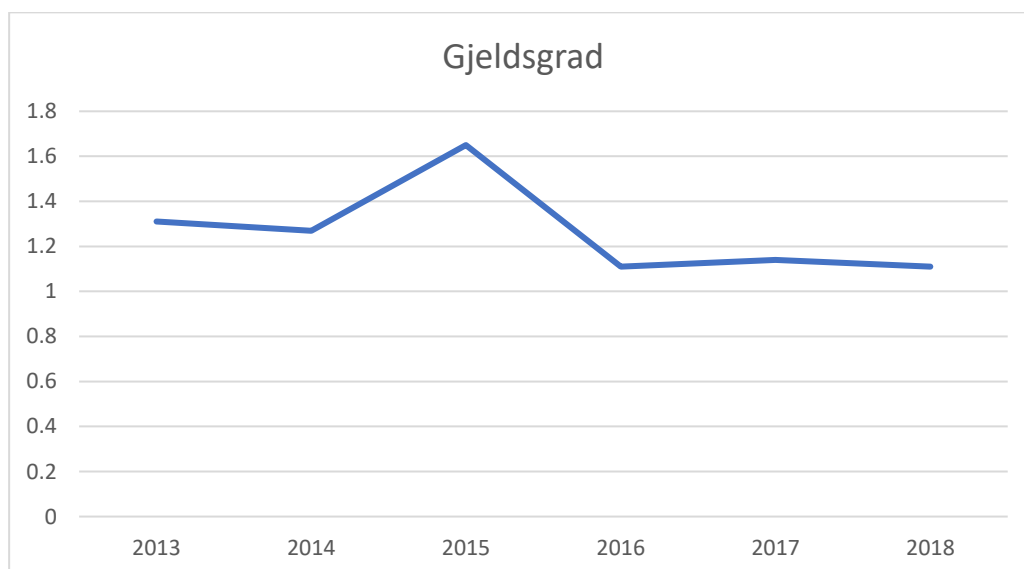
4.3.4 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden har som funksjon å forklare sammenhengen mellom gjeld og egenkapital. Nøkkeltallet viser forholdet mellom egenkapital som er finansiert av utenforstående, og kapital som er finansiert av eierne (finansleksikon, 2018). En lav gjeldsgrad indikerer at det gitte selskapet er solid, og at gjelden er relativt lavere enn andelen av totalkapitalen som består av egenkapital. Formelen for gjeldsgrad:

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

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gjeldsgrad	1,31	1,27	1,65	1,11	1,14	1,11

Tabell 4.3.4: Gjeldsgrad, GSF ASA, (2013-2018)



Figur 4.3.4: Gjeldsgrad, GSF ASA, (2013-2018)

Ifølge forvalt.no er en gjeldsgrad på mellom 1-2 bra. Basert på dette målet vil jeg si at Grieg Seafood ASA har hatt en tilfredsstillende til svært bra gjeldsgrad i den målte perioden. Ved en gjeldsgrad på 1, som Grieg nærmer seg i 2016 og 2018, vil det være like mye gjeld i selskapet som det er egenkapital.

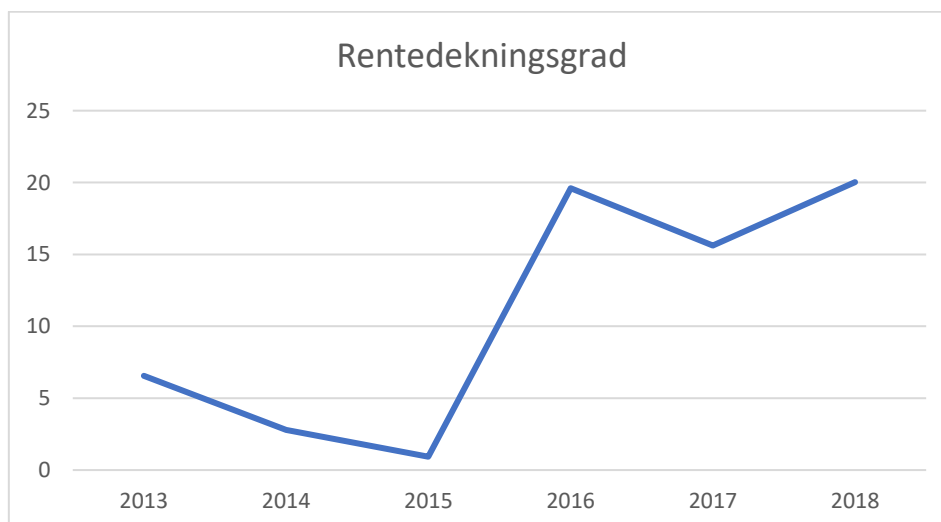
4.3.5 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden beskriver et selskaps evne til å betjene sine renteforpliktelser, og uttrykker også evnen til å påta seg økte renteforpliktelser. Rentedekningsgraden bør helst være over 3 (finansleksikon, 2018). Dersom en bedrift går inn i en periode med begrenset likviditet, er det viktig for bedriften å ha høy rentedeckningsgrad slik at de muligens kan få avdragsfrihet av bankene.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Rentekostnad}}{\text{Rentekostnad}}$$

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Rentedekningsgrad	6,55	2,79	0,93	19,61	15,62	20,03

Tabell 4.3.5 Rentedekningsgrad, GSF ASA, (2013-2018)



Figur 4.3.5: Rentedekningsgrad i %, GSF ASA, (2013-2018)

Av tallene over ser vi at Grieg Seafood i 2014 og 2015 hadde en rentedekningsgrad som var under det vi regner som bra. I 2015 var dette nøkkeltallet kun en tredjedel så høyt som vi ønsker. Fra og med har rentedekningsgraden vært mye høyere enn kravet, noe som tyder på at Grieg Seafood har gode muligheter til å betjene sine renteforpliktelser, og at de i framtiden kan ta på seg økte renteforpliktelser uten at det blir noe stort problem. Den kraftige veksten i rentedekningsgraden kommer av at resultatet før skatt har økt kraftig, samtidig som rentekostnadene har gått ned. Vi ser denne trenden fortsetter i 2018.

4.3.6 Oppsummering av finansiering og soliditet

Basert på nøkkeltallene fremkommer det at Grieg Seafood ASA har god finansiering og soliditet. Alle anleggsmidlene, samt noen av omløpsmidlene, er finansiert av langsiktig kapital. Dette viser at selskapet har finansiert eiendelene sine på en forsvarlig måte, som er et godt tegn for investorer. Egenkapitalandelen, gjeldsgraden og rentedekningsgraden tyder på svært solid drift. Samtlige av nøkkeltallene over var best i 2016 og 2017, noe som tyder på en god utvikling både innen soliditeten og finansieringen.

4.4 Likviditet

Likviditet er bedriftens betalingsevne og vi er hovedsakelig interessert i to nøkkeltall for å skaffe oss en formening om hvordan betalingsevnen til Grieg Seafood er. Vi vil sjekke i hvilken grad Grieg Seafood er kapabel til å betjene sine forpliktelser til de forfaller. Grunnen for at vi sjekke likviditeten til bedriften er også fordi vi vil få et bilde på hvor stor eller liten risikoen for at selskapet skal støte på betalingsproblemer.

4.4.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et forholdstall mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Nøkkeltallet gir oss en indikasjon på tilgangen til å skaffe midler raskt. Likviditetsgrad 1 bør ligge over 2. (Kristoffersen, 2005, s.429)

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Sum omløpsmidler}}{\text{Sum kortsiktig gjeld}}$$

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Likviditetsgrad 1	2,24	2,30	2,34	2,50	2,44	2,55

Tabell 4.4.1 Likviditetsgrad 1, GSF ASA, (2013-2018)

Grieg Seafood har en god likviditet. I alle år siden 2013 har graden ligget over 2 som indikerer god likviditet og tilgangen på rask kapital er relativt lett tilgjengelig.

4.4.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er i likhet med likviditetsgrad 1 et mål på betalingsevne av kortsiktig gjeld, men nå inkluderes ikke varelageret. Ifølge Kristoffersen (Kristoffersen, 2005 s.429) bør likviditetsgrad 2 være over 1. Da kan de selge unna alle omløpsmidlene deres foruten varelageret og den kortsiktige gjelden vil da være nedbetalt.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{(\text{Sum omløpsmidler} - \text{sum varelager})}{\text{Sum kortsiktig gjeld}}$$

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Likviditetsgrad 2	0,39	0,43	0,83	0,93	0,77	0,70

Tabell 4.4.2: Likviditetsgrad 2, GSF ASA, (2013-2018)

Vi ser at Likviditetsgrad 2 er stigende fra 2013 til 2016 med en liten nedgang i perioden 2016 til 2018. Likviditetsgrad 2 burde vært over 1, men for et lakseoppdrettsfirma tenker vi at varelageret er så essensielt for driften og likviditeten at selv om den er under 1 er ikke det nødvendigvis dårlig.

4.4.3 Oppsummering likviditet

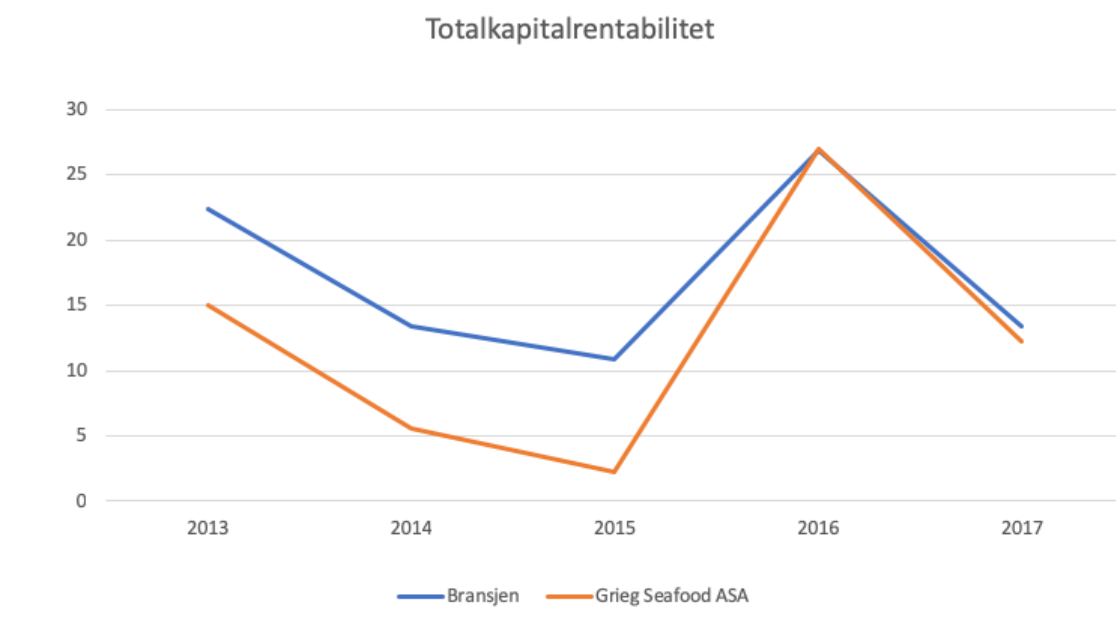
Likviditeten til Grieg Seafood betegner vi som god. Likviditetsgrad 1 er over 2. Dette sier oss at Grieg Seafood har god kontroll på likviditeten innad. Den er i tillegg stigende fra 2013 til 2018 helhetlig. Dette gir oss en indikasjon på at Grieg Seafood har en god betalingsevne, men scorer noe lavt på likviditetsgrad 2.

4.5 Bransjesammenlikning

I denne delen skal vi sammenligne noen sentrale regnskapsmessige nøkkeltall med resten av bransjen. «Bransjen» består av gjennomsnittet til de fire andre store aktørene innenfor lakseoppdrett, som er henholdsvis Norway Royal Salmon ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Salmar ASA og Marine Harvest ASA. De aktuelle nøkkeltallene som skal gjennomgås er totalkapitalrentabilitet, driftsmargin, egenkapitalrentabilitet før skatt, likviditetsgrad, egenkapitalandel og gjeldsandel. Tall er hentet fra regnskapsårene 2013-2017.

4.5.1 Totalkapitalrentabilitet

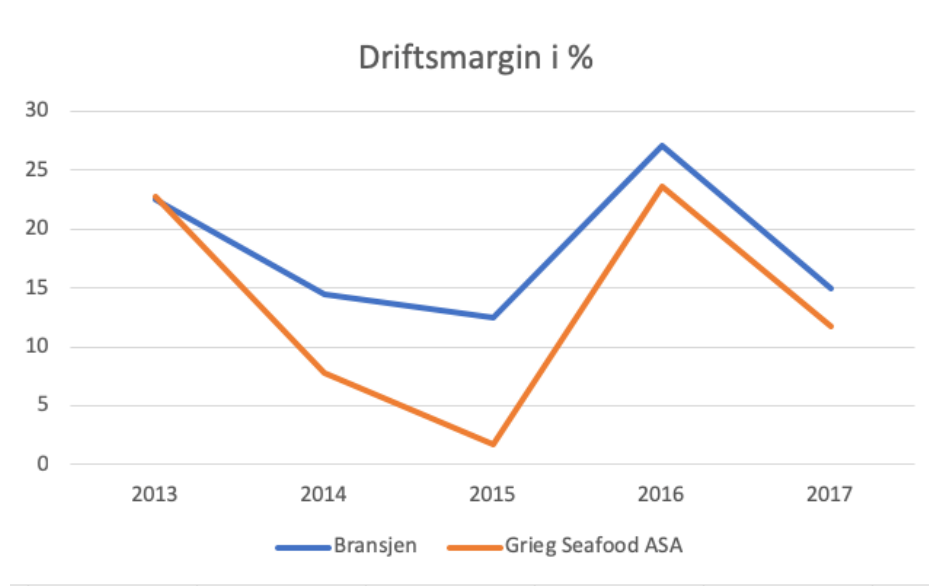
Når vi sammenligner Grieg Seafood sin avkastning på den totale kapitalen med resten av bransjen, ser vi at det er en klar sammenheng. Fram til 2016 har Grieg Seafood hatt en lavere avkastning enn resten av aktørene, men fra og med 2016 har man klart å utligne denne differansen. Det kan være en indikasjon på at Grieg Seafood har utnyttet oppgangen i bransjen på en bedre måte enn konkurrentene.



Figur 4.5.1: Totalkapitalrentabilitet i % sammenlignet med bransjen, (2013-2017)

4.5.2 Driftsmargin

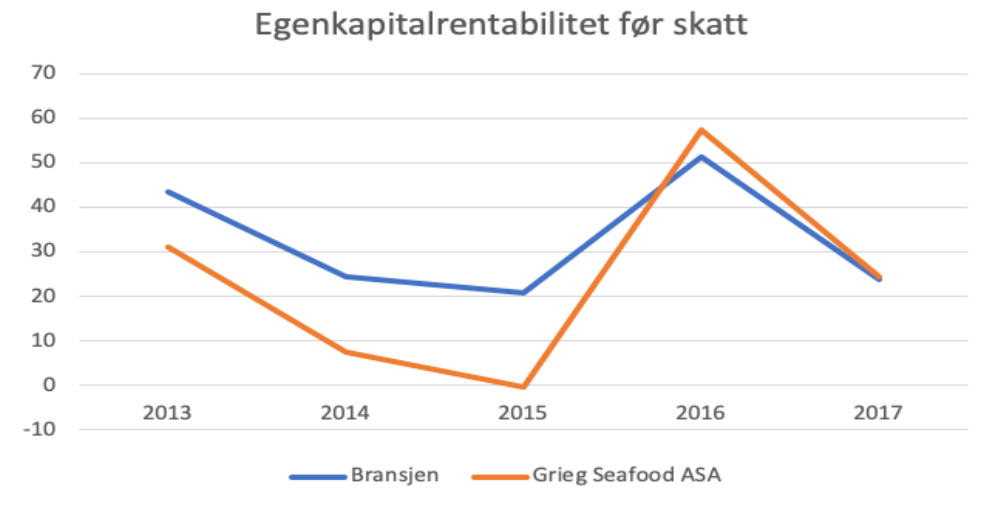
I likhet med det vi så ved total kapitalrentabiliteten, gjorde Grieg Seafood det betydelig dårligere enn konkurrentene i tidsrommet 2013-2015. Fra 2015 og fram til er dags dato er man kommet nærmere bransjegjennomsnittet, noe som indikerer at driften har bedret seg de siste årene.



Figur 4.5.2: Driftsmargin i % sammenliknet med bransjen, (2013-2017)

4.5.3 Egenkapitalrentabilitet

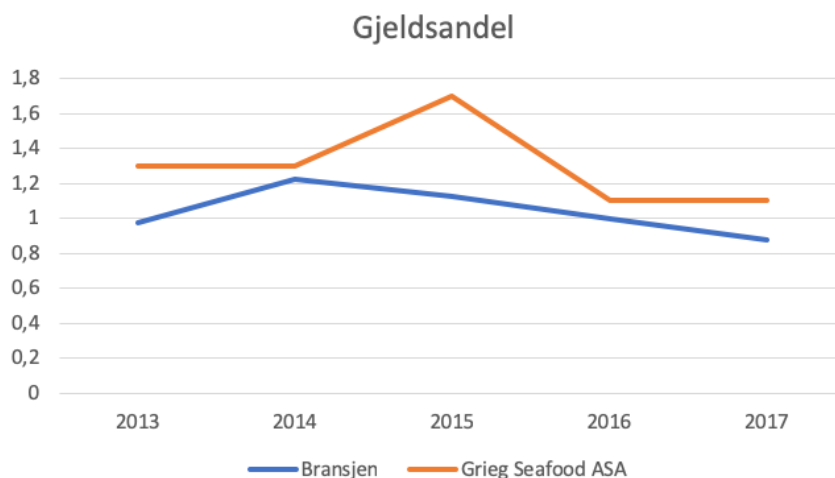
Her er også utviklingen lik som de to øvrige grafene. Grieg Seafood ligger nå midt på bransjegjennomsnittet når det gjelder avkastning til aksjonærene.



Figur 4.5.3: Egenkapitalrentabilitet i % sammenliknet med bransjen, (2013-2017)

4.5.4 Gjeldsandel

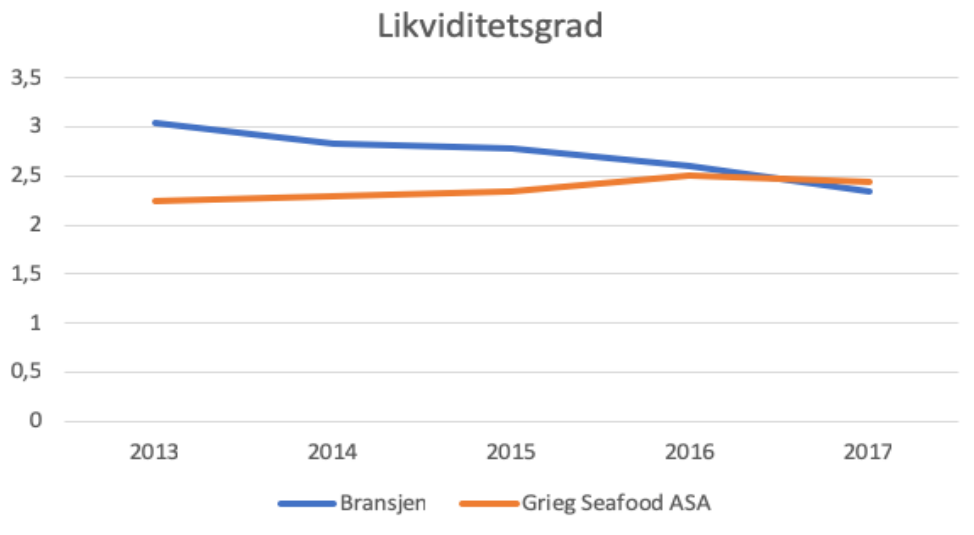
i denne grafen ser vi at Grieg Seafood har en noe høyere gjeldsandel enn resten av bransjen, men dette er ikke noe dramatisk. Vi ser også at både Grieg Seafood og resten av bransjen har redusert gjeldsandelen de siste årene.



Figur 4.5.4: Gjeldsandel sammenliknet med bransjen, (2013-2017)

4.5.5 Likviditetsgrad

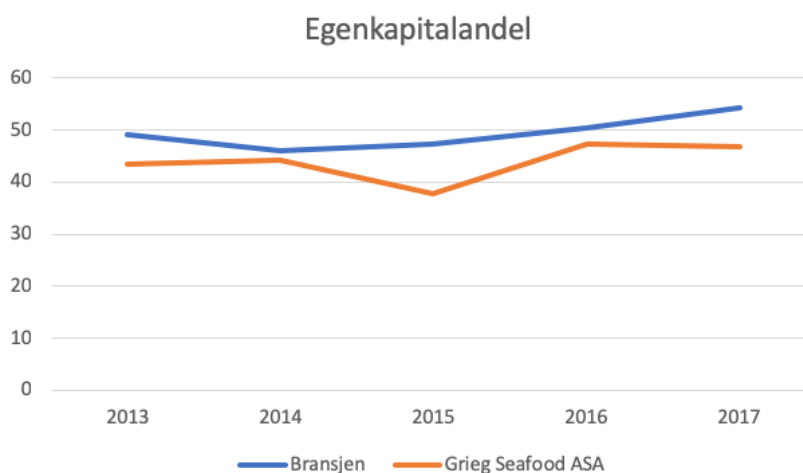
Fra denne grafen ser vi at både Grieg Seafood og resten av bransjen har hatt en sunn likviditetsgrad gjennom hele den registrerte perioden. Grieg lå i en periode litt under bransjgjennomsnittet, men de har utlignet forskjellen de siste årene.



Figur 4.5.5: Likviditetsgrad sammenliknet med bransjen, (2013-2017)

4.5.6 Egenkapitalandel

Fra disse tallene ser vi at opererer med en relativ høy egenkapitalandel. Grieg Seafood er noe lavere enn bransjgjennomsnittet, men uten at det medfører noen svak soliditet. Vi legger også merke til at både Grieg Seafood og bransjen har hatt en stigende egenkapitalandel de siste årene.



Figur 4.5.6: Egenkapitalandel sammenliknet med bransjen, (2013-2017)

4.5.7 Konklusjon bransjesammenligning

Ut fra de aktuelle nøkkeltallene ser vi at det ikke er noe stor forskjell mellom Grieg Seafood og de resterende aktørene i markedet. Det mest markante avviket fra bransjen ser vi under nøkkeltallene for inntjening i årene fram til 2015, da Grieg Seafood presterte betydelig dårligere enn de andre aktørene. Dette har derimot jevnet seg ut i de påfølgende årene fram til i dag. Nøkkeltallene for likviditet og soliditet er også nokså lik for Grieg Seafood sammenlignet med markedet.

4.6 Oppsummering regnskapsanalysen

Lønnsomheten til Grieg Seafood er meget god, vi ser av nøkkeltallene at de i 2016 - 2018 har gjort det særs bra. Dette kommer med en stigende laksepris. Vi har sett at resultatet til Grieg Seafood korrelerer med lakseprisen da lønnsomheten til Grieg Seafood avhenger kraftig på lakseprisen. Ved verddivurdering av Grieg Seafood ser vi på lønnsomhet som en viktig forutsetning for at selskapet skal overleve på lengre sikt. God lønnsomhet gjør oss tryggere på videre verddivurdering da fremtidige utbyttebetalinger og fremtidig vekst avhenger av at selskapet er lønnsomt.

Basert på nøkkeltallene fremkommer det at Grieg Seafood ASA har god finansiering og soliditet. Alle anleggsmidlene, samt noen av omløpsmidlene, er finansiert av langsiktig kapital. Dette viser at selskapet har finansiert eiendelene sine på en forsvarlig måte, som er et

godt tegn for investorer. Egenkapitalandelen, gjeldsgraden og rentedeckningsgraden tyder på svært solid drift. Samtlige av nøkkeltallene over var best i 2016 - 2018, noe som tyder på en god utvikling både innen soliditeten og finansieringen.

Likviditeten til Grieg Seafood betegner vi som god. Likviditetsgrad 1 er over 2. Dette sier oss at Grieg Seafood har god kontroll på likviditeten innad. Den er i tillegg stigende fra 2013 til 2018 helhetlig. Dette gir oss en indikasjon på at Grieg Seafood har en god betalingsevne, men scorer noe lavt på likviditetsgrad 2.

Ut fra de aktuelle nøkkeltallene ser vi at det ikke er noe stor forskjell mellom Grieg Seafood og de resterende aktørene i markedet. Det mest markante avviket fra bransjen ser vi under nøkkeltallene for inntjening i årene fram til 2015, da Grieg Seafood presterte betydelig dårligere enn de andre aktørene. Dette har derimot jevnet seg ut i de påfølgende årene fram til i dag. Nøkkeltallene for likviditet og soliditet er også nokså lik for Grieg Seafood sammenlignet med markedet.

Videre i oppgaven kommer vi til å ta antakelser basert på resultater vi fant i denne regnskapsanalysen. Tallene viser gode muligheter for videre utvikling for Grieg Seafood og vi ser ingen grunn til at lønnsomheten, soliditeten eller likviditeten kommer til å stå som noen reell hindring for Grieg Seafood. Det er liten sannsynlighet for at Grieg Seafood skal misligholde sine forpliktelser ovenfor sine interessenter. Basert på dette kan vi beregne eksempelvis aksje-beta, fremtidig vekst og terminalverdi.

5 Finansiell analyse

I dette kapitlet skal vi ved hjelp av diskonterte kontantstrømmer og multippelanalyse, forsøke å komme frem til et estimat av dagens aksjekurs. Her vil mange faktorer spille inn og det er alltid vanskelig å predikere fremtiden. Derfor nevner vi at det er alltid er knyttet usikkerhet til en slik verdivurdering og man kan aldri stole blindt på aksjekursen vi estimerer. Før vi begynner med verdsettelsen skal vi se nærmere på avkastningskravet samt risikoen og faktorer som står i nær sammenheng med dette.

5.1 Avkastningskrav og risiko

Avkastningskravet står meget sentralt i en verdivurdering og er avkastningen investorer krever for å tilby kapital til et selskap. Sett fra selskapets side så blir avkastningskravet kapitalkostnaden, altså hva de må betale for egenkapitalen og den rentebærende gjelden. Risiko er en viktig del av avkastningskravet. Risikoen må være lavere eller lik den forventede avkastningen for at en investor skal være interessert i å investere i selskapet. Det finnes flere måter, retningslinjer og modeller som kan hjelpe oss å beregne avkastningskravet, selv om ulike investorer kan ha forskjellige tilnærminger. Har selskapet egenkapital og gjeld vil vi dele inn i avkastning på egenkapital og avkastning på gjeld for å så ta en gjennomsnittlig vektning av dette.

Risikoen deles inn i spesifikk og systematisk risiko. Spesifikk risiko er risiko som er knyttet til en spesifikk bedrift eller bransje og ved bruk av en diversifisert portefølje kan man unngå denne spesifikke risikoen. For Grieg Seafood kan dette for eksempel være ledelsen, svingninger i lakseprisen eller fusjoner og oppkjøp. Tanken bak dette er at man som investor ikke skal kunne kreve en risikopremie på faktorer som kan diversifiseres bort. Man skal kun kunne kreve dette hvis vi det er snakk om systematisk risiko som er faktorer som påvirker hele markedet. Dette kan være rentenivået, inflasjon eller krig.

5.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien er den ekstra avkastningen en investor kan forvente ved å investere i en markedsportefølje, framfor å investere pengene sine i den risikofrie renten. PWC sin

rapport fra 2018 tar nøye for seg risikopremien i det norske markedet, og kommer fram til at den ligger på 5%, uendret de siste årene. Vi velger videre i denne oppgaven å operere med en risikopremie på 5%.

5.3 Risikofri rente

Når vi snakker om den risikofrie renten sikter vi til den renten man kan forvente å få på en investering dersom det er null risiko for mislighold. I en rapport fra PWC finnes det flertallet (34%) av respondentene velger å benytte 10 års statsobligasjoner for beregning av risikofri rente. Vi velger derfor i denne oppgaven å behandle den risikofrie renten som den man får ved å investere i norske statsobligasjoner. Norske statsobligasjoner regnes som tilnærmet risikofrie ettersom sjansen for mislighold fra den norske stat er svært liten, det samme gjelder sannsynligheten for at Norge skal gå konkurs. Vi velger å benytte en 10-års statsobligasjon ettersom dette er den norske statsobligasjonen med lengst løpetid som er mulig å kjøpe. Vi forventer dermed at driften til Grieg Seafood ASA kommer til å fortsette i minst 10 år til. Renten på en norsk 10 års statsobligasjon ligger per 18.02.2019 på 1.62 %. (Trading Economics, 2019)

5.4 Aksjebeta

Aksjebetaen er et mål på volatiliteten, eller den systematiske risikoen, til en enkelt aksje eller en portefølje i forhold til markedet som en helhet (Investopedia, 2019). Dersom en aksje har en beta tilsvarende 1, vil dette si at aksjens kurs er perfekt korrelert med markedets kurs. Det betyr altså at dersom markedskursen stiger med 10% så stiger også kursen på aksjen med 10%. Dersom betaen har en verdi på 0 så er det ingen samvariasjon mellom aksjen og markedet. Dette vil altså si at det ikke er noe systematisk risiko knyttet til aksjen, kun usystematisk risiko. Dersom betaen har en verdi tilsvarende -1 vil aksjen bevege seg i totalt motsatt retning fra markedet. Formelen for beta er:

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$$

Ved hjelp av Excel har vi regnet ut samvariasjonen mellom aksjeprisen til Grieg Seafood og kursen til Oslo børs basert på data for hver dag de tre siste årene. Deretter regnet vi ut variasjonen på Oslo børs for de tre siste årene. Til slutt satt vi tallene inn i formelen over og fikk en beta-verdi på 0.8965. Denne verdien anser vi derimot, etter rådføring fra veileder, som for lav. Utregningen av beta har samtidig sine klare svakheter, og vi føler at det i dette tilfellet

er mer korrekt å gjøre en skjønnsmessig vurdering. Vi vurderer oppdrettsnæringen som mer volatil enn den generelle markedsporteføljen, og mener dermed på grunnlag av det at aksjens beta burde være høyere enn 1. Bakgrunnen for denne vurderingen er basert på den strategiske analysen vi gjennomførte i kapittel 3. Oppdrettsnæringen er en bransje som påvirkes av utallige eksterne faktorer, noe som er nærmere beskrevet nærmere i PESTEL-analysen. Vi velger dermed å oppjustere vår beta-verdi til 1,3, siden denne usikkerheten vil medføre at investorenes avkastningskrav vil bli høyere.

5.5 CAPM

CAPM står for Capital Asset Pricing Model og er en modell som er svært mye brukt innen finans finanst teori. Denne beskriver forholdet mellom forventet avkastning på egenkapitalen og systematisk risiko determinert av beta. Pengers tidsverdi og risiko er to forhold som bestemmer hvordan investorer skal kompenseres. Pengers tidsverdi er knyttet til den risikofrie renten, mens risiko er knyttet til betaen og markedets risikopremie.

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

r_a = forventet avkastning

r_f = risikofri rente

β = beta

r_m = avkastning på markedet

$$1,62\% + 1,3 * 5\% = 8,12\%$$

5.6 Gjeldskostnader

Gjeldskostnaden til et selskap er de gjennomsnittlige rentekostnadene de betaler på gjelden sin. Denne rentesatsen inngår i WACC og sier noe om hvor mye det koster selskapet å ta opp gjeld for å for eksempel investere i nye prosjekter ol. Videre benyttet vi følgende formel for å beregne gjeldskostnaden:

$$r_g = \frac{\text{Rentekostnader}}{\text{Rentebærende gjeld}}$$

I denne oppgaven benytter vi gjennomsnittet av Grieg Seafood ASA sine gjeldskostnader fra de fem siste årene.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto rentebærende gjeld	1 445 005	1 771 329	1 907 109	1 399 981	1 763 786	1 662 943
Rentekostnad	98 127	95 114	125 928	83 849	54 600	67 113
Rente på gjeld	6,79%	5,37%	6,60%	5,99%	3,10%	4,04%
Gjennomsnittlig lånerente	5,31%					

Tabell 5.1: Gjennomsnittlig lånerente GSF, (2013-2018)

Da ender vi med en gjeldskostnad på 5,31 %. Tallene for beregningene er hentet fra Grieg Seafood ASA sine årsrapporter fra 2013 til 2018. Vi kan se av tabellen at renten på gjelden har sunket fra 2016 til 2017, men igjen steget litt i 2018. Dette kan imidlertid være et avvik, så vi velger å operere med gjennomsnittet videre i oppgaven.

5.7 Totalkapitalmetoden

For å avgjøre avkastningskravet til totalkapitalen, benytter vi WACC (Weighted average cost of capital). Kapitalstrukturen til Grieg Seafood består av både egenkapital, som enten er opptjent eller skutt inn av investorer/eiere samt gjeld fra långivere. Ved å beregne et veid gjennomsnitt av kostnadene på disse to kildene til kapital, vil vi finne totalkapitalkostnaden (R_{TK}). Formelen er som følger.

$$R_{TK} = \frac{E}{E + D} * R_e + \frac{D}{E + D} * R_d * (1 - t)$$

Der:

R_e = Avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt

R_d = Effektiv lånerente etter skatt

t = Skattesats

E = Markedsverdi egenkapital

G = Markedsverdi på gjelden

Avkastningskravet til egenkapitalen regnet vi ut med hjelp av CAPM i forrige avsnitt, og den fant vi ut var på 8,12%. Videre må vi beregne avkastningskravet for Grieg Seafood sin gjeld.

5.8 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Totalkapital} = \frac{3\,804\,712}{7\,152\,617} \approx 53,19\%$$

$$EK - andel = \frac{EK}{Totalkapital} = \frac{3\,347\,905}{7\,152\,617} \approx 46,81\%$$

Avkastningskrav EK = 8,12%

Lånerente = 5,31%

Marginal skattesats = 22%

Tallene for gjeldsgrad og EK-andel er hentet fra regnskapet til Grieg Seafood gjennom Proff.no. Skattesatsen for 2019 vil være på 22% etter informasjon fra regjeringen 08.10.2018. Nå har vi nok informasjon til å beregne avkastningen til totalkapitalen ved hjelp av WACC:

$$\begin{aligned} \text{Avkastningskravet til TK} &= 8,12\% * 46,81\% + 5,31\% * 53,19\% * (1 - 22\%) \\ &= 0,0600 = 6,0\% \end{aligned}$$

Med bakgrunn av våre opplysninger og metoder, endte vi opp med et avkastningskrav på totalkapitalen etter skatt på 6,0%. Dette blir diskonteringsraten videre i kontantstrømanalysen.

6 Kontantstrømanalyse

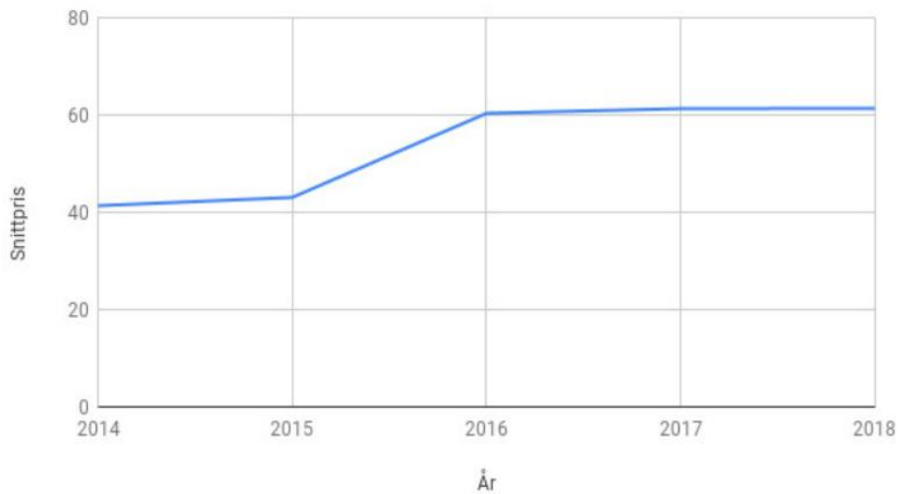
Kontantstrømanalyse tar utgangspunkt i å komme frem til selskapets verdi basert på nåverdien av estimerte fremtidige kontantstrømmer. Det finnes mange forskjellige metoder for å beregne dette. «Dividend Discount Model (DDM)» og «Discounted Free Cashflows (DCF)» er to velkjente metoder. Vi velger å anvende sistnevnte for å sammenlikne og dermed oppnå et estimat av selskapets egenverdi. Forventet vekst, dividende og fremtidige kontantstrømmer er sentrale faktorer knyttet til denne typen verdivurderinger. Her vil vi også møte modellenes begrensninger. Nåverdien av de estimerte kontantstrømmen vil avhenge av avkastningskravet, rentenivå og estimert fremtidig vekst blant annet. Der vil knyttes stor usikkerhet til bruk av denne typen modeller. Små endringer i disse faktorene vil dermed kunne resultere i store utslag i endringer på egenverdien til selskapet. Vi kommer derfor til å bruke en sensitivitetsanalyse til slutt der vi måler verdien på aksjen ved justeringer i avkastningskravet og forventet vekst.

6.1 Discounted Free Cashflows

DCF tar utgangspunkt i diskonterte fremtidige frie kontantstrømmer som representerer hvor mye penger selskapet får inn etter utbetalinger i form av investeringer for drift og utvidelse av selskapet. Vi velger å bruke estimer for de neste fem årene inkludert 2019. Til slutt legger vi til terminalverdien. For å beregne kontantstrømmene de neste 5 årene tar vi utgangspunkt i estimert driftsresultat etter skatt. Her vil lakseprisen og slaktevolum være grunnleggende for fremtidige inntekter.

Lakseprisen

Snittpris for laks per år



Figur 6.1: Snittpris for laks (2014-2018). Fishpool (2018)

Fra 2014 til 2018 har lakseprisen steget fra en pris på 48 kr/kg til en snittpris på 60kr/kg fra 2016. Sjømatanalytikerne i DNB Markets og Handelsbanken, Alexander Aukner og Kjetil Lye sier i en artikkel fra E24 03.03.2019 at mangelen på volumvekst og god etterspørsel har vært driverne for denne økningen i lakseprisen. Aukner sier videre at man kan forvente en lav volumvekst (tilbudsvekst) i 2019 og 2020. Med god etterspørsel vil da prisene holde seg relativt flate og antar en laksepris på rundt 62-63 kroner kiloen de neste årene. Fishpools forwardpriser ligger på rundt det samme nivået.

Laksepris	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Estimert forwardpris	62	62,5	60	60	60

Tabell 6.1 Estimert forwardpris på laks (2019E-2023E)

Slaktevolum

2018	2019e	2020e	2021e	2022	2023e
75 000	82 000	87 609	93 601	100 000	100 000

Tabell 6.2: Estimert fremtidig slaktevolum i tonn, GSF ASA (2018-2023E)

Fra kvartalsrapporten Q1 2018 forteller Grieg Seafood at de venter å slakte 80 000 tonn laks. I Q4 opplyser de derimot at de har slaktet 75 000 tonn laks. Dette er en økning på 20% i slaktevolum fra 2017 til 2018. De opplyser aksjonærene sine at de innen 2020 har en målsetting om å slakte 100 000 tonn. De opplyser også om at de anser det som realistisk å slakte 82 000 tonn i 2019. Grieg Seafood sin kapasitet per i dag 101 000 tonn.

Grieg Seafood operer med «trafikklysordningen» satt av regjeringen, 20. mars 2015. Den ble opprettet for å sikre en forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i oppdrettsnæringen. Den viser rødt, gult eller grønt lys avhengig av hvor forsvarlig det er å øke produksjonen av laks i de spesifikke områdene. Grieg Seafood er innforstått med at dette kan bety rødt lys for Rogaland, noe som vil medføre kutt i produksjonen. I Finnmark ser utsiktene grønne ut. Shetland og BC anleggene er ikke under en slik «trafikklysordning». De har fått to nye oppdrettssområder i Finnmark som vil bidra med å øke produksjonen ytterligere i dette området.

Som kjent er lakselus et stort problem innenfor laksenæringen. Mengden laks Grieg Seafood produserer fører til unaturlig gode livsvilkår for lakselus. Enkelt sagt, jo mer laks, jo mer lus. Derfor vil det være relativt enklere å øke produksjonen fra 10 000 tonn laks til 30 000 tonn laks, enn det er å øke produksjonen fra 80 000 tonn laks til 100 000 tonn laks.

Med tanke på alle eksterne og interne faktorer som kan påvirke lakseproduksjonen til Grieg Seafood nedjusterer vi estimatet deres på 100 000 slaktede tonn innen 2020 til 100 000 slaktet tonn innen 2022 med lik produksjon i 2023. Vi estimerer da en vekst på 18% mellom 2019 og 2022. altså en årlig vekst på 6,84% i årene 2020 og 2021. Ifølge DnB sine prognoser skal laksoppdrettsnæringen i Norge øke med 6% i år, og 7% globalt. Vi mener da at vårt estimat på 6,84% pr år kan forsvares.

Driftsinntekter

For å finne estimerte driftsinntekter for de neste 5 årene tar vi utgangspunkt i estimert laksepris og slaktevolum. For å gjøre dette vil også multiplisere med et faktortall som er det gjennomsnittlige avviket mellom driftsinntektene og laksepris*volum fra årene 2013-2018.

Salgsavvik	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	7 528 344
Laksepris	39,59	40,30	42,09	63,13	60,88	60,76
Solgt volum (tonn)	48 061	64 763	65 398	64 726	62 598	75 000
Laksepris*volum	1 902 735	2 609 949	2 752 602	4 086 152	3 810 966	4 557 000
Avvik	41,80 %	5,33 %	70,52 %	74,24 %	82,26 %	65,20 %
Gjennomsnittlig avvik	56,56 %					

Driftsinntekter		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Laksepris NOK/kg		62,00	62,50	59,00	60,00	60,00
Solgt volum (tonn)		82 000	87 609	93 601	100 000	100 000
Laksepris*volum		5 084 000	5 475 563	5 522 459	6 000 000	6 000 000
Faktortall		1,57	1,57	1,57	1,57	1,57
Driftsinntekter		7 959 499	8 572 529	8 645 950	9 393 587	9 393 587

Tabell 6.3: Estimerte fremtidige driftsinntekter, GSF ASA (2019E-2023E)

Varekostnad

For å estimere varekostnaden baserer vi oss på driftsinntektene. Vi har kalkulert at varekostnaden ligger i snitt på 51% av driftsinntektene. De to tallene korrelerer med hele 91%, noe som er svært høyt. Basert på dette har vi kalkulert estimerer for de neste 5 årenes varekostnad.

Varekostnad	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	7 528 344
Varekostnad	968 978	1 153 526	2 738 926	3 287 159	3 724 200	4 253 637
Varekostnad/inntekter	35,91 %	41,96 %	58,35 %	46,17 %	53,62 %	56,50 %
Gjennomsnitt	48,75 %					
Korrelasjon	97,28 %					

Varekostnad		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter		7 959 499	8 572 529	8 645 950	9 393 587	9 393 587
Varekostnad		3 880 454	4 179 322	4 215 116	4 579 608	4 579 608

Tabell 6.4: Estimert fremtidig varekostnad, GSF ASA (2019E-2023E)

Lønnskostnader

Lønnskostnadene har vi estimert på bakgrunn av driftsinntektene. Tallene for 2018 er hentet fra kvartalsrapportene fra 2018 og deretter slått sammen. De siste seks årene har lønnskostnadene gjennomsnittlig utgjort 8,87% av driftsinntektene og de to tallene hadde en korrelasjon på -0,98. Vi brukte dette gjennomsnittet for å regne de fremtidige lønnskostnadene de kommende årene.

Lønn	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lønnskostnader	302 223	339 592	409 432	483 473	482 827	541 047
Driftsinntekter	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	7 528 344
Lønnskostnader/inntekter	11,20 %	12,35 %	8,72 %	6,79 %	6,95 %	7,19 %
Gjennomsnitt	8,87 %					
Korrelasjon	98 %					

Lønn		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter		7 959 499	8 572 529	8 645 950	9 393 587	9 393 587
Lønnskostnader		705 819	760 181	766 691	832 989	832 989

Tabell 6.5: Fremtidige estimerte lønnskostnader, GSF ASA (2019E-2023E)

Andre driftskostnader

Andre driftskostnader har vi estimert med utgangspunkt i driftsinntektene. Vi har fått en gjennomsnittlig driftskostnad på 26,72% av driftsinntektene med en korrelasjon på 91,71%.

Andre driftskostnader	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Andre driftskostnader	675 152	901 568	1 249 172	1 488 987	1 722 994	1 821 623
Driftsinntekter	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	7 528 344
Andel av driftsinntekter	25,02 %	32,80 %	26,61 %	20,91 %	24,81 %	30,18 %
Korrelasjon	96,4 %					
Gjennomsnitt	26,7 %					

Andre driftskostnader		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter		7 959 499	8 572 529	8 645 950	9 393 587	9 393 587
Andre driftskostnader		2 126 966	2 290 782	2 310 402	2 510 188	2 510 188

Tabell 6.6: Fremtidige estimerte driftskostnader

Avskrivning og nedskrivning

Avskrivninger og nedskrivninger har ingen påvirkning av kontantstrømmen, men har skattemessige implikasjoner som er viktig å ta hensyn til, da skatt er en faktisk utbetaling/innbetaling i motsetning til nedskrivning og avskrivning. Vi har beregnet at i tidligere år har avskrivningene + nedskrivningene vært 4% av driftsinntektene. De to tallene har en moderat høy korrelasjon på 66%. Fremtidige avskrivninger og nedskrivninger er vanskelig å definere presist da de avhenger veldig av bedriftens fremtidige investeringer.

Avskrivning og nedskrivning	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	7 528 344
Avskrivning og nedskrivning	136 037	140 609	213 569	173 916	201 132	235 655
Avskrivning /Driftsinntekter	5,04 %	5,11 %	4,55 %	2,44 %	2,90 %	3,13 %
Gjennomsnitt	3,86 %					
Korrelasjon	76,58 %					

Avskrivning og nedskrivning		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter		7 959 499	8 572 529	8 645 950	9 393 587	9 393 587
Avskrivning og nedskrivning		307 441	331 120	333 956	362 834	362 834

Tabell 6.7: Fremtidige estimerte avskr. og nedskr. , GSF ASA (2019E-2023E)

Leverandørgjeld

Leverandørgjeld har vi estimert med utgangspunkt i varekostnader, noe som virker naturlig med en korrelasjon på 72,02%. Vi har fått en gjennomsnittlig leverandørgjeld på 26,04% av varekostnadene. Leverandørgjelden i seg selv vil ikke ha påvirkning på kontantstrømmen, men endringene.

Leverandørgjeld	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Leverandørgjeld	317 753	300 521	653 083	493 534	585 378	649 352
Varekostnad	968 978	1 153 526	2 738 826	3 287 159	3 724 200	4 253 637
Andel av varekostnad	32,79 %	26,05 %	23,85 %	15,01 %	15,72 %	42,83 %
Korrelasjon	72,02 %					
Gjennomsnitt	26,04 %					

Leverandørgjeld	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Varekostnad		3 880 454	4 179 322	4 215 116	4 579 608	4 579 608
Leverandørgjeld (26,04%)		1 010 520	1 088 348	1 097 670	1 192 588	1 192 588
Endring lev. Gjeld	63 974	361 168	77 829	9 321	94 918	0

Tabell 6.8: Fremtidige estimert leverandørgjeld, GSF ASA (2019E-2023E)

Varelager

Varelageret er beregnet ut fra driftsinntektene. Tallene for 2018 er hentet fra fjerde kvartalsrapport samme år, og inneholder postene «varelager», «biologiske eiendeler» og «verdijustering biologiske eiendeler». Her ser vi at andelen varelager/driftsinntekten varierer veldig i denne seks års-perioden. Andelen har gått fra å være 70% på det høyeste til 36% på det laveste. Her er det også endringen vi fokuserer på og ikke den totale beholdningen.

Varelager	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Beholdning varelager	1 840 347	1 932 347	2 019 982	2 548 789	2 790 614	3 321 234
Driftsinntekter	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	7 528 344
Varelager/Driftsinntekter	68 %	70 %	43 %	36 %	40 %	44 %
Korrelasjon	0,90					
Gjennomsnitt	50 %					
Endring Varelager		92 000	87 635	528 807	241 825	530 620

Endring Varelager		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter		7 931 040	8 541 878	8 615 036	9 360 000	9 360 000
Beholdning varelager		3987025	4294101	4330878	4705380	4705380
Endring varelager		665791	307075	36777	374502	0

Tabell 6.9: Fremtidige estimert varebeholdning og endring, GSF ASA (2019E-2023E)

Kundefordringer

Kundefordringene og driftsinntektene virker å henge tett sammen, noe som støttes av en korrelasjon på 0,98. De siste seks årene har den gjennomsnittlige andelen målt opp mot driftsinntektene, vært 10,55%.

Kundefordringer	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kundefordringer	177 814	254 043	581 904	800 591	761 407	776 686
Driftsinntekter	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	7 528 344
Kundefordringer/driftsinn.	6,59 %	9,24 %	12,40 %	11,24 %	10,96 %	10,32 %
Gjennomsnitt	10,13 %					

Korrelasjon	0,98
-------------	------

Endring		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Kundefordringer						
Driftsinntekter		7 931 040	8 541 878	8 615 036	9 360 000	9 360 000
Kundefordringer		803 047	864 897	872 304	947 735	947 735
Endring kundefordringer		26 361	61 850	7408	75 430	0

Tabell 6.10: Fremtidige estimerte kundefordring og endring, GSF ASA (2019E-2023E)

Investeringer

For å regne ut investeringene til Grieg Seafood har vi funnet forskjellene mellom kjøp og salg av varige driftsmidler. Vi bruker deretter driftsinntekter som grunnlag da det er naturlig å tenke at økte driftsinntekter henger sammen med økte investeringer. Vi ser også da at vi får en sammenheng mellom investeringer og avskrivninger, noe som er positivt.

Investeringer	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	7 528 344
Kjøp av varige driftsmidler	161 453	303 482	264 050	247 783	548 640	729 453
Salg av varige driftsmidler	2 453	5 767	2 590	4 200	9 547	333
Netto investeringer	159 000	297 715	261 460	243 583	539 093	729 120
Investeringer/Driftsinntekt	5,89 %	10,83 %	5,57 %	3,42 %	7,76 %	9,68 %
Gjennomsnitt	7,19 %					
Korrelasjon	68,48 %					

Investeringer		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter		7 959 499	8 572 529	8 645 950	9 393 587	9 393 587
Investeringer		572 563	616661	621943	675 724	675 724

Tabell 6.11: Fremtidige estimerte investeringer, GSF ASA (2019E-2023E)

Diskontert Kontantstrøm fra Drift

Årstall	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter	7 528 344	7 959 499	8 572 529	8 645 950	9 393 587	9 393 587
Varekostnad	4 253 637	3 880 454	4 179 322	4 215 116	4 579 608	4 579 608
Andre driftskostnader	1 821 623	2 126 966	2 290 782	2 310 402	2 510 188	2 510 188
Lønnskostnad	541 047	705 819	760 181	766 691	832 989	832 989
Avskrivninger og nedskrivninger	235 655	307 441	331 120	333 956	362 834	362 834
Driftsresultat	676 382	938 818	1 011 124	1 019 784	1 107 968	1 107 968
Skatt (22%)	148 804	206 540	222 447	224 353	243 753	243 753
Driftsresultat etter skatt	527 578	732 278	788 677	795 432	864 215	864 215
Avskrivninger og nedskrivninger	235 655	307 441	331 120	333 956	362 834	362 834
Endring i varer/biologiske eiendeler	530 620	680 098	308 177	36 910	375 846	0
Endring i kundefordringer	15 279	29 243	62 071	7 434	75 701	0
endring i leverandørgjeld	63 974	361 168	77 829	9 321	94 918	0
Kontantstrøm fra drift	1 373 106	2 110 228	1 567 874	1 183 053	1 773 514	1 227 049
Investeringer	729 120	572 563	616 661	621 943	675 724	675 724
FCF	643 986	1 537 665	951 213	561 110	1 097 790	551 325
Årlig diskontering	643 986	1 450 627	846 576	471 119	869 553	411 982
Terminalverdi						12 251 671
Nåverdi terminalverdi	9 704 471					
Nåverdi	14 398 314					
Rentebærende gjeld	1 662 943					
Verdi EK	12 735 371					
	111 662					
Antall aksjer	000					
Verdi per aksje	114,05					

WACC	6,00%
Growth	1,5 %

Tabell 6.12: Diskontert kontantstrøm fra drift, GSF ASA (2018-2023E)

En langsiktig vekst (growth) på 1,5% har vi valgt på bakgrunn av den strategiske analysen i kapittel 3 og regnskapsanalysen i kapittel 4. Laksebransjen er en bransje med stort vekstpotensial og Grieg Seafood er et selskap med solide nøkkeltall. Med basis i dette er det naturlig å anta at en årlig vekstrate på 1,5% vil være fornuftig å bruke.

Vi har ved denne analysen kommet frem til en virkelig verdi per aksje for Grieg Seafood på NOK 114,05

6.2 Sensitivitetsanalyse

Verdivurderingen vår baserer seg på flere antagelser som det er knyttet en del usikkerhet til. Vi bruker derfor en sensitivitetsanalyse for å hvordan endringer i ulike variabler vil gi utslag på aksjeprisen. Vi tar for oss sentrale variabler som laksepris, forventet vekst og avkastningskravet.

Lakseprisen

Endringer i lakseprisen har stor betydning for fremtidige kontantstrømmer og dermed også aksjeprisen vi har kommet frem til. Vår fremtidige prognose er basert på forwardprisene fra

Fishpool i tillegg til uttalelser fra

sjømatanalytikerne i DNB Markets og

Handelsbanken. Dette er estimerte priser basert

på tilbud og etterspørsel som alltid vil

inneholde usikkerhetsmomenter.

Tabell 6.13 viser hvordan prosentvis endring i

lakseprisen vil slå ut på aksjekursen.

Δ laksepris	Aksjekurs	Δ aksjekurs
-10%	97,72	-14,32%
-8%	100,99	-11,45%
-4%	107,52	-5,73%
-2%	110,79	-2,86%
0%	114,05	0,00%
2%	117,32	2,87%
4%	120,58	5,73%
8%	127,12	11,46%
10%	130,39	14,33%

Tabell 6.13: Lakseprissensitivitet \pm 10%

WACC og langsiktig vekst

Avkastningskravet som vi har kommet frem til vil det også være usikkerhet knyttet til.

Endringer i avkastningskravet vil endre neddiskonteringsfaktoren og dermed også nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene til selskapet. Her vil betaverdien, markedets risikopremie og den risikofrie renten være variablene (jf. avsnittet om CAPM) som inngår. Endringer i disse variablene vil endre CAPM og dermed også WACC.

Endringer i den langsiktige vekstfaktoren vil også være en variabel som vil ha stor betydning for verdien på terminalleddet. Vi har valgt en langsiktig vekstrate på 1,5%, altså 0,5% under inflasjonsmålet på 2%. Langsiktig vekstrate vil alltid være vanskelig å estimere og er derfor inkludert i vår sensitivitetsanalyse. Som det fremkommer i tabell 6.14 vil en høy vekstrate

kombinert med et lavt avkastningskrav gi store utslag og en svært høy aksjekurs. En lav vekstrate kombinert med et høyt avkastningskrav vil følgelig gi en lav aksjekurs.

Vekst\WACC	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%	6,50%	7,00%	7,50%
0,0 %	120,47	109,26	100,04	92,33	86%	80,12	75,2
0,5 %	131,97	118,28	107,29	98,25	90,69	84,26	78,72
1,0 %	146,76	129,57	116,14	105,36	96,50	89,09	82,78
1,5 %	166,47	144,07	127,21	114,05	103,48	94,79	87,52
2,0 %	194,08	163,42	141,45	124,92	112,01	101,64	93,12
2,5 %	235,48	190,5	160,43	138,88	122,67	110,01	99,85
3,0 %	304,49	231,12	187,00	157,51	136,38	120,48	108,06

Tabell: 6.14: Aksjekurs ved ulik vekst og ulik WACC

7 Multiplikatoranalyse

Multiplikatoranalyse er et verktøy som benyttes for å beregne verdien til et selskap basert på ulike multipler hos selskap som ligner på hverandre innen samme bransje. Noen multipler som er mye brukt innen laksebransjen er P/E, EV/kg, EV/EBIT og EBIT/kg. Selskapene vi velger å bruke i denne analysen er SalMar, Marine Harvest, Norway Royal Salmon og Lerøy Seafood. Vi mener disse selskapene er like Grieg Seafood i sin natur og i sine operasjoner, og vil derfor gi et godt grunnlag for denne analysen. Tallene er hentet fra årsrapporten for 2017, ettersom vi føler at disse tallene gir en best mulig beskrivelse av den faktiske virksomheten til selskapene i bransjen.

7.1 Price/Earnings-ratio

P/E forklarer sammenhengen mellom prisen på en aksje i forhold til fortjenesten per aksje. Dette gir et mål på hvor mye en investor er villig til å betale for fortjenesten en bedrift produserer. En høy P/E-rate vil si at investorene trolig forventer en vekst i bedriftens fortjeneste i fremtiden, mens en lav P/E-rate gjenspeiler at investorer mangler tro på at selskapets fortjeneste vil stige i fremtiden.

Selskap	Price/earnings-ratio
SalMar	13,54
Mowi	16,55
Lerøy	13,46
Norway Royal Salmon	13,34
Grieg Seafood ASA	11,92
Gjennomsnitt	13,76

Tabell 7.1: Gjennomsnittlig P/E for de fem største selskapene i laksebransjen

Grieg Seafood sin P/E ligger under gjennomsnittet til de sammenlignbare selskapene, og kan være en indikasjon på at selskapets aksjer er underpriset. Det kan imidlertid også bety at investorer ikke har tro på framtidig vekst i fortjenesten til selskapet.

7.2 Enterprise value/EBITDA

Denne multiplien benyttes for å vurdere et selskaps verdi, inkludert gjeld, i forhold til selskapets fortjeneste før renter, skatter, avskrivninger og nedskrivninger. Denne multiplien benyttes ofte for å sammenligne selskaper innen samme næring, og vi velger derfor å benytte dette tallet i denne analysen.

Selskap	EV/EBITDA
SalMar	13,89
Mowi	14,75
Lerøy	11,38
Norway Royal Salmon	14,59
Grieg Seafood ASA	12,78
Gjennomsnitt	13,48

Tabell 7.2: Gjennomsnittlig EV/EBITDA for de fem største selskapene i laksebransjen

I likhet med P/E ligger også EV/EBITDA under gjennomsnittet til selskapene vi sammenligner. Dette kan altså være en indikasjon på at Grieg Seafood er underpriset i forhold til den bransjen de opererer i. Dette er et svært godt tall å benytte i en bransje som krever store kapitalinvesteringer, slik laksebransjen er.

7.3 Enterprise value/kg

Denne multiplien forteller ifølge iLaks.no hvor mye slaktet laks en investor får per krone investert i selskapet. Det er det selskapet med lavest verdi hvor du får mest laks per krone investert. Siden man i beregningen benytter seg av totalkapitalen, framfor egenkapitalen, får man et bedre sammenlikningsgrunnlag mellom selskapene. Etersom selskapene vi sammenligner for det meste kun driver med oppdrett og salg av laks, er dette et godt mål for verdien til selskapene. Det er imidlertid verdt å nevne at noen av selskapene kanskje bedriver annen virksomhet i tillegg. Dette kan skade relevansen til denne multiplien. For å beregne EV sier investopedia.com at man legger sammen markedsverdien til selskapets egenkapital og sum gjeld fra balanseregnskapet, for så å trekke fra kontanter og kontantekvivalenter.

Selskaper	EV/kg
SalMar	384,96
Mowi	340,73
Lerøy	296,86
Norway Royal Salmon	296,48
Grieg Seafood ASA	228,61
Gjennomsnitt	309,53

Tabell 7.3: Gjennomsnittlig EV/kg for de fem største selskapene i laksebransjen

Tabellen over viser at Grieg Seafood ligger ganske mye under gjennomsnittet, som betyr at man ved investering i Grieg Seafood får mer slaktet laks per krone investert enn i de andre selskapene.

7.4 EBIT/kg

EBIT står for «earnings before interest and taxes» og er et veldig vanlig mål på et selskap sin profitt. Det sier altså noe om selskapets operasjonelle fortjeneste, dersom man ser bort fra skatter og renter. Ved å dele dette tallet med det totale slaktevolumet til et selskap, kan vi se hvor mye profitt et selskap klarer å generere per kg slaktet fisk. Høye verdier på dette tallet vil altså være svært positivt for et selskap, ettersom det viser at selskapet klarer å skape god fortjeneste på den fisken de slakter. Dette vil naturligvis være viktig i en bransje hvor det er begrensede ressurser, og man bør derfor skape et best mulig resultat på de ressursene man har tilgjengelig. Denne multiplenen benytter vi ikke direkte i beregningen av aksjekursen, men benytter den heller til å justere det tallet vi kommer fram til gjennom de andre multiplene.

Selskap	EBIT/kg
SalMar	24,29
Mowi	23,68
Lerøy	22,03
Norway Royal Salmon	17,84
Grieg Seafood ASA	14,73
Gjennomsnitt	20,51

Tabell 7.4: Gjennomsnittlig EBIT/kg for de fem største selskapene i laksebransjen

Av tabellen over ser vi at Grieg Seafood har veldig svake tall i forhold til sammenligningsbedriftene, og ligger langt under gjennomsnittet. Dette er ikke et godt tegn for Grieg Seafood, og dette kan vise at Grieg Seafood muligens sliter med å skape fortjeneste på fisken de slakter.

7.5 Estimering av aksjekursen

Vi skal videre forsøke å komme fram til en aksjepris basert på de multiplikatorene vi har diskutert tidligere i dette kapitlet. For å gjøre dette benytter vi gjennomsnittsverdiene til å beregne en aksjekurs for hver multipl, og dermed regner vi gjennomsnittet av disse kursene for å finne én kurs for Grieg Seafood ASA. Vi benytter kun P/E, EV/EBITDA og EV/kg ettersom disse gir best grunnlag for verdisetting av selskapet. Vi vil imidlertid ta også ta hensyn til EBIT/kg. Vi velger å vekte alle multiplene likt, ettersom det er vanskelig å bestemme hvilke av multiplene som er viktigst, og hvor mye viktigere de eventuelt er. Først ser vi på P/E. Her regnes kursen ved å gange bransjegjennomsnittet med Grieg Seafood sitt resultat etter skatt. Dermed dividerer man dette tallet på antall aksjer i selskapet. Dette gir en kurs på 119,81 kr.

P/E-Gjennomsnitt	Resultat e. skatt	P/E*Resultat	Antall Aksjer	Aksjekurs
13.76	972 205 000	13 378 157 322	111 662 000	119,81

Tabell: 7.5 Estimert aksjekurs for Grieg Seafood basert på gj.snitt P/E i laksebransjen

Ved bruk av EV/EBITDA beregnes aksjekursen ved å multiplisere bransjegjennomsnittets EV/EBITDA med Grieg Seafood sin EBITDA, for dermed å trekke fra konsernets netto rentebærende gjeld. Dermed deler vi dette tallet på antall aksjer i selskapet. Aksjekursen blir 112,6 kr.

EV/EBITDA(1)	EBITDA(2)	Rentebærende gjeld(3)	(1)*(2)-(3)	Antall aksjer	Aksjekurs
13,48	1 098 818 000	2 236 320 000	12 573 163 812	111 662 000	112,6

Tabell: 7.6 Estimert aksjekurs for Grieg Seafood basert på gj.snitt EV/EBITDA i laksebransjen

Til slutt ser vi på EV/kg, hvor vi beregner aksjekurs ved å gange gjennomsnittet til de sammenlignbare bedriftene med Grieg Seafood sitt antall kg oppdrettede laks i 2018. Dermed trekker vi fra netto rentebærende gjeld og deler hele tallet på antall aksjer.

EV/kg (1)	Harvest volume (2)	Rentebærende gjeld (3)	(1)*(2)-(3)	Antall aksjer	Aksjekurs
309,53	74 623 000	23 097 736 567	20 861 416 567	111 662 000	186,83

Tabell 7.7 Estimert aksjekurs for Grieg Seafood basert på gj.snitt EV/kg i laksebransjen

Dersom vi tar gjennomsnittet av de tre multiplene vi har beregnet over får vi en aksjekurs for Grieg Seafood som ligger på 139,75 kr. Det kan imidlertid argumenteres for en noe lavere kurs ettersom den siste multipelen, EBIT/kg, har en svært lav verdi. Ettersom vi mener at EBIT/kg er et ganske viktig mål velger vi å nedjustere Grieg Seafood sin estimerte aksjekurs basert på multiplikatoranalysen med 10%, til en verdi på kr 125.775. Dette er ganske mye over dagens kurs på 104,08 kr, og vil da tale for at aksjekursen til GSF er underpriset, og at det dermed er lurt å kjøpe denne aksjen per 01.04.2019.

8 Konklusjon

Hensikten med denne semesteroppgaven i finansiell styring har vært å finne verdien av én aksje i Grieg Seafood ASA per 01.04.19. Her har vi sammenliknet de to metodene vi har benyttet oss av.

Kontantstrømmodellen (DCF)	Multiplikatoranalyse
Aksjeverdi: 114,05	Aksjeverdi: 125,77
Vekting: 20%	Vekting: 80%

Tabell 8.1 Vektingsoversikt

Et vektet gjennomsnitt av de to metodene gir en aksjekurs på 122,97 NOK per aksje. Det er knyttet stor usikkerhet til estimeringen av fremtidsregnskapet og diskonterte fremtidige kontantstrømmer. Når det kommer til multiplikanalysen så kunne vi hatt med flere multipler og man kan ikke være sikker på at de multiplene vi har brukt er de beste for bransjen. Uansett har vi foretatt en skjønsmessig vurdering og kommet frem til en vekting som høres fornuftig ut.

Ut ifra dagens kurs (01.04.19) som er på 104,80 NOK per aksje har vi dermed kommet frem at aksjen er underpriset, med en oppside på hele 17%. Markedsutsiktene for laksebransjen ser stabile ut. Etterspørselen er økende og med et moderat økende tilbud vil prisen holde seg stabil. Med nyvinninger innenfor teknologi ser vi muligheten for at Grieg Seafood vil klare å produsere på full kapasitet. Likevel er økende kostnader i forbindelse med bekjempelse av lakselus og produksjon av smolt noe som kan begrense oppgangen. Uansett mener vi at kursmålet vi har kommet frem til kan reflektere en realistisk aksjekurs til Grieg Seafood.

9 Oppgavekritikk

I denne oppgaven har vi brukt multipler og fremtidige kontantstrømmer til å forsøke å verdsette Grieg Seafood sin virkelige aksjekurs. Disse estimatene er derimot gjort på grunnlag av flere ulike faktorer som både kan påvirke fremtidig produksjon og priser. Det er ikke til å legge skjul på at det knytter seg stor usikkerhet til enkelte av estimatene.

Selskapets kontantstrømmer er sterkt basert på antagelser angående den fremtidige lakseprisen og det totale slaktevolumet til Grieg Seafood de kommende årene. Selv om lakseprisen virker å være stabil (jf. tidligere punkt i denne oppgaven), kan det skje at enkelte forhold som spiller inn, endrer seg. De minste fluktuasjoner i lakseprisen vil ha en stor effekt på inntektene til Grieg Seafood. Vi har samtidig prøvd å spå det framtidige slaktevolumet basert på de seneste årenes volum og vekst, samt Grieg Seafood sine egne mål og prognoser. Siden vi anså dette som et veldig usikkert punkt, gjorde vi en nedjustering som var veldig skjønnsmessig. Dette forsvarte vi med at utallige ytre faktorer som sykdommer (bl.a. lakselus), ekstremvær, rømning og juridiske restriksjoner (f.eks. trafikklysordningen og nye konsesjoner), alle kan være med og påvirke det virkelige fremtidig slaktevolumet signifikant.

Andre avgjørende faktorer utenom slaktevolum og lakseprisen, kan være faren for nye utenrikspolitiske uroligheter som potensielt kan ha store konsekvenser for Grieg Seafood sin distribusjon og eksport til utenlandske markeder. Det stigende norske rentenivået og hvordan det vil påvirke valutakursen til NOK, kan også ha en reduserende effekt på konkurransedyktigheten sammenlignet med internasjonale konkurrenter.

Selv om det er mindre usikkerhet knyttet til en multiplikatoranalyse, må man fortsatt være bevisst på at det eksisterer usikkerhet. Dette kommer av at man ved en multiplikatoranalyse må anta at de andre selskapene man sammenligner med er riktig priset, noe som ikke alltid er tilfellet. I denne oppgaven baserer vi utregningen av aksjeprisen i multiplikatoranalysen på kun tre multipler, dersom vi hadde benyttet flere, kunne vi ha kommet fram til et mer nøyaktig estimat av aksjekursen. Det kan også stilles spørsmål ved om de multiplene vi har benyttet er de beste å benytte i en næring som laksebransjen.

Det kan også stilles spørsmålstegn ved vår bruk av sekundærkilder, og den graden vi har støttet oss på disse ved prognoser og estimeringer. Disse sekundærkildene er primært artikler og

usikkerheten som spiller inn her, er om forfatterne er troverdige og om informasjonen de kommer med er riktig.

Figurliste

Figur 2.1 – Utvikling av globalt gjennomsnittlig fiskekonsum (2000-2026E).....	10
Figur 4.2.1 – Totalkapitalrentabilitet for GSF ASA (2013-2018)	25
Figur 4.2.2 – Egenkapitalrentabilitet før/etter skatt i % (årstall pr 31.12)	26
Figur 4.2.3 – Laksepris år til år med streker som indikerer bevegelsen til nøkkeltall.....	27
Figur 4.2.4 – Driftsmargin i %, GSF ASA, (2013-2018).....	28
Figur 4.2.5 – Resultatgrad... i %, GSF ASA, (2013-2018).....	29
Figur 4.3.1 – Finansierungsgrad 1, GSF ASA, (2013-2018).....	30
Figur 4.3.2 – Arbeidskapital, GSF ASA, (2013-2018).....	31
Figur 4.3.3 – Egenkapitalandel i %, GSF ASA, (2013-2018).....	32
Figur 4.3.4 – Gjeldsgrad, GSF ASA, (2013-2018).....	33
Figur 4.3.5 – Rentedekningsgrad i %, GSF ASA, (2013-2018).....	34
Figur 4.5.1 – Totalkapitalrentabilitet i % sammenlignet med bransjen, (2013-2017).....	38
Figur 4.5.2 – Driftsmargin i % sammenliknet med bransjen, (2013-2017).....	38
Figur 4.5.3 – Egenkapitalrentabilitet i % sammenliknet med bransjen, (2013-2017).....	39
Figur 4.5.4 – Gjeldsandel sammenliknet med bransjen, (2013-2017).....	39
Figur 4.5.5 – Likviditetsgrad sammenliknet med bransjen, (2013-2017).....	40
Figur 4.5.6 – Egenkapitalandel sammenliknet med bransjen, (2013-2018).....	41
Figur 6.1 – Snittpris for laks (2014-2018).....	49

Tabelliste

Tabell 2.1 – Årlig vekstrate I tilbudet av atlantehavslaks NO, CL, GBR, NA & øvr.....	11
Tabell 3.1 – VRIO-rammeverket	19
Tabell 3.2 – SWOT-analyse.....	23
Tabell 4.2.1 – Totalkapitalrentabilitet, GSF ASA, (2013-2018).....	25
Tabell 4.2.2 – Egenkapitalrentabilitet før skatt, GSF ASA, (2013-2018).....	26
Tabell 4.2.3 – Egenkapitalrentabilitet etter skatt, GSF ASA, (2013-2018).....	26
Tabell 4.2.4 – Driftsmargin i %, GSF ASA, (2013-2018).....	27
Tabell 4.2.5 – Resultatgrad i %, GSF ASA, (2013-2018).....	28
Tabell 4.3.1 – Finansieringsgrad 1, GSF ASA, (2013-2018)	30
Tabell 4.3.2 – Arbeidskapital, GSF ASA, (2013-2018)	31
Tabell 4.3.3 – Egenkapitalandel i %, GSF ASA, (2013-2018).....	32
Tabell 4.3.4 – Gjeldsgrad, GSF ASA, (2013-2018)	33
Tabell 4.3.5 – Rentedeckningsgrad, GSF ASA, (2013-2018)	34
Tabell 4.4.1 – Likviditetsgrad 1, GSF ASA, (2013-2018).....	36
Tabell 4.4.2 – Likviditetsgrad 2, GSF ASA, (2013-2018).....	36
Tabell 5.1 – Gjennomsnittlig lånerente, GSF, (2013-2018)	46
Tabell 6.1 – Estimert forwardpris laks (2019E-2023E)	49
Tabell 6.2 – Estimert fremtidig slaktevolum i tonn, GSF ASA (2018-2023E).....	50
Tabell 6.3 – Estimerte fremtidige driftsinntekter, GSF ASA (2019E-2023E).....	51
Tabell 6.4 – Estimert fremtidig varekostnad, GSF ASA (2019E-2023E).....	52
Tabell 6.5 – Fremtidige estimerte lønnskostnader, GSF ASA (2019E-2023E).....	52
Tabell 6.6 – Fremtidige estimerte driftskostnader, GSF ASA (2019E-2023E).....	53
Tabell 6.7 – Fremtidige estimerte avskr. og nedskr. , GSF ASA (2019E-2023E).....	54
Tabell 6.8 – Fremtidige estimert leverandørgjeld, GSF ASA (2019E-2023E).....	54
Tabell 6.9 – Fremtidige estimert varebeholdning og endring, GSF ASA (2019E-2023E).....	55
Tabell 6.10 – Fremtidige estimerte kundefordring og endring, GSF ASA (2019E-2023E).....	56
Tabell 6.11 – Fremtidige estimerte investeringer, GSF ASA (2019E-2023E).....	56

Tabell 6.12 – Diskontert kontantstrøm fra drift, GSF ASA (2018-2023E).....	57
Tabell 6.13 – Lakseprissensitivitet \pm 10%.....	58
Tabell: 6.14 - Aksjekurs ved ulike vekst og ulike WACC.....	59
Tabell 7.1 – Gjennomsnittlig P/E for de fem største selskapene laksebransjen.....	60
Tabell 7.2 –Gjennomsnittlig EV/EBITDA for de fem største selskapene i laksebransjen.....	61
Tabell 7.3 – Gjennomsnittlig EV/kg for de fem største selskapene i laksebransjen.....	62
Tabell 7.4 – Gjennomsnittlig EBIT/kg for de fem største selskapene i laksebransjen.....	63
Tabell 7.5 – Estimert aksjekurs for GSF basert på gjennomsnittlig P/E i laksebransjen.....	63
Tabell 7.6 – Estimert basert på EV/EBITDA.....	64
Tabell 7.7 – Estimert basert på EV/kg.....	64
Tabell 8.1 – Vektingsoversikt over DCF og multiplikatoranalysen.....	65

Kilder

Barstad, Stine (2016), «Laksenæringen tapte mest på Kina-konflikten. Nå håper de på stor opptur», aftenposten.no, 02.02.2019

<https://www.aftenposten.no/okonomi/i/a9QR7/Laksenaringen-tapte-mest-pa-Kina-konflikten-Na-haper-de-pa-stor-opptur>

Berge, Aslak (2017), «These are the world's 20 largest salmon producers», Salmonbusiness.com, 02.02.2019

<https://salmonbusiness.com/these-are-the-worlds-20-largest-salmon-producers/>

Berg, Ole (2018), «Intensjonsavtalen for et sunnere kosthold mellom helsemyndighetene og matbransjen», ntf.no, 02.02.2019

<http://www.ntfe.no/i/2018/3/tfe-2018-03-b-3346>

Bu, Fanny (2018), «Det finnes ikke et menneske som ville spist den laksen vi tok bilder av», TV2.no, 29.03.2019

<https://www.tv2.no/a/10165292/>

Finansleksikon, «Arbeidskapital», finansleksikon.no, 02.02.2019

<http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/A/Arbeidskapital.html>

Fishpool, historiske laksepriser, 02.02.2019

<http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>

Fishpool, «Forward prices», fishpool.no, 02.02.2019

<http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

Fiskeridirektoratet (2016), «Biomasse», fiskeridir.no, 02.02.2019

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

Fiskeridirektoratet (2017), «Tildelingsprosessen», fiskeridir.no, 02.02.2019

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Grieg Seafood, Teknologi, Grieg Seafood, griegseafood.no, 02.02.2019

<https://www.griegseafood.no/produksjon/teknologi/>

Helsedirektoratet (2018), «Kostråd om fisk og sjømat», helsenorge.no, 18.03.2019

<https://helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere>

Hovland, Kjetil M. (2018), «Sjømatbransjen frykter «oljeskatt» etter eventyrlige år: – Gir et feil bilde», E24, 02.02.2019

<https://e24.no/boers-og-finans/oppdrett/sjoematbransjen-frykter-oljeskatt-etter-eventyrlige-aar-gir-et-feil-bilde/24322695>

Hoddevik, Beate (2018), «Rømt oppdrettslaks kan utslette villaksen», forskning.no, 02.02.2019

<https://forskning.no/hav-og-fiske-partner-havforskningsinstituttet/romt-oppdrettslaks-kan-utslette-villaksen/273323>

Investopedia (2019), «Beta definition», investopedia.com, 02.02.2019

<https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>

Investopedia (2019), «Capital asset pricing model – CAPM», investopedia.no, 02.02.2019

<https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>

Johannesen, Mads (2018), «Interessant aksje: Grieg Seafood», blogg.nordnet.no, 02.02.2019

<https://blogg.nordnet.no/interessant-aksje-grieg-seafood/>

Kampevoll, Fredrik (2019), «Ellevill vekst for oppdrettskjempenes overskudd», E24, 02.02.2019

<https://e24.no/naeringsliv/sjoemat/ellevill-vekst-for-oppdrettskjempenes-overskudd/24569282>

Kvistad, Arve (2014), «Russland stopper import av norsk sjømat», sjomatnorge.no, 02.02.2019

<https://sjomatnorge.no/russland-stopper-import-av-norsk-sjomat/>

Laksefakta (2018), «Norske regler for miljø og oppdrett», laksefakta.no, 02.02.2019

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

Miljødirektoratet (2015), «Fiskeoppdrett», miljostatis.no, 02.02.2019

<https://www.miljostatus.no/Tema/Hav-og-kyst/Fiskeoppdrett/>

Mowi (2018), «Salmon farming industry handbook», 02.02.2019

<http://www.mowi.com/globalassets/investors/handbook/2018-salmon-industry-handbook.pdf>

Norges Bank, «Styringsrenten», norges-bank.no, 02.02.2019

<https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank, «Styringsrenten heves til 0,75 prosent», norges-bank.no. 02.02.2019

<https://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2018/2018-09-20/>

PWC (2018), «Risikopremien i det norske markedet», PWC, 02.02.2019

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>

Siv Jensen (2018), «Svar på spm. 2310 fra stortingsrepresentant Geir Pollestad»,

regjeringen.no, 02.02.2019

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/svar-pa-spm.-2310-fra-stortingsrepresentant-geir-pollestad/id2612145/>

Sjømatnorge (2018), «Nesten bare godt voksne spiser fisk», sjomatnorge.no, 02.02.2019

<https://sjomatnorge.no/nesten-bare-godt-voksne-spiser-fisk/>

Sletmo, Dag, «Økonomiske utfordringer av digitalisering i havbruk», tekna.no, 02.02.2019

<https://www.tekna.no/fag-og-nettverk/miljo-og-biovitenskap/tekna-havbruk/tekna-havaker/big-data-og-digitalisering-av-havbruksbransjen/okonomiske-implikasjoner-av-digitalisering-i-havbruk/>

Thonhaugen, Markus (2016), «Disse prosjektene kan revolusjonere oppdrettsnæringen»,

nrk.no, 02.02.2019

<https://www.nrk.no/nordland/xl/disse-prosjektene-kan-revolusjonere-oppdrettsnaeringa-1.12753301>

Trading Economics, «Norge – Økonomiske indikatorer», tradingeconomics.no, 02.02.2019

<https://no.tradingeconomics.com/norway/indicators>

Vosgraff, Siri Knudsen (2018), «Disse målene vis Grieg Seafood nå innen 2020», hegnar.no, 02.02.2019

<https://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2018/09/Disse-maalene-vil-Grieg-Seafood-naa-innen-2020>

Års- og kvartalsrapporter

Grieg Seafood (2018), Bærekraftsrapport 2017, Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood (2014), Årsrapport 2013, Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood (2015), Årsrapport 2014, Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood (2016), Årsrapport 2015, Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood (2017), Årsrapport 2016, Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood (2018), Årsrapport 2017, Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood (2018), Kvartalsrapport Q4 2018, Grieg Seafood ASA

Mowi (2018), Kvartalsrapport Q4 2018, Mowi ASA

Lerøy Seafood Group (2018), Kvartalsrapport Q4 2018, Lerøy Seafood Group ASA

Norway Royal Salmon (2018), Kvartalsrapport Q4 2018, Norway Royal Salmon ASA

Vedlegg

SALMAR	2017	2016	2015	2014	2013
Totalrentabilitet i %	22,9	28,4	14,1	17,5	28,4
Resultat av driften i %	25,8	34,2	19,6	22,9	31,2
Egenkapitalens rentabilitet før skatt i %	39,8	56,1	26,7	31,9	57,8
Likviditetsgrad	1,94	2,29	2,89	3,05	4,24
Egenkapitalandel i %	59,3	49,9	47,8	50,7	51
Gjeldsgrad	0,7	1	1,1	1	1

Norway Royal Salmon ASA	2017	2016	2015	2014	2013
Totalrentabilitet i %	9,1	36,2	10,9	14,8	23
Resultat av driften i %	9,8	20,8	7,8	9,3	13,9
Egenkapitalens rentabilitet før skatt i %	16,6	72,5	24,5	34,1	53,7
Likviditetsgrad	1,76	2,19	2,34	1,94	1,94
Egenkapitalandel i %	48	55,1	41,3	39	42,4
Gjeldsgrad	1,1	0,8	1,4	1,6	1

Lerøy Seafood AS	2017	2016	2015	2014	2013
Totalrentabilitet i %	9,2	22,4	10,6	11	20,3
Resultat av driften i %	10,7	25	11,6	11,5	20,6
Egenkapitalens rentabilitet før skatt i %	15	40	17,8	18,3	36,7
Likviditetsgrad	2,98	2,9	2,54	3,12	2,74
Egenkapitalandel i %	56,4	53,7	54,8	54,4	54,3
Gjeldsgrad	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8

Marine Harvest/MOWI	2017	2016	2015	2014	2013
----------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Totalrentabilitet i %	12,6	20,6	8	10,3	17,6
Resultat av driften i %	13,3	28,2	11,1	14,2	24,3
Egenkapitalens rentabilitet før skatt i %	23,9	36,7	13,6	9,6	25,3
Likviditetsgrad	2,7	3,03	3,35	3,22	3,23
Egenkapitalandel i %	53,5	43	45,2	39,8	48,5
Gjeldsgrad	0,9	1,3	1,2	1,5	1,1

Grieg Seafood ASA	2017	2016	2015	2014	2013
Totalrentabilitet i %	12,3	27	2,2	5,6	15
Resultat av driften i %	11,7	23,6	1,7	7,8	22,8
Egenkapitalens rentabilitet før skatt i %	24,4	57,3	-0,4	7,6	31,1
Likviditetsgrad	2,44	2,5	2,34	2,3	2,24
Egenkapitalandel i %	46,8	47,4	37,7	44,1	43,3
Gjeldsgrad	1,1	1,1	1,7	1,3	1,3

Bransjen	2017	2016	2015	2014	2013
Totalrentabilitet i %	13,45	26,9	10,9	13,4	22,325
Resultat av driften i %	14,9	27,05	12,525	14,475	22,5
Egenkapitalens rentabilitet før skatt i %	23,825	51,325	20,65	23,475	43,375
Likviditetsgrad	2,345	2,6025	2,78	2,8325	3,0375
Egenkapitalandel i %	54,3	50,425	47,275	45,975	49,05
Gjeldsgrad	0,875	1	1,125	1,225	0,975

Totalrentabilitet i %	2013	2014	2015	2016	2017
Bransjen	22,325	13,4	10,9	26,9	13,45
Grieg Seafood ASA	15	5,6	2,2	27	12,3