



Handelshøyskolen BI

BTH 36201 Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bachelor thesis 100% - W

Predefinert informasjon

Startdato:	10-01-2022 09:00	Termin:	202210
Sluttdato:	03-06-2022 12:00	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	D		
Flowkode:	202210 10374 IN17 W D		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

Deltaker

Navn:

Informasjon fra deltaker

Tittel *:	Grieg Seafood ASA verdsettelse
Navn på veileder *:	Tor Tangenes

Inneholder besvarelsen Nei Kan besvarelsen Ja
konfidensielt offentliggjøres?:

Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)
Gruppenummer: 35
Andre medlemmer i gruppen:

Verdsettelse av Grieg Seafood AS



Eksamenskode og navn:

BTH 36201 – Bacheloroppgave – Økonomi og administrasjon

Utleveringsdato:

10.01.2022

Innleveringsdato:

03.06.2022

Stuedsted:

BI Oslo

«Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen går god for de metoder som er anvendt, de resultater er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket»

CONTENTS

FORORD	V
EXECUTIVE SUMMARY	VI
1. INNLEDNING	1
1.1 FORMÅL	1
1.2 PROBLEMSTILLING	1
1.3 AVGRENSNING OG BEGRENSNINGER.....	2
1.4 OPPGAVENS OPPBYGNING	3
2. OM SELSKAP OG BRANSJE	3
2.1 GRIEG SEAFOOD ASA	4
2.2 OPPDRETTSNÆRINGEN	6
2.3 MARKEDSFORHOLD.....	8
2.3.1 Laksepris.....	8
2.3.3 Det internasjonale markedet	11
2.4 SAMMENLIGNBARE SELSKAPER/KOMPARATIVE SELSKAPER.....	11
2.4.1 SalMar ASA	12
2.4.2 Mowi ASA	12
2.4.3 Lerøy Seafood Group.....	13
2.4.4 Bakgrunn for valg av sammenlignbare selskaper	13
3. TEORETISK FORANKRING	14
3.1 ÅRSAKER TIL KONKURRANSEKRAFT	14
3.2 VERDIBEGREPET.....	15
3.3 KAPITALVERDIMODELLENS BEGRENSNINGER	16
3.4 REALOPSJONER.....	17
3.4.1 Realopsjoner og Black-Scholes	17
4.0 UTREDNINGSMETODE	18
4.1 FORBEREDELSE	18
4.1.1 Formål	19
4.1.2 Tilnærming.....	19
4.2 DATAINNSAMLING.....	20
4.2.1 Forskningsstrategi.....	20
4.2.2 Datagrunnlag.....	20
4.3 DATAANALYSE.....	21
4.3.1 Analyseverktøy.....	21
4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger	22

5.0 FINANSIELL METODE	23
5.1 NÅVERDIMODELLER (DCF-MODELLER).....	23
5.1.1 Kontantstrøm til total kapitalen (FCFF).....	24
5.1.2 Kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE).....	25
5.1.3 Kontantstrøm fra utbytte (Dividend discount model).....	25
5.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	26
5.3 VALG AV METODE.....	26
5.3.1 Endelig valg av metode.....	27
5.4 KAPITALKOSTNAD (WACC).....	27
5.4.1 Egenkapitalkostnad.....	27
5.4.2 Gjeldskostnad.....	28
5.4.3 Risikofri rente.....	30
5.4.4 Beta.....	30
5.4.5 Markedets risikopremie.....	33
5.4.6 Estimering av WACC.....	34
6.0 REGNSKAPSANALYSE	35
6.1 REGNSKAPSKVALITET OG PRAKTISKE VALG.....	36
6.1.1 Regnskapskvalitet.....	36
6.1.2 Valg av analysenivå.....	37
6.1.3 Valg av analyseperiode.....	38
6.2 REORGANISERING AV REGNSKAPET.....	38
6.2.1 Reformulering av resultatregnskapet.....	38
6.2.2 Reformulering av balansen.....	39
6.3 LØNNSOMHETSANALYSE.....	40
6.3.1 Analysegrunnlag sammenlignbare selskaper.....	41
6.3.2 Avkastning på investert kapital (ROIC).....	41
6.3.1.1 Trendanalyser.....	43
6.3.1.1.1 Indexing.....	43
6.3.1.1.2 Common-size analyse.....	45
6.3.2 ROE.....	46
6.4 LIKVIDITETSANALYSE.....	48
6.4.1 Langsiktig likviditetsrisiko.....	48
6.4.1.1 Sunn finansiering.....	49
6.4.1.1.1 Equity Ratio.....	49
6.4.1.1.2 Debt-To-Equity Ratio.....	51
6.5 JUSTERING FOR IFRS 16.....	52
6.5.1 IFRS 16.....	52
6.5.2 Justering for IFRS 16.....	53

7.0 STRATEGISK ANALYSE	54
7.1 MAKROANALYSER.....	55
7.1.1 Inflasjon, valutakurser, rentenivå, demografi og teknologi.....	55
7.1.2 Utvikling i norsk økonomi.....	57
7.1.3 Utvikling i internasjonal økonomi.....	60
7.1.4 Utsikter for bransjen.....	63
7.2 EKSTERN ANALYSER.....	64
7.2.1 PSTEL-analyse	64
7.2.1.1 Politiske faktorer.....	64
7.2.1.2 Sosiokulturelle faktorer.....	65
7.2.1.3 Teknologiske faktorer.....	66
7.2.1.4 Miljømessige forhold.....	69
7.2.1.5 Lovmessige faktorer.....	72
7.2.2 Porters Fem Krefter	74
7.2.2.1 Potensielle trussel fra inntrengere.....	74
7.2.2.2 Trussel fra substitutter.....	75
7.2.2.3 Kundernes forhandlingsmakt.....	76
7.2.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt.....	76
7.2.2.5 Konkurransenintensitet.....	77
7.3 INTERNANALYSER.....	78
7.3.1 VRIN-analyse.....	78
7.3.1.1 Fysiske ressurser.....	78
7.3.1.2 Teknologiske ressurser.....	79
7.3.1.3 Organisatoriske ressurser.....	79
7.4 SWOT-ANALYSE.....	80
8.0 FREMTIDSPROGNOSE	81
8.1 ESTIMATER.....	83
8.1.1 Inntekter.....	83
8.1.2 Gross Profit.....	86
8.1.3 Operating Expense.....	86
8.1.4 Avskrivninger.....	86
8.1.5 Skattesats.....	86
8.1.6 Investeringer.....	87
8.2 PROGNOSE AV BALANSEPOSTER.....	87
8.2.1 Arbeidskapital (NWC).....	87
8.3 TERMINALVERDI.....	88
9.0 VERDSETTELSE	89
9.1 DISKONTERT KONTANTSTRØM (FCFF).....	89

9.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	89
9.2.1 <i>Pris/Bok multippel</i>	90
9.2.2 <i>P/E multippel</i>	91
9.2.3 <i>EV/EBITDA multippel</i>	91
9.2.4 <i>EV/EBIT multippel</i>	92
9.2.5 <i>EV/GWT multippel</i>	92
9.2.6 <i>Resultat</i>	93
10.0 USIKKERHETSBEREGNINGER.....	93
10.1 SENSITIVITETSANALYSE.....	93
10.1.1 <i>Sensitivitet av aksjepris</i>	94
10.1.2 <i>Sensitivitetsanalyse av terminal verdi</i>	94
10.2 SCENARIOANALYSE.....	95
10.3 MONTE CARLO-SIMULERING	96
10.4 REALOPSGJØRINGER.....	98
11.0 DRØFTING AV ANALYSERESULTAT.....	98
12.0 KRITIKK AV ANALYSENE	101
13.0 KONKLUSJON, ENDELIG ESTIMAT OG HANDLINGSSTRATEGI.....	103
13.1 SENTIMENTET I MARKEDET	104
14.0 REFERANSELISTE.....	105

Forord

Vi har skrevet denne verdsettelsen som en avsluttende del av vårt bachelorstudium i Økonomi og Administrasjon ved handelshøyskolen BI, Oslo.

Det å kunne anvende opplært teori på en virkelighetsnær business case har vært svært lærerikt. Å verdsette Grieg Seafood har vært tidkrevende og inspirerende. Vi hadde alle en ide om hva en verdsettelse bør inneholde etter valgfaget finansiell analyse og verdsettelse (ELE 3750). Likevel oppdaget vi tidlig at en verdsettelse er mer enn bare prognoser basert på historisk data. Derfor la vi mye vekt på helhetsbilde, og brukte mye tid på å tilegne oss nok kunnskap om bransjen underveis i oppgaven for å svare tilstrekkelig på problemstillingen. Alle tre synes det å gjøre et dypdykk inn i et selskap og prøve å forstå hva som driver selskapsverdien har vært svært spennende, det har gitt mersmak. Videre har oppgaven dannet et godt grunnlag for å fortsette våre studier i finans her på BI og i London, både med økt motivasjon og kunnskap.

Avslutningsvis vil vi rette en takk til Tor Tangenes for å ha tatt oss imot med åpne armer, samt gitt gode råd og veiledning underveis i prosessen.

God lesing!

Executive Summary

Aksjens nøkkeltall

Sektor Sjømat
Cut off dato 31.12.2021



Anbefaling: **KJOP**

Aksjepris estimat	117 NOK
Aksjepris	83,1 NOK
Ticker symbol OSEBX	GSF.OL

Enterprise value MNOK	15,422,119
Utestående aksjer	113,447,042

Grieg Seafood ASA er et av verdens ledende oppdrettselskaper med hovedfokus på atlantisk laks. Grieg ble børsnotert på Oslo Børs (OSEBX) i juni 2007. I 2021 avvirket de produksjonen i Shetland, og har valgt å satse videre på Norge og Canada grunnet mer gunstig biologiske fordeler.

I 2021 hadde Grieg Seafood sitt høyeste slaktevolum noensinne. Det resulterte i 89 327 tonn slaktet fisk (75 601 ex. Shetland).

Avkastningskrav

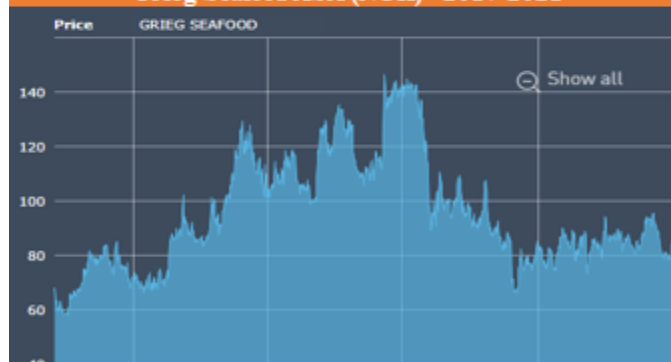
WACC	5.08%
------	-------

Aksjepris

Historisk avkastning	- 3 måneder	- 1 år
Return	-10.36%	-1.71%
Pris Høy	95,55 NOK	95,55 NOK
Pris Lav	78,4 NOK	73,15 NOK

Det er gode vekstutsikter for den globale etterspørselen i kjølvannet av korona pandemien. Tilveksten til HoReCa (matvare og hospital industrien) er på vei tilbake til normalen og forbrukersegmentet forespør også mer enn før. Tilbudet klarer ikke dekke etterspørselen som er i markedet og derfor vil lakseprisen forbli relativt høy.

Grieg Seafood ASA (NOK) - 2017-2021



Grieg Seafood ASA har som mål å nå et totalt slaktevolum på 130 000 tonn innen 2025. Det forutsetter imidlertid at produksjonen i Newfoundland går som forventet og at produksjonsveksten i Norge fortsetter å øke.

Anbefaling

Per 31.12.2021 omsettes aksjen for 81,10kr, vi verdsetter aksjen til 117kr. Det gis derfor en kjøpsanbefaling på aksjen.

Lønnsomhet 2021 Average

ROE	26.56%	15.65%
ROIC	9.87%	12.25%
EV/GWT	167.36	

Key figures (MNOK)	2021	2022E	2024E	2025E	2030T
Revenue	4,663	5,362	5,800	6,263	8,450
EBITDA	1,317	1,340	1,450	1,566	2,113
NOPAT	666	627	317	732	1,186
Sales growth	15.0 %	8.2 %	8.0 %	34.9 %	51.4 %
EBIT-Margin	20.00%	15.00%	7.00%	15.00%	18.00%

1. Innledning

1.1 Formål

Hensikten med denne oppgaven er å utføre en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood ASA. Ved hjelp av den fundamentale verdsettelsen, skal vi finne et kursmål på aksjen til Grieg Seafood ASA gjennom å estimere en rettferdig aksjepris per 31.12.2021. Prisen vi utarbeider vil så avgjøre om aksjen er underpriset, overpriset eller riktig priset den 31.12.2021. Vi benytter verdsettelsesmetoden *Discounted cash flow* (DCF) for å finne en markedsverdi, supplert med komparativ verdsettelse.

1.2 Problemstilling

Begrunnelse for problemstillingen

Bakgrunnen for valg av problemstilling er ønsket om å belyse hvor aktuell en potensiell investering i Grieg Seafood ASA er for en fiktiv investor.

Oppdrettsnæringen er en viktig brikke i den norske økonomien, og det er flere aktører på Oslo børs som står for en betydelig del av den totale omsetningen. Flere befinner seg innenfor segmentet «seafood stocks». Grieg Seafood ASA er en av disse aktørene. De har gjennomgått flere endringer i 2020, og lakseprisen har nådd stadig nye høyder. Vi ønsket å lære mer om akkurat dette selskapet og bransjen.

Hvorfor utføre en verdsettelse?

En verdsettelse av et selskap har som mål å gi en investor innblikk i om en bør kjøpe, selge eller holde seg nøytral med selskapets aksjer. De fleste investorer har et ønske om at aksjer de investerer i kan skape profitt både på kort og lang sikt.

Hvilket selskap bør verdsettes?

Vi ønsket å ta visse forhåndsregler ved valg av selskap. Et viktig premiss var at selskapet er børsnotert, ettersom tilgang på årsrapporter, og kvartalsrapporter er lettere tilgjengelig. Det frigir tid til å gjennomføre analyser, istedenfor tidkrevende informasjonsinnhenting. Videre var det viktig for oss med en bransje som hadde en tydelig verdikjede kun knyttet til én bransje. En slik struktur styrker relabiliteten til sammenligningsgrunnlaget vi har tatt i bruk i forhold til

konkurrenter som driver innen samme segment. I tillegg ønsket vi et veletablert selskap. Nyere selskaper krever en høyere vekstrate for å nå målet om en positiv fremtidig kontantstrøm, i stedet for kontantstrømmene som kommer inn i dag. En slik tilnærming vil øke usikkerheten knyttet til prognostiseringene i en analyse hvor man allerede er nødt til å ta en rekke egne forutsetninger. Vi konkluderte med at dette ikke var ønskelig.

Mottaker for verdsettelsen?

Verdsettelsen er rettet mot en investor som er på søken etter finansiell profit. Videre velger vi å forutsette at investorens markedseksposering er veldiversifisert, i samsvar med moderne porteføljeteori. Vi kommer tilbake til dette senere i oppgaven. Den siste forutsetningen verdt å nevne, er tidshorizonten til nevnte investor. Investoren har et langtidsperspektiv på eventuelle investeringer gjennomført på bakgrunn av analysen.

Problemstilling

Hovedproblemstillingen lyder som følger:

«Hva er den estimerte verdien av én aksje i selskapet Grieg Seafood ASA per 31.12.2021?»

Dette utgjør grunnlaget for denne underproblemstillingen:

«Basert på en estimert fundamental verdi, supplert med komparativt verdiestimat – burde investoren kjøpe, holde eller selge aksjen?»

1.3 Avgrensning og begrensninger

I denne oppgaven tar vi utgangspunkt i historiske regnskapstall fra 2016-2021. Kildene for regnskapstallene har vært års- og kvartalsrapportene til Grieg Seafood ASA. Innleveringsdatoen for oppgaven er satt til 03.06.2022. Det har skjedd mye i markedet fra 31.12.2021 til i dag. Likevel har vi valgt å benytte 31.12.2021 som verdsettelsestidspunkt, og vi har valgt å ikke lage et løpende årsregnskap for 2022 og sette verdsettelsestidspunktet lenger frem i tid. Dette gjør vi for å forenkle innhenting av data. Videre drøfting rundt dette valget kommer i diskusjonsdelen av oppgaven.

Målet vårt med verdsettelsen er å emulere fremgangsmåten til en analytiker på best mulig måte. Derfor valgte vi ikke å forsøke å komme i kontakt med selskapet for å innhente ytterligere informasjon. Verdsettelsen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon via årsrapporter, kvartalsrapporter, nyhetsartikler, databaser på internett og andre uavhengige bransjenyheter.

1.4 Oppgavens oppbygning

Oppgaven vil først introdusere Grieg Seafood og bransjen de opererer i. Videre vil vi i kapittel tre presentere relevant teori, og i fire og fem ta for oss utredningsmetode og finansiell metode. I kapittel seks presenterer vi regnskapsanalysen, som videre deles inn i underpunkter som omhandler: regnskapskvalitet og praktiske valg, reorganisering, lønnsomhetsanalyse, likviditetsanalyse og justering for IFRS 16.

I det påfølgende kapittelet, kapittel syv, har vi gjennomført strategiske analyser som tar sikte på å kartlegge både intern- og eksternanalyser. I kapittel åtte lager vi fremtidsprognoser av selskapets viktigste drivere og nøkkeltall. Dette ved hjelp av makroforhold, regnskapsanalysen, og strategiske analyser. I kapittel ni utfører vi selve verdsettelsen, ved hjelp av en DCF-modell og komparative verdsettelser. Etter verdsettelsen vil vi i kapittel 10 beregne usikkerhetsmomenter tilknyttet terminalvekst og avkastningskrav, og effekten det har på både aksjepris og Enterprise verdi. I de avsluttende kapitlene, 11-13, drøfter vi analyseresultatene, og viser kritikk mot analysen, som til slutt leder til en konklusjon. Konklusjonen vil drøftes opp mot sentiment og vi vil komme med en anbefaling til handelsstrategi.

2. Om selskap og bransje

I dette kapittelet vil vi presentere Grieg Seafood og dets datterselskaper. Videre kommer en presentasjon av bransjen selskapet opererer i, hvor vi vil undersøke hvordan oppdrettsnæringen driftes, påvirkninger på miljøet, bransjens fremtidsutsikter, bransjehistorien og strukturen i markedet. Deretter skal vi belyse diverse markedsforhold som er viktige for bransjen. Vi nevner noen makroforhold

i dette kapittelet, men disse vil bli grundigere gjennomgått i kapittel syv. Avslutningsvis introduserer vi lignende egne utvalgte virksomheter.

2.1 Grieg Seafood ASA

Det hele begynte med at Grieg Seafood Salmon og Bioinvest ble etablert i 1992 under navnet Grieg Seafood ASA. Selskapet er tilknyttet Grieg Gruppen, som eies av Grieg-familien, med kjernevirksomhet innen shipping/logistikk, investering og sjømat. Grieg Seafood ASA er en av verdens ledende lakseoppdrettselskaper. De sikter mot 90 000 tonn høstet i 2022 og 130 000 tonn i 2025. Det utgjør omtrent 4 % av den globale etterspørselen etter atlantisk oppdrettslaks, som er laksetypen de har spesialisert seg på. Grieg Seafood sin verdikjede foretar seg hele oppdrettsprosessen av laksen, det vil si fra produksjon av stamfisk til slakting av ferdig matfisk. I Rogaland utvikler de egen stamfiskdrift, hvor den kjønnsmodne fisken gir ifra seg rogn og melke. Denne driften tilrettelegges, slik at man får fram ønskelige særtrekk, blant annet styrket helse som forebygger diverse sykdommer og angrep fra lakselus. Videre blir den befruktede rognen lagt i et anlegg med såkalt RAS-teknologi (*Recirculating Aquaculture System*), hvor ynglene siden klekkes. Her blir de værende inntil ett år, før de blir sluppet ut i saltvann. Prosessen hvor laksen blir sluppet ut i saltvann kalles smoltifisering. Når laksen når en vekt på 4-5 kg, blir fisken høstet. Grieg Seafood har nylig opprettet en integrert salgs- og markedsføringsavdeling med hovedansvar for salg og distribusjon av laksen (Grieg Seafood, 2022).

I 2007 ble Grieg Seafood notert på Oslo børs under samme navn (Grieg Seafood, 2022, s. 5). Selskapet har hovedkontor i Bergen og sysselsetter over 700 personer. Per 31.12.2021 hadde selskapet en markedsverdi på 9 427 449 millioner kroner og høstevolumet for 2021 lå på 89 327 tonn. Grieg Seafood står for 3,4 % av det globale tilbudet av atlantisk laks, og de distribuerer til ulike markeder hele verden over (Grieg Seafood ASA, 2022, s. 59). De konkurrerer derfor med aktører i Norge og utenlandske sjømatelskaper, og de står i dag som en betydelig aktør innen fiskeoppdrett. I løpet av de neste årene tar Grieg Seafood sikte på å gå fra

rollen som bare leverandør, til å utvikle seg til en innovasjonspartner for de viktigste kundene (Grieg Seafood, 2022). Per dags dato driver Grieg Seafood oppdrettsanlegg i Finnmark, Rogaland, British Columbia og Newfoundland. Etter en mangeårig drift i Skottland, nærmere bestemt Shetland, annonserte Grieg Seafood i november 2020 at de ønsket å legge ned anleggene her permanent (Grieg Seafood ASA, 2022). I stedet ble de kjøpt opp av Scottish Sea Farmers etter avtale inngått juni 2021, og den 15. desember 2021 (Q4) ble den endelige transaksjonen gjennomført (Grieg Seafood, 2022, s. 8). I årsrapporten fremkommer det at årsaken bak salget er at det største biologiske potensialet ligger i de norske og kanadiske regionene, og at disse oppdrettsanleggene ligger nærmest de mest lønnsomme markedene, som er Europa og USA. Som følge av nedleggelsen av Grieg Seafood Shetland AS, gjenstår det nå fire datterselskaper.

Grieg Seafood Rogaland AS

I 1998 ble Grieg Seafood Rogaland etablert (Grieg Seafood ASA, 2022a, s. 5) på vestkysten i Norge. Av det totale slaktevolumet bidro Rogaland i 2021 med 35 % (Ex. Shetland). Det resulterte i 26 670 tonn slaktet fisk, noe som er 8 330 bak målet for 2025 på 35 000 tonn slaktet fisk (Grieg Seafood, 2022, s.6). Rogaland er i dag det eneste oppdrettsanlegget som driver med egen produksjon av stamfisk.

Grieg Seafood Finnmark AS

I 2006 fusjonerte Grieg Seafood med Volden-gruppen, som deretter etablerte Grieg Seafood Finnmark (Grieg Seafood ASA, 2022a, s. 5). Oppdrettsanlegget ligger i Troms og Finnmark. Det var dette anlegget som i 2021 bidro med høyest andel totalt slaktevolum, med 46 %. Antall tonn slaktet fisk var 34 484, noe som er det høyeste slaktevolumet noensinne for denne regionen. Målet for 2025 er å nå 45 000 tonn slaktet fisk (Grieg Seafood ASA, 2022a, s. 6).

Grieg Seafood British Columbia AS

Grieg Seafood kjøpte opp Scandic Marine Ltd i 2001 og etablerte Grieg Seafood British Columbia (Grieg Seafood ASA, 2022a, s. 5). British Columbia ligger på vestsiden av Canada. I 2021 bidro Grieg Seafood BC med 19 % av totalt

slaktevolum. Det ble slaktet 14 448 tonn, og målet for 2025 er å slakte 35 000 tonn (Grieg Seafood ASA, 2022a, s. 6).

Grieg Seafood Newfoundland AS

Etter å ha sett seg ut Norge og Canada som mest gunstig i hensyn til lokasjon og biologisk potensiale, så Grieg Seafood for seg i 2020 å etablere et nytt datterselskap i Øst-Canada. Oppdrettsanlegget ble etablert med et mål om å være en frontfigur innen industriell praksis for bærekraftig oppdrett. Målet for totalt slaktevolum er satt til 15 000 tonn i 2025 (Grieg Seafood, 2022a, s. 6). Etter tildeling av eksklusive lisenser, er det totale avlingspotensialet 65 000 tonn (Grieg Seafood ASA, 2022a, s 3). Det ble forventet at den første smolt-overføringen ville skje i mai 2022, med første innhøsting sommeren 2023. Den 24. mai 2022 ble det meldt at de første smoltene ble satt ut i merdene i Placentia Bay i Newfoundland (iLaks, 2022)

2.2 Oppdrettsnæringen

Misund (2021) definerer fiskeoppdrett som prosessen å fø opp fisk i fangenskap. Videre fremkommer det at oppdrettsnæringen i Norge er meget stor, og den står for et årlig totalsalg på drøye 65 milliarder kroner, der laks utgjør majoriteten. Norge står for den dedisert største andelen av oppdrettsprodusert laks i verden.

Hvordan driftes fiskeoppdrett?

Fiskens livssyklus gjennomgår tre stadier innen oppdrettsprosessen. Den første fasen heter stamfiskproduksjon. I denne fasen bringes fisken frem til kjønnsmodning. Det gjøres ved hjelp av rogn fra hunnfisken og melke fra hannfisken, som er gytemoden stamfisk. Rognkornene befruktes ved at rogn og melke blandes sammen (Misund, 2021). Etter klekkingen kommer fisken over i fase nummer to, som omtales som yngel. I yngelproduksjon lar man fisken få vokse seg frem til en bestemt størrelse eller biologisk tilstand. Dette stadiet har navnet settefiskproduksjon og utføres i ferskvann, helt frem til laksen når en tilstand hvor den kan tåle salt. Da er settefiskfasen over, og laksen går videre til noe som heter smoltifisering. Settefisk av laks kalles smolt. Avslutningsvis er den

siste fasen selve matfiskproduksjonen. På dette stadiet er formålet å føre opp fisken til den når en tilfredsstillende størrelse for videresalg (Misund, 2021).



Figur 1: Produksjons- og salgsprosessen (omarbeidet, Grieg Seafood ASA, 2022a, s. 15).

Utfordringer knyttet til miljø

Av ulike grunner har oppdrettsbransjen mottatt mye kritikk fra miljø- og dyrevernsorganisasjoner. Dette skyldes høy dødelighet av fisk og mistriksel, samt bransjens effekter på lokalmiljøet. Misund (2021) belyser bruken av antibiotika, ikke-bærekraftige ingredienser i fiskefôr, ødeleggelse av økosystemer og utslipp til miljøet, som de største årsakene til hvorfor miljøorganisasjonene er bekymret. De største miljøutfordringene bransjen står ovenfor i Norge er rømming og lakselus. Dette skyldes at laks som har rømt fra oppdrettsanleggene ender opp i de samme vannområdene som villaksen gyter. Forskere er bekymret for hva slags effekt dette vil ha på genmaterialet til villaksen (Misund, 2021). En annen bekymring er knyttet til lakselus, et problem som koster oppdrettsnæringen mellom 5-10 milliarder kroner per år (Misund, 2021). Utfordringen med lakselusen knyttet til oppdrettslaks, er at den sprer seg til den ville laksesmolten, som deretter reiser ut fra elvene og inn i de samme fjord- og kystsystemene.

Misund (2021) påpeker at dersom et område opererer med dårlig vannutskifting, vil det kunne føre til kjemiske og biologiske forandringer på sjøbunnen. Videre utdyper Misund at oppdrettslokalitetene som regnes som gode utgjør 90 %, mens 7 % regnes som dårlige. Fiskedirektoratet kan bruke sin utøvende makt til å fatte vedtak om brakklegging inntil lokaliteten når et tilfredsstillende nivå på sin miljøstand. Sammenlignet med kjøttproduksjon har oppdrett av laks et mye lavere klimautslipp, noe som er bedre og mer bærekraftig for kloden. Disse miljømessige faktorene kommer vi nærmere tilbake til i den strategiske analysen vår.

Fiskeoppdrettens historie og dens påvirkning på dagens næring

Tidslinjen strekker seg langt tilbake i tid, hvor det først ble rapportert om oppdrett av karpe i Kina og Tilapia i Egypt for 4000-6000 år siden. De første tegnene etter oppdrett i Europa er fra middelalderen og omhandler oppdrettet karpefisk i klostre.

På 1960-tallet ble det gjort en rekke oppdagelser som dannet mye av grunnlaget for fiskeoppdrett slik vi kjenner den i dag. Karsten og Olav Vik eksperimenterte med ulike typer laksearter, og de fant ut at man gradvis kan tilvende regnbueørret sjøvann. På 1960- og 1970-tallet fortsatte eksperimenter på diverse laksearter, ernæring og innovativ oppdrettsteknologi. Brødrene Grøntvedt fra Hintra utviklet den første laksesmoltten i sjø. På denne tiden ble også den åttekantede flytemerden utviklet. Norges gunstige klima og lange kystlinje skapte potensiale for store ekspansjoner.

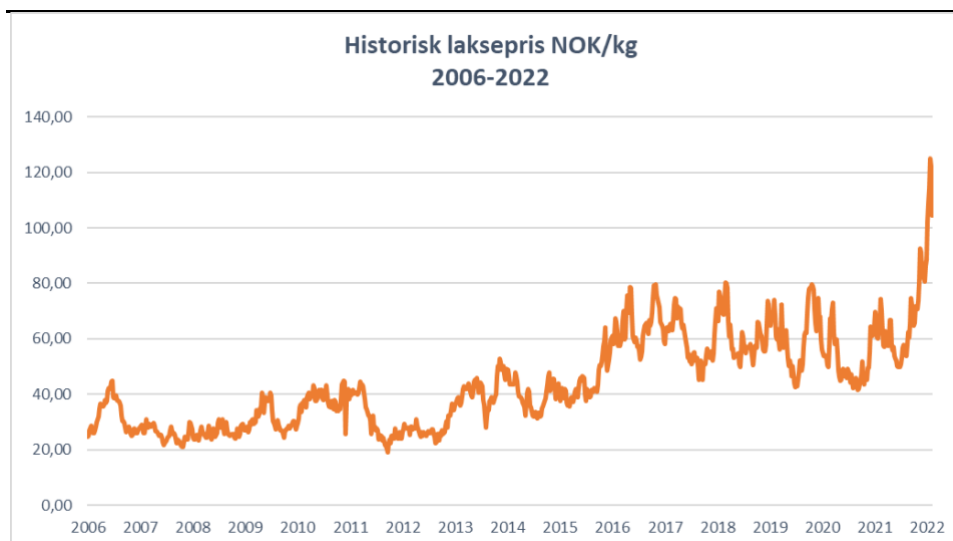
Produksjonsveksten har vært jevn siden 1997 til 2017. Den har steget med ca. 6,5 % årlig over denne perioden. Til tross for at det ble brukt mye ressurser på å få fram nye arter gjennom oppdrett, fortsatte laksen sin dominans. Den stabile veksten kom av at det til stadighet ble gjort produktivitetsforbedringer, og laksedødeligheten sank (Misund, 2021).

2.3 Markedsforhold

Vi vil gjennom dette delkapittelet gjennomgå diverse markedsforhold vi anser som relevante for bransjen Grieg Seafood opererer i: Laksepris, kostnader og internasjonal handel.

2.3.1 Laksepris

Figur 2 viser lakseprisens historiske utvikling og hvor syklisk den kan være for perioden 2006-2022.



Figur 2: Lakseprisens utvikling fra 2006-2022 (egentilvirket, Fishpool, 2022)

I perioden fra 2006-2015 bevegde lakseprisen seg mellom 20-50 NOK/kg. De senere årene har prisen vært svært volatil. Lakseprisen brøt ut av sitt vannte intervall i 2016 og nådde 80 NOK/kg. Etter å ha nådd et nytt toppunkt, la den seg på intervallet mellom 40-70 NOK/kg. I kjølvannet av Covid-19 pandemien og økt etterspørsel etter laks i flere bransjer, har prisen fått en markant økning i 2022 og nådd nye høyder (Grieg Seafood ASA, 2022a). Den har vært helt oppe på 124 NOK/kg i april, og den er i dag på 104 NOK/kg. Ytterligere utdypning knyttet til den markante økningen i laksepris kommer i den strategiske analysen vår.

Ifølge Kontali (2022) gikk det globale slaktevolumet i Q1 2022 ned 6 % sammenlignet med Q1 i 2021. Denne reduksjonen er drevet av lavere volum i Chile, Norge og Storbritannia. Markedsetterspørselen har vært sterk dette kvartalet, som i hovedsak er drevet av mindre norsk eksport og gjenopprettingen av HoReCa (matindustrien – der mat serveres og tilberedes). Dette er i kombinasjon med sterk etterspørsel fra forbrukersegmentet. Denne dynamikken har bidratt til en økt spotpris på laks, ettersom tilbudet ikke klarer å dekke etterspørselen (Grieg Seafood ASA, 2022a, s. 18). Mowi (Mowi ASA, 2022) påpeker at produksjonsnivået er vanskelig å justere på kort sikt, ettersom bransjen har en produksjonssyklus over tre år. Dermed er mengden produsert laks svært uelastisk, mens etterspørselen som nevnt varierer etter sesong og andre markedskrefter. Videre har forbrukersegmentet tilvent seg å lage mer laks

hjemme, samtidig som HoReCa er på vei tilbake i full kraft. Dette har ført til et avvik mellom etterspørsel og tilbud (Greig Seafood ASA, 2022a).

2.3.2 Kostnader

MOWI sin industrihåndbok beskriver hvordan produksjonskostnadene over tid har gått ned, samtidig som produksjonseffektiviteten har gått opp grunnet ny teknologi og bedre teknikker (Mowi, 2022, s. 59). Ifølge Mowi sin rapport har kostnadene beveget seg oppover de seneste årene grunnet diverse faktorer vi nå vil se nærmere på.

Fôr

Som med all dyreproduksjon, står fôr for den største delen av de totale kostnadene. Kostnadsvariasjonene fra land til land påvirkes av ulike inputer til fiskefôret, logistikken og konverteringsforholdet (Mowi, 2022, s. 60).

Smolt

Smolten til den atlantiske laksen produseres for det meste i landbaserte klekkingsanlegg, enten gjennom RAS-systemer eller gjennomstrømming. Ettersom smolten vokser seg større, vil prisen per kilo øke simultant med størrelsen, før smolten slippes ut i saltvann. Dersom smolten er lengre på et slikt landbasert anlegg, forventes den ekstra kostnaden å bli motregnet, ved at fisken blant annet tilbringer mindre tid i sjøen og trenger mindre lusbehandling (Mowi, 2022, s. 60).

Lønnskostnader

Selv om lakseoppdrett er en kapitalintensiv bransje, sto lønn for en liten del av kostnadene. Likevel økte lønnskostnadene i perioden 2014-2017 for å dekke arbeidskraften som ble satt inn for å behandle luseproblemet til oppdrettsbransjen (Mowi, 2022, s. 60).

Høsting/pakking/transportering

Kostnadene knyttet til transportering av levende fisk, slakting, behandling og innpakking, avhenger av mengden, automatisering og logistikk (Mowi, 2022, s. 60).

Avskrivninger

Hele bransjen investerer mengder i automatisering og ny teknologi, men også i diverse utstyr mot lakselus, noe som igjen leder til høyere avskrivningskostnader (Mowi, 2022, s. 60).

Diverse driftskostnader

Diverse driftskostnader består av direkte og indirekte kostnader, forsikring, administrasjon og kostnader til svinn, derav dødelighet, etc. (Mowi, 2022, s. 60).

2.3.3 Det internasjonale markedet

Ifølge industrihåndboken til Mowi, er de største markedene med god margin USA og EU + Storbritannia. De står for henholdsvis 21 % og 46 % av den totale etterspørselen (Mowi, 2022, s. 41). Fremvoksende markeder som Brasil og Asia vokser signifikant i forhold til mer etablerte markeder. I tillegg innførte Russland forbud mot å importere norsk laks i 2014, noe som resulterte i en betydelig nedgang i dette markedet. Data fra de siste ti årene viser at forbruket globalt sett har økt med 6 % av atlantisk laks for alle markedene. (Mowi, 2022, s. 41).

2.4 Sammenlignbare selskaper/komparative selskaper

Vi vil i dette delkapittelet presentere de selskapene vi mener er Grieg Seafood sine mest relevante konkurrenter, og dermed de med best sammenligningsgrunnlag. De vi ønsker å trekke fram er: SalMar ASA, Mowi ASA og Lerøy Seafood Group. Disse vil også danne grunnlaget vårt for industri “benchmark” i regnskapsanalysen, samt de komparative verdsettelsene vi vil gjennomføre i kapittel 9.

2.4.1 *SalMar ASA*

SalMar ASA ble etablert i 2007 i Sør-Trøndelag. De ble startpunktet på en stor restrukturering i den norske oppdrettsnæringen (SalMar ASA, 2022, s. 9). Dette førte senere til en betydelig industriell utvikling. SalMar har siden sin oppstart i 1991 utviklet seg til å omfatte et helintegret, vertikalt oppdrettskonsern, som tar seg fra stamfisk helt til salg av ferdigvare (Salmas ASA, 2022). I 1991 hadde SalMar én lisens for høsting/prosessering av oppdrettslaks, mens de i dag har virksomheter i Norge, Island og Skottland, samt salgskontorer i Asia. I 2007 ble selskapet tatt på børs, og per 31.12.2021 var markedsverdien 67 534 millioner kroner.

SalMars utvikling innenfor lakseoppdrett i eksponerte havbaserte oppdrettsanlegg har vært en svært viktig del av deres strategi for bærekraftig lakseproduksjon (SalMar ASA, 2022, s. 11). Ocean Farm 1 er verdens første havmerd. Det er også verdens første offshore oppdrettsanlegg. Dette er en del av SalMars nye satsing på havbasert akvakultur. Det neste steget er etableringen av Smart Fish Farm (SalMar ASA, 2022, s. 11). I SalMars årsrapport (2022, s. 12) fremkommer det at det er gjort betydelig forskning på havbasert akvakultur. Det beskrives hvilke samfunnsmessige ringvirkninger det vil ha i form av sysselsetting og verdiskapning, også på land.

2.4.2 *Mowi ASA*

Mowi er et av klodens fremste sjømatsselskap, sett som nummer én både i markedsverdi og bærekraft (Mowi ASA, 2022, s. 1). Mowi er også ledende innenfor oppdrettslaks, med et produksjonsvolum på totalt 466 000 tonn i 2021. Det tilsvarer en markedsandel på 20 %. Mowis historie begynte i 1964, og siden den gang har selskapet hatt en fremragende vekst. Selskapet har vokst organisk, samtidig som de har vært på utkikk etter potensielle fusjoner og oppkjøp. I 1997 ble Mowi børsnotert, og per 31.12.2021 har de en markedsverdi på 106 628 millioner kroner. Mowi byttet navn ved årsskiftet til 2019 fra Marine Harvest.

Mowis årsrapport (Mowi ASA, 2022, s. 1) belyser det faktum at de har en fullt integrert verdikjede. Det betyr at den strekker seg fra rogn til tallerken, og de produserer sitt eget fôr tilpasset deres laks. De mener selv at de differensierer seg fra bransjen, siden forskning og utvikling er integrert i selskapets verdikjede. I lakseoppdrettsnæringen har Mowi den desidert største avdelingen med fokus på forskning/teknisk utvikling (Mowi ASA, 2022, s. 130). Det er ingen tvil om at Mowi har en stor interesse for å drive bransjen framover, og funnene deres kan være med på å løfte bransjen videre.

2.4.3 Lerøy Seafood Group

Historien til Lerøy kan spores tilbake mot slutten av 1800-tallet, da en fiskerbonde ved navn Ole Mikkel Lerøen rodde fra øyen Lerøy til fisketorget i Bergen med fiskekister på slep, for å selge levende fisk (Lerøy Seafood Group ASA, 2021, s. 9). I juni 2002 ble konsernet notert ved Oslo Børs og fikk da sikret tilgang til kapitalmarkedet. Tilgang til kapital og kompetanse har vært kritiske faktorer for å utvikle selskapet fra grossist til det globale sjømatkonsernet de er i dag (Lerøy Seafood Group ASA, 2021, s. 9). Markedsverdien per 31.12.2021 var på 38 074 millioner kroner. Lerøys virksomhet utøves gjennom diverse norske og internasjonale datterselskaper. Videre fremkommer det fra årsrapporten at det å være helintegret leverandør av selskapets hovedprodukter er en viktig del av deres strategi (Lerøy Seafood Group ASA, 2021, s. 22). Selskapets visjon er å bli den ledende og mest lønnsomme aktøren av bærekraftig kvalitetssjømat.

2.4.4 Bakgrunn for valg av sammenlignbare selskaper

Vi ønsket å velge selskaper vi mente var mest nærliggende Grieg Seafood. Valget falt på disse av ulike grunner. For det første har alle selskapene vært børsnoterte i flere år. Dette gir oss god tilgang til offentlige og historiske års- og kvartalsrapporter. Nedenfor går vi dypere inn på hvorfor vi mener at akkurat disse er de mest sammenlignbare selskapene.

Mowi er det største selskapet innen oppdrett på Oslo børs og har en markedsverdi 10 ganger så stor som Grieg Seafood. Til tross for størrelsesforskjellen, mener vi

fortsatt at selskapene er svært sammenlignbare. Begge har den samme kjernevirksomheten - altså oppdrett av atlantisk laks. Mowi produserer dog sitt eget fôr til laksen, noe Grieg Seafood ikke gjør, da de kjøper det inn fra en ekstern leverandør. Mowi driver lakseoppdrett langs norskekysten, samt i Newfoundland og British Columbia. Det er de samme områdene som Grieg Seafood. Ellers driver Mowi i tillegg med reisen fra smolt, oppdrett og innhøsting, samt at de også har sin egen salgs- og markedsføringsorganisasjon (Mowi ASA, 2021). Derfor mener vi at Mowi og Grieg Seafood er sammenlignbare selskaper.

Lerøy opererer også i andre segmenter, slik som ørret, skalldyr og hvitfisk. Laksevirksomheten står for den største delen av omsetningen med 63,7 % (Lerøy Seafood Group ASA, 2022, s. 27). I likhet med Grieg har også Lerøy en integrert verdikjede fra avl til slakt for produksjon av laks. Deres oppdrettsvirksomhet strekker seg fra Sørvest-Norge opp til Nord-Norge langs kysten. Videre råder de over en egen salgs- og distribusjonsavdeling som ligner den Grieg Seafood nylig har opprettet. På bakgrunn av dette faller Lerøy inn under kategorien som konkurrent og sammenlignbart selskap.

Kjernevirksomheten til SalMar er også sjøvannsoppdrett (SalMar ASA, 2021). De driver med alt fra yngelproduksjon, til salg og distribusjon av laks, og i likhet med Grieg Seafood har de oppdrettsanlegg Finnmark. Dermed anser vi SalMar som et sammenlignbart selskap.

3. Teoretisk forankring

3.1 Årsaker til konkurransekraft

Et viktig premiss for fremtidig vekst er at selskapet klarer å være konkurransedyktig. Et selskap er konkurransedyktig dersom det har gjennomsnittlig høyere fortjeneste enn andre selskaper i samme marked. Dette regnes som et konkurransefortrinn (Besanko et al., 2010, s. 363). Hvorvidt et selskap klarer å være konkurransedyktig, avhenger i stor grad av deres strategiske

valg over tid. Det er vesentlig at selskapet kjenner sine styrker, svakheter, fremtidige muligheter og eksterne trusler, ettersom disse elementene bør danne grunnmuren for strategiske avgjørelser. I kapittel 7 forklarer vi ulike modeller for hvordan Grieg Seafood oppnår konkurransefortrinn, og hva slags effekt det har på selve verdivurderingen drøftes også nærmere i oppgaven.

3.2 Verdibegrepet

Ideen bak en verdsettelse er å fastsette eller bestemme en verdi ved å anvende ulike modeller eller verdsettelsesteknikker (Dyrnes, 2011, s. 80). Videre er skillet mellom begrepene “pris” og “verdi” en viktig avklaring før en verdsettelse av et selskap. I en transaksjon mellom en selger og kjøper vil et objekt overtas av kjøperen for en gitt pris. Objektets verdi avhenger av kjøperens preferanser. For en annen person med ulike preferanser, er det mulig at verdien av objektet er annerledes. Eksempelvis vil en fan av artisten Elton John anse et signert fotografi av ham som mer verdifullt enn en som ikke har samme interesse. Altså har objektet ulik verdi for de ulike beslutningstagerne. Begge er derimot nødt til å betale samme pris. Dette gjør verdien til en subjektiv vurdering som oppfattes ulikt blant mennesker. Dyrnes sier at en verdsettelse i korte trekk handler om å estimere en sannsynlig pris som ville blitt betalt for et spesifikt objekt på et bestemt tidspunkt, under bestemte forhold, i et bestemt marked (Dyrnes, 2011, s. 82).

I den virkelige verden er det en rekke eksempler på hvordan dette foregår i praksis. Forskjellige meglerhus kommer med ulike kjøps- og salgsanbefalinger på en rekke aksjer. Til tross for at selskapene og den tilgjengelige informasjonen er lik for alle analytikere som utarbeider anbefalingene, blir utfallene forskjellige. Det finnes store variasjoner i estimerte kursmål og anbefalinger. Denne forskjellen kan spores tilbake til forståelsen av verdibegrepet hos meglerhusene, selv om de besitter lik informasjon. Ifølge Dyrnes, opererer IVSC (The International Valuation Standards Council) med tre forskjellige verdigrunnlag som er hensiktsmessige å ta utgangspunkt i; Markedsverdi i et fritt og åpent marked, lukket transaksjonsverdi og verdi i bruk (IVSC, 2017).

3.3 Kapitalverdimodellens begrensninger

Kapitalverdimodellen, videre omtalt CAPM, baserer seg på porteføljeteorien. Det vil si at den følger forutsetningene:

- Perfekte kapitalmarkeder: Det eksisterer verken transaksjons- eller skattekostnader, og alle investorer har homogene forventninger.
- Alle investorer har samme tidshorisont.
- Alle kan spare og låne til samme rente i kapitalmarkedet.
- Informasjon er fritt tilgjengelig for alle (Bøhren et al., 2017, s.143-144).

Investorene har risikoaversjon. Dersom en investor skal ta på seg mer risiko, forventer de å bli betalt for den økte risikoen gjennom høyere forventet avkastning. Hvis ikke dette kravet er oppfylt, ønsker ikke investoren å bære risikoen.

I praksis oppfylles ikke alle forutsetningene til enhver tid. En bør derfor ta et kritisk blick på modellen. I virkeligheten eksisterer det transaksjons- og skattekostnader i forbindelse med handel av finansielle instrumenter. En investor bør ha et dynamisk syn på sine forventninger knyttet til en investering, og de er som nevnt subjektive og variable over tid. Derfor kan det ikke forventes at antagelsen om en-periodiske investeringer gjelder for enhver investering. CAPM baserer seg ikke på virkelige observasjoner, men utledes matematisk. Dette er også en begrensning som krever at man har et kritisk blick på modellen (Schølberg, 2009). Dette ser man for eksempel på forutsetningen om et kapitalmarked uten friksjon, som medfører at lånerenten blir lik sparerenten. Selv om det finnes kritikk, er det ifølge Schølberg (2009) ingen alternativ modell som innehar de samme teoretiske kvalitetene. Dette er en av hovedårsakene til at modellen ikke forkastes. Det er med andre ord ikke alltