

Trym Skår Lande
Sandra Tien
Pia Bjørkum Kokkim
Lars Kristian Larsen

Verdsettelse av Grieg Seafood ASA

Finansiell Styring (AF3015)

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon

Veileder: Hans Marius Eikseth

April 2023



ROOTED IN NATURE

Trym Skår Lande
Sandra Tien
Pia Bjørkum Kokkim
Lars Kristian Larsen

Verdsettelse av Grieg Seafood ASA

Finansiell Styring (AF3015)



ROOTED IN NATURE

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne avsluttende bacheloroppgaven er en del av bachelorgraden vår i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskole. Kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom studiet er utgangspunktet for oppgaven. Med vår bakgrunn innenfor finansiell styring har vi valgt verdsettelse som tema for oppgaven. Videre er oppgaven basert på informasjon som er tilgjengelig for allmenheten, altså sekundærkilder.

Gjennom denne oppgaven har vi anvendt kompetansen vi har opparbeidet oss gjennom bachelorgraden, samt fått en økt forståelse innenfor finans. Arbeidet med oppgaven har vært både lærerikt og spennende, i tillegg til motiverende da vi har fått anvendt finansielle teorier i praktisk arbeid. I tillegg har oppgaven også gitt innblikk i en av Norges viktigste næringer.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.

Avslutningsvis ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder Hans Marius Eikseth for verdifull innsikt og tilbakemelding underveis i prosessen.

Abstract

The purpose with this bachelor thesis is to answer the following question: *What is Grieg Seafood ASA worth as of 30.12.2022, measured in value per share?*

To answer the question, we had to conduct a strategic analysis, which included an analysis of the external and internal factors that affects Grieg Seafood. The external analysis was done by using Porters Five Forces and PESTEL, while the internal analysis was done with a VRIO-analysis. Lastly, we summed both the external and internal analysis up in a SWOT-analysis.

Furthermore, we performed an accounting analysis. This gave us a better insight into the company's financial situation compared to its peers. Going forward we performed an analysis of the company's profitability, liquidity, solvency, and financing. In addition, we also included a horizontal and vertical analysis.

In advance of the valuation of Grieg Seafood, we calculated a required return by deriving an equity requirement, which was further used in the calculation of the total capital requirement. To find the equity requirement we used the capital value model. For this, we set a risk-free rate, as well as a market risk premium, before we determined the beta coefficient. From here we were able to calculate the total capital requirement, where we used the WACC formula, which gave us a return of 5.5%. The return requirement was further used in the fundamental valuation of the company.

To answer our question, we combined a fundamental and market-based valuation. In the fundamental valuation we applied the DCF-model, where we estimated future free cash flows, which we discounted with the required rate of return. In the market-based valuation, we applied multiple analysis of four multiples, which were finally weighted appropriately. The valuation methods gave a value per share on 30/12/2022 of NOK 98.56 and NOK 125.61.

To be able to estimate the final price estimate, we decided to weight the fundamental valuation with 80 percent and the market-based valuation with respectably 20 percent. With this weight, it resulted in an estimate of NOK 103.97 per share. Meaning a rise of 32.3 percent, which leads us to the recommendation of buying shares in Grieg Seafood ASA.

Sammendrag

Formålet med denne bacheloroppgaven er å besvare følgende problemstilling: *Hva er Grieg Seafood ASA verdt per 30.12.2022, målt i verdi per aksje?*

For å besvare problemstillingen gjennomførte vi en strategisk analyse, som inkluderte en analyse av eksterne og interne faktorer som påvirker Grieg Seafood. Den eksterne analysen bestod av Porters bransjeanalyse og PESTEL-analyse. Ved analyse av interne faktorer benyttet vi en VRIO-analyse. Til slutt oppsummeres ekstern og intern analyse i en SWOT-analyse.

Videre foretok vi en grunnleggende regnskapsanalyse. Dette ga oss et bedre innblikk av den økonomiske situasjonen til Grieg Seafood sammenlignet med komparative selskaper. Vi

gjennomførte her en analyse av selskapets lønnsomhet, likviditet, soliditet og finansiering. I tillegg valgte vi å inkludere en horisontal- og vertikal analyse.

I forkant av selve verdsettelsen av Grieg Seafood beregnet vi et avkastningskrav. Dette gjorde vi ved å utlede et egenkapitalkrav, som benyttes videre i beregning av totalkapitalkravet. Vi anvendte kapitalverdimodellen for å finne egenkapitalkravet. Til denne ble det fastsatt en risikofri rente, samt markedets risikopremie, før vi bestemte betakoeffisienten. Deretter kunne vi beregne totalkapitalkravet, der vi benyttet oss av formelen for WACC, noe ga oss et avkastningskrav på 5.50%. Avkastningskravet ble videre benyttet i den fundamentale verdsettelsen av selskapet.

Vi anvendte en kombinasjon av fundamental- og markedsbasert verdsettelse for å besvare problemstillingen vår. I den fundamentale verdsettelsen benyttet vi oss av DCF-modellen, hvor vi estimerte fremtidige frie kontantstrømmer, som ble neddiskontert med avkastningskravet. I den markedsbaserte verdsettelsen anvendte vi multippel-analyse av fire multipler, som til slutt ble vektet hensiktsmessig. Verdsettelsesmetodene ga en verdi per aksje den 30.12.2022 på henholdsvis kroner 98.56 og 125.61.

For å estimere endelig kursestimat vektet vi den fundamentale verdsettelsen med 80 prosent og den markedsbaserte verdsettelsen med 20 prosent, som resulterte i et vektet estimat på 103.97 kroner per aksje. **Dette er en oppside på 32.3 prosent, noe som gjør at vi anbefaler kjøp av Grieg Seafood ASA.**

Innholdsfortegnelse

FORORD	1
ABSTRACT	1
SAMMENDRAG	2
INNHOLDSFORTEGNELSE	4
FIGUR- OG TABELLISTE	5
1.0 INNLEDNING	1
1.1 MOTIVASJON	1
1.2 PROBLEMSTILLING	1
1.3 METODE.....	2
2.0 SELSKAPS- OG BRANSJEBESKRIVELSE	2
2.1 GRIEG SEAFOOD ASA.....	2
2.1.1 Selskapet.....	2
2.1.2 Strategi og visjon.....	3
2.1.3 Aksjeutvikling per 24.03.2023.....	4
2.2 OVERSIKT OVER BRANSJEN	5
2.2.1 Historisk utvikling	5
2.2.2 Produksjonssyklus	6
2.2.3 Kostnadsstruktur	7
2.2.4 Laksepris	8
2.2.5 Valutakurs	9
2.3 KOMPARATIVE SELSKAPER	9
2.3.1 Mowi ASA.....	10
2.3.2 SalMar Seafood Group ASA.....	10
2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA	10
2.3.4 Bakkafrost ASA	11
3.0 STRATEGISK ANALYSE	11
3.1 EKSTERN ANALYSE	11
3.1.1 Porters bransjeanalyse.....	11
3.1.2 PESTEL.....	16
3.2 INTERN ANALYSE	22
3.2.1 VRIO-analyse	23
3.3 SWOT	27
4.0 GRUNNLEGGENDE REGNSKAPSANALYSE	28
4.1 LØNNSOMHETSANALYSE	28
4.1.1 Totalkapitalrentabilitet	28
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet.....	30
4.1.3 Driftsmargin.....	31
4.1.4 Resultatgrad.....	32
4.2 LIKVIDITETSANALYSE.....	33
4.2.1 Likviditetsgrad 1	33
4.2.2 Likviditetsgrad 2	34
4.3 SOLIDITETSANALYSE	35
4.3.1 Egenkapitalandel.....	35
4.3.2 Gjeldsgrad.....	36
4.3.3 Rentedekningsgrad.....	37
4.4 FINANSIERINGSANALYSE	37
4.4.1 Finansieringsgrad 1	37
4.4.2 Arbeidskapital	38
4.5 HORIZONTAL- OG VERTIKAL ANALYSE.....	39
4.5.1 Horisontal regnskapsanalyse	39
4.5.2 Vertikal regnskapsanalyse.....	41
4.6 OPPSUMMERING REGNSKAPSANALYSE.....	42

5.0 AVKASTNINGSKRAV	43
5.1 EGENKAPITALKRAV	43
5.1.1 Risikofri rente.....	44
5.1.2 Markedets risikopremie.....	44
5.1.3 Beta	45
5.2 TOTALKAPITALKRAV	45
6.0 VERDSETTELSE	47
6.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	47
6.1.1 Driftsinntekter	49
6.1.2 Driftskostnader.....	52
6.1.3 Grunnrenteskatt	56
6.1.4 Arbeidskapital	57
6.1.5 Investeringer	58
6.1.6 Estimering av frie kontantstrømmer.....	59
6.1.7 Verdsettelse etter DCF-modellen.....	60
6.2 MARKEDSBASERT VERDSETTELSE	60
6.2.1 Price to Book Value (P/B).....	61
6.2.2 Price to Earnings (P/E).....	61
6.2.3 Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes (EV/EBIT)	62
6.2.4 Enterprise Value to Kilograms (EV/Kg)	62
6.2.5 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse	63
6.3 Vekting av verdsettelsesmetoder	64
6.4 HANDLINGSSTRATEGI	64
7.0 SENSITIVITETSANALYSE.....	64
8.0 KONKLUSJON	67
9.0 LITTERATURLISTE	69

Figur- og tabelliste

Figur 1: Aksjekursutvikling Grieg Seafood (Nordnet, 2023)	4
Figur 2: Global produksjon av atlantisk laks (Store Norske Leksikon, 2023).....	5
Figur 3: Gjennomsnittspris laks (Fish Pool, 2023).....	9
Figur 4: PESTEL-rammeverket (Business-to-you, 2016)	16
Figur 5: VRIO-rammeverket (Business-to-you, 2016).....	23
Figur 6: Totalkapitalrentabilitet Grieg Seafood mot bransjen	29
Figur 7: Egenkapitalrentabilitet før og etter skatt	30
Figur 8: Driftsmargin	31
Figur 9: Driftsmargin Grieg Seafood mot bransjen	32
Figur 10: Resultatgrad.....	33
Figur 11: Likviditetsgrad 1 Grieg Seafood mot bransjen	34
Figur 12: Likviditetsgrad 2 Grieg Seafood mot bransjen	34
Figur 13: Gjeldsgrad Grieg Seafood mot bransjen	36
Figur 14: Rentedekningsgrad Grieg Seafood mot bransjen.....	37
Figur 15: Finansieringsgrad 1 Grieg Seafood mot bransjen	38
Tabell 1: Oppsummering VRIO-analyse	26
Tabell 2: Utregning totalkapitalrentabilitet.....	29
Tabell 3: Utregning egenkapitalrentabilitet før skatt.....	30
Tabell 4: Utregning egenkapitalrentabilitet etter skatt.....	30
Tabell 5: Egenkapitalandel Grieg Seafood	35
Tabell 6: Egenkapitalandel bransjen	35
Tabell 7: Arbeidskapital.....	38
Tabell 8: Horisontal regnskapsanalyse	39
Tabell 9: Vertikal regnskapsanalyse	41
Tabell 10: Gjennomsnittlig EK, gjeld og estimert gjeldsrente	46
Tabell 11: Utregning effektiv skattesats	47
Tabell 12: Historisk slaktevolum Grieg Seafood.....	49
Tabell 13: Estimert slaktevolum Grieg Seafood.....	50
Tabell 14: Historisk slaktevolum GSF Norge og GSF Canada	50
Tabell 15: Estimert slaktevolum GSF Norge og GSF Canada	50
Tabell 16: Estimert utvikling laksepris	51
Tabell 17: Historisk inntektsavvik Grieg Seafood.....	51
Tabell 18: Estimerte driftsinntekter GSF Norge.....	52
Tabell 19: Estimerte driftsinntekter GSF Canada.....	52
Tabell 20: Utregning korrelasjonskoeffisient driftsinntekter og varekostnader	53
Tabell 21: Estimerte varekostnader GSF Norge	53
Tabell 22: Estimerte varekostnader GSF Canada	53
Tabell 23: Utregning korrelasjonskoeffisient driftsinntekter og lønnskostnader	53
Tabell 24: Estimerte lønnskostnader GSF Norge	54
Tabell 25: Estimerte lønnskostnader GSF Canada	54
Tabell 26: Andel historiske avskrivninger GSF Norge og GSF Canada	54
Tabell 27: Estimert gjennomsnittlig økning slaktevolum GSF Norge.....	54
Tabell 28: Estimert gjennomsnittlig økning slaktevolum GSF Canada.....	54
Tabell 29: Historiske avskrivninger GSF Norge	54
Tabell 30: Historiske avskrivninger GSF Canada	55
Tabell 31: Estimerte avskrivninger GSF Norge.....	55

Tabell 32: Estimerte avskrivninger GSF Canada.....	55
Tabell 33: Utrekning korrelasjonskoeffisient driftsinntekter og andre driftskostnader.....	55
Tabell 34: Estimerte andre driftskostnader GSF Norge.....	55
Tabell 35: Estimerte andre driftskostnader GSF Canada.....	56
Tabell 36: Utrekning grunnrenteskatt GSF Norge.....	56
Tabell 37: Utrekning korrelasjonskoeffisient driftsinntekter og kundeutfordringer.....	57
Tabell 38: Utrekning korrelasjonskoeffisient slaktevolum og varelager.....	58
Tabell 39: Utrekning korrelasjonskoeffisient driftskostnader og leverandørgjeld.....	58
Tabell 40: Estimerte endringer i arbeidskapital.....	58
Tabell 41: Utrekning korrelasjonskoeffisient kontantstrøm fra drift og investeringer.....	59
Tabell 42: Estimerte investeringer.....	59
Tabell 43: Utrekning av estimerte frie kontantstrømmer.....	59
Tabell 44: Verdiestimert etter DCF-modellen.....	60
Tabell 45: Verdiestimert etter Price to Book Value.....	61
Tabell 46: Verdiestimert etter Price to Earnings.....	62
Tabell 47: Verdiestimert etter Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes.....	62
Tabell 48: Verdsettelse etter Enterprise Value to Kilograms.....	63
Tabell 49: Vektet estimert markedsbasert verdsettelse.....	63
Tabell 50: Endelig estimert aksjekurs.....	64
Tabell 51: Estimerte aksjekurser ved forskjellige kombinasjoner av WACC og vekstrate.....	65
Tabell 52: Estimert aksjekurs ved forskjellige vektninger av markedsbasert verdsettelse og fundamental verdsettelse.....	65
Tabell 53: Endring i aksjekurs etter endring i slaktevolum.....	66

1.0 Innledning

1.1 Motivasjon

Oppdrettsnæringen har siden begynnelsen vært en stor bidragsyter innenfor norsk økonomi, i tillegg til at den også er å anse som en fremtidig bærebjelke. Bransjen har også i lengre tid vært en viktig del av den grønne omstillingen med flere krav og reguleringer fra myndighetene. Nylig introduserte regjeringen at oppdrettsnæringen kom til å måtte forholde seg til en ny grunnrenteskatt. Dette gjør at en bransje under konstant press for nytenkning og innovasjon igjen må omstille seg etter enda en ny regulering. Per dags dato er det enda usikkerhet knyttet til hvordan denne grunnrenteskatten vil påvirke bransjen. Det er derfor interessant for oss å kunne ta en nærmere titt på dette. På bakgrunn av dette falt valget på å se nærmere på verdsettelse innenfor oppdrettsnæringen.

Gjennom denne oppgaven ønsker vi å kunne utvikle en bredere kunnskap innenfor en av de viktigste bransjene for norsk økonomi. Samtidig ønsker vi å kunne få frem den kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom studieløpet. Ettersom vi har valgt å fordype oss innenfor finansiell styring ønsker vi å kunne analysere selskapet fra et aksjonærperspektiv ved bruk av ulike analyser på både makro- og mikronivå, samt strategiske og regnskapsmessige analyser. Utbytte av å kunne utføre en slik verdsettelsesoppgave vil for oss være stor, noe som styrker vår motivasjon for oppgaven.

Når det kommer til valget av Grieg Seafood, ble dette gjort på bakgrunn av deres posisjon i det norske markedet for lakseoppdrett. Selskapet er en verdens ledende i oppdrettsnæringen, samtidig som det er mindre et av de mindre på Oslo Børs. Da selskapet er et av de mindre innenfor oppdrettsnæringen syntes vi det ville være det mest interessante å analysere.

1.2 Problemstilling

Denne oppgaven har som formål å se på ulike faktorer som er med på å påvirke verdien av selskapet Grieg Seafood ASA.

Med dette utgangspunktet har vi utledet følgende problemstilling: *Hva er Grieg Seafood ASA verdt per 30.12.2022, målt i verdi per aksje?*

1.3 Metode

Det finnes mange metoder og modeller for å verdsette et selskap. I denne oppgaven skal vi verdsette Grieg Seafood gjennom å kombinere en form for fundamental verdsettelse og en form for markedsbasert verdsettelse. Mer spesifikt skal vi verdsette selskapet med utgangspunkt i DCF-metoden og multipler. Metodene vil utlede hvert sitt estimat på aksjekursen til Grieg, før disse estimatene vektet hensiktsmessig. Resultat av denne vektingen vil være vårt estimat på selskapets aksjekurs.

2.0 Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1 Grieg Seafood ASA

2.1.1 Selskapet

Grieg Seafood er et norsk selskap inngår i oppdrettsnæringen, der deres hovedområde er oppdrett av atlantisk laks. Selskapet ble etablert i 1992 av gründeren Per Grieg Jr., og børsnotert på Oslo Børs i 2007. I dag har eksporterer selskapet til mer enn 50 land, noe som gjør de til et av verdens ledene selskap innenfor lakseoppdrett. Grieg Seafood har hovedkontor i Bergen og driver oppdrett i Rogaland og Finnmark i Norge, samt i British Columbia og Newfoundland i Canada.

Grieg Seafood har en ledergruppe bestående av 8 stykker, der Andreas Kvamme er konsernsjef (Grieg Seafood, u.å.-e). Videre har de et styre bestående av styreleder Per Grieg Jr., nestleder Tore Holand og 4 styremedlemmer. Sammen er deres oppgaver å øke aksjonærenes verdi, lede den daglige driften og jobbe mot å oppnå selskapets verdier, visjoner og mål. Ledelsen er opptatt av åpenhet og ærlighet, samt å jobbe bedre i dag enn i går. Slik vil de vise at de bryr seg om sine ansatte, lokalbefolkning, fisken og forbrukerne.

Som tidligere nevnt ble selskapet etablert av Per Grieg Jr., og det er fortsatt Grieg familien som eier den største andelen av selskapet, med en eierandel på over 50 prosent

(MarketScreener, u.å.). Videre følger Ole Morten Halvorsen, Folketrygdfondet og Alfred Berg Kapitalforvaltning AS med henholdsvis 4.50, 2.55 og 1.83 prosent hver.

Havbruksnæringen, derav også lakseoppdrett i Norge er en viktig kilde til både verdiskapning, arbeidsplasser og norske verdier. I dag er havbruk Norges nest største eksportkilde, noe som gjør Norge til den største oppdrettsprodusenten og eksportøren av atlantisk laks og regnbueørret (Fiskeridepartementet, 2021). Per dags dato er Mowi Norges største sjømatelskap, med en market cap på 92 640M. Videre kommer SalMar med en market cap på 64 645M. Med en market cap på 9 547M blir Grieg Seafood 6. størst i Norge på sjømat (EuroNext, u.å.). Overnevnte, sammen med Austevoll Seafood, Lerøy Seafood Group og Bakkafrost, er å anse som Grieg Seafood sine største konkurrenter. Alle aktørene er godt etablert, og med få aktører på et stort marked fører det til lavere intensitet på den interne konkurransen.

2.1.2 Strategi og visjon

Grieg Seafood sin visjon er “Rooted in nature - farming the ocean for a better future”. Denne visjonen, samt verdiene deres legges til grunn i alle beslutningene selskapet tar. Gjennom denne visjonen ønsker de å bidra til bærekraftig oppdrett av sunn laks, både for jorda og for forbrukernes del. Det er på denne måten Grieg Seafood som selskap ønsker å bidra til en bedre verden. Sentralt for deres visjon er dermed bærekraft og miljø. Strategien til Grieg Seafood gjenspeiler også deres visjon. Fram mot 2026 har selskapet tre strategiske mål: global vekst, kostnadsreduksjon og reposisjonering i markedet. Bærebjelken for de strategiske målene er økt bærekraft. For å nå målet om bærekraftig havbruk, er deres viktigste strategi å kombinere produksjon på land og i sjø. Selskapet benytter avansert teknologi i deres produksjon, derav RAS-teknologi, som øker vekst i anleggene og reduserer tiden i sjøen (Grieg Seafood, u.å.-c).

Selskapets verdier står også sentralt for driften. Grieg Seafoods verdier er åpenhet (open), ambisiøs (ambitious) og omsorgsfull (caring). Åpenhet referer til innsyn i drift, i tillegg til åpenhet for ny kunnskap og læring for videre utvikling. Ambisiøs handler om å gjøre jobben deres på best mulig måte og alltid strekke seg for å forbedre seg. Ved deres ambisiøse mål om

å gjøre Grieg Seafood enda mer lønnsom ønsker de å kunne bidra til videre utvikling av oppdrettsnæringen. Deres siste verdi, omsorgsfull, handler om å bry seg om sine ansatte, fisken deres, miljøet og samfunnet. Det legges spesielt vekt på at fjordene og det naturlige miljøet fisken befinner seg i skal bli ivaretatt og skape muligheter for fremtidige generasjoner.

2.1.3 Aksjeutvikling per 24.03.2023



Figur 1: Aksjekursutvikling Grieg Seafood (Nordnet, 2023)

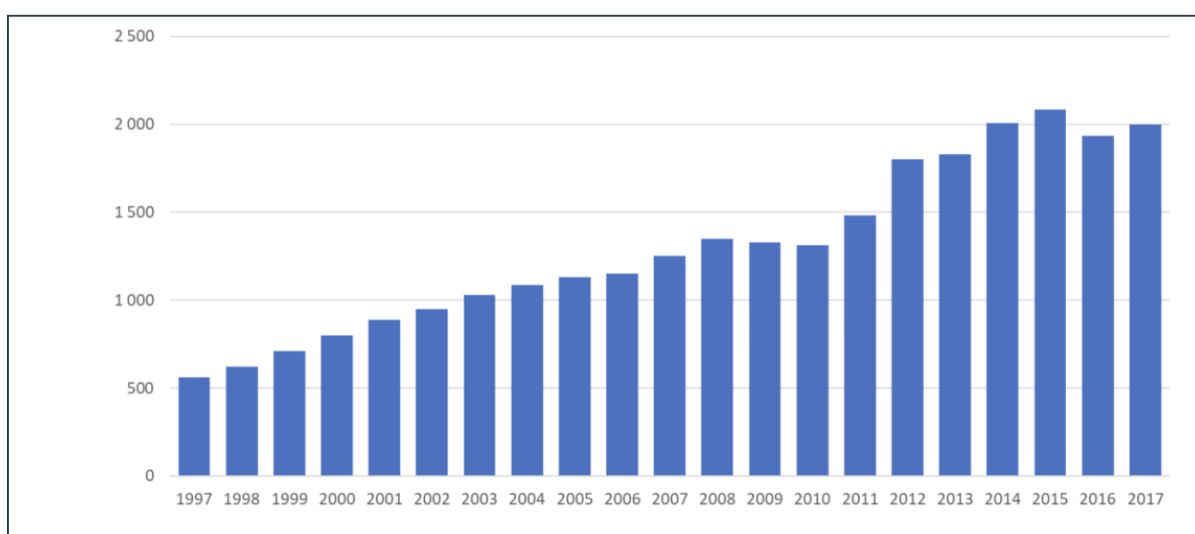
Grieg Seafood ASA er notert på Oslo Børs med 113 447 042 utestående aksjer. Pris per aksje var 74.45 kroner per 24.03.2023. Dette gjør at selskapet på daværende tidspunkt prises til 8.446 milliarder kroner. Den blå grafen i figur 1.1 viser historisk utvikling i selskapet. Over et femårsperspektiv ser vi at aksjen har steget med 9.25 prosent. Til sammenligning har Oslo Børs hovedindeks (OSEBX, gul graf) hatt en vekst på 47.00 prosent, mens Oslo Børs Seafood indeks (OBSFX, rød graf) har hatt en vekst på 47.80 prosent i samme periode (Nordnet, u.å.-c). Videre viser grafen at kursen til Grieg Seafood har vært svært volatil de siste fem årene, men historisk sett har aksjen hatt en jevn og stabil positiv utvikling. Siden børsnoteringen i 2007 har aksjen hatt en vekst på hele 202.45 prosent. Svingningene i kursen de siste årene skyldes blant annet makro hendelser som Covid-19 og krigen i Ukraina. I tillegg vil økonomiske faktorer som etterspørsel, laksepriser og kronekursen som påvirke Grieg Seafoods inntekter, og følgelig kursen. Politiske incentiver som forslag om grunnrenteskatt har også bidratt til svingninger.

2.2 Oversikt over bransjen

Oppdrettsnæringen inngår i akvakultur, som omfatter både oppdrett og dyrking av alle slags organismer i vann (Misund, 2023b). Fiskeoppdrett handler om å fø opp fisk i produksjon, og ofte også rogn og yngel for videre produksjon. Norsk fiskeoppdrett består i dag hovedsakelig av laks, i tillegg til noe regnbueørret og sjørøye. Når det kommer til hvit fisk som produseres gjennom norsk lakseoppdrett utgjør dette segmentet en relativt liten del av totalen.

2.2.1 Historisk utvikling

Allerede på 1960-tallet startet historien om norsk fiskeoppdrett. Gjennombruddet kom da det ble oppdaget at regnbueørreten kunne tilvende seg å leve i saltvann. Dette ble gjort ved at laksesmolt ble satt ut i merdanlegg i sjøen. Videre ble dette også testet med andre fiskearter, og allerede i 1971 ble den første oppdrettslaksen slaktet. Dermed var grunnlaget for norsk lakseoppdrett lagt, og siden 1997 til 2017 har produksjonen av laksefisk vokst omtrent 6,5 prosent årlig (Misund, 2023a). Siden 2012 har veksten for lakseoppdrett stagnert noe både globalt og i Norge på grunn av strengere reguleringer, og utfordringer knyttet til lakselus, sykdommer og miljøpåvirkning. I tillegg er det begrensede muligheter for videre kapasitetsøkning. Allerede i 2009 har det vært lagt vekt på miljøet, og i 2017 ble trafikklyssystemet innført slik at oppdrettsnæringen kan få en forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst fremover (Finansdepartementet, 2019).



Figur 2: Global produksjon av atlantisk laks (Store Norske Leksikon, 2023)

I dag er Norge en av verdens største eksportører av oppdrettslaks (Miljøstatus, 2022). Naturlige fortrinn som dype fjorder, gode strømminger og oksygenrikt vann, kombinert med dagens anleggsteknologi, gjør at Norge er svært egnet for oppdrettsvirksomhet. Laksen distribueres ut i det globale markedet, og illustrert i figuren kan man se den utviklingen i den globale produksjonen av atlantisk laks målt i 1000 tonn. Nylige tall viser at oppdrett av laks var stabilt gjennom koronapandemien.

2.2.2 Produksjonssyklus

Oppdrettsnæringen ønsker å være en miljømessig og bærekraftig bransje med stort fokus på hvordan produksjon av laks kan foregå så ressurseffektiv og klimavennlig som mulig. Oppdrett av fisk foregår i tre forskjellige faser i fiskens livssyklus (Misund, 2023a). I den første fasen skal fisken bringes til gyting, altså kjønnsmodning. Denne fasen kalles også for stamfiskproduksjon, hvor rogn og melk blandes for å befrukte rognkornene. I neste fase går fisken over som yngel. Her er formålet at fisken skal vokse til en viss størrelse eller biologisk tilstand, noe som også kalles for settefiskproduksjon. Denne fasen er over når laksen går over til å tåle saltvann, altså smoltifisering. Til slutt, i den siste fasen, skal laksen føres opp til den når en størrelse som kan selges videre.

For Grieg Seafood er det 8 steg fra de starter produksjon, til laksen når sluttbrukeren. I det første steget er det avling av laks. Grieg Seafood har stamfiskdrift der de avler spesifikke egenskaper slik at de styrkes helsemessig og klarer å motstå lakselus. Neste steg er ferskvannsoffdrett. Her klekkes eggene og det er her laksen tilbringer det første året. Grieg Seafood har resirkulerende ferskvannsanlegg på land hvor dette gjøres. Spesielt for Grieg Seafood er at de har en postsmolt-strategi der laksen holdes lengre på land før den slippes ut i sjøen. Deretter går det videre til sjøvannsoffdrett. I dette steget lever laksen i havmerdene til den når en vekt på 4-5 kg slik at den kan slaktes. Steg fire er slaktingen, hvor selskapet har egne anlegg for slakting og pakking. I tillegg har de samarbeid med Brown's Bay Packing Company og Ocean Choice International. Femte steg er salg og distribusjon, mens det sjette steget er noe kalles en verdiskapende behandling. Her satses det på å danne et nært forhold til markedet for å øke verdien. Det syvende steget innebærer at laksen distribueres til HoReCa-bransjen, før den når konsumenten i steg åtte (Grieg Seafood, u.å.-a).

2.2.3 Kostnadsstruktur

Produksjonskostnadene knyttet til oppdrettsnæringen har endret seg med årene. Fra 1980-tallet til starten av 2000-tallet økte produktivitetsveksten betraktelig, noe som videre førte til en kostnadsreduksjon samt lavere laksepris. Fra 2005 har det dermed vært en økning når det gjelder produksjonskostnadene, og fra 2005 til 2020 økte kostnadene med hele 176 prosent. Misund trekker i sin rapport frem fem viktige kostnadsdriverne siden økningen i 2005 (Misund, 2022).

Økte priser for innsatsfaktorer

Inflasjonen er en viktig faktor for de økte prisene for innsatsfaktorene. Spesielt for fôr har prisen steget. Sammenliknet med prisen i 2005 har det til 2020 vært en økning på omtrent 50 prosent. Svekkelsen av den norske kronen har også bidratt til økte fôr priser da flere av innsatsfaktorene knyttet til fiskefôr er regulert i et globalt marked (USD). I tillegg fører inflasjonen til en økt lønnsvekst som igjen vil føre til en reduksjon av oppdrettsnæringens lønnsomhet.

Økt kapitalintensitet

Investeringsvekst knyttet til anleggsmidler har ført til en økning i kapitalkostnader. Dette fremkommer både i avskrivningene og høyere krav knyttet til kapitalavkastning. Bakgrunnen til veksten i investeringsbehovet kommer av behovet for mer produksjon av fisk og fartøy. Strengere regulering har også vært en bidragsyter til økningen i kapitalkostnadene.

Biologisk risiko

Lakselus og Spiro er eksempler på biologisk risiko knyttet til oppdrettsnæringen. Suboptimal anleggsdrift og behandling påvirker også effektene av den biologiske risikoen. De siste årene har kostnaden tilknyttet biologisk risiko økt. Det er vanskelig å peke på en hovedårsak, men det sammenfaller med en rekke endringer og hendelser i havbruksnæringen i samme periode. Gjennomsnittsveksten på dødfisk har økt, dette har medført høyere kostnader grunnet økningen i prisen på innsatsfaktorene. Dette forsterker videre effekten på produksjonskostnaden knyttet til økte priser på innsatsfaktorene. Biologisk risiko påvirker

kvaliteten og kan medføre at prisrabatter også blir en faktor. I tillegg har smoltkvalitet blitt diskutert som en potensiell forklaringsfaktor.

Reguleringer

Strengere reguleringer knyttet til lakselus vil isolert sett øke oppdretternes kostnader. Ulikt press resulterer i at noen av oppdretternes kostnader vil øke mer enn andres.

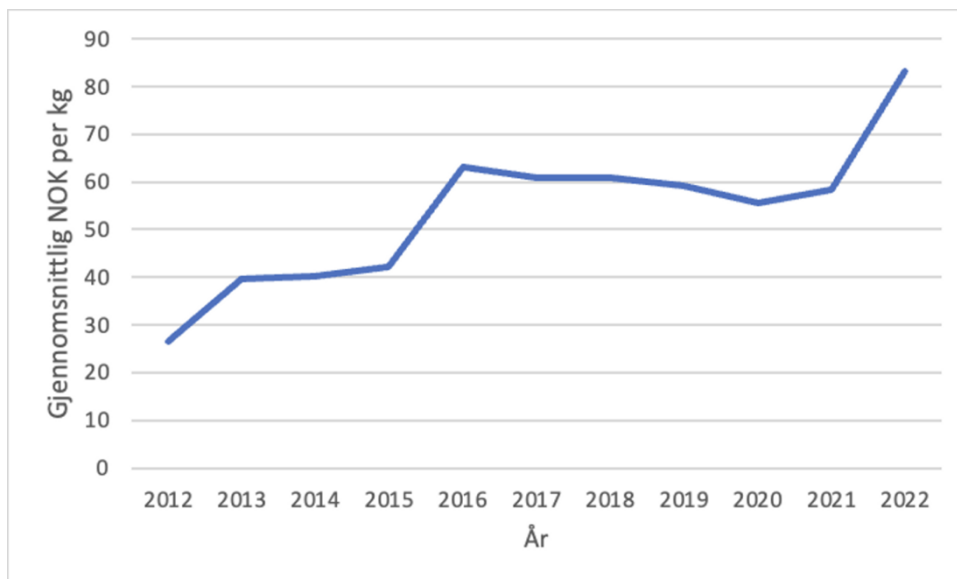
Miljøreguleringer vil også ha en påvirkning da det setter begrensinger og gjør det vanskeligere for produksjonen å være i takt med etterspørselsveksten. Innføringen av maksimalt tillatt biomasse i konsesjonene førte til en avskaffelse av den volumbaserte avgrensningen når det gjelder oppdrettskonsesjoner.

Høy pris

Med strengere reguleringer, både miljømessige og fiskehelsemessige, innenlands og utenlands fører det til en høyere global markedspris for oppdrettslaks. I tillegg tilbakeholdes det ved å øke produksjonskapasiteter og godkjenne nye lokaliteter, som kan være med på å forklare lavere produksjonsvekst de siste årene. Misund trekker også frem at strategier som postsmolt kan være en driver for økte kostnader, samt kapitalintensitet.

2.2.4 Laksepris

Inntekten til oppdrettsselskapene er svært avhengig av lakseprisen. Historisk sett kan vi se at lakseprisen er syklisk. Det er mye volatilitet når det kommer til lakseprisen, noe som fremkommer i figur 2.2. I artikkelen til Misund (2018) redegjøres det for viktigheten av å ha kunnskap om hvordan lakseprisvolatilitet varierer over tid, spesielt dersom oppdretterne ønsker å begrense eksponeringen sin mot lakseprisrisiko (Misund, 2018). De ulike aktørene i markedet burde derfor ta hensyn til mer enn bare operasjonell risiko, altså også prisrisiko. Forskning viser til at det finnes tidsvariasjon når det kommer til lakseprisvolatilitet, og dermed kan en økt kunnskap om disse trendene være nyttig informasjon for de ulike aktørene i bransjen.



Figur 3: Gjennomsnittspris laks (Fish Pool, 2023)

Figur 3 viser utviklingen av gjennomsnittlig laksepris i norske kroner per kilo fra 2012 til 2022. Det er hensiktsmessig å merke seg at den gjennomsnittlige prisen hittil i 2023 ligger på 104,87 norske kroner per kilo, noe som er svært høyt.

2.2.5 Valutakurs

Oppdrettsnæringen er avhengig av internasjonal handel. Majoriteten av Norges lakseproduksjon blir eksportert til utlandet, og dermed omsatt i utenlandsk valuta. Derfor vil en svak krone være positivt for den norske oppdrettsnæringen. En svekkelse av kronen mot utenlandsk valuta vil dermed kunne øke inntjeningen til oppdrettsnæringen. Innenfor fiske- og oppdrettsnæringen ser det ut til at en svakere kronkurs gir høyere eksportpriser og dermed bedre lønnsomhet på kort sikt (Naug & Nordbø, 2018).

2.3 Komparative selskaper

For å kunne foreta strategiske og finansielle analyser av Grieg Seafood er det hensiktsmessig med kunnskap om komparative selskaper. Gjennom sammenligning med andre selskaper i bransjen, vil man blant annet kunne identifisere eventuelle konkurransefortrinn tilknyttet Grieg Seafood og sammenligne finansielle nøkkeltall. I denne oppgaven har vi valgt å bruke de fire største selskapene på Oslo Børs Seafood Indeks. Av valgte selskaper er tre av selskapene norske, mens ett er fra Færøyene. De norske selskapene vi har valgt er Mowi

ASA, SalMar Seafood Group ASA og Lerøy Seafood Group ASA. Selskapet fra Færøyene er Bakkafrost ASA, som i likhet med de andre selskapene også er notert på Oslo Børs.

2.3.1 Mowi ASA

Mowi ASA er et av de største sjømat-selskapene i verden, og er verdens største produsent av atlantisk laks. Selskapet ble opprettet i 1964 av noen få pionerer som startet med oppdrett i bakgården, og er i dag Norges største selskap innen oppdrettsnæringen, og verdensledende innenfor sitt felt (Mowi, u.å.). Mowi har opprettholdt den ledende posisjonen gjennom organisk vekst så vel som gjennom fusjoner og oppkjøp, og selskapet kan i dag skilte med over 12 200 ansatte i 25 land. Mowi er sammen med Bakkafrost de eneste oppdrettsselskapene som produserer eget fiskefôr, og er den eneste aktøren med fullt vertikalt integrert verdikjede.

2.3.2 SalMar Seafood Group ASA

SalMar ASA ble stiftet i 1991 på et oppkjøpt konkursbo bestående av én konsesjon for oppdrett av laks og et slaktnings- og bearbeidingsanlegg myntet på hvitfisk (SalMar, u.å.). Denne konkurransen og lakseberget la grunnlaget for prosessering og videreforedling som bærebjelkene i både SalMars og norsk oppdrettsvirksomhet. Siden stiftelsen i 1991, har selskapet utviklet seg til et vertikalt integrert oppdrettskonsern, med egen produksjon fra rogn og stamfisk til salg av ferdig produkt. I motsetning til Mowi, outsourcer SalMar produksjonen av fiskefôr. I dag er SalMar verdens nest største produsent av atlantisk laks, og har gått fra å være et selskap med én konsesjon for oppdrett av laks i Norge, til å bli et internasjonalt konsern med oppdrettsaktivitet i Norge, Island og Skottland.

2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group ASA kan spore sine aktiviteter tilbake til slutten av 1800-tallet, fra fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen som solgte levende fisk på fisketorget i Bergen (Lerøy Seafood, u.å.-b). I 1939 etablerte to av hans ansatte grossisten og sjømateksportøren Hallvard Lerøy AS, et selskap som var familieeid frem til 1997, og som ble notert ved Oslo Børs i 2002. Gjennom oppkjøp og fusjoner utover 2000-tallet, sammen med dyktig ledelse, er selskapet i dag en av verdens største produsenter av atlantisk laks og ørret. Lerøy Seafood

Group har i dag over 6000 ansatte, med fabrikker i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Frankrike, Nederland, Portugal, Spania, Italia, Tyrkia og Shetland (Lerøy Seafood, u.å.-a). Selskapet har i tillegg salgskontorer i USA, Japan og Kina. Fra beskjedne kår på starten av 1900-tallet, har selskapet i dag utviklet seg til et helintegrert selskap med styring og kontroll på alt av sjømatprodukter fra hav til konsument.

2.3.4 Bakkafrost ASA

Bakkafrost ASA er ledende produsent av høykvalitetslaks fra Færøyene, og ble stiftet av brødrene Hans og Róland Jacobsen i 1968 (Bakkafrost, u.å.-b). Selskapet ble notert på Oslo Børs i mars 2010, og har i dag over 1000 ansatte fordelt på anleggene på Færøyene. Bakkafrost er et vertikalt helintegrert selskap, og er sammen med Mowi eneste lakseprodusent som produserer eget fiskefôr (Bakkafrost, u.å.-a). I 2020 kjøpte Bakkafrost 100 prosent av aksjene i The Scottish Salmon Company, og driver nå også lakseoppdrett i Skottland.

3.0 Strategisk analyse

Strategisk analyse hjelper oss med å få en grundigere oversikt over Grieg Seafood sin posisjon i markedet. Ved bruk av strategisk analyse gjennomføres analyser for å kunne få innsikt i eventuelle strategiske fordeler, risiko og mulighet for vekst. I den strategiske analysen skal vi ta for oss både eksterne analyser som Porters bransjeanalyse og PESTEL, samt VRIO for den interne analyse. Til slutt oppsummeres dette i en SWOT.

3.1 Ekstern analyse

Ved å foreta en ekstern analyse ser man på de eventuelle fordelene oppdrettsbransjen har. I den eksterne analysen vil vi ta for oss Porters bransjeanalyse for å vurdere om bransjen kan vurderes som attraktiv. I tillegg anvendes PESTEL-analysen til å vurdere bransjens makromiljø.

3.1.1 Porters bransjeanalyse

Porters bransjeanalyse, også kalt Porters Five Forces, er en modell som brukes for å kunne gjøre en strategisk analyse av de eksterne faktorene. Modellen kartlegger selskapets

konkurransesituasjon og attraktivitet i markedet og er sentral når det kommer til dannelsen av de interne bransjeforholdene. Med andre ord ser Porters bransjeanalyse på om bransjen er attraktiv å operere i. De fem ulike konkurransekraftene modellen tar for seg er truslene for nyetableringer, kundenes forhandlingskraft, substitutter, leverandørens forhandlingskraft og rivalisering blant dagens konkurrenter.

Trusler for nyetablering

Trusler for nyetablering handler om hvor lett det er for nye aktører å etablere seg i bransjen. Dersom det krever lite kapital for å etablere seg vil inngangsbarrierene være lave, og trusselen for nyetableringer vil være høy. For Grieg Seafood vil det derfor være i deres favør om det er høye inngangsbarrierer slik at nye aktører ikke skal kunne ta markedsandeler.

Inngangsbarrieren til oppdrettsbransjen er relativt høy da det krever store investeringer til utstyr for produksjon, i tillegg til at det er begrensinger knyttet til havområdet. En av de største barrierene er knyttet til inntjening av penger ikke skjer før 2-3 år etter oppstart, da laksen må vokse før den kan selges. For å kunne selge laksen trenger de også et ganske omfattende salgsnettverk. Det trengs leverandører for fiskefor, i tillegg til en kundeportefølje for å kunne distribuere ut laksen.

Antallet kommersielle matfisktillatelser til laks i sjøvann er begrenset, slik at det er departementet som bestemmer når de blir tildelt (Fiskeridirektoratet, u.å.). Prosessen er delt i to slik at det først vurderes hvilke søkere som skal få tillatelse. Deretter må koordinerende myndighet behandle søknad om klarering om lokalitet. Det er derfor tidskrevende og noe omfattende å kunne etablere seg som ny aktør i markedet. Dette reduserer trusler for etablering.

Produktene innenfor oppdrettsbransjen er heller ikke særlig differensiert. Dersom en ny aktør ønsker å kunne differensiere seg, vil det dermed i større grad være knyttet til metoden og ikke produktet. Landbasert oppdrett vil derfor til en viss grad anses som en trussel da de leverer samme produkt, men ved hjelp av en annerledes metode.

Kundenes forhandlingskraft

Forhandlingskraften kundene sitter på påvirkes av hvor enkelt det er for kunden å bytte til en annen leverandør, i tillegg til hvordan kundeporteføljen til selskapet er konstruert. Hvis det er lave byttekostnader knyttet til bytte av leverandør vil dette øke kundens forhandlingskraft. I tilfeller der kundeporteføljen kun består av noen få og like aktører vil dette også øke kundens forhandlingskraft. Dersom kundenes forhandlingskraft er stor, vil de kunne drive prisen ned og redusere forhandlerens fortjeneste.

Grieg Seafood selger laks til mer enn 50 land over hele verden (Grieg Seafood, u.å.-f). Markedet er stort med flere alternativer, enten det er gjennom grossister eller direkte kjøp (Grieg Seafood, u.å.-b). Dette gir leverandørene et stort og differensiert marked slik at kundenes forhandlingskraft blir noe svekket. Det er heller ikke få konsentrerte kjøpere som står for store deler slik at den differensierte kundeporteføljen deres svekker kundenes forhandlingskraft.

Oppdrettsbransjens posisjon i verdiskapningsnettverket er heller ikke under trussel da det er svært lite sannsynlig at deres kunder begynner å produsere laks selv. Dette svekker også kundens forhandlingskraft.

På en annen side er det lave barrierer knyttet til å bytte leverandør dersom de ikke er fornøyde med prisen eller kvaliteten. Dette kommer av at oppdrettsbransjens produkter er svært like og det vil dermed være lite som skiller produktet til de ulike aktørene i markedet. Samlet sett vil derfor kundenes forhandlingskraft vurderes som lav til moderat.

Trussel fra substitutter

Substitutter referer til alternative produkter som kan dekke de samme behovene for kunden. Jo vanskeligere det er å finne substitutter, desto lavere er trusselen for det også. I realiteten er det nærmest umulig å finne perfekte substitutter. Likevel vil prisendringer hos substitutter påvirke produktets etterspørsel. Trusselen fra substitutter påvirkes ikke bare av prisnivået, men også hvor lett tilgjengelig produktene er.

Laks er proteinrik og har et høyt innhold av Omega 3 og vitaminer (Nordnet, u.å.-a). Substitutter for laks kan derfor være ulike proteinkilder som andre sjømatprodukter eller kjøttprodukter. Andre gode kilder til Omega 3 er annen fisk som makrell, ørret, tunfisk og sardiner. I forhold til substituttene har laksen en relativt stor fordel knyttet til innhold, i tillegg til at den kan konsumeres i forskjellige tilstander. På grunn av dette vil det redusere trusselen fra substitutter. En faktor som derimot kan øke trusselen fra substitutter er den lave byttekostnaden det medfører å bytte ut laksen med en av de andre substituttene, både økonomisk og psykisk. Skulle prisen på kylling være betraktelig mye lavere enn prisen på laks ville det dermed vært lite kostbart for kunden å bytte ut laksen. Selv om dette er med på å øke trusselen for substitutter konkluderes det med at trusselen fra substitutter er relativt lav.

Leverandørens forhandlingskraft

Forhandlingskraften til leverandørene kan vurderes på samme måte som kundenes forhandlingskraft, bortsett fra at i dette perspektivet er rollene byttet. For oppdrettsbransjen vil fiskefôr være den største utgiften og dermed være blant oppdrettsbransjens leverandører.

I dag er det tre aktører som dominerer markedet for fiskefôr: Skretting, EWOS og BioMar. Med få konsentrerte leverandører gjør dette at deres forhandlingskraft øker betraktelig. På en annen side blir fiskefôrbransjen utfordret da aktørene innenfor oppdrettsnæringen selv kan begynne å produsere eget fiskefôr. Dette var tilfellet da den største aktøren i oppdrettsnæringen, Mowi, bestemte seg for å begynne med egenproduksjon av fiskefôr. Egenproduksjon av fiskefôr kan bli en trend, noe som truer leverandørenes forhandlingskraft da aktørene innenfor oppdrettsbransjen kan velge å kutte dem ut av verdiskapningskjeden deres.

Oppdrettsnæringen har et stort fokus på bærekraft, og har også dette som en standard for sine leverandører (Grieg Seafood, u.å.-b). Om leverandørene ikke tilfredsstillers disse kravene vil de derfor stå i fare for å bli byttet ut av aktørene i oppdrettsnæringen som heller vil se etter mer miljøvennlige og bærekraftige alternativer. På en annen side vil det være ressurskrevende å undersøke om de ulike leverandørene tilfredsstillers kravene deres både til bærekraft,

kvalitet og pris. Dette gjør at byttekostnadene øker, noe som medfører at leverandørens forhandlingskraft også øker. På bakgrunn av punktene nevnt ovenfor konkluderes det med at leverandørens forhandlingskraft er moderat.

Rivalisering blant dagens konkurrenter

Rivalisering blant dagens konkurrenter, også kjent som den interne rivaliseringen, ser på aktørene innenfor bransjen som leverer det samme produktet. Med færre konkurrenter vil det føre til mer makt for aktørene, eventuelt bedre avtaler og større profitt.

Grieg Seafood sine viktigste konkurrenter er i dag er SalMar, Lerøy Seafood Group, Mowi, Bakkafrost og Austevoll Seafood. Alle disse selskapene er konkurransedyktige, og måten de differensierer seg på vil være produktkvaliteten deres. Laks er å anse som et relativt homogent produkt, og den interne rivaliseringen vil dermed øke. Det er derfor lite kundelojalitet knyttet til sluttproduktet

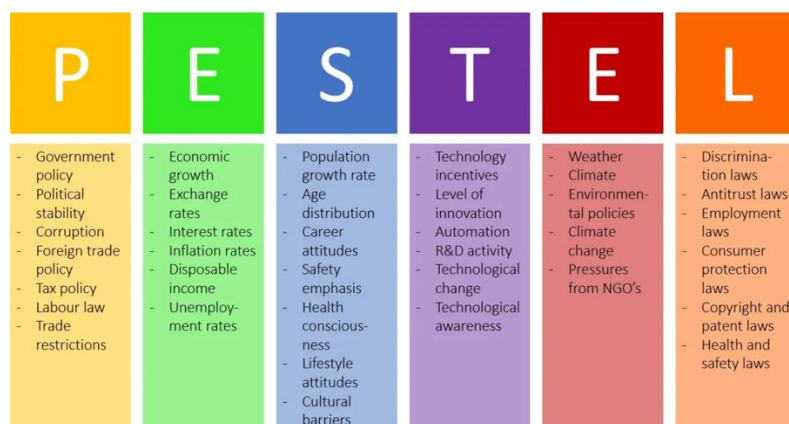
I dagens konkurransebilde er det Mowi som er det ledende selskapet med store markedsandeler, etterfulgt av SalMar. Med noen store aktører i markedet vil det være med på å redusere den interne rivaliseringen. Dersom bransjen hadde bestått av omtrent like store aktører hadde det vært en risiko for økt rivalisering.

Barrierene knyttet til nedleggelse er noe moderat. Produksjonsutstyret som kreves for å kunne drive med oppdrett kan ikke brukes til særlig mye mer enn det, men det kan være at et annet selskap innenfor oppdrett ønsker å ta over.

Markedet sliter heller ikke med lav vekst, slik at den interne rivaliseringen blir noe redusert av dette med eksportrekord i 2021 (Kalle, 2022). På en annen side er det usikkert hvordan grunnrenteskatten kommer til å påvirke de ulike aktørene og markedet fremover. Med få aktører og et stort marked med mange tilgjengelige markedsandeler fører dette også til at den interne konkurransen blir redusert. På bakgrunn av disse punktene vil det derfor konkluderes med at den interne konkurransen er relativt lav.

3.1.2 PESTEL

Innunder en PESTEL-analyse fremkommer viktige makroøkonomiske forhold. Disse forholdene er politiske faktorer, økonomiske (economic) faktorer, sosiokulturelle faktorer, teknologiske faktorer, miljømessige (environmental) faktorer og legale forhold. Årsaken til at vi har valgt dette analyseverktøyet er at det gir et innblikk i hvilke makroøkonomiske forhold som er essensielle for Grieg Seafood på nåværende tidspunkt, men også i tiden fremover.



Figur 4: PESTEL-rammeverket (Business-to-you, 2016)

Politiske faktorer

«Politiske faktorer inkluderer hvordan politiske institusjoner opererer og er sammensatt, og hvordan de kan påvirke bedriftenes strategi. Stabile institusjoner gir høyere forutsigbarhet og reduserer usikkerhet» (Fjeldstad & Lunnan, 2018). Det er flere politiske faktorer som vil kunne påvirke oppdrettsnæringen. Det at flere av selskapene i næringen opererer i flere land gjør situasjonen ytterligere kompleks. Årsaken til dette er at selskapene må forholde seg til ulike politiske faktorer utfra lokasjon. I Grieg Seafoods tilfelle gjelder dette Norge og Canada på nåværende tidspunkt, men det kan gjelde flere land i framtiden. Internasjonal politikk vil også kunne påvirke næringen. Ettersom de fleste land forplikter seg til å følge internasjonal politikk, vil en slik påvirkning i svært liten grad være avhengig av lokasjon. Likevel kan gjennomførelsen variere noe fra land til land. FN's bærekraftsmål er et eksempel på dette.

Den politiske situasjonen i Norge har vært relativt stabil over en lang periode. Likevel kan det argumenteres for at situasjonen i Norge, men også verden generelt, har blitt noe mer volatil den siste tiden. Bakgrunnen for dette er blant annet Covid-19 og krigen i Ukraina, samt et økt fokus på bærekraft. Nye varianter av Covid-19 kan potensielt endre både tilbud og

etterspørsel av laks. Dersom en ny variant skulle forårsaket nye nedstengninger kan dette redusere produksjonskapasiteten til selskapene. I tillegg ville en lavere etterspørsel fra hotell og restaurantbransjen (HoRe) eller andre markeder påvirke verdien til selskapet negativt. Et annet moment er krigen i Ukraina, som det er knyttet stor usikkerhet rundt. En eskalering i denne konflikten kan påvirke oppdrettsnæringen på flere måter, avhengig av graden av eskalering. Det økte fokuset på bærekraft har medført stadig strengere regler for miljø og oppdrett, som analysen kommer tilbake til senere. Oppsummert kan staten og andre politiske krefter regulere veksten i næringen og påføre ytterligere kostnader tilknyttet miljø i form av skatt og avgift. Regjeringsskifter kan endre denne politiske holdningen. Et eksempel på dette er regjeringens forslag til innføring av grunnrente på havbruk, da blant andre Høyre ønsker å utvikle næringen ved å skape mer, ikke skatte mer (Høyre, u.å.).

En annen politisk faktor er relasjoner mellom land. Idealet er å sikre gode og trygge rammer gjennom internasjonalt arbeid. Dette kan for eksempel være å vedlikeholde og utvikle eksisterende handelsavtaler, som EØS-avtalen. Enkelte politiske krefter i Norge ønsker å bli medlem av EU, noe som har både fordeler og ulemper. Dette er likevel mindre sannsynlig ettersom forslaget allerede har blitt stemt ned to ganger etter folkeavstemming. Hvorvidt eksisterende medlemmer av handelsavtaler som Norge allerede inngår i melder seg inn eller ut, vil også påvirke oppdrettsnæringen. Handelskonflikten med Kina etter utdelingen av Nobels fredspris i 2010 resulterte i redusert eksport og tapte inntekter for næringen, noe som belyser hvorfor relasjoner mellom land er en viktig politisk faktor.

Økonomiske faktorer

«Økonomiske faktorer inkluderer renter, inflasjon, økonomisk vekstrate, arbeidsledighet og kapitalmarkeder. Disse har implikasjoner for muligheter bedrifter har til å bruke egen inntjening blant annet til investeringer og avsetninger» (Fjeldstad & Lunnan, 2018). Innledningsvis er det hensiktsmessig å se på lakseprisen og dens utsikter. I tillegg til forholdet mellom tilbud og etterspørsel, finnes det flere andre faktorer som påvirker lakseprisen. Ettersom majoriteten av oppdrettsnæringens produksjon blir eksportert til utlandet er valutakursen avgjørende. Forhold som variasjoner i havtemperatur, effektivitetsforbedringer, dødelighet og reguleringer vil også spille inn (KBNN, 2019).

Statistisk sentralbyrå (2022) indikerer at bred prisvekst, økte renter og svakere vekstutsikter internasjonalt gir lavkonjunktur i Norge de nærmeste årene (SSB, 2022). Covid-19 og krigen

i Ukraina har medført en høy inflasjon. Endring i KPI fra januar 2022 til januar 2023 var på hele 7 prosent (SSB, 2023b). Kombinasjonen mellom høy inflasjon og økte renter har resultert i svekket kjøpekraft og redusert konsum, som demper aktiviteten i økonomien (SSB, 2022). Det samme skjer også blant Norges handelspartnere. Utfallet er reduserte vekstutsikter i Norge. BNP Fastlands-Norge økte med hele 3.8 prosent fra 2021 til 2022. SSB (2022) prognostiserer videre en økning på bare 1.5 og 1.3 prosent i henholdsvis 2023 og 2025 (SSB, 2023a). Tross lave vekstutsikter vil trolig Norges Bank prioritere inflasjonen, og øke styringsrenten videre fra 2.75 prosent (gjeldende fra 20. januar 2023). Det er hensiktsmessig å poengtere at Norges Bank melder at utsiktene for norsk økonomi er mer usikre enn normalt, og videre forløp for renten vil avhenge av den økonomiske utviklingen (Norges Bank, 2023). Det er ventet at styringsrenten vil bli redusert fra slutten av 2023 og utover 2024 for å stimulere økonomien (SSB, 2022). Videre vil reallønnen, og dermed kjøpekraften, trolig øke i 2023. Det vil også arbeidsledigheten, som på nåværende tidspunkt er på svært lave nivåer.

Sosiokulturelle faktorer

«Sosiokulturelle faktorer inkluderer analyser av konsumentenes behov, normer og sammensetning. Særlig skift i disse er interessante for bedrifter fordi de gir indikasjoner på nye muligheter og på eksisterende aktiviteter som på sikt vil være mindre lønnsomme» (Fjeldstad og Lunnan, 2018). Befolkningsveksten har vært enorm de siste hundre årene. Selv om den har blitt redusert - er toppen enda ikke nådd. Ifølge FN passerte vi 8 milliarder mennesker i 2022. Videre forventer FN av vi blir rundt 8.5 milliarder mennesker i 2030, og hele 9.7 milliarder mennesker i 2100 (FN, 2023). Verdens matbehov vil med andre ord øke i tiden fremover. Omtrent 2 prosent av verdens samlede matproduksjon har opphav fra havet (Havforskningsinstituttet, 2020b). Dette til tross for at over 70 prosent av jordens overflate er dekket av vann. Da mange alternative proteinkilder er presset kan mat fra havet være løsningen på fremtidens økte matbehov. Potensialet for videre vekst i oppdrettsnæringen er med andre ord stort. I tillegg forventer FN at det vil bli økt urbanisering i tiden fremover, spesielt i Afrika og Asia (FN, 2023). Dette vil trolig føre til økonomisk vekst, som kan medføre at etterspørselen etter sunnere mat øker i disse markedene. Derfor vil også urbanisering være en driver for vekst i næringen.

Fisk anses generelt for å være en sunnere proteinkilde enn kjøtt av flere årsaker. Vanligvis inneholder fisk mindre mettet fett enn kjøtt, noe som kan være gunstig for hjertehelsen. Arter som laks og tunfisk inneholder høye verdier hjertesunne omega-3-

fettsyrer. Videre er det høye proteininnholdet en av årsakene, samt at fisk er rike på vitaminer og mineraler. I tillegg medfører fisk en lavere risiko for visse sykdommer. Dette er bakgrunnen for at Helsedirektoratet (2016), anbefaler fisk til middag to til tre ganger i uken. Denne anbefalingen bidrar nasjonalt til å øke etterspørselen etter fisk. En stadig økning i levestandarden i verden har medført et økt fokus på helse, og å spise sunt. Dette er også positivt for etterspørselen. Det er også hensiktsmessig å nevne at enkelte trender kan påvirke etterspørselen etter fisk, både i positiv og negativ forstand. Eksempelvis finnes det trender som vegetarianisme som er negativt for etterspørselen.

Teknologiske faktorer

«Teknologiske faktorer inkluderer vekst, utbredelse og endring av grunnleggende teknologi. Den dominerende teknologien i et marked kan vare lenge eller kort avhengig av nye innovasjoner og kvaliteten på disse» (Fjeldstad og Lunnan, 2018). Med andre ord refererer teknologiske faktorer til innvirkningen teknologi kan ha på et selskap eller en bransje. Det er bred enighet om at oppdrettsnæringen vil oppleve beskjedne organisatorisk vekst i tiden fremover, noe som betyr at veksten i hovedsak vil være drevet av teknologi og innovasjon. Dette kan blant annet resultere i reduserte kostnader i form av effektivitetsforbedringer og lavere dødelighet. Teknologier som er hensiktsmessig å følge i tiden fremover er blant annet landbasert oppdrett og havbasert oppdrett, samt forbedringer i semilukkede anlegg, som allerede anvendes innen tradisjonelt oppdrett.

Det finnes en rekke fordeler tilknyttet landbaserte, lukkede oppdrettsanlegg med ulike resirkuleringssystemer. Slike anlegg unngår mange av de biologiske utfordringene som tradisjonelle, åpne oppdrettsanlegg medbringer. Hva som inngår i biologiske utfordringer, vil analysen utdype senere. I tillegg kan landbaserte anlegg plasseres nærmest hvor som helst, ettersom de krever lite vanntilførsel (Havforskningsinstituttet, 2023). Forbedret teknologi og innovasjon vil trolig gjøre disse anleggene lønnsommere i fremtiden. Dette kan medføre at det naturlige konkurransefortrinnet som den norske oppdrettsnæringen har, blir av mindre betydning.

Miljømessige faktorer

«Miljømessige faktorer ser på effekten på miljø og på etiske hensyn knyttet til selskapets aktiviteter» (Fjeldstad og Lunnan, 2018). Dette inkluderer utfordringer som klimaendringer, forurensning og avfallshåndtering. I tillegg kan det omfatte overforbruk av naturressurser. Utfra dette fremkommer det at oppdrettsnæringen i stor grad påvirkes av miljømessige utfordringer.

Oppdrettsnæringen står ovenfor flere biologiske utfordringer, som har betydelige miljøkonsekvenser. Hovedproblemene er den generiske trusselen mot villfiskstammene og forurensning av ulik form i fjordsystemer (Larsen, 2022). Lakselus omtales ofte som den største generiske trusselen til næringen, og utgjør en stor utfordring for fiskevelferd. I tillegg gjør utvandrende oppdrettslaks at dette også smitter villaks. Det finnes også andre generiske trusler som for eksempel parasittsykdommen Spiro. Denne har sitt opphav i ferskvann og smitter når ferskvannet når sjøen. Den negative miljøpåvirkningen i norske fjordsystemer kan betraktes som den miljømessige baksiden av oppdrettsnæringen - en bakside som vil øke i omfang ved videre vekst. Produksjonen fører til utslipp av næringssalter og organiske partikler (Miljøstatus, 2021). Problemet er størst under selve oppdrettsanleggene, men kan også gi effekter i varierende utstrekning rundt anleggene. Graden av miljøpåvirkning er avhengig av vannutskifting, dybde og bunnforhold. Høy algeproduksjon kan være et resultat av stor tilførsel av næringssalter. Nedbrytningen av døde alger kan føre til lave oksygennivåer på havbunnen, noe som er problematisk for bunnlevende fisk og andre organismer. I tillegg vil utslipp av organiske partikler medføre en risiko for nedslamming og begroing av viktige oppvekstområder for disse. Eksempelvis er korallrev et oppvekstområde som er ekstra utsatt, fordi det tåler mindre og bruker lang tid på å komme tilbake (Larsen et. al, 2022).

Konsekvensene behandlet hittil er problemer i umiddelbar nærhet av anleggene. I tillegg vil generell drift og slitasje på anlegg over tid medføre marin forsøpling. Dyr kan utsettes for store lidelser dersom de spiser eller setter seg fast i slikt avfall. Inntak av mikroplast gjør at potensialet for spredning er stort, ettersom fisk forflytter seg over store avstander. Spredning av mikroplast i sjøen har blitt et globalt miljøproblem, med eksponentiell utvikling, som oppdrettsnæringen bidrar til. Alle disse konsekvensene kan frembringe nye politiske faktorer, som kan resultere i nye legale forhold. Dette gjelder også global oppvarming (Larsen et. al, 2022).

Global oppvarming er et fenomen som påvirker alle. Dette fenomenet har sitt utsprang i at det slippes ut for store mengder klimagasser, som forsterker den naturlige drivhuseffekten. Konsekvensen er menneskeskapte klimaendringer (Larsen, 2022). Økte temperaturer vil resultere i mer vær, hvor man på generell basis kan si at tørre steder blir tørrere og våte steder blir våtere. Dette vil ha innvirkning på oppdrettsnæringen på flere ulike måter. Havtemperaturen korrelerer sterkt med temperaturen på jorden, som betyr at også denne vil øke. Utfallet av dette er at en stadig større del av produksjonen med tiden må flyttes nordover for å opprettholde gunstig temperatur for fisken. Et mindre geografisk område å produsere fisk innenfor vil være en flaskehals for videre vekst i oppdrettsnæringen. Økte havtemperaturer medfører blant annet et økt press av lakselus, siden denne lever og formeres bedre under slike forhold. Hyppigere ekstremvær vil også være en konsekvens av global oppvarming. Alle disse konsekvensene av den vedvarende globale oppvarmingen vil vanskeliggjøre produksjonen til oppdrettsnæringen (Knudsen, 2021). Det eneste positive er at økte havtemperaturer kan muliggjøre produksjon av andre arter enn de som produseres i dag.

Juridiske faktorer

«Legale forhold omhandler rettigheter» (Fjeldstad og Lunnan, 2018). Oppdrettsnæringen skal ta hensyn til miljøet og det lokale økosystemet fastslår norsk lov. Akvakulturloven regulerer forholdet mellom norsk akvakultur og miljø, og krever at havbruk skal etableres, drives og avvikles på en miljømessig forsvarlig måte (Laksefakta, 2021). Det finnes flere myndigheter som overvåker næringen. Fiskeridirektoratet, Mattilsynet, Kystverket, Fylkesmannen og NVE har alle tilsynsoppgaver når det gjelder miljøet og miljøpåvirkningene fra en oppdrettslokalitet (Laksefakta, 2021)

En oppdrettslokalitet må gjennom en omfattende godkjenningssprosess før den kan tas i bruk. Denne prosessen består av flere ledd hvor ulike myndigheter må godkjenne lokaliteten. Kapittel II i Naturmangfoldloven (nml) gjelder alminnelige bestemmelser om bærekraftig bruk. Jf. nml § 9 (føre-var-prinsippet): «Når det treffes en beslutning uten at det foreligger tilstrekkelig kunnskap om hvilke virkninger den kan ha for naturmiljøet, skal det tas sikte på å unngå mulig vesentlig skade på naturmangfoldet.» Dette prinsippet sier altså noe om hvordan man skal håndtere manglende kunnskap og vitenskapelig usikkerhet. Føre-var-prinsippet skal anvendes for beslutningstakere for å unngå vesentlig skade på naturen og miljøet. Ved bruk av dette prinsippet oppnår man blant annet at manglende kunnskap ikke blir et argument for å ikke fatte tiltak. Eventuell tvil skal komme naturen og miljøet til gode,

fastslår føre-var prinsippet. Føre-var-prinsippet skal legges til grunn som en retningslinje. Dette betyr at prinsippet derfor ikke alltid vil få gjennomslagskraft i avveiningen mellom ulike alternativer. I tillegg anvendes maksimalt tillatt biomasse (MTB) i godkjenningsprosessen som et tak på hvor mye fisk som kan stå lokaliteten til enhver tid (Larsen et. al, 2022). Dette er vurdert utfra beliggenhet og miljøforhold på stedet (Laksefakta, 2021). I Canada er godkjenningsprosessen mindre krevende.

Regjeringens innføring av trafikklyssystemet i havbruket bygger på miljøpåvirkningen av lakselus og resultatene av kontinuerlig overvåkning, og har som hensikt å sørge for forutsigbar og bærekraftig vekst i havbruksnæringen (Havforskningsinstituttet, 2020a). Fargen avgjør om selskapene i området får lov til å øke, opprettholde eller må redusere produksjonskapasiteten. Etersom Grieg Seafood nasjonalt operer i Finnmark og Rogaland, betyr dette at selskapet per februar 2023 er lokalisert i både grønne og gule soner. Endringer i fargene vil kunne både øke og redusere verdien til selskapet. Langs Canadas vestkyst, hvor Grieg Seafood også er etablert, ville kanadiske myndigheter i slutten av 2020 tvinge oppdrettsselskaper til å avvikle produksjonen grunnet hensyn til urbefolkningen i området. Imidlertid ble dette vurdert som urimelig av den føderale domstolen i juni 2022 (Knudsen & Ghaderi, 2022). Dette vil likevel fortsatt være et usikkerhetsmoment fremover.

3.2 Intern analyse

En intern analyse er en metode for å evaluere en virksomhets interne ressurser. Dette omfatter identifiseringen av virksomhetens styrker og svakheter, samt hvordan de kan bidra til å oppnå konkurransefordeler i bransjen selskapet opererer i.

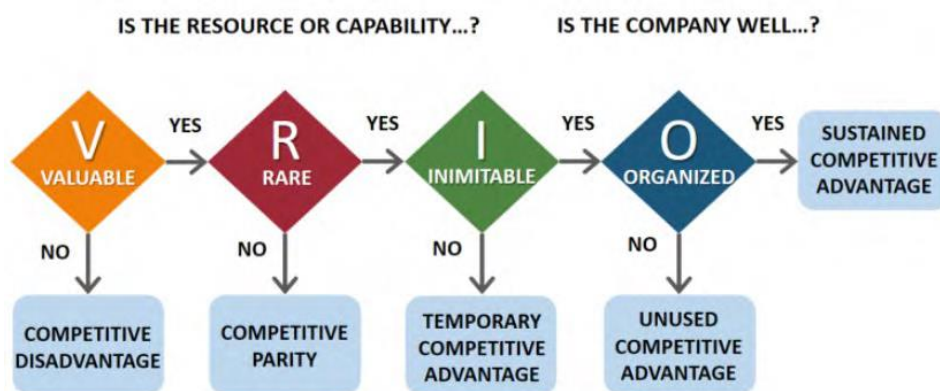
Innledningsvis er det hensiktsmessig med forståelse rundt begrepene "ressurser" og "evner". Ressurser refererer til de fysiske, menneskelige, organisatoriske og finansielle midlene som en virksomhet har tilgjengelig for å nå sine mål. Evner omfatter virksomhetens ferdigheter til å bruke sine ressurser på en effektiv måte. Videre vil analysen av Grieg Seafoods interne ressurser gjøres ved hjelp av en VRIO-analyse.

Det finnes to generelle strategier for å tilegne seg fordeler i en bransje: kostnadslederskap og differensiering. Kostnadslederskap settes høyt på tvers av selskapene i næringen, da det er vanskelig å oppnå differensiering i oppdrettsnæringen.

Ved å identifisere de interne ressursene som kan utgjøre en strategisk fordel mot øvrige aktører i bransjen kan vi gjennomføre en analyse. I selskapspresentasjonen publisert i tredje kvartal 2022 fremla Grieg Seafood frem en strategi om ønsket posisjonering frem mot 2026, og vi vil ved gjennomgang av denne presentere og vurdere ressurser som kan skape permanente fordeler for selskapet i fremtiden.

3.2.1 VRIO-analyse

VRIO står for Value, Rarity, Imitability og Organization, og hjelper med å vurdere hvorvidt selskapets ressurser og evner gir varige konkurransefortrinn. Gjennom denne analysen vil man kunne få en bedre forståelse av Grieg Seafoods styrker og svakheter, og hvordan de kan bruke sine interne ressurser til å oppnå mulige konkurransefortrinn.



Figur 5: VRIO-rammeverket (Business-to-you, 2016)

Verdikjede og strategi

Grieg Seafoods strategi frem mot 2026 omfatter tre strategiske mål for videre vekst og forretningsutvikling, hvor økt bærekraft i produksjonen er selve grunnlaget til alle områder av strategien. De tre strategiske målene er *global vekst*, *kostnadsreduksjon* og *reposisjonering i verdikjeden* (Grieg Seafood, 2023).

Global vekst

Per dags dato har Grieg Seafood oppdrettsanlegg i Norge og Canada. Anleggene i Norge ligger langs kysten i Rogaland og Finnmark, og anleggene i Canada ligger i British Columbia i tillegg til det nye Placentia Bay Aquaculture Project i Newfoundland. Ettersom lakseoppdrett i all hovedsak er en sjøbasert næring, er det en forutsetning at selskapene i næringen opererer i områder med tilgang til kystlinje. I tillegg til dette er det i henhold til Mowis industrihåndbok en rekke andre forhold som må ligge til rette for å kunne drive lakseoppdrett. En nøkkelfaktor er havtemperatur, som må ligge mellom null og 20 grader celsius, hvor optimal havtemperatur for laks er mellom åtte og 14 grader celsius. Det er også nødvendig med en viss mengde strømming i havet gjennom oppdrettene. Strømningen må være under et visst havnivå for at laksen skal kunne bevege seg fritt. Optimale forhold som dette finner man ikke mange plasser i verden og når man tar hensyn til politiske forhold, er det ifølge Mowi kun i Norge, Canada, Chile, New Zealand og sør for Australia det kan drives lakseoppdrett.

Av kvartalsrapporten til Grieg Seafood for tredje kvartal 2022 fremkommer det at selskapet har identifisert det amerikanske markedet som et stort marked med rask vekst, og gjennom sine anlegg i British Columbia og Newfoundland ønsker de å bruke nærhet til markedet som en strategisk fordel. Vi anser med dette lokasjonsvalget som en verdifull ressurs for Grieg Seafood.

Andre oppdrettsselskaper som Cermaq, Mowi og Cooke har også oppdrettsanlegg i både Norge og Canada. I tillegg til Grieg Seafood har Cermaq og Mowi anlegg i British Columbia, mens Cooke og Mowi også har i Newfoundland. De siste årene har også landbasert lakseoppdrett fått mye oppmerksomhet, og følgelig investeringer, men per dags dato er det begrensede volum laks som har blitt høstet på land (Mowi, 2022b). På bakgrunn av dette konkluderer vi med at lokasjonsvalget til Grieg Seafood utgjør en verdifull, men ikke sjelden, ressurs for selskapet.

Kostnadsreduksjon

Det andre av de tre strategiske målene i Grieg Seafoods strategi frem mot 2026, er kostnadsreduksjon. Selskapet har identifisert to verktøy for å redusere sykdom og dødelighet blant laksen; *post-smolt-metoden* og *precision farming*.

Post-smolt-metoden går ut på å holde fisken på land, eller i lukkede områder i sjøen, over en lengre periode enn det som har vært normalen tidligere. Ved å minimere tiden laksen tilbringer i havmerdene, reduseres risikoen for biologiske farer som lakselus, skadelige alger, sub-optimale oksygenivå, og andre sykdommer, som fører til reduserte kostnader relatert til vaksinerings, sykdom og dødelighet. Post-smolt-metoden er derimot ikke unik for Grieg Seafood, ettersom konkurrenter som Mowi også utvikler egne løsninger for post-smolt (Berge, 2021a).

Gjennom digitalisert oppdrettsovervåkning, eller precision farming, anvender Grieg Seafood Big data, kunstig intelligens, automasjon og analyseverktøy. Big data-analyser gir innsikt for strategisk beslutningstaking, mens digitale verktøy og dashbord gir sanntidsdata om ulike oppdrettsparametere for å forbedre taktiske og operative beslutninger. Resultatet forventes å være økt vekst, redusert miljøpåvirkning, forbedret fiskevelferd, økt produktivitet og lavere kostnader. Konseptet har vært vellykket i å dempe biologiske utfordringer innen lakseoppdrett, inkludert optimal tid for overføring av smolt til sjøen, fôrutnyttelse og lakselustilstand. Fremtidige planer inkluderer å utnytte data fra kameraer, miljøsensorer og andre datakilder for å få økt innsikt i biomasseutvikling, fiskehelse, fôr- og fôringsprofiler, og bygge tidligvarslingsevner for potensielle negative trender på vannkvalitetsparametere.

Ettersom Grieg Seafood er tidlig ute med konseptet, mener vi de har et midlertidig konkurransefortrinn, men også her har Mowi et prosjekt med lignende teknologi i utvikling. Vi anser derfor precision farming som en verdifull ressurs for Grieg Seafood, men den er ikke sjelden og kan imiteres av andre konkurrenter.

Reposisjonering i verdikjeden

De siste årene har Grieg Seafood gjort omfattende grep for å reposisjonere seg, blant annet ved vertikal integrering i verdikjeden. Dette har de gjort ved å opprette en fullintegret global salgsorganisasjon, med en top-down strategi basert på samarbeid, Value Added Processing (VAP) og merkevarebygging. Dagens salg av laks består hovedsakelig av fersk, hodesløyd laks, men Grieg Seafood ønsker å etablere prosesseringspartnere nært nøkkelmarkeder og kunder i EU og USA med et mål om å øke andelen VAP-produkter solgt til et volum på 20-30 prosent av totalvolum i løpet av 2026 (Grieg Seafood, 2023). VAP går ut på at en andel oppkuttet fisk selges som loin, filet, porsjonspakker og lignende. Reposisjoneringsprosessen er i en tidlig fase. I 2022 ble 6 prosent av total høstet laks solgt som VAP, men Grieg Seafood har allerede startet etablering av flere samarbeid i Norge og Europa med et mål om å øke andel VAP-produkter til 8-12 prosent av totalvolum i løpet av 2023. Et annet steg selskapet har gjennomført for å legge til merverdi på produktene sine, er strenge kvalitetskontroller i hvert steg av prosesseringen for å sikre kvalitet av høyeste nivå, og gjennom miljømerking som ASC-sertifisering og GFSI-sertifisering (Global Food Safety Initiative).

Selv om prosessen med VAP-produkter fortsatt er i en tidlig fase, mener vi at dette er en verdifull ressurs for Grieg Seafood. Ved vertikal integrering i verdikjeden gjennom oppretting av en fullintegret global salgsorganisasjon, følger de konkurrenter som Mowi, et selskap som har rullet ut egen merkevare siden 2019 (Berge, 2021b). Vi ser med dette at det ikke er en unik strategi for Grieg Seafood, og reposisjonering i verdikjeden gjennom vertikal integrering og samarbeid med samarbeidspartnere utgjør ikke en sjelden og ikke-imiterbar ressurs.

Oppsummering og konklusjon VRIO-analyse

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert for å utnytte	Konklusjon
Lokasjonsvalg	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Post-smolt	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Precision Farming	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Merkevare	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet

Tabell 1: Oppsummering VRIO-analyse

For at en ressurs skal kunne gi langvarige konkurransemessige fortrinn, må den oppfylle alle kriteriene i en VRIO-analyse. Som tidligere nevnt, er oppdrettsnæringen en næring hvor det er mye innovasjon, men også en næring hvor det er vanskelig å oppnå langsiktige eller permanente fortrinn. I analysen vår har vi identifisert flere verdifulle ressurser hos Grieg Seafood, men som tabellen ovenfor illustrerer, er dette ikke strategiske ressurser som vil gi selskapet langvarige eller permanente konkurransefortrinn. Det er også verdt å nevne at vi som utenforstående ikke kan gi et godt svar på hvorvidt kunnskapen hos ansatte og ledere i selskapet kan legges til grunn for konkurransemessige fortrinn.

3.3 SWOT

SWOT står for Strengths (styrker), Weaknesses (svakheter), Opportunities (muligheter) og Threats (trusler). Det er vanlig å dele SWOT-analysen opp i to. Her ser man på den ene siden på styrker og svakheter – interne analyser – og på den andre siden på muligheter og trusler – eksterne analyser (Erichsen et al., 2018). Etter at *styrker og svakheter og muligheter og trusler* er kartlagt må man tilpasse den interne kjernekompetansen med de eksterne mulighetene, før man velger strategi for selskapet. Dette er bakgrunnen for hva et selskap henholdsvis *kan og bør*. SWOT-analysen er basert på funnene i VRIO, PESTEL og Porters bransjeanalyse.

<p>Styrker:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Teknologi (Grieg Seafood Precision Farming) • Post-smolt • Lokalisering • Organisering 	<p>Svakheter:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Problemer tilknyttet lakselus og Spiro • Lav lønnsomhet i British Colombia
<p>Muligheter:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Befolkningsvekst og urbanisering • Sterk etterspørsel • Innovasjon på eksisterende oppdrettsanlegg • Forskning innenfor nye typer oppdrettsanlegg 	<p>Trusler:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Økonomiske trusler: <ul style="list-style-type: none"> ○ Volatil laksepris ○ Valutaendringer ○ Inflasjon ○ Økte renter ○ Svakere vekstutsikter

<ul style="list-style-type: none"> • Utvide produksjon i Newfoundland • Økt fokus på bærekraft, samt helsetrender 	<ul style="list-style-type: none"> • Statlige tiltak • Substitutter (landbasert, havbasert) • Global oppvarming • Eskalering av krigen i Ukraina • Nye varianter av Covid-19
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

4.0 Grunnleggende regnskapsanalyse

I dette kapittelet gjennomfører vi en regnskapsanalyse av Grieg Seafood. Vi tar blant annet for oss en lønnsomhetsanalyse, likviditetsanalyse, soliditetsanalyse og finansieringsanalyse. Her får vi innsikt i selskapets lønnsomhetsutvikling, betalingsevne, evne til å tåle tap og anskaffelse og anvendelse av kapital. For å skape et bedre innblikk i selskapets kostnadsstruktur og dens utvikling, har vi inkludert en vertikal og horisontal analyse. Gjennom disse analysene opparbeides en bedre innsikt av selskapets økonomiske situasjon, samt historiske utvikling. Dette kan igjen gi et grunnlag for prognose av fremtidig utvikling. Vi benytter oss av regnskapstallene for perioden 2018-2022. For å skape et representativt bilde av situasjonen til Grieg Seafood, sammenligner vi selskapet med komparative selskap. Her tar vi for oss Mowi, SalMar, Lerøy Seafood Group og Bakkafrost. Videre i regnskapsanalysen vil disse fire selskapene omtales som bransje. Gjennom selskapenes årsrapporter har vi hentet ut aktuelle regnskapstall. Bransjetallene er kalkulert ved å anvende gjennomsnittet til de fire komparative selskapene.

4.1 Lønnsomhetsanalyse

Gjennom lønnsomhetsanalysen analyserer vi Grieg Seafood sin evne til å skape overskudd, samt utviklingen fra 2018 til 2022.

4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

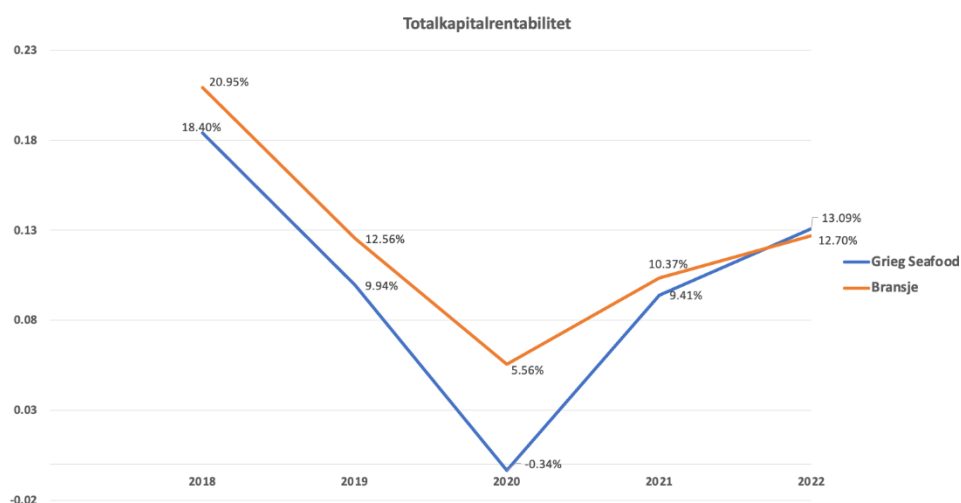
Totalkapitalrentabiliteten er et mål på hvor godt et selskap utnytter de økonomiske ressursene sine. Nøkkeltallet viser avkastningen den totale kapitalen i selskapet generer. Formelen for utregning av totalkapitalrentabilitet er som følger:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsresultat	4 724 756	3 315 236	1 748 089	3 443 269	5 427 209
Finansinntekter	245 633	228 588	46 456	169 775	41 024
Gjennomsnittlig total kapital	23 730 539	28 218 937	32 302 921	34 849 268	43 040 426
Totalkapitalrentabilitet	20,95 %	12,56 %	5,56 %	10,37 %	12,70 %

Tabell 2: Utrekning total kapitalrentabilitet

Tabell 2 viser til en svært god total kapitalrentabilitet i 2018, og viser til en nedgang gjennom de første årene med et bunnpunkt i 2020. Funnene fra 2021-2022 viser til en positiv trend, med en tilfredsstillende total kapitalrentabilitet. En kan anse en total kapitalrentabilitet som god dersom den er over 10%. Vi kan se at dette ikke var tilfellet i 2020, noe som i stor grad skyldes Covid-19. Mer spesifikt er nedgangen i 2020 et resultat av lav etterspørsel som ga et svakt driftsresultat, samt lave finansinntekter. På tross av lave finansinntekter også i 2022 har total kapitalrentabiliteten økt. Dette skyldes et betydelig høyere driftsresultat.



Figur 6: Totalkapitalrentabilitet Grieg Seafood mot bransjen

Grafene i figur 6 viser total kapitalrentabiliteten til Grieg Seafood sammenlignet med bransjen for perioden 2018-2022. Av grafene kan vi lese at Grieg Seafood i stor grad samvarierer med bransjen og at bransjens total kapitalrentabilitet er noe høyere i perioden 2017-2021. I 2022 er Grieg Seafood sin total kapitalrentabilitet noe høyere enn bransjens. Dette viser til en positiv utvikling, og tilsier at selskapet drives godt.

4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet viser utviklingen i tidligere investeringer og avkastningen på aksjonærenes kapital i selskapet. En tommelfingerregel er at en egenkapitalrentabilitet på rundt 14% er å anse som bra, og en på over 25% ofte anses som veldig bra. Formelen for egenkapitalrentabilitet er som følger:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Resultat før Skatt}}{\text{Gjennomsnittlig Egenkapital}}$$

	2018	2019	2020	2021	2022
Resultat før skatt	1,277	796	(304)	854	1,449
Gjennomsnittlig egenkapital	3594	4012.5	4256	4967	6022
Egenkapitalrentabilitet før skatt	35.53%	19.84%	-7.14%	17.19%	24.06%

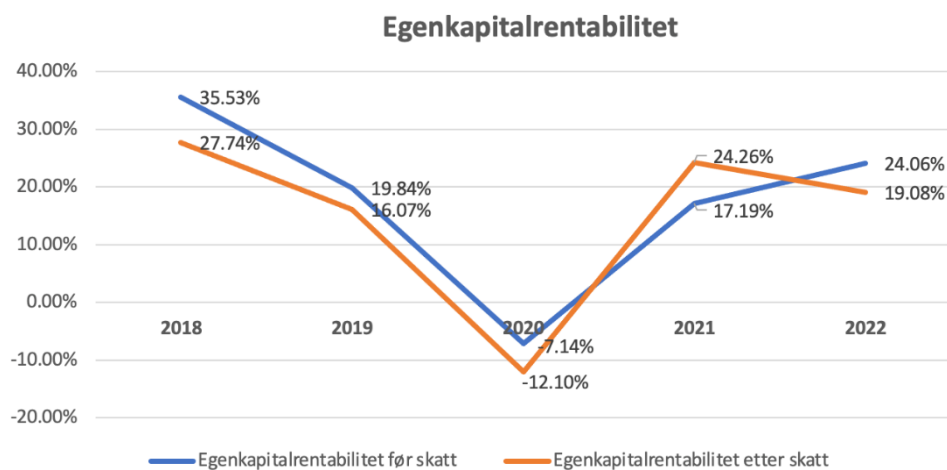
Tabell 3: Utrekning egenkapitalrentabilitet før skatt

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinært Resultat}}{\text{Gjennomsnittlig Egenkapital}}$$

	2018	2019	2020	2021	2022
Resultat etter skatt	997	645	(515)	1,205	1,149
Gjennomsnittlig egenkapital	3594	4012.5	4256	4967	6022
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	27.74%	16.07%	-12.10%	24.26%	19.08%

Tabell 4: Utrekning egenkapitalrentabilitet etter skatt

Av tabell 3 og 4 ser vi at Grieg Seafoods utvikling i egenkapitalrentabiliteten korrelerer med totalkapitalrentabiliteten. Den er tilfredsstillende under hele perioden 2018-2022 med unntak av koronaåret 2020. Dette viser til at aksjonærene har en god avkastning på investert kapital i selskapet. Det vises også av at selskapets egenkapitalrentabilitet er større enn totalkapitalrentabiliteten.



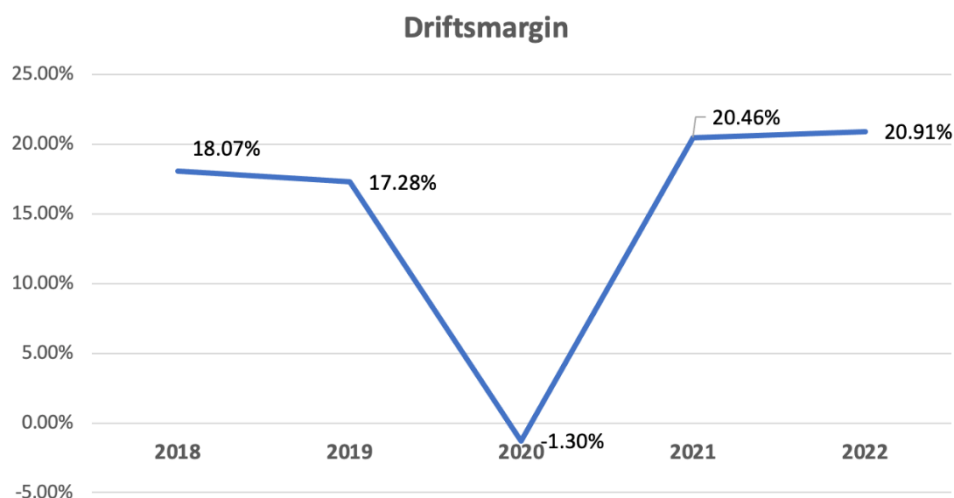
Figur 7: Egenkapitalrentabilitet før og etter skatt

Figur 7 viser grafene for egenkapitalrentabilitet før og etter skatt, og viser til en utvikling mellom 2018-2020 som har vært relativt lik. Egenkapitalrentabiliteten etter skatt har vært lavere enn før skatt, noe er som forventet. I 2021 hadde Grieg Seafood en inntektspost i regnskapet som var større enn normalt, på grunn av avviklet virksomhet. Dette ga et resultat etter skatt høyere enn resultat før skatt, noe som førte til høyere egenkapitalrentabilitet etter skatt.

4.1.3 Driftsmargin

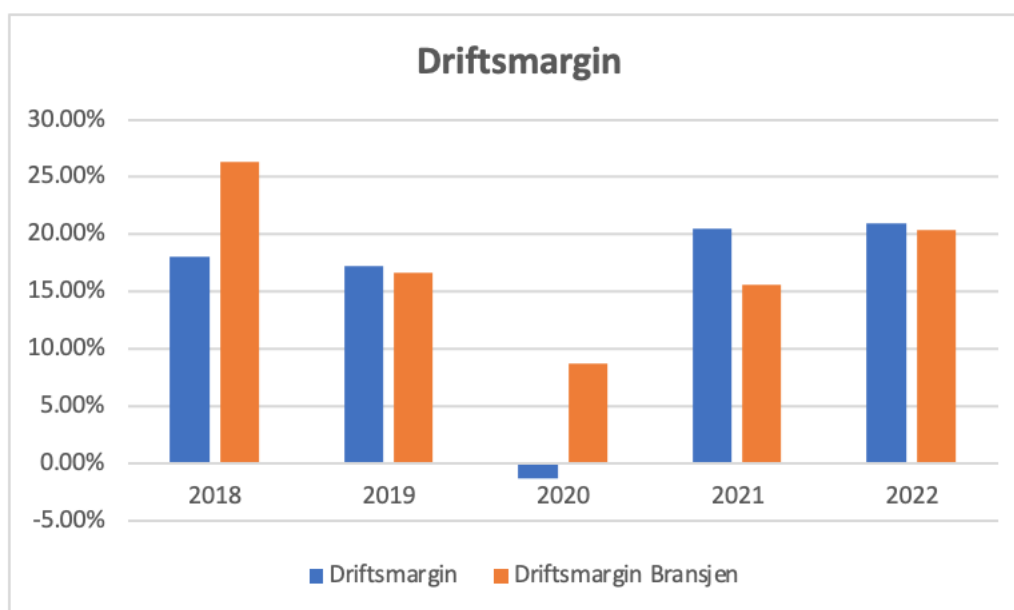
Driftsmarginen viser hvorvidt et selskap klarer å opprettholde lønnsomheten. Hos mange selskaper ligger dette nøkkeltallet på mellom 5-15% (Knardal & Sending, 2022). En driftsmargin på over 20% er å anse som god. Dette viser til kontroll på driftskostnader sett opp mot driftsinntekter. Formelen for driftsmargin er:

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



Figur 8: Driftsmargin

Av figur 8 fremkommer det at driftsmarginen hadde en betraktelig nedgang i 2020, hvor årsakene allerede er diskutert tidligere i regnskapsanalysen. Vi ser også at nøkkeltallet nå er i ferd med å stabilisere seg, på et litt høyere nivå enn før Covid-19. Utviklingen indikerer at selskapets drift har blitt forbedret.



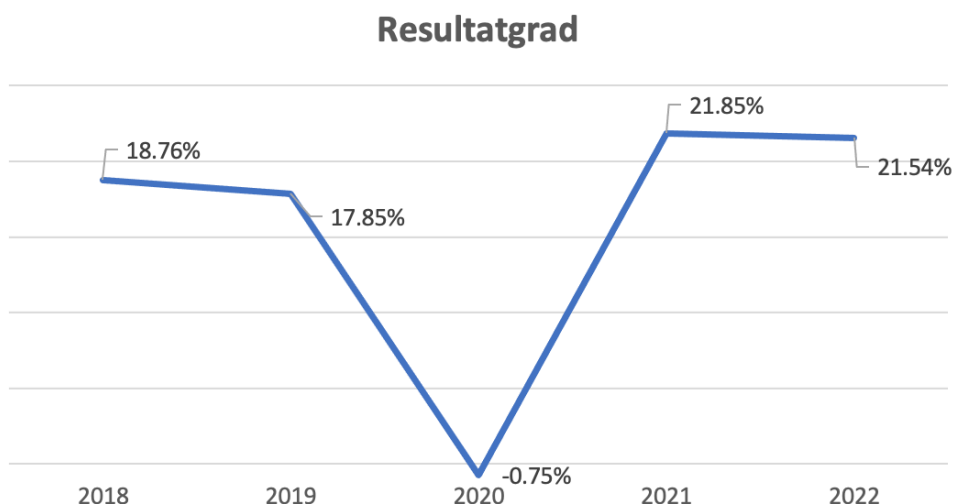
Figur 9: Driftsmargin Grieg Seafood mot bransjen

Figur 9 viser Grieg Seafood sin driftsmargin sammenlignet med bransjen. Videre fremkommer det av søylene at avstanden fra bransjen var størst i 2018 og 2020. Utviklingen viser at Grieg Seafood i 2022 hadde en driftsmargin som var noe høyere enn bransjen, noe som indikerer en positiv utvikling for selskapet.

4.1.4 Resultatgrad

Resultatgraden til et selskap sier oss hvor stor andel av hver salgskrone som går til godtgjørelse av kapitalen, og forteller oss hvor stort årsresultatet er i forhold til salgsinntektene (Knardal & Sending, 2022). Formelen er som følger:

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{finanskostnader}}{\text{Driftsinntekter}}$$



Figur 10: Resultatgrad

Grafen i figur 10 viser mye av det samme som allerede er diskutert tidligere i analysen. Dette inkluderer gode nøkkeltall, med unntak av Covid-19. Resultatgraden indikerer god lønnsomhet.

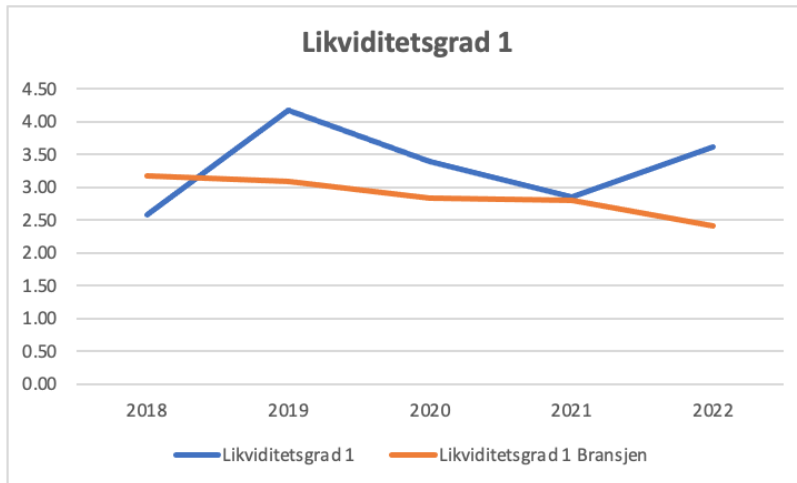
4.2 Likviditetsanalyse

I analysen av likviditeten til Grieg Seafood beregner vi nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Disse sier oss noe om betalingsevnen til Grieg Seafood. Det vil si hvorvidt selskapet er i stand til å oppfylle sine betalingsforpliktelser på kort sikt.

4.2.1 Likviditetsgrad 1

For at likviditeten er å anse som god burde likviditetsgrad 1 være høyere enn verdien 2. Likevel varierer dette fra bransje til bransje. Derfor velger vi å sammenligne nøkkeltallene med de komparative selskapene. Formelen for å beregne nøkkeltallene er som følger:

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



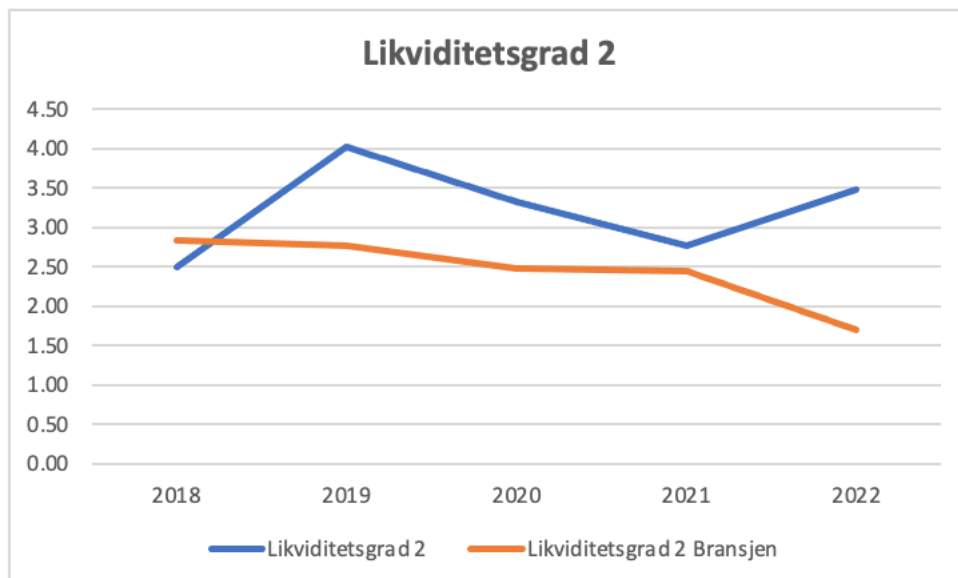
Figur 11: Likviditetsgrad 1 Grieg Seafood mot bransjen

Figur 11 sammenligner likviditetsgrad 1 mellom Grieg Seafood og bransjen. Begge har en likviditetsgrad som er høyere enn verdien 2. Det faktum at Grieg Seafood har en høyere likviditetsgrad 1 enn bransjen tyder på en meget god likviditet hos selskapet.

4.2.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 kan anses som god dersom mest likvide omløpsmidler delt kortsiktig gjeld er høyere enn verdien 1. Nøkkeltallet beregnes med følgende formel:

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



Figur 12: Likviditetsgrad 2 Grieg Seafood mot bransjen

Figur 12 viser likviditetsgrad 2 tilknyttet Grieg Seafood og bransjen. For både Grieg Seafood og bransjen er også likviditetsgrad 2 tilfredsstillende, da verdien er høyere enn 1. Grieg Seafood synes å ha svært god likviditet, ettersom selskapet har en likviditetsgrad 2 som er høyere enn bransjesnittet.

4.3 Soliditetsanalyse

For å analysere soliditeten til Grieg Seafood benytter vi oss av nøkkeltallene egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad. Nøkkeltall for soliditeten forteller oss om selskapets evne til å tåle perioder med tap uten at kreditorer skal tape de pengene de har til gode fra virksomheten (Knardal & Sending, 2022).

4.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor mye av selskapet som er finansiert med egenkapital. En høy egenkapitalandel viser til god soliditet og er en indikator på at selskapet har tilfredsstillende betalingsevne selv i dårlige tider. Prosenten viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert av egenkapital, hvor resten er finansiert med gjeld. En god tommelfingerregel er at minimum 1/3 burde være finansiert av egenkapital (Knardal & Sending, 2022). Formelen for egenkapitalandel er:

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

Grieg Seafood	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapital	3884	4141	4371	5563	6481
Totalkapital	8142	8935	10650	10714	12869
Egenkapitalandel	48%	46%	41%	52%	50%

Tabell 5: Egenkapitalandel Grieg Seafood

En egenkapitalandel er å regne som god hvis den er over 33%. Grieg Seafood har i perioden 2018-2022 hatt en solid egenkapitalandel, som er godt over 33%, dette er å regne som et svært godt forholdstall.

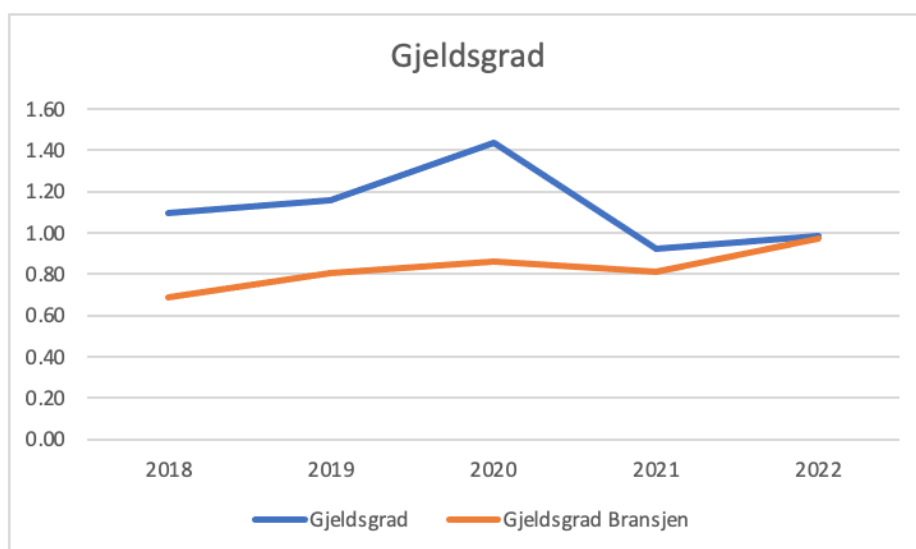
Bransje	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapital	14791409	16801558	17706867	19850558	24135621
Totalkapital	25094529	30746663	33467620	36470005	49642221
Egenkapitalandel	59%	55%	53%	54%	49%

Tabell 6: Egenkapitalandel bransjen

Det er likevel interessant å se på egenkapitalandelen til bransjen. Grieg Seafood har i perioden 2018-2021 vært noe under bransjesnittet. 2022 viser til en høyere prosent enn gjennomsnittet for bransjen, noe som kan være starten på en ny trend.

4.3.2 Gjeldsgrad

Et annet mål på selskapets soliditet er gjeldsgrad. Denne uttrykker forholdet mellom gjeld og egenkapital, noe som forteller hvor mange kroner det er i gjeld per krone med egenkapital. Denne burde være så lav som mulig (Banken & Bush, 1999). For å beregne gjeldsgraden dividerer vi gjeld på egenkapital.



Figur 13: Gjeldsgrad Grieg Seafood mot bransjen

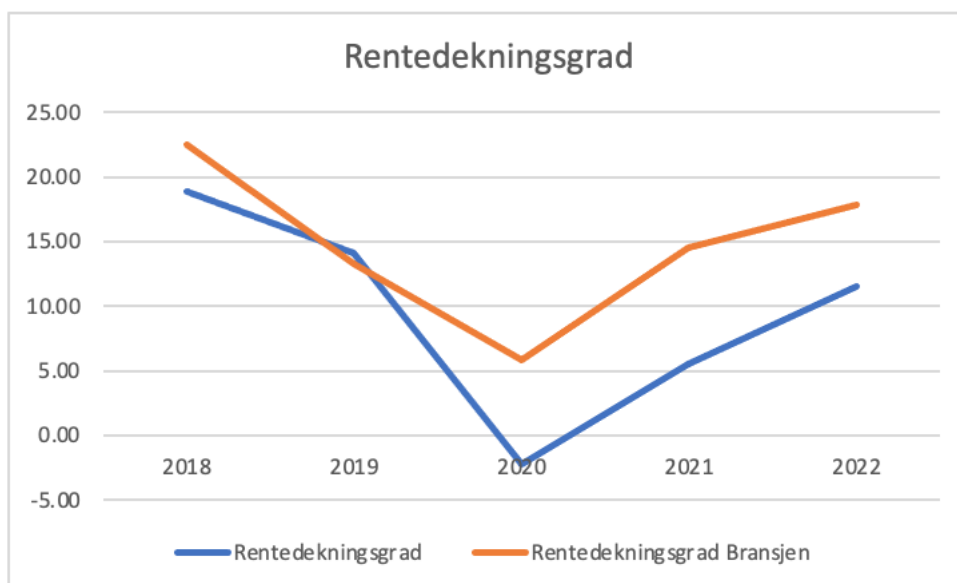
Av grafen kan vi se at Grieg Seafood i hele perioden har vært høyere enn bransjesnittet, men utviklingen viser til lavere verdier i 2021 og 2022. Utviklingen til Grieg Seafood har vist en nedgang, noe som er et tegn på bedre soliditet. Den høyere gjeldsgraden for Grieg Seafood i 2020 skyldes økt gjeld i forhold til egenkapital. I 2021 og 2022 har egenkapitalen til selskapet økt, mens endringen i gjelden har vært relativ liten.

4.3.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden sier noe om selskapet evne til å betale økte renter. Her er et høye verdier ønskelig, da det viser til høy handlefrihet og fleksibilitet (Banken & Bush, 1999).

Rentedekningsgraden beregnes slik:

$$\text{Rentedekningsgraden} = \frac{\text{Resultat før skatt+rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$



Figur 14: Rentedekningsgrad Grieg Seafood mot bransjen

Av grafen kan vi se at Grieg Seafood stort sett har lavere verdier enn bransjen. Nøkkeltallet burde være høyere enn 3, noe som har vært tilfellet før og etter 2020. Selv om bransjen har høyere verdier, er fortsatt rentedekningsgraden til Grieg Seafood å anse som god.

4.4 Finansieringsanalyse

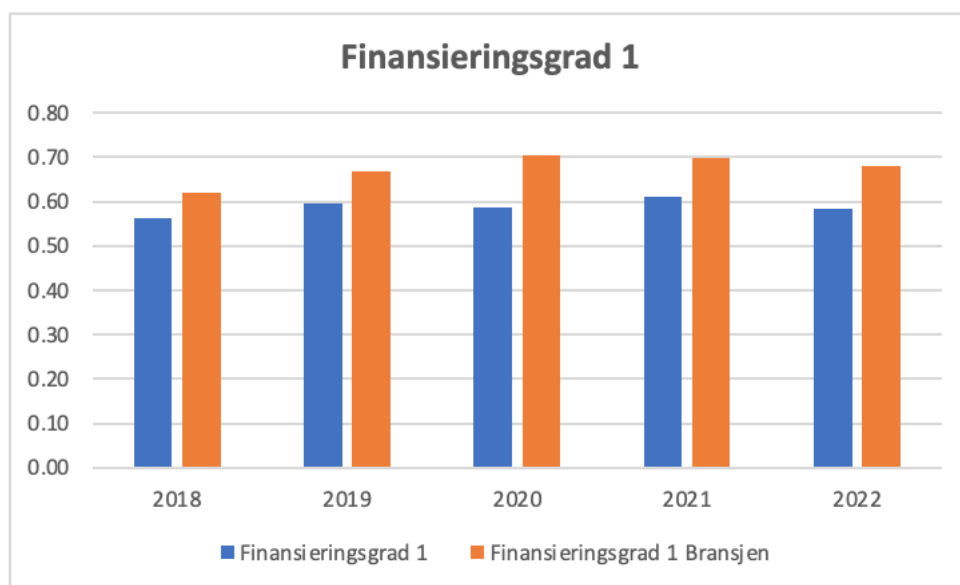
I finansieringsanalysen ser vi på hvordan Grieg Seafood anvender og anskaffer kapital. For å analysere dette benytter vi oss av nøkkeltallene finansieringsgrad 1 og arbeidskapital.

4.4.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 er et mål på hvordan selskapets langsiktige kapital er finansiert. Den langsiktige kapitalen burde være finansiert med både anleggsmidler og den minst likvide delen av omløpsmidler, noe som gjør at forholdstallet burde være mindre enn 1 (Sander,

2022). Er forholdstallet større enn 1 viser det til at den langsiktige kapitalen kun er finansiert med anleggsmidler. Finansieringsgrad 1 beregnes som følger:

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



Figur 15: Finansieringsgrad 1 Grieg Seafood mot bransjen

Figur 15 synliggjør at finansieringsgrad 1 for Grieg Seafood er noe lavere enn for bransjen gjennom perioden. Forholdstallet har hatt en relativ stabil utvikling uten store svingninger. Vi kan se at Grieg Seafood har en finansieringsgrad under. Dermed kan vi konkludere med en sunn finansiering.

4.4.2 Arbeidskapital

Arbeidskapital er et nøkkeltall som sier noe om både likviditeten og finansieringen til selskapet. En tommelfingerregel for arbeidskapitalen er at den burde tilsvare 60% av omløpsmidlene og 50-100% av varelagrene (Knardal og Sending, 2022). Arbeidskapitalen utledes ved å finne differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

I tabell 7 fremkommer det at arbeidskapitalen i prosent av omløpsmidler er svært god ettersom den er godt over 50% i perioden.

	2018	2019	2020	2021	2022
Omløpsmidler	11,665,846	12,554,069	12,407,020	14,153,490	18,734,187
Kortsiktig gjeld	3,675,818	4,057,146	4,375,827	5,064,065	4,933,512
Arbeidskapital	7,990,028	8,496,923	8,031,193	9,089,425	13,800,674
Arbeidskapital i prosent av omløpsmidler	68%	68%	65%	64%	74%

4.5 Horisontal- og vertikal analyse

Den horisontale regnskapsanalysen viser utviklingen av regnskapsposter i Grieg Seafood for perioden 2018 til 2022. Vi har valgt å se på endringen fra år til år, og ikke med utgangspunkt i et basisår. Analysen viser endring i prosent.

Den vertikale regnskapsanalysen gjennomføres ved å analysere hver regnskapspost opp mot inntektene i perioden 2018 til 2022. Gjennom en slik analyse ønsker vi å si noe om sammensettingen av de forskjellige postene i resultatregnskapet til Grieg Seafood. Analysen gir et innblikk i kostnadsstrukturen til og viser kostnadskomponentene målt i forhold til inntektskomponentene.

4.5.1 Horisontal regnskapsanalyse

Resultatregnskap	2020	2019	Endring i prosent	2019	2018	Endring i prosent
Driftsinneker	4 408	4 783	-7,84 %	4 783	7 552	-36,67 %
Driftskostnader	4 466	3 960	12,78 %	3 960	6 198	-36,11 %
Driftsresultat	-58	823	-107,05 %	823	1 354	-39,22 %
Netto finansposter	248	26	853,85 %	26	78	-66,67 %
Ordinært resultat før skatt	-306	797	-138,39 %	797	1 276	-37,54 %
Skattekostnad	12	197	-93,91 %	197	280	-29,64 %
Ordinært resultat etter skatt	-318	600	-153,00 %	600	996	-39,76 %

Resultatregnskap	2022	2021	Endring i prosent	2021	2020	Endring i prosent
Driftsinneker	7 209	4 663	54,60 %	4 663	4 408	5,78 %
Driftskostnader	5 711	3 720	53,52 %	3 720	4 466	-16,70 %
Driftsresultat	1 498	943	58,85 %	943	-58	-1725,86 %
Netto finansposter	49	87	-43,68 %	87	248	-64,92 %
Ordinært resultat før skatt	1 449	856	69,28 %	856	-306	-379,74 %
Skattekostnad	300	249	20,48 %	249	12	1975,00 %
Ordinært resultat etter skatt	1 149	607	89,29 %	607	-318	-290,88 %

Tabell 8: Horisontal regnskapsanalyse

Salgsinntekter utgjør størstedelen av inntektene til selskapet, og utviklingen gjennom årene vi har valgt å analysere har vært varierende. Driftsinntektene i 2018 var på 7 552 millioner, påfølgende år var de nede i 4 783 millioner, før de nådde et bunnpunkt i 2020 på 4 408 millioner. Etter 2020 har Grieg fulgt opp med to år med positiv utvikling i driftsinntekter, på henholdsvis 4 663 millioner og 7 209 millioner i 2021 og 2022.

Når det gjelder driftskostnadene, kan man av analysen se at disse endret seg i takt med driftsinntektene i overgangen fra 2018 til 2019, før fra 2019 til koronaåret 2020 økte. I samme år sank driftsinntektene med 7.84%, noe som ikke er overraskende med tanke på utfordringer selskapet stod ovenfor det første året av den globale pandemien. Covid-19 førte til et negativt skift i etterspørselen, og lavere priser i alle kjernemarkeder (Grieg Seafood, 2019). HoRe-segmentet ble sterkest påvirket, og etterspørselen droppet drastisk her.

Grieg Seafoods driftsresultat har i likhet med driftsinntektene hatt en negativ utvikling i perioden 2018 til 2020, men det har økt betraktelig de siste to årene, og driftsresultatet i 2022 er det høyeste Grieg har notert siden 2016. En av de drivende faktorene for det økende driftsresultatet er den høye spotprisen på laks som i 2022 var på 82 kr/kg, og en realisert snittpris på 75.8 kr/kg for Grieg Seafood (Grieg Seafood, 2022). Den realiserte snittprisen for 2021 var på 55.7 kr/kg, det vil si at året 2022 ga en økning på 20.1 kr/kg solgt laks.

Netto finansposter har svingt mye i den aktuelle regnskapsperioden, og har hatt negativ innvirkning på regnskapet hvert år. Endringene skyldes hovedsakelig valutagevinster eller tap, og andre finansielle forpliktelser.

Ordinært resultat før skatt, eller årsoverskuddene, henger sterkt sammen med slaktevolum og laksepriser. Grieg Seafood har aldri før slaktet så mye laks som i 2022, og lakseprisen har aldri vært så høy som i samme år. Dette medfører at 2022 har vært et rekordår for Grieg Seafood, med et ordinært resultat etter skatt på 1 149 millioner NOK.

4.5.2 Vertikal regnskapsanalyse

Resultatregnskap	2018		2019		2020		2021		2022	
	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent
Salgsinntekter	7 500	99,31 %	4 756	99,44 %	4 384	99,46 %	4 599	98,63 %	7 164	99,38 %
Andre driftsinntekter	52	0,69 %	27	0,56 %	24	0,54 %	64	1,37 %	45	0,62 %
Sum driftsinntekter	7 552	100,00 %	4 783	100,00 %	4 408	100,00 %	4 663	100,00 %	7 209	100,00 %
Varekostnader	3 853	51,02 %	1 498	31,32 %	1 717	38,95 %	1 738	37,27 %	2 234	30,99 %
Lønnskostnader	541	7,16 %	493	10,31 %	500	11,34 %	577	12,37 %	696	9,65 %
Avskrivninger	236	3,13 %	307	6,42 %	369	8,37 %	376	8,06 %	451	6,26 %
Andre driftskostnader	1 568	20,76 %	1 662	34,75 %	1 880	42,65 %	1 029	22,07 %	2 330	32,32 %
Sum driftskostnader	6 198	82,07 %	3 960	82,79 %	4 466	101,32 %	3 720	79,78 %	5 711	79,22 %
Driftsresultat	1 354	17,93 %	823	17,21 %	-58	-1,32 %	943	20,22 %	1 498	20,78 %
Netto finansposter	78	1,03 %	26	0,54 %	248	5,63 %	87	1,87 %	49	0,68 %
Ordinært resultat før skatt	1 276	16,90 %	797	16,66 %	-306	-6,94 %	856	18,36 %	1 449	20,10 %
Skattekostnad	280	3,71 %	197	4,12 %	12	0,27 %	249	5,34 %	300	4,16 %
Ordinært resultat etter skatt	996	13,19 %	600	12,54 %	-318	-7,21 %	607	13,02 %	1 149	15,94 %

Tabell 9: Vertikal regnskapsanalyse

Av analysen kan vi se at varekostnader utgjør mellom 30 og 40 prosent av inntektene i alle de aktuelle årene, utenom i 2018 da de utgjorde rett over 50 prosent av inntektene. Det er ingen tydelig utvikling i varekostnadene, men med unntak av koronaåret 2020 kan vi se at de øker i takt med driftsinntektene. 2022 bydde på høye varekostnader, men en lavere prosentandel av driftsinntektene enn tidligere.

Lønnskostnadene til Grieg Seafood ligger på mellom 7 og 12,5 prosent av inntektene de siste fem årene. Siden 2019 har lønnskostnadene økt hvert år, og i 2022 utgjorde lønnskostnadene 696 millioner NOK. At lønnskostnadene øker er ikke unormalt, da selskapet er i stadig utvikling og vokser. Selv om lønnskostnadene har økt, utgjør de en mindre prosentandel av driftsinntektene i 2022 enn i de tre foregående årene. Avskrivningene ligger mellom 3 og 8,5 prosent av inntektene og den marginale økningen skyldes økt operasjonell kapasitet med flere eiendeler.

Andre driftskostnader har variert mye de aktuelle regnskapsårene og nådde en høyde i 2022 på 2 330 millioner NOK. Likevel var det i 2020 at andre driftskostnader utgjorde størst andel av inntektene, da på hele 42,65%, mot 32,32% i 2022. Av analysen kan vi se at andre driftskostnader også øker i takt med inntektene.

Netto finansposter er hovedsakelig knyttet til forpliktelser ovenfor kreditorer og valutaeffekter. Finanskostnadene utgjør mellom 0 og 2 prosent av de totale inntektene utenom for regnskapsåret 2020. Rentene har vært lave alle de foregående årene og har resultert i lave rentekostnader for Grieg Seafood, men når pandemien inntraff i 2020 svekket kronen seg mot euroen og dollaren, og førte til urealiserte tap for selskapet på forpliktelser i utenlandsk valuta.

Skattekostnadene til Grieg Seafood har ligget stabilt på mellom 3 og 6 prosent av inntektene de siste fem årene. Unntaket er i 2020, da selskapet gikk i underskudd og skattekostnaden bare utgjorde 0.27% av inntektene. Ordinært resultat etter skatt har siden 2020 steget til henholdsvis 13.02% og 15.94% i 2021 og 2022, og er i så måte veldig gode resultater.

4.6 Oppsummering regnskapsanalyse

Gjennom analysen av regnskapet til Grieg Seafood og bransjen har vi fått bedre innsikt i selskapets lønnsomhet, likviditet, soliditet og finansiering.

I lønnsomhetsanalysen finner vi en tilfredsstillende total kapitalrentabilitet, som i 2022 var høyere enn bransjen. Egenkapitalrentabiliteten er å anse som meget god, hvor også den i 2022 var høyere enn bransjens. Selskapets driftsmargin har i hele perioden 2018-2022, med unntak av 2020, vært godt over kravet for en god driftsmargin. Vi kan dermed konkludere med at driftsmarginen viser til god lønnsomhet. Også resultatmarginen viser til god lønnsomhet. Etter analyse av disse nøkkeltallene kan vi konkludere med at Grieg Seafood har god lønnsomhet.

Gjennom analysen av likviditeten beregnet vi likviditetsgrad 1 og 2. Nøkkeltallene er stort sett bedre enn bransjen, og er høyere enn kravene på henholdsvis 2 og 1. Dette gjør at vi konkluderer med at Grieg Seafood har svært god likviditet.

I analysen av Grieg Seafoods soliditet har vi beregnet nøkkeltallene egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad. Grieg Seafood har en god egenkapitalandel, og en gjeldsgrad som har hatt en bedring i løpet av perioden. Rentedekningsgraden er tilfredsstillende, men har forbedringspotensial i forhold til bransjen.

Gjennom finansieringsanalysen benytter vi nøkkeltallene finansieringsgrad 1 og arbeidskapital. Finansieringsgrad 1 viser til en sunn og god finansiering, hvor nøkkeltallet er lavere enn bransjen. Dette viser til at den langsiktige kapitalen er finansiert med anleggsmidler og omløpsmidler. Arbeidskapitalen er også å anse som god, i og med at den er godt høyere enn 50% av omløpsmidlene.

Av den horisontale og vertikale regnskapsanalysen kommer det frem at driftsinntektene til Grieg Seafood henger sterkt sammen med slaktevolum og laksepris. En økning i slaktevolum og rekordhøy laksepris gjorde 2022 til et rekordår for Grieg. Selskapet planlegger å slakte opp til 135 000 tonn laks i 2026, mot 85 000 tonn i 2022, og det er ventet at inntekter og kostnader kommer til å øke tilsvarende de neste årene.

5.0 Avkastningskrav

I dette kapitlet estimerer vi et avkastningskrav som vil bli brukt videre i den fundamentale verdsettelsen. Avkastningskravet vil bli brukt for å finne nåverdien til fremtidige kontantstrømmer. For å beregne avkastningskravet skal vi først beregne egenkapitalkravet ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM). For å gjøre dette må vi finne en risikofri rente, markedets risikopremie og betakoeffisienten til Grieg Seafood. Deretter kan vi beregne totalkapitalkravet ved bruk av WACC.

5.1 Egenkapitalkrav

Som nevnt benytter vi oss av CAPM for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Dette er en godt akseptert og anvendt modell, CAPM. Formelen for avkastningskrav til egenkapitalen er som følger:

$$CAPM = R_f + MRP * B_i$$

Forklaring:

R_f = Risikofri rente, *MRP* = Markedets Risikopremie og *B_i* = betakoeffisient.

I de neste delkapitlene tar vi for oss disse tre faktorene som gir grunnlaget for å estimere selskapets egenkapitalkrav.

5.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er jamfør Lund og Thorup (2011) definert som en rente uten usikkerhet, noe som gjør at den har samme forventede avkastning som faktisk avkastning under alle omstendigheter.

I diskusjonen av hvilken risikofrie rente vi skal benytte, ser vi på PWC sin årlige undersøkelse «Risikopremien i det norske markedet». I undersøkelsen av hvilken risikofrie rente som burde benyttes i beregning av avkastningskrav til egenkapitalen svarer hele 50 prosent at en 10-årig statsobligasjon burde benyttes. 26 prosent svarer at de foretrekker å benytte normalisert risikofri rente, mens 11 prosent benytter 5-årig statsobligasjon (PricewaterhouseCoopers, u.å.).

Det kan argumenteres for å benytte seg av 10-årig statsobligasjon på bakgrunn av at produksjonstiden til laksen er lang, noe som viser til en lang tidshorisont. Den lange renten vil også variere i mindre grad, noe som gjør avkastningskravet mer stabilt. Jamfør Lund og Thorup (2011) burde en legge til ulike renter for hver kontantstrøm dersom prosentpoeng mellom kort og lang rente er over 4. Det er altså ikke tilfellet her. I samme artikkel argumenterer Koller et al. (2010) at en 10-årig nullkupongobligasjon er mest korrekt og praktisk å bruke. Dette fordi man ved å benytte en kortere rente ikke inkluderer endringen som er forventet i renten. På den andre siden inkluderer en lang rente likviditetspremie, noe som gjør renten noe for høy.

På bakgrunn av dette velger vi å benytte oss av en 10-årig rente, til tross for at likviditetspremien kan gjøre den noe høyere. Ved årsskiftet 2022 til 2023 var denne på 3.18 prosent. Videre vil vi derfor benytte oss av denne i beregningen (Norges Bank, u.å.-a).

5.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er definert som differansen mellom forventet avkastning til markedsporteføljen og et risikofritt aktivum (Lund & Thorup, 2011). Også ved valg av markedets risikopremie benytter vi undersøkelsen til PWC. Det fremkommer i undersøkelsen at markedets risikopremie har vært stabil på 5 prosent siden 2014, med lite variasjoner. Staten har foreslått en grunnrenteskatt på havbruk fra og med 2023. Dette reiser spørsmålet om

grunnrenteskatten vil påvirke markedets risikopremie. Av respondentene i undersøkelsen svarer 51 prosent at de tror skatten vil påvirke risikopremien, og 99 prosent av disse mener grunnrenteskatten vil øke markedets risikopremie. Vi velger likevel å benytte oss av en 5 prosent risikopremie på markedet.

5.1.3 Beta

Selskapets betakoeffisient måler sensitiviteten til aksjen ovenfor fluktuasjoner i markedet. En betaverdi over 1 viser til en aksje som er mer volatil enn markedet. Motsatt viser en beta under 1, til en aksje som er mindre volatil enn markedet. En beta på 1 indikerer lik volatilitet mellom aksjen og markedet. For å beregne betakoeffisienten benytter man seg av kovariansen mellom aksjenes og markedets avkastning og markedets varians. Formelen for beta er som følger:

$$B_i = \text{Cov}(r_m, r_i) / \text{Var}(r_m)$$

Vi beregner betaen til Grieg Seafood ved å benytte Oslo Børs Index som referansepunkt. Dette gir oss en betakoeffisient på 0.94. Noe som indikerer at Grieg Seafood sin aksje er mindre volatil enn markedet generelt. Ulempen med å benytte Oslo Børs Index som referansepunkt er at den i stor grad er preget av oljebaserte aksjer. Dette medfører at betaen illustrer volatiliteten mellom selskapets aksje og oljebaserte aksjer. Det kunne derfor vært hensiktsmessig å anvende et mer diversifisert referansepunkt.

Thomas Reuters Eikon estimerer en beta på 1.04 (per 09.03.2023). Dette viser til en aksje som beveger seg 4 prosent mer enn markedet. Etersom lakseprisene er volatile, taler dette i retning av en beta over 1. Dette gjør at vi vurderer det som fornuftig å justere betaen noe oppover. Vi har derfor besluttet å anvende en beta på 1.1.

5.2 Totalkapitalkrav

For å beregne avkastningskrav på total kapital, der finanseringen inkluderer både egenkapital og gjeld, benytter vi oss av WACC. Formelen som anvendes er:

$$WACC = CAPM \cdot \frac{EK}{TK} + R_g \cdot \frac{G}{TK} \cdot (1 - s)$$

Forklaring:

$CAPM = \text{Avkastningskrav på egenkapitalen}$, $EK/TK = \text{Andel egenkapital}$, $R_g = \text{Gjeldsrente}$,
 $G/TK = \text{Andel gjeld}$ og $s = \text{Skattesatsen}$.

Tabell 10 viser andel egenkapital og gjeld til Grieg Seafood i perioden 2018 – 2022, og gjeldsrenten i samme periode. Vi benytter oss av gjennomsnittlige verdier i videre beregning.

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnittlige verdier
Egenkapital	3,884	4,141	4,371	5,563	6,481	
Gjeld	4,259	4,794	6,279	5,151	6,388	
Sum	8,143	8,935	10,650	10,714	12,869	
Andel EK	47.70%	46.35%	41.04%	51.92%	50.36%	47.47%
Andel Gjeld	52.30%	53.65%	58.96%	48.08%	49.64%	52.53%

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnittlige verdier
Rentekostnad	71,449	60,792	94,665	189,381	138,206	
Rentebærende gjeld	2,396,340	2,590,283	4,208,219	3,220,974	3,886,390	
Gjeldsrente	2.98%	2.35%	2.25%	5.88%	3.56%	3.40%

Tabell 10: Gjennomsnittlig EK, gjeld og estimert gjeldsrente

Det fremkommer av tabell 10 at gjennomsnittlig andel egenkapital er 47.47%, mens gjennomsnittlig andel gjeld er 52.53%. Selskapets estimerte gjeldsrente er på 3.40% fastslår tabell 10.

Vi benytter oss av en skattesats på 22.7%. Grunnlaget for dette er effektiv skattesats i perioden 2018-2022. Vi har brukt gjennomsnittet de siste 5 årene, med og uten korona-året 2020. I tillegg har valgt å ekskludere 2020 i den ene beregningen fordi skatten var unormalt lav dette året, noe vi ser på som mindre representativt for kommende år. Vi har derfor vektet gjennomsnittlig effektiv skattesats inkludert 2020 med 25%. Gjennomsnittlig effektiv skattesats ekskludert 2020 velger vi å legge mer vekt på, og vekter det dermed 75%. Dette har gitt oss estimert effektiv skattesats på 22.7%.

	2018	2019	2020	2021	2022
Effektiv skattesats	0.2192639	0.24748744	-0.03947368	0.29156909	0.20703934
Gjennomsnitt effektiv skattesats	0.18517722				

	2018	2019	2020	2021	2022
Effektiv skattesats	0.2192639	0.24748744	-0.03947368	0.29156909	0.20703934
Gjennomsnitt effektiv skattesats	0.24133994				

Effektiv skattesats	0.227
---------------------	-------

Tabell 11: Utrekning effektiv skattesats

Dette gir oss dermed grunnlag for beregning av totalkapitals avkastningskrav.

$$WACC = 8.86\% \cdot 47.47\% + 3.40\% \cdot 52.53\% \cdot (1 - 22.7\%)$$

$$WACC = 5.50\%$$

6.0 Verdsettelse

6.1 Fundamental verdsettelse

Discounted Cash Flow-metoden, heretter kalt DCF-metoden, er den mest brukte metoden for verdsettelse av et selskap. Metoden baserer seg på prinsippet om at verdien av et selskap er lik nåverdien av fremtidige frie kontantstrømmer. Innledningsvis må man prognostisere disse frie kontantstrømmene. Dette gjøres ved å estimere de forventede frie kontantstrømmene over en viss periode. Typisk vil denne perioden være på 5-10 år, men dette er bransjeavhengig. Ettersom estimatene blir mer unøyaktige jo lenger inn i fremtiden man beveger seg har vi valgt å anvende 5 år. Deretter fastsettes en neddiskonteringsrente for å neddiskontere de fremtidige frie kontantstrømmene til nåverdi. Selskaper anvender vanligvis WACC til dette siden denne representerer avkastningskravet til aksjonærene. Grieg Seafoods WACC er utledet tidligere i oppgaven.

Videre beregnes terminalverdien. Denne representerer den estimerte verdien av selskapet ved utgangen av perioden. Her er det vanligst å benytte Gordons formel, som forutsetter at selskapet vil fortsette å vokse med en konstant vekstrate i evig tid. Vi har besluttet å anvende en vekstrate på 2 prosent for Grieg Seafood, som er noe lavere enn noen av vekstratene i valgt periode fra 2023 til 2028. Årsaken til dette er at vi anser det som rimelig at veksten i selskapet vil avta på sikt. Terminalverdien kan utledes på følgende måte:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm i terminalår}}{WACC - \text{Vekstrate}}$$

Etter at terminalverdien er beregnet må også denne neddiskonteres med WACC til nåverdi. Når man har både nåverdien av fremtidige frie kontantstrømmer og terminalverdien finner man selskapsverdien ved å summere disse, slik som beskrevet i formelen under:

$$\text{Selskapsverdi} = \text{Nåverdi fremtidige frie kontantstrømmer} + \text{Terminalverdi}$$

Verdien av egenkapitalen til selskapet beregnes videre ved å subtrahere selskapets rentebærende gjeld fra selskapsverdien:

$$\text{Verdi egenkapital} = \text{Selskapsverdi} - \text{Rentebærende gjeld}$$

Ved anvendelse av de to foregående formlene er det gjennomført en verdsettelse av både selskapet og egenkapitalen til selskapet. Hvis ønskelig kan man enkelt finne verdien på aksjekursen til selskapet slik:

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{\text{Verdi egenkapital}}{\text{Antall aksjer}}$$

Dette er sentralt når man skal foreta beslutninger omkring aksjer, hvor man kan sammenligne verdi per aksje med markedets nåværende aksjekurs. Med dette som utgangspunkt blir det enklere å bestemme seg om man skal kjøpe, holde eller selge en aksje. Dersom verdi per aksje er høyere enn aksjekursen kan dette tyde på at aksjen er underpriset i markedet. Motsatt, hvis verdi per aksje er lavere enn aksjekursen kan dette tyde på at aksjen er overpriset.

Oppsummert så er DCF-metoden et kraftig verktøy for verdsettelse av selskaper, noe det er flere årsaker til. Blant annet tar denne metoden hensyn til konseptet om tidsverdien av penger, som sier at penger nå er verdt mer enn penger i framtiden. I tillegg tar den hensyn til et selskaps utvikling og fremtidig ytelse (Fernando, 2023a). Likevel fremkommer det også flere utfordringer ved DCF-metoden, som usikkerhet rundt nøyaktigheten til prognosene for

fremtidige frie kontantstrømmer og terminalverdien. Andre utfordringer omhandler estimatet av WACC og vekstrate. Dette vil spesielt gjelde for selskaper som operer i raskt skiftende markeder.

6.1.1 Driftsinntekter

Driftsinntekter er inntekter som et selskap har fra vanlig drift (Fiken, u.å.-b). Majoriteten av driftsinntektene til Grieg Seafood vil komme fra salg av laks. Likevel vil selskapet også ha andre mer uregelmessige inntekter. Summen av disse utgjør driftsinntektene. Videre skal vi estimere fremtidige driftsinntekter basert på historiske trender, samt selskapets og bransjen utsikter.

Slaktevolum

Grieg Seafood opererer per 30.12.2022 i to land fordelt på fire regioner. Disse er Rogaland og Finnmark i Norge og British Columbia og Newfoundland i Canada. Det er hensiktsmessig å estimere slaktevolum for de ulike regionene separat av flere grunner. Blant annet vil regionene ha både ulike historiske trender og ulike utsikter. I tabell 12 fremkommer årlig slaktevolum i de ulike regionene. I tillegg viser tabellen årlig økning, samt gjennomsnittlig økning for perioden. Sistnevnte er utgangspunktet for videre estimer, men også andre faktorer manipulerer disse.

Slaktevolum region	2018	2019	2020	2021	2022
GSF Rogaland					
Slaktevolum i tonn	16293	25217	23043	26670	28387
Årlig økning	-	54.8%	-8.6%	15.7%	6.4%
Gjennomsnitt	4.5%				
GSF Finnmark					
Slaktevolum i tonn	29774	32362	26919	34484	36024
Årlig økning	-	8.7%	-16.8%	28.1%	4.5%
Gjennomsnitt	6.1%				
GSF British Columbia					
Slaktevolum i tonn	16632	14120	21181	14448	20286
Årlig økning	-	-15.1%	50.0%	-31.8%	40.4%
Gjennomsnitt	10.9%				
GSF Newfoundland					
Slaktevolum i tonn	0	0	0	0	0

Tabell 12: Historisk slaktevolum Grieg Seafood

Tabell 13 viser våre estimer for regionenes slaktevolum over de neste fem årene. For 2023 har vi anvendt Grieg Seafoods guide for slaktevolum for året. Bakgrunnen for denne beslutningen er at selskapet selv har det beste utgangspunktet for å prediktere hvilket slaktevolum de er i stand til å oppnå. Slaktevolumet for GSF Rogaland har vi valgt å holde konstant. Årsaken til dette er at et slaktevolum på 29 000 tonn er nær full kapasitet for

regionen. Ettersom Rogaland ligger i det som er karakterisert som et gult område, er det lite trolig at dette slaktevolumet kan økes. Videre har vi anvendt gjennomsnittlig økning fra 2018 til 2022 for å estimere slaktevolumer for GSF Finnmark og GSF British Columbia. Selv om det er usikkerhet rundt Spiro for Finnmark anser vi det som trolig at selskapet er i stand til å oppnå denne veksten da det er satt av store ressurser for å forske på og utbedre problemet. For GSF British Columbia har vi valgt å holde slaktevolumet konstant fra 2025 siden selskapet da har oppnådd produksjonskapasitet (Grieg Seafood, u.å.-d). Som tidligere nevnt har Grieg Seafood kommet med en guiding på 5000 tonn for 2023 for GSF Newfoundland. Selskapet har signalisert et langsiktig mål om oppdrett av 30 000-45 000 tonn i denne regionen, med 15 000 tonn innen 2025 (Knudsen, 2020). Derfor har vi brukt en lineær økning fra veiledningen i denne regionen, som imøtekommer dette målet.

Slaktevolum region	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
GSF Rogaland					
Slaktevolum i tonn	29000	29000	29000	29000	29000
GSF Finnmark					
Slaktevolum i tonn	28000	29711	31526	33453	35497
GSF British Columbia					
Slaktevolum i tonn	20000	22176	23400	23400	23400
GSF Newfoundland					
Slaktevolum i tonn	5000	10000	15000	20000	25000

Tabell 13: Estimert slaktevolum Grieg Seafood

I tabell 14 og 15 kan vi henholdsvis se historisk og estimert slaktevolum for Grieg Seafood i Norge og Canada. Regjeringens forslag om innførelse av grunnrente er årsaken til at vi skiller mellom Norge og Canada, da dette kun vil gjelde for norsk drift.

Slaktevolum land	2018	2019	2020	2021	2022
GSF Norge	46,067	57,579	49,962	61,154	64,411
GSF Canada	16,632	14,120	21,181	14,448	20,286

Tabell 14: Historisk slaktevolum GSF Norge og GSF Canada

Slaktevolum land	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
GSF Norge	57,000	58,711	60,526	62,453	64,497
GSF Canada	25,000	32,176	38,400	43,400	48,400

Tabell 15: Estimert slaktevolum GSF Norge og GSF Canada

Laksepris

Fish Pool ASA er etablert som en internasjonal, regulert markeds plass for kjøp og salg av laksekontrakter (Fish Pool, u.å.-a). I våre estimater av lakseprisen frem til 2027 har vi tatt utgangspunkt i deres Forward Prices til utgangen av 2025, ettersom disse reflekterer

organisasjonens forventninger basert på kontrakter og ordre (Fish Pool, u.å.-b). Lakseprisen er syklisk og typisk mye høyere i noen vinter- og vårmåneder, mens etterspørselen av laks er i større grad stabil (Fish Pool, u.å.-c). Ettersom noen måneder påvirker gjennomsnittlig laksepris for året betydelig, har vi valgt å anvende median. Videre har vi brukt gjennomsnittlig endring av årlig median i perioden 2023 til 2025, for å estimere hvordan lakseprisen utvikler seg de to siste årene av perioden vår.

Laksepris	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Median laksepris pr kg	89.45	86.50	81.00	80.02	79.54
Årlig endring	-	-3.3%	-6.4%	-1.2%	-0.6%
Gjennomsnittlig endring	-4.8%				

Tabell 16: Estimert utvikling laksepris

Inntektsavvik

I tabell 17 beregnes historisk inntektsavvik for årene 2018 til 2022. Fremgangsmåten begynner med å finne driftsinntektene til Grieg Seafood for hvert av årene. Deretter multipliserer vi årets slaktevolum med median laksepris for året. Det er avgjørende å korrigere for at slaktevolum er oppgitt i tonn, mens laksepris er oppgitt per kilogram. Dette er tatt høyde for i alle beregningene i oppgaven. Resultatet av denne beregningen har vi kalt salgsinntekt fra laks. Ved å subtrahere salgsinntekt fra laks fra driftsinntekter får vi årlig inntektsavvik. Videre beregner vi forholdstallet mellom inntektsavviket og salgsinntekt fra laks. Det fremkommer fra 2018 at forholdstallet er svært høyt sammenlignet med øvrige år, derfor kategoriserer vi dette som en uteligger. For å redusere effekten av uteliggeren har vi brukt median for å finne det historiske inntektsavviket til selskapet.

Inntektsavvik	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	7552.00	4783.00	4408.00	4663.00	7209.00
Slaktevolum i tonn	74623.00	71700.00	71142.00	75601.00	84697.00
Median laksepris pr kg	60.76	59.15	55.48	58.26	83.18
Salgsinntekt fra laks	4534.09	4241.06	3946.96	4404.51	7045.10
Inntektsavvik i NOK	3017.91	541.95	461.04	258.49	163.90
Inntektsavvik	66.6%	12.8%	11.7%	5.9%	2.3%
Median inntektsavvik	11.7%				

Tabell 17: Historisk inntektsavvik Grieg Seafood

Totale driftsinntekter

Ettersom vi allerede har estimert både fremtidige slaktevolum og laksepriser kan vi enkelt beregne estimert salgsinntekt fra laks for perioden. Deretter anvender vi median inntektsavvik fra tabell 17 for å finne årlig inntektsavvik. Ved å summere salgsinntekt fra laks og inntektsavvik finner vi driftsinntekten i hvert av årene for Grieg Seafood, både i Norge og Canada. Summen av Norge og Canada vil være selskapets totale driftsinntekter.

GSF Norge	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Slaktevolum i tonn	57,000.00	58,710.92	60,526.38	62,452.78	64,496.89
Median laksepris pr kg	89.45	86.50	81.00	80.02	79.54
Salgsinntekt fra laks	5,098.37	5,078.49	4,902.64	4,997.26	5,129.84
Inntektsavvik	595.54	593.22	572.67	583.73	599.21
Driftsinntekter	5,693.90	5,671.71	5,475.31	5,580.99	5,729.05

Tabell 18: Estimerte driftsinntekter GSF Norge

GSF Canada	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Slaktevolum i tonn	25,000.00	32,176.14	38,400.00	43,400.00	48,400.00
Median laksepris pr kg	89.45	86.50	81.00	80.02	79.54
Salgsinntekt fra laks	2,236.13	2,783.24	3,110.40	3,472.72	3,849.55
Inntektsavvik	261.20	325.11	363.32	405.65	449.66
Driftsinntekter	2,497.33	3,108.34	3,473.72	3,878.37	4,299.22

Tabell 19: Estimerte driftsinntekter GSF Canada

6.1.2 Driftskostnader

Driftskostnader er alle utgifter som et selskap har i forbindelse med vanlig drift (Fiken, u.å.-c). Det kreves en rekke forskjellige driftskostnader for at et selskap skal være i stand til å generere inntekt – kostnader skaper inntekt. Innunder dette påløper både direkte og indirekte kostnader. Majoriteten av kostnadene kommer fra varekostnader og lønnskostnader. Disse kostnadsgruppene vil være forutsigbare sett opp mot driftsinntektene. Videre vil også avskrivninger være relativt forutsigbare. Resterende kostnadsgrupper har vi valgt å samle som andre driftskostnader.

Varekostnader

Samvariasjonen mellom varekostnader og driftsinntekter utgjør utgangspunktet for estimeringen av fremtidige varekostnader. I tabell 20 beregnes forholdstallet mellom varekostnader og driftsinntekter for årene. Videre finner vi det gjennomsnittlige forholdstallet for perioden. Ettersom fremtidige driftsinntekter allerede er estimert kan dette anvendes for å estimere varekostnadene fremover i tid. Med andre ord vil våre varekostnader utgjøre 37.7 prosent av driftsinntektene i våre estimater. Avslutningsvis beregnes

korrelasjonskoeffisienten, som viser styrken og retningen til sammenhengen mellom to variabler. Korrelasjonskoeffisienten mellom varekostnader og driftsinntekter er 0.83, som vil si at det er en positiv, sterk sammenheng. Dette bekrefter at den anvendte metoden er god.

Varekostnader	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	7552.00	4783.00	4408.00	4663.00	7209.00
Varekostnader	3,853	1,498	1,717	1,738	2,234
Varekostnader/Driftsinntekter	51.0%	31.3%	39.0%	37.3%	31.0%
Gjennomsnitt	37.9%				
Korrelasjonskoeffisient	0.83				

Tabell 20: Utrekning korrelasjonskoeffisient driftsinntekter og varekostnader

GSF Norge	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Varekostnader	2,158.58	2,150.17	2,075.71	2,115.78	2,171.91

Tabell 21: Estimerte varekostnader GSF Norge

GSF Canada	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Varekostnader	946.75	1,178.39	1,316.90	1,470.31	1,629.85

Tabell 22: Estimerte varekostnader GSF Canada

Lønnskostnader

I estimeringen av lønnskostnader er samme metodikk som for varekostnader anvendt. Forskjellen er at her utnytter vi samvariasjonen mellom lønnskostnadene og driftsinntektene istedenfor mellom varekostnader og driftsinntekter. Det historiske, gjennomsnittlige forholdstallet mellom lønnskostnader og driftsinntekter er 10.2 prosent. Derfor vil estimerte lønnskostnader utgjøre denne prosenten av driftsinntektene. Korrelasjonskoeffisienten bergenes også her. Utfra denne ser vi at også her er det en positiv, sterk samvariasjon. Selv om sammenhengen mellom lønnskostnader og driftsinntekter er noe svakere enn for varekostnader og driftsinntekter, betraktes fortsatt 0.58 som sterk. Dette tyder på at også her er den anvendte metoden god.

Lønnskostnader	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	7552.00	4783.00	4408.00	4663.00	7209.00
Lønnskostnader	541	493	500	577	696
Lønnskostnader/Driftsinntekter	7.2%	10.3%	11.3%	12.4%	9.7%
Gjennomsnitt	10.2%				
Korrelasjonskoeffisient	0.58				

Tabell 23: Utrekning korrelasjonskoeffisient driftsinntekter og lønnskostnader

GSF Norge	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Lønnskostnader	578.99	576.73	556.76	567.50	582.56

Tabell 24: Estimerte lønnskostnader GSF Norge

GSF Canada	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Lønnskostnader	253.94	316.07	353.23	394.37	437.17

Tabell 25: Estimerte lønnskostnader GSF Canada

Avskrivninger

For å estimere avskrivningene på anleggsmidler tar vi utgangspunkt i slaktevolum. Årsaken til dette er at dersom Grieg Seafood skal øke slaktevolumet i Norge eller Canada kreves det ytterligere investeringer i anleggsmidler tilknyttet lokasjonene. Følgelig vil også lokasjonenes avskrivninger øke. Dermed kan vi med stor sikkerhet si at avskrivninger samvarierer med slaktevolum. Andelene i tabell 26 er anvendt for å fordele de historiske avskrivningene på Norge og Canada (tabell 29 og 30).

Slaktevolum land	2018	2019	2020	2021	2022
GSF Norge	46,067	57,579	49,962	61,154	64,411
GSF Canada	16,632	14,120	21,181	14,448	20,286
Andel Norge	73.5%	80.3%	70.2%	80.9%	76.0%
Andel Canada	26.5%	19.7%	29.8%	19.1%	24.0%

Tabell 26: Andel historiske avskrivninger GSF Norge og GSF Canada

GSF Norge	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Slaktevolum i tonn	57,000	58,711	60,526	62,453	64,497
Årlig økning	-	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%
Gjennomsnittlig økning	3.1%				

Tabell 27: Estimert gjennomsnittlig økning slaktevolum GSF Norge

GSF Canada	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Slaktevolum i tonn	25,000	32,176	38,400	43,400	48,400
Årlig økning	-	28.7%	19.3%	13.0%	11.5%
Gjennomsnittlig økning	18.1%				

Tabell 28: Estimert gjennomsnittlig økning slaktevolum GSF Canada

GSF Norge	2018	2019	2020	2021	2022
Avskrivninger	173	247	259	304	343
Gjennomsnittlig økning produksjon	3.1%				

Tabell 29: Historiske avskrivninger GSF Norge

GSF Canada	2018	2019	2020	2021	2022
Avskrivninger	63	60	110	72	108
Gjennomsnittlig økning produksjon	18.1%				

Tabell 30: Historiske avskrivninger GSF Canada

I tabell 31 og 32 blir avskrivninger i perioden estimert med utgangspunkt i de fordelte avskrivningene i 2022 for Norge og Canada. Videre avskrivninger estimeres ved å tilføre en årlig vekst på henholdsvis 3.1% og 18.1%, altså at de følger samme trend som produksjonsvekstene tilknyttet lokaliteten.

GSF Norge	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Avskrivninger	353.74	364.84	376.29	388.09	400.27

Tabell 31: Estimerte avskrivninger GSF Norge

GSF Canada	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Avskrivninger	127.62	150.78	178.15	210.47	248.67

Tabell 32: Estimerte avskrivninger GSF Canada

Andre driftskostnader

Resterende kostnadsgrupper fra Grieg Seafoods resultatregnskap er samlet i andre driftskostnader. Her anvendes også samme metode som for varekostnader og lønnskostnader. Estimeringen tar altså utgangspunkt i samvariasjonen mellom andre driftskostnader og driftsinntekter. Videre vil fremtidige andre driftskostnader utgjøre 30.5 prosent av estimerte driftsinntekter, siden dette er det historiske, gjennomsnittlige forholdstallet. Det fremkommer at korrelasjonskoeffisienten for andre driftskostnader og driftsinntekter er noe svakere enn for de tidligere beregningene. Dette er ikke overraskende, da det allerede er redegjort for at andre driftskostnader er mer uregelmessige. Likevel er det en positiv, moderat korrelasjon.

Andre driftskostnader	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	7552.00	4783.00	4408.00	4663.00	7209.00
Andre driftskostnader	1,568	1,662	1,880	1,029	2,330
Andre driftskostnader / Driftsinntekter	20.8%	34.7%	42.6%	22.1%	32.3%
Gjennomsnitt	30.5%				
Korrelasjonskoeffisient	0.42				

Tabell 33: Utregning korrelasjonskoeffisient driftsinntekter og andre driftskostnader

GSF Norge	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Andre driftskostnader	1,840.31	1,833.14	1,769.66	1,803.82	1,851.67

Tabell 34: Estimerte andre driftskostnader GSF Norge

GSF Canada	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Andre driftskostnader	807.15	1,004.64	1,122.73	1,253.52	1,389.54

Tabell 35: Estimerte andre driftskostnader GSF Canada

6.1.3 Grunnrenteskatt

Regjeringen kom 28. september 2022 med forslag om innførelse av grunnrenteskatt på havbruk fra 1. januar 2023. Bakgrunnen for lovforslaget er ifølge regjeringen at lokalsamfunn som stiller naturressurser til disposisjon, skal sikres en andel av grunnrenten. Norge har blant verdens beste klimatiske forhold for oppdrett av laks. Videre påpeker de at havbruksnæringen bruker fjorder og sjøområder som tilhører felleskapet. Forslaget omfatter produksjon av laks, ørret og regnbueørret og innebærer at grunnrenten skattlegges med en effektiv sats på 40 prosent. Reglene er utformet slik at bare de største aktørene vil betale grunnrenteskatt. Det skjer ved at det gis et bunnfradrag på mellom 4 000 og 5 000 tonn (Finansdepartementet, 2022). Selv om det fremdeles er usikkerhet rundt den endelige utformingen av lovforslaget, er dette utgangspunktet for resten av oppgaven.

Det ble tidligere nevnt at det var hensiktsmessig å fordele slaktevolum utfra lokasjon. I tillegg til at lokasjonene har både ulike historiske trender og ulike utsikter, gjør dette at det blir enklere å beregne grunnrenteskatten (som bare vil gjelde i Norge). Verdiene i tabell 36 er utledet tidligere. Den eneste forskjellen mellom disse verdiene og de tidligere er at det er foretatt et bunnfradrag på 4 500 tonn. Vi valgte denne verdien siden den ligger midt i intervallet som var foreslått.

GSF Norge	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Slaktevolum i tonn	52500.00	54210.92	56026.38	57952.78	59996.89
Gjennomsnittlig laksepris pr kg	89.45	86.50	81.00	80.02	79.54
Salgsinntekt fra laks	4695.86	4689.24	4538.14	4637.19	4771.93
Inntektsavvik	548.52	547.75	530.10	541.67	557.41
Totale driftsinntekter	5244.38	5236.99	5068.23	5178.86	5329.33
Varekostnad	1988.17	1985.36	1921.39	1963.32	2020.37
Lønnskostnad	533.28	532.52	515.36	526.61	541.91
Avskrivninger	354.62	366.65	379.09	391.96	405.26
Andre driftskostnader	1600.05	1597.79	1546.30	1580.05	1625.96
Totale driftskostnader	4476.11	4482.33	4362.15	4461.95	4593.51
Driftsresultat	768.28	754.66	706.09	716.91	735.83
Selskapsskatt (22%)	169.02	166.03	155.34	157.72	161.88
Driftsresultat etter selskapsskatt	599.26	588.64	550.75	559.19	573.94
Grunnrenteskatt (40%)	239.70	235.45	220.30	223.67	229.58

Tabell 36: Utregning grunnrenteskatt GSF Norge

Utledningen av grunnrenteskatten er relativt rett frem. Først beregnes driftsresultatet ved å subtrahere totale driftskostnader fra totale driftsinntekter. Videre trekker man fra selskapsskatten på 22 prosent, og sitter igjen med driftsresultat etter selskapsskatt. Til slutt finner man grunnrenteskatten ved å multiplisere driftsresultat etter selskapsskatt med 40 prosent. Det er viktig å merke seg at det er fordelaktig for Grieg Seafood at de har fordelt produksjonen sin over flere land. I et scenario hvor selskapet har samme samlede produksjon kun i Norge, ville grunnrenteskatten økt betraktelig. Dette kan bidra til å forklare hvorfor selskapet relativt øker produksjonen sin i Canada mye mer enn i Norge.

6.1.4 Arbeidskapital

Arbeidskapital er en verdi som beskriver et selskaps evne til å dekke sine betalingsforpliktelser på kort sikt (Fiken, u.å.-a). Med andre ord er det et mål på hvor god likviditeten til et selskap er. Formelen for likviditetsmålet er som følger:

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

Dersom denne verdien er et positivt beløp betyr dette at selskapet kan forvente nok tilførsel av penger til å være i stand til å dekke betalingsforpliktelser på kort sikt. Endringer i arbeidskapitalen vil påvirke kontantstrøm fra drift, og følgelig den frie kontantstrømmen. For å identifisere denne endringen tar vi utgangspunkt i kundefordringer, varelager og leverandørgjeld. Metoden som blir anvendt er den samme som for varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. Forskjellen er at vi for varelager og leverandørgjeld utnytter samvariasjonen med henholdsvis slaktevolum og driftskostnader. Årsaken til dette er at vi anser det som sannsynlig at disse uavhengige variablene samvarierer med de avhengige variablene. Dette gir positive, sterke korrelasjonskoeffisienter for kundefordringer og varelager, mens leverandørgjeld får en positiv, svak verdi. Selv om det viser seg at leverandørgjeld korrelerer i liten grad med driftskostnader beholder vi denne ettersom vi mener det er fornuftig med et kostnadsbasert utgangspunkt.

Kundefordringer	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	7552.00	4783.00	4408.00	4663.00	7209.00
Kundefordringer	925	460	179	152	259
Kundefordringer / Driftsinntekter	12.2%	9.6%	4.1%	3.3%	3.6%
Gjennomsnitt	6.6%				
Korrelasjonskoeffisient	0.64				

Tabell 37: Utregning korrelasjonskoeffisient driftsinntekter og kundeutfordringer

Varelager	2018	2019	2020	2021	2022
Slaktevolum	62699.00	71699.00	71143.00	75602.00	84697.00
Varelager	2,224	2,670	2,199	2,479	2,896
Varelager / Slaktevolum	3.5%	3.7%	3.1%	3.3%	3.4%
Gjennomsnitt	3.4%				
Korrelasjonskoeffisient	0.82				

Tabell 38: Utrekning korrelasjonskoeffisient slaktevolum og varelager

Leverandørgjeld	2018	2019	2020	2021	2022
Driftskostnader	6198.00	3960.00	4466.00	3720.00	5711.00
Leverandørgjeld	649	855	563	523	717
Leverandørgjeld / Driftskostnader	10.5%	21.6%	12.6%	14.1%	12.6%
Gjennomsnitt	14.3%				
Korrelasjonskoeffisient	0.09				

Tabell 39: Utrekning korrelasjonskoeffisient driftskostnader og leverandørgjeld

Endring i arbeidskapital

Videre i tabell 40 estimeres kundefordringer, varelager og leverandørgjeld utfra de historiske, gjennomsnittlige forholdstallene. Deretter beregnes endringene i disse ved å finne differansen mellom år t og år t-1. Avslutningsvis finner vi endringen i arbeidskapitalen ved å trekke endringen i anvendelse av kapital fra endringen i anskaffelse av kapital. Det vil si endringen i leverandørgjeld minus endringen i kundefordringer minus endringen i varelager.

Endring i AK	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Kundefordringer	537.00	575.60	586.68	620.14	657.43
Endring i kundefordringer	278.00	38.60	11.08	33.46	37.30
Varelager	2,797.88	3,101.11	3,375.41	3,611.74	3,852.09
Endring i varelager	-98.12	303.23	274.31	236.33	240.35
Leverandørgjeld	986.37	1,057.22	1,081.69	1,145.16	1,216.08
Endring i leverandørgjeld	269.37	70.86	24.47	63.47	70.92
Endring i AK	89.49	-270.98	-260.92	-206.32	-206.72

Tabell 40: Estimerte endringer i arbeidskapital

6.1.5 Investeringer

Investeringer foretatt av et selskap i anleggsmidler referer til selskapets kapitalutgifter. For å støtte og utvikle eksisterende drift er det avgjørende med investeringer innenfor eiendom, anlegg og utstyr. Slike investeringer vil påvirke den frie kontantstrømmen til selskapet. Ettersom investeringer korrelerer med kontantstrømmen fra driften finner vi forholdstallet mellom disse i perioden 2018 til 2022. Siden 2018 og 2020 har ekstremt høye forholdstall, samt at de siste årene viser en lav, synkende trend, velger vi å anvende medianen for perioden

videre. Estimatene av kontantstrøm fra drift som multipliseres med medianen, for å utlede estimatene for investeringer er hentet fra tabell 43. Korrelasjonskoeffisienten viser en positiv, sterk samvariasjon, i tillegg til at metoden er hensiktsmessig.

Investeringer	2018	2019	2020	2021	2022
Kontantstrøm fra drift	806	1,193	412	601	1,562
Investeringer	733	706	338	291	679
Investeringer / Kontantstrøm fra drift	90.9%	59.2%	82.0%	48.4%	43.5%
Median	59.2%				
Korrelasjonskoeffisient	0.74				

Tabell 41: Utregning korrelasjonskoeffisient kontantstrøm fra drift og investeringer

Investeringer	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Investeringer	670.00	641.20	700.75	758.17	813.44

Tabell 42: Estimerte investeringer

6.1.6 Estimering av frie kontantstrømmer

Tabell 43 viser beregningen av Grieg Seafoods frie kontantstrømmer og tar utgangspunkt i estimatene utledet i delkapittel 6.1.1 til 6.1.5.

Grieg Seafood ASA	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Slaktevolum i tonn	82000.00	90887.06	98926.38	105852.78	112896.89
Gjennomsnittlig laksepris pr kg	89.45	86.50	81.00	80.02	79.54
Salgsinntekt fra laks	7334.49	7861.73	8013.04	8469.99	8979.40
+ Inntektsavvik	856.74	918.32	936.00	989.37	1048.88
= Totale driftsinntekter	8191.23	8780.05	8949.04	9459.36	10028.27
Varekostnad	3105.33	3328.55	3392.61	3586.08	3801.76
+ Lønnskostnad	832.93	892.80	909.98	961.88	1019.73
+ Avskrivninger	481.36	515.62	554.43	598.57	648.94
+ Andre driftskostnader	2499.12	2678.77	2730.32	2886.02	3059.60
= Totale driftskostnader	6918.74	7415.75	7587.35	8032.55	8530.02
Driftsresultat	1272.49	1364.31	1361.68	1426.81	1498.25
- Selskapskatt (22%)	279.95	300.15	299.57	313.90	329.62
= Driftsresultat etter selskapskatt	992.54	1064.16	1062.11	1112.91	1168.64
- Grunntrenteskatt (40%)	239.70	235.45	220.30	223.67	229.58
= Driftsresultat etter skatt	752.84	828.71	841.81	889.24	939.06
+ Avskrivninger	481.36	515.62	554.43	598.57	648.94
+ Endring i AK	89.49	-270.98	-260.92	-206.32	-206.72
= Kontantstrøm fra drift	1323.69	1073.35	1135.33	1281.49	1381.27
- Investeringer	670.00	635.19	671.87	758.36	817.42
= Frie kontantstrømmer	653.69	438.16	463.46	523.12	563.86

Tabell 43: Utregning av estimerte frie kontantstrømmer

6.1.7 Verdsettelse etter DCF-modellen

Etter at frie kontantstrømmer for perioden er estimert kan vi videre beregne verdi per aksje ved å følge beskrivelsen i innledningen av kapittelet. Dette gir oss et verdiestimat per aksje på 98.56 kroner for Grieg Seafood.

Grieg Seafood ASA	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Nåverdi av frie kontantstrømmer	619,607,585.98	415,311,554.05	439,290,925.84	495,845,056.13	534,456,072.37
Sum nåverdi	2,504,511,194.37				
Terminalverdi	16,427,743,643.48				
Nåverdi terminalverdi	12,568,841,605.43				
Selskapsverdi	15,073,352,799.80				
Rentebærende gjeld	3,886,390,000.00				
Verdi egenkapital	11,186,962,799.80				
Antall aksjer	113,500,000.00				
Verdi per aksje	98.56				
			WACC		5.50%
			Vekstrate		2.00%

Tabell 44: Verdiestimat etter DCF-modellen

6.2 Markedsbasert verdsettelse

Markedsbasert verdsettelse er en verdsettelse der en estimerer verdien av et selskap ved å sammenligne markedets priser av aksjene hos selskap i samme bransje. Denne metoden er lite tidskrevende og enklere enn andre metoder.

I denne verdsettelsen benytter vi oss av fire multipler, dette inkluderer Price to Book Value (P/B), Price to Earnings (P/E), Enterprise Value to Earnings before Interest and Taxes (EV/EBIT) og Enterprise Value to Kilograms (EV/Kg). For å beregne multiplene har vi benyttet resultatregnskapet og balansen til Grieg Seafood, samt våre fire komparative selskaper, herunder Mowi, SalMar, Lerøy Seafood Group og Bakkafrost.

De kommende multippelanlysene vil anvende samme metode. Innledningsvis beregnes multiplene for de aktuelle selskapene, før medianen fastsettes. Vi har valgt å bruke median siden denne i større grad tar hensyn til uteliggere enn gjennomsnitt. Videre utledes et verdianslag på markedsverdien til egenkapitalen til Grieg Seafood. Dette gjøres ved å sette markedsverdi egenkapital som ukjent, og løser likningen med median multipelen til bransjen. I tilfeller hvor Grieg Seafoods multippel er lavere enn medianen vil estimert aksjekurs bli høyere enn hva markedet priser aksjen til, mens den vil bli lavere dersom Grieg Seafoods multippel er høyere enn medianen.

6.2.1 Price to Book Value (P/B)

Price to Book Value viser forholdet mellom selskapets markedsverdi på egenkapital og bokført verdi på egenkapital. Nøkkeltallet kan gi oss en indikator på hvorvidt et selskap er underpriset eller overpriset. En lav P/B-verdi kan indikere at aksjen undervurdert, mens en høy P/B kan indikere at aksjen er overvurdert. En høyere P/B enn bransjens gjennomsnitt tyder på en forventning om en relativt høyere avkastning på selskapets eiendeler og investeringer. For å vurdere P/B som høy eller lav sammenligner man med komparative selskaper, da det ikke er et fasitsvar på hva som er en god eller dårlig P/B-verdi (Fernando, 2022). Price to Book Value kan beregnes på følgende måte:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

	Grieg Seafood	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Bakkafrost
Markedsverdi egenkapital	8,881,800,000	85,579,010,000	55,796,000,000	32,869,400,000	36,344,000,000
Bokført egenkapital	6,481,000,000	37,247,452,910	24,155,000,000	21,023,693,000	10,396,000,000
P/B	1.37	2.30	2.31	1.56	3.50
Median P/B		2.30			
Verdianslag		14,890,617,223			
Antall aksjer		113,500,000			
Estimert aksjekurs		131.19			

Tabell 45: Verdiestimat etter Price to Book Value

6.2.2 Price to Earnings (P/E)

Price to Earnings (P/E) viser forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og resultatet etter skatt. En høyere P/E enn bransjegjennomsnittet kan tyde på overvurdering av selskapets aksje. Alternativt kan det indikere en forventning om høyere vekst i fremtiden (Fernando, 2023b). Slik kan man beregne P/E:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

	Grieg Seafood	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Bakkafrost
Markedsverdi egenkapital	8,881,800,000	85,579,010,000	55,796,000,000	32,869,400,000	36,344,000,000
Resultat etter skatt	1,149,000,000	7,934,189,340	2,668,000,000	3,165,122,000	1,879,315,608
P/E	7.73	10.79	20.91	10.38	19.34
Median P/E	10.79				
Verdianslag	12,393,236,193				
Antall aksjer	113,500,000				
Estimert aksjekurs	109.19				

Tabell 46: Verdiestimat etter Price to Earnings

6.2.3 Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes (EV/EBIT)

Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes (EV/EBIT) viser forholdstallet mellom selskapsverdi og driftsresultat (CFI Team, 2022). Blant forskjellene mellom EV/EBIT og P/E er det vesentlig at førstnevnte også tar hensyn til gjeldsposten. Høye verdier av EV/EBIT kan være en indikasjon på at aksjen er overpriset i forhold til sin inntjening sammenlignet med komparative selskap. Det motsatte vil gjelde lave verdier. Følgende formel beregner multiplene:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

	Grieg Seafood	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Bakkafrost
Markedsverdi egenkapital	8,881,800,000	85,579,010,000	55,796,000,000	32,869,400,000	36,344,000,000
Netto rentebærende gjeld	2,223,000,000	17,769,593,900	19,079,000,000	4,346,000,000	3,617,410,968
EBIT	1,498,000,000	10,645,592,980	3,599,000,000	3,195,000,000	2,315,197,335
EV/EBIT	7.41	9.71	20.80	11.65	17.26
Median EV/EBIT	11.65				
Verdianslag	15,225,722,754				
Antall aksjer	113,500,000				
Estimert aksjekurs	134.15				

Tabell 47: Verdiestimat etter Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes

6.2.4 Enterprise Value to Kilograms (EV/Kg)

Enterprise Value to Kilograms (EV/Kg) er en multiplene som er mye brukt innenfor oppdrettsnæringen, og viser forholdet mellom selskapsverdi og slaktevolum. Utfra dette fremkommer hvor mye verdi som blir skapt for selskapet per solgte kilogram. Igjen indikerer en høy multiplene oss at aksjen kan være overpriset i markedet, og motsatt. Lave verdier kan også tyde på høy produksjonseffektivitet. EV/kg kan utledes slik:

$$\frac{EV}{Kg} = \frac{Selskapsverdi}{Slaktevolum}$$

	Grieg Seafood	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Bakkafrost
Markedsverdi egenkapital	8,881,800,000	85,579,010,000	55,796,000,000	32,869,400,000	36,344,000,000
Netto rentebærende gjeld	2,223,000,000	17,769,593,900	19,079,000,000	4,346,000,000	3,617,410,968
Slaktevolum	84,697,000	463,635,000	193,700,000	246,355,000	90,603,000
EV/Kg	131.11	222.91	386.55	151.06	441.06
Median EV/Kg	222.91				
Verdianslag	16,656,758,225				
Antall aksjer	113,500,000				
Estimert aksjekurs	146.76				

Tabell 48: Verdsettelse etter Enterprise Value to Kilograms

6.2.5 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse

Gjennom analyser av våre fire valgte multipler har vi utledet estimerte aksjekurser for Grieg Seafood i intervallet 109.19 til 146.76. Ettersom multiplene har ulike styrker og svakheter har vi valgt å vekte de ulikt.

Ettersom P/B og P/E er relativt like multipler, har vi valgt å ikke gi disse en for høy samlet vektning. Videre valgte vi å tilegne en større vekt på P/E, ettersom denne multipelen gir en indikasjon på hvor mye investorene er villige til å betale for hver krone inntjening, heller enn bokført verdi. Deretter har vi vektet EV/EBIT relativt høyt på grunn av at denne multipelen tar med gjeldsposten i betraktning. Til slutt fordelte vi gjenværende vektning på EV/Kg. En av grunnene til at denne har en mindre vektning er fordi denne multipelen er svært bransjespesifikk.

Multipel	Vektning	Estimert aksjekurs
P/B	15%	131.19
P/E	40%	109.19
EV/EBIT	30%	134.15
EV/Kg	15%	146.76
Vektet estimat	100%	125.61

Tabell 49: Vektet estimat markedsbasert verdsettelse

6.3 Vekting av verdsettelsesmetoder

I den fundamentale verdsettelsen estimerte vi en verdi per aksje på 98.56 kroner, mens estimert aksjekurs ble kroner 125.61 for den markedsbaserte verdsettelsen. For vårt endelige estimat velger vi å vekte fundamental verdsettelse og markedsbasert verdsettelse med henholdsvis 80 og 20 prosent.

Fundamental verdsettelse	80%	98.56
Markedsbasert verdsettelse	20%	125.61
Estimert aksjekurs	100%	103.97

Tabell 50: Endelig estimert aksjekurs

6.4 Handlingsstrategi

I forrige delkapittel estimerte vi en verdi per aksje på kroner 103.97 den 30.12.2022 for Grieg Seafood ASA. Videre inkluderer vi en øvre og nedre grense på 10 prosent av vårt estimat for handlingsstrategi. Slik hensyntas usikkerheten knyttet til våre analyser i større grad. Dermed konkluderer vi med at aksjekursen ligger i intervallet 93.57 til 114.37.

Den 30.12.2022 omsettes en aksje i selskapet på 78.6 kroner, noe som betyr at det er en oppside på 32.3 prosent. Basert på våre analyser av Grieg Seafood anbefaler vi kjøp. Årsaken til dette er både de anvendte verdsettelsesmetodene individuelt, samt vektingen av disse ligger over dagens kurs. I tillegg ligger aksjekursen under intervallet utledet over.

7.0 Sensitivitetsanalyse

Gjennom tidligere kapitler har vi estimert verdi for aksjekursen til Grieg Seafood ved fundamental og markedsbasert analyse. I dette kapitlet ser vi på hvordan ulike faktorer tilknyttet usikkerhet påvirker estimatene. Årsaken til dette er at usikkerheten og risikoen rundt empirien vi har benyttet eskalerer jo lengre frem i tid vi forsøker å estimere. Gjennom sensitivitetsanalyser vil vi se hvordan aksjekursen påvirkes av endringer i ulike faktorer.

Sentrale faktorer i estimert aksjekurs er utledet WACC og fastsatt vekstrate. Små endringer i disse faktorene kan utgjøre store endringer i estimert aksjekurs. Tabell 51 viser estimerte aksjekurser markert i grønt, hvor kombinasjoner av WACC og vekstrate gir høyere aksjekurs

enn vi har estimert med en WACC på 5.5% og en vekstrate på 2%. De røde cellene viser til kombinasjoner som gir en lavere aksjekurs enn den vi har estimert.

		WACC										
		5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%
Vekstrate	98.56											
	1.5%	100.81	97.13	93.66	90.36	87.24	84.28	81.46	78.78	76.22	73.78	71.45
	1.8%	109.79	105.57	101.60	97.85	94.31	90.96	87.79	84.78	81.91	79.19	76.60
	2.0%	120.27	115.38	110.79	106.48	102.42	98.60	94.99	91.58	88.35	85.29	82.38
	2.3%	132.66	126.90	121.53	116.51	111.82	107.41	103.27	99.38	95.70	92.23	88.94
	2.5%	147.52	140.63	134.26	128.34	122.83	117.70	112.89	108.39	104.16	100.19	96.44
	2.8%	165.69	157.29	149.59	142.49	135.93	129.85	124.20	118.93	114.01	109.41	105.09
	3.0%	188.39	177.92	168.40	159.71	151.75	144.43	137.67	131.42	125.62	120.22	115.18

Tabell 51: Estimerte aksjekurser ved forskjellige kombinasjoner av WACC og vekstrate

Videre har vi estimert aksjekursen til Grieg Seafood ved å vektlegge den fundamentale verdsettelsen med 80 prosent og den markedsbaserte verdsettelsen med 20 prosent. Vi skal i denne delen av sensitivitetsanalysen se på hvordan vektleggingen av de to verdsettelsene påvirker aksjekursen. Tabell 52 viser estimert aksjekurs ved ulike vektinger av de to verdsettelsesmetodene. Vi kan se at høyere vektlegging av den fundamentale verdsettelsen vil gi lavere aksjekurs. Dersom den markedsbaserte verdsettelsen tilegnes mer vekt vil aksjekursen øke.

		Fundamental verdsettelse										
		0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Markedsbasert verdsettels	103.97											
	0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	94.05
	10%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	97.20	-
	20%	-	-	-	-	-	-	-	-	100.36	-	-
	30%	-	-	-	-	-	-	-	103.52	-	-	-
	40%	-	-	-	-	-	-	106.67	-	-	-	-
	50%	-	-	-	-	-	109.83	-	-	-	-	-
	60%	-	-	-	-	112.99	-	-	-	-	-	-
	70%	-	-	-	116.14	-	-	-	-	-	-	-
	80%	-	-	119.30	-	-	-	-	-	-	-	-
90%	-	122.46	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
100%	125.61	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

Tabell 52: Estimert aksjekurs ved forskjellige vektinger av markedsbasert verdsettelse og fundamental verdsettelse

Gjennom neste del av sensitivitetsanalysen ser vi på hvordan endring i estimert slaktevolum påvirker estimert aksjekurs. Vi benytter 2023 som utgangspunkt ved endring i slaktevolum. Årsaken til at vi anvender dette som basisår er at Grieg Seafood har kommet med guiding for dette året, og det vurderes som sannsynlig at selskapet selv har mest nøyaktige estimat. Beregningene forutsetter lik vekst i Norge og Canada og gjelder kun for en periode på 5 år. Videre endring etter disse 5 årene følger vekstraten i beregningen av terminalverdi på 2 prosent.

Videre er alle kausaleffekter, med unntak endringer i grunnrenteskatt som endringer i slaktevolum medfører, inkludert i estimering av aksjekurs. Likevel vil disse endringene være såpass liten at det kun ville gitt et mindre utslag i estimatene.

Av tabell 53 fremkommer det at estimatet vårt ville befunnet seg i intervallet 7.5 til 10 prosent, dersom forutsetningene over hadde blitt anvendt. I forhold til 2023 ville en endring på 7.5 prosent eller mindre i slaktevolumet medføre en lavere aksjekurs enn vårt estimat, mens en endring på 10 prosent fører til en høyere.

Endring slaktevolum	Aksjekurs	Endring aksjekurs
-5.0%	58.59	-40.6%
-2.5%	66.94	-32.1%
0.0%	73.20	-25.7%
2.5%	79.58	-19.3%
5.0%	86.06	-12.7%
7.5%	92.65	-6.0%
Estimat	98.56	0.0%
10.0%	99.32	0.8%
12.50%	106.07	7.6%
15%	112.89	14.5%

Tabell 53: Endring i aksjekurs etter endring i slaktevolum

8.0 Konklusjon

Gjennom denne bacheloroppgaven har vi gjennomført en verdsettelse av Grieg Seafood. Hensikten med denne oppgaven har vært å besvare problemstillingen vår: *Hva er Grieg Seafood ASA verdt per 30.12.2022, målt i verdi per aksje?* Denne problemstillingen gir oss grunnlag for å vurdere hvorvidt aksjekursen til Grieg Seafood er underpriset, overpriset eller fornuftig priset.

Gjennom den strategiske analysen har vi kommet fram til at Grieg Seafoods styrker er lokasjonsvalg, teknologi og merkevare. Selskapets organisering anses også som en styrke. Selv om disse er verdifulle, er de ikke unike eller sjeldne, noe som bare gir et midlertidig konkurransefortrinn. På den andre siden følger det flere utfordringer og trusler både internt og eksternt.

Regnskapsanalysen av Grieg Seafood viser til god lønnsomhet og en svært god likviditet. I tillegg er selskapet solid, og har en sunn finansiering. Vi kan se at utviklingen til Grieg Seafood har en positiv trend generelt, men også i forhold til komparative selskaper. Vi konkluderer derfor med at selskapet har en sterk finansiell posisjon. Videre estimerer vi en WACC på 5.5 prosent.

Den fundamentale verdsettelsen gir aksjekurs på 98.56 kroner den 30.12.2022 for Grieg Seafood. Videre gir dette oss en verdi av egenkapitalen på 11 186 962 799.80 kroner. I den markedsbaserte verdsettelsen finner vi en verdi per aksje på kroner 125.61, noe som gir en egenkapitalverdi på 14 256 735 000 kroner. Deretter har vi valgt å vektlegge fundamental verdsettelse med 80 prosent og markedsbasert verdsettelse med 20 prosent.

$$\text{Estimert aksjekurs} = 98.56 \cdot 80\% + 125.61 \cdot 20\% = 103.97$$

Vår estimerte aksjekurs på 103.97 kroner gir en egenkapitalverdi på kroner 11 800 59 5000. Til sammenligning var reell verdi per aksje på kroner 78.6 kroner den 30.12.2022 for selskapet. Dette gir en verdi på egenkapitalen på 8 921 100 000 kroner. Basert på våre analyser vil vi anbefale kjøp av Grieg Seafood, da vi mener selskapet er underpriset. Denne kjøpsanbefalingen er et resultat av flere faktorer. For det første indikerer begge verdsettelsesmetodene at det er en oppside, i tillegg til vårt vektete estimat. Det er altså en

oppside på 32.3 prosent fra reell aksjekurs til estimert aksjekurs. I vårt estimat for handlingsstrategi fremkommer det også at reell verdi per aksje ligger under intervallet 93.57-114.37 kroner, som inkluderer usikkerhet tilknyttet estimatet vårt.

9.0 Litteraturliste

B2U. (2016, november 20). VRIO Framework EXPLAINED with EXAMPLES | B2U. *B2U - Business-to-You.Com*. Hentet 18. februar 2023 <https://www.business-to-you.com/vrio-from-firm-resources-to-competitive-advantage/>

Bakkafrost. (u.å.-a). *Bakkafrost—About Us—Faroe Islands salmon*. Bakkafrost. Hentet 18. mars 2023, fra <https://www.bakkafrost.com/en/about-us/about-us/>

Bakkafrost. (u.å.-b). *Bakkafrost—Bakkafrost History—Faroe Islands salmon*. Bakkafrost. Hentet 18. mars 2023, fra <https://www.bakkafrost.com/en/about-us/about-us/bakkafrost-history/>

Bakkafrost. (2019). *Annual Report 2018*. Hentet 02. mars 2023 https://bakkafrost.cdn.fo/media/2022/bakkafrost_annualreport_2018_web.pdf?s=FrCXPk94QaU2zMeWwuqxI5HzjAg

Bakkafrost. (2020). *Annual Report 2019*. Hentet 02. mars 2023 https://bakkafrost.cdn.fo/media/2356/bf_annualreport_web_2019.pdf?s=1f6rzXtWrYw_Y8M6sWnYhzUa0yc

Bakkafrost. (2022). *Annual Report 2021*. Hentet 02. mars 2023 https://bakkafrost.cdn.fo/media/3567/bakkafrost_annual_report_2021.pdf?s=qEKL1lsVi2FyLr7AMwUPwsUouH0

Bakkafrost. (2023). *Interim Report Q4 2022*. Hentet 02. mars 2023 <https://bakkafrost.cdn.fo/media/4001/2022-q4-interim-accounts.pdf?s=-OsH5jjRho8Ea15o9SqDnaDTeMU>

Banken, K., & Bush, T. (1999). *Analyse av finansregnskapet*. Tano Aschehoug.

Berge, A. (2021a, mars 17). Mowi varsler postsmolt-investeringer for fire milliarder kroner. *iLaks*. Hentet 20. mars 2023 <https://ilaks.no/mowi-varsler-postsmolt-investeringer-for-fire-milliarder-kroner/>

Berge, A. (2021b, mars 24). Når kommer effekten av Mowis satsing på egen merkevare? *iLaks*. Hentet 20. mars 2023 <https://ilaks.no/nar-kommer-effekten-av-mowis-merkevare/>

CFI Team. (2022, desember 12). *EV/EBIT Ratio*. Corporate Finance Institute. Hentet 20. mars 2023 <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/ev-ebit-ratio/>

Erichsen, M., Solberg, F., & Stiklestad, T. (2018). *Ledelse i Små og Mellomstore Virksomheter* (2. Utgave). Fagbokforlaget.

EuroNext. (u.å.). *Seafood Aksjer / live*. Hentet 18. april 2023, fra <https://live.euronext.com/nb/markets/oslo/equities-by-index/seafood>

Fernando, J. (2023a, mars 19). *Time Value of Money Explained with Formula and Examples*. Investopedia. Hentet 02. april 2023
<https://www.investopedia.com/terms/t/timevalueofmoney.asp>

Fernando, J. (2023b, mars 25). *P/E Ratio—Price-to-Earnings Ratio Formula, Meaning, and Examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

Fiken. (u.å.-a). *Hva er arbeidskapital—Fiken forklarer*. Hentet 21. mars 2023, fra https://fiken.no/forklarer/arbeidskapital?gclid=CjwKCAjwq-WgBhBMEiwAzKSH6E2QyhhxZKFUiZPPBfB4AwvtbouVHZ6Xfz_0S_jyZHkO-6Vkk3Kb_hoCizwQAvD_BwE

Fiken. (u.å.-b). *Hva er driftsinntekter—Fiken forklarer*. Hentet 20. mars 2023, fra <https://fiken.no/forklarer/driftsinntekter>

Fiken. (u.å.-c). *Hva er driftskostnader—Fiken forklarer*. Hentet 20. mars 2023, fra <https://fiken.no/forklarer/driftskostnader>

Finansdepartementet. (2019, november 4). *NOU 2019: 18* [NOU]. [Regjeringen.no](https://www.regjeringen.no); [regjeringen.no](https://www.regjeringen.no). Hentet 05. april 2023 <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/>

Finansdepartementet. (2022, september 28). *Grunnrenteskatt på havbruk* [Nyhet]. [Regjeringen.no](https://www.regjeringen.no); [regjeringen.no](https://www.regjeringen.no). Hentet 20. mars 2023
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>

Fish Pool. (u.å.-a). *About – Fish Pool*. Hentet 20. mars 2023, fra <https://fishpool.eu/about/>

Fish Pool. (u.å.-b). *Forward Prices – Fish Pool*. Hentet 19. april 2023, fra <https://fishpool.eu/forward-prices/>

Fiskeridepartementet, N. (2021, oktober 11). *Norsk havbruksnæring* [Redaksjonellartikkel]. [Regjeringen.no](https://www.regjeringen.no); [regjeringen.no](https://www.regjeringen.no). Hentet 20. mars 2023
<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/>

Fiskeridirektoratet. (u.å.). *Tildelingsprosessen*. Fiskeridirektoratet. Hentet 20. februar 2023, fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Fjeldstad, Ø., & Lunnan, R. (2018). *Strategi* (2.Utgave). Fagbokforlaget.

FN (2023, januar 11). *Befolkning*. Hentet 20. mars 2023
<https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>

Grieg Seafood. (u.å.-a). *A part of coastal communities*. Hentet 18. april 2023, fra <https://griegseafood.com/our-farms#from-farm-to-table>

Grieg Seafood. (u.å.-b). *Continuous improvement in our value chain*. Hentet 18. mars 2023, fra <https://griegseafood.com/our-impact-continuous-improvement-in-our-value-chain>

Grieg Seafood. (u.å.-c). *Grieg Seafood – Rooted in nature*. Hentet 18. april 2023, fra <https://griegseafood.com/>

Grieg Seafood. (u.å.-d). *Grieg Seafood British Columbia*. Hentet 20. mars 2023, fra <https://griegseafood.com/bc>

Grieg Seafood. (u.å.-e). *Management*. Hentet 18. april 2023, fra <https://investor.griegseafood.com/management>

Grieg Seafood. (u.å.-f). *The 2026 business strategy—Scaling globally through growth and value chain innovation*. Hentet 18. februar 2023, fra <https://investor.griegseafood.com/the-2026-business-strategy-scaling-globally-through-growth-and-value-chain-innovation>

Grieg Seafood. (2019). *Annual Report 2018*. Hentet 20. februar 2023 <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/a789e059af11bf45b10af3cf3820aa97ec8d6de9.pdf>

Grieg Seafood. (2021). *Annual Report 2020*. Hentet 20. februar 2023 <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/ad247c57e8d47a61b043e46f247265d85734d854.pdf>

Grieg Seafood. (2022). *Annual Report 2021*. Hentet 20. februar 2023 <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/8699f764225f2b441044453452ada7923cca1994.pdf>

Grieg Seafood. (2023). *Q4 Report 2022* (s. 68). Hentet 05. mars 2023 <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/58a237499b6a821a9079c782fd24a16a2bfef074.pdf>

Havforskningsinstituttet. (2020, juni 19). *Nye marine ressurser til mat og fôr*. Havforskningsinstituttet. Hentet 05. mars 2023 <https://www.hi.no/hi/temasider/hav-og-kyst/nye-marine-ressurser-til-mat-og-for>

Havforskningsinstituttet. (2023, januar 2). *Landbaserte oppdrettsanlegg/lukkede anlegg*. Havforskningsinstituttet. Hentet 05. mars 2023 <https://www.hi.no/hi/temasider/akvakultur/landbaserte-oppdrettsanlegg-lukkede-anlegg>

Høyre. (u.å.). *Havbruk*. Høyre. Hentet 18. april 2023, fra <https://hoyre.no/politikk/var-politikk/naeringspolitikk/havbruk/>

Kalle, L.-C. (2022, oktober 3). *Har økt prisen på laks med 25 prosent på ett år*. Nettavisen. <https://www.nettavisen.no/5-95-677719>

KBNN. (2019, april 5). *Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig? - Kunnskapsbanken*. Norsk. Hentet 20. februar 2023 <https://www.kbnn.no/artikkel/hvorfor-har-lakseprisen-okt-sa-kraftig>

Knardal, P. S., & Sending, A. (2022). *Finansregnskap med analyse* (1.Utgave). Fagbokforlaget.

- Knudsen, C. (2020, februar 13). *Grieg Seafood satser i Canada: – Unik mulighet til å starte fra bunn*. E24. Hentet 23. februar 2023 <https://e24.no/i/Wb1R9r>
- Knudsen, C. (2021, august 16). *Klimaendring kan doble lakselus og hindre oppdrettsvekst*. Hentet 23. februar 2023 <https://e24.no/i/y4zyjA>
- Knudsen, C., & Ghaderi, H. (2022, april 26). *Norske lakseoppdrettere får medhold i Canada*. E24. Hentet 23. februar 2023 <https://e24.no/i/k6VWAB>
- Laksefakta. (2021, oktober 4). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Hentet 13. mars 2023 <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>
- Larsen, L. K., Follingo, M. & Bjørndal, H. (2022, april 22). *Eksamensbesvarelse – Etikk, bærekraft og samfunnsansvar*. Hentet 15. februar 2023
- Larsen, A. H. (2022, november 21). *Hva er global oppvarming? Naturvernforbundet*. Hentet 13. mars 2023 <https://naturvernforbundet.no/klima/global-oppvarming/>
- Lerøy Seafood. (u.å.-a). *Lerøys historie*. Lerøyseafood. Hentet 18. april 2023, fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/historikk/>
- Lerøy Seafood. (u.å.-b). *Om oss*. Hentet 18. april 2023, fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>
- Lerøy Seafood. (2019). *Årsrapport 2018*. Hentet 22. februar 2023 <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2018.pdf>
- Lerøy Seafood. (2021). *Årsrapport 2020*. Hentet 22. februar 2023 <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf>
- Lerøy Seafood. (2022). *Årsrapport 2021*. Hentet 22. februar 2023 <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/arsrapport-2021/lsg-aarsrapport-2021.pdf>
- Lerøy Seafood. (2023). *Delårsrapport 2022 4.Kvartal*. Hentet 22. februar 2023 <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2022/lsg-q4-22-rapport.pdf>
- Lovdata. (2009, juni 16). *Lov om forvaltning av naturens mangfold (naturmangfoldloven)*— Lovdata. Hentet 22. mars 2023 <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2009-06-19-100?q=naturmangfoldsloven>
- Lund, C. E. M., & Thorup, Ø. (2011). *Verdsettelse i teori og praksis*. Norges Handelshøyskole. Hentet 22. mars 2023 [https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/169015/Lund og Thorup.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/169015/Lund%20og%20Thorup.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- MarketScreener. (u.å.). *GRIEG SEAFOOD ASA: Shareholders Board Members Managers and Company Profile / NO0010365521* | MarketScreener. Hentet 18. april 2023, fra

[https://www.marketscreener.com/quote/stock/GRIEG-SEAFOOD-ASA-1413163/company/,\(https://www.marketscreener.com/quote/stock/GRIEG-SEAFOOD-ASA-1413163/company/,\)](https://www.marketscreener.com/quote/stock/GRIEG-SEAFOOD-ASA-1413163/company/,(https://www.marketscreener.com/quote/stock/GRIEG-SEAFOOD-ASA-1413163/company/,))

Miljøstatus. (2022a, juni 8). *Fiskeoppdrett*. Miljøstatus. Hentet 22. februar 2023 <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>

Miljøstatus. (2022b, juni 8). *Utslipp av næringsalter fra fiskeoppdrett*. Miljøstatus. Hentet 22. februar 2023 <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/forurensning/overgiodsling/utslipp-av-naringsalter-fra-fiskeoppdrett/>

Misund, B. (2018). *Volatilitet i laksemarkedet*. 2, 41–54. Hentet 22. mars 2023 https://www.researchgate.net/publication/347997603_Volatilitet_i_laksemarkedet

Misund, B. (2022). *Kostnadsutvikling i oppdrett av laks og ørret: Hva koster biologisk risiko?* Hentet 22. mars 2023 <https://norce-research.brage.unit.no/norce-research-xmlui/bitstream/handle/11250/3034859/NORCE%20rapport%20nr.%2041-2022,%20H&S.pdf?sequence=10>

Misund, B. (2023a). *Fiskeoppdrett*. I *Store norske leksikon*. Hentet 22. mars 2023 <https://snl.no/fiskeoppdrett>

Misund, B. (2023b). *Havbruk*. I *Store norske leksikon*. Hentet 22. mars 2023 <https://snl.no/havbruk>

Mowi. (u.å.-a). *About*. Mowi Company Website. Hentet 18. april 2023, fra <https://mowi.com/about/>

Mowi. (u.å.-b). *Resources*. Mowi Company Website. Hentet 19. mars 2023, fra <https://mowi.com/investors/resources/>

Mowi. (2018). *Integrated Annual Report 2017*. Hentet 18. mars 2023 <http://hugin.info/209/R/2177429/840178.pdf>

Mowi. (2019). *Integrated Annual Report 2018*. Hentet 18. mars 2023 https://issuu.com/hg-9/docs/mowi_annual_report_2018_4e0dacb83168e4?e=19530043/68703955

Mowi. (2022a). *Integrated Annual Report 2021*. Hentet 18. februar 2023 https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi_Annual_Report_2021.pdf

Mowi. (2022b). *Salmon Farming Industry Handbook 2019*. Hentet 18. februar 2023

Mowi. (2023). *Q4 2022*. Hentet 20. februar 2023 <https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/05/Quarterly-Report-Q4-2022.pdf>

Nordnet. (u.å.-a). *Aksjer i sjømatsektoren*. Nordnet. Hentet 20. februar 2023, fra <https://www.nordnet.no/no/market/aksjer/aksjeinspirasjon/sjomat>

Nordnet. (u.å.-b). *GRIEG SEAFOOD (GSF) aksje*. Nordnet. Hentet 15. mars 2023, fra <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105714-grieg-seafood>

Nordnet. (u.å.-c). *OSEBX - Følg indeksen for OSEBX*. Nordnet. Hentet 18. april 2023, fra <https://www.nordnet.no/market/indicator/osebxb>

Norges Bank. (u.å.). *Valutakurser*. Hentet 19. april 2023, fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/>

Norges Bank. (2023, januar 19). *Rentebeslutning januar 2023*. Hentet 18. februar 2023 <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2023/januar-2023/>

PricewaterhouseCoopers. (u.å.). *Risikopremien 2022*. PwC. Hentet 19. april 2023, fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

SalMar. (u.å.). *Historie*. SalMar ASA. Hentet 18. april 2023, fra <https://www.salmar.no/historie/>

SalMar. (2018). *Årsrapport 2017*. Hentet 18. februar 2023 <https://hugin.info/138695/R/2188426/846510.pdf>

SalMar. (2020). *Årsrapport 2019*. Hentet 18. februar 2023 <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17>

SalMar. (2023). *Quarterly Report Fourth Quarter 2022*. Hentet 18. februar 2023 <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/8c7272b6-e83e-447a-b4f3-890dbe20971d>

Sander, K. (2022, august 28). *Finansieringsgrad 1 og 2*. [eStudie.no](https://estudie.no). Hentet 18. mars 2023 <https://estudie.no/finansieringsgrad-1-2/>

SSB. (2022, november 9). *Høy inflasjon sender norsk økonomi inn i en lavkonjunktur*. SSB. Hentet 18. februar 2023 <https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/statistikk/konjunkturtendensene/artikler/hoy-inflasjon-sender-norsk-okonomi-inn-i-en-lavkonjunktur>

SSB. (2023a, februar 15). *Norsk økonomi i 2022: Høy vekst, høye priser*. Hentet 18. februar 2023 SSB. <https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/nasjonaltregnskap/statistikk/nasjonaltregnskap/artikler/norsk-okonomi-i-2022-hoy-vekst-hoye-priser>

SSB. (2023b, april 11). *Konsumprisindeksen*. SSB. Hentet 18. februar 2023 <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen>

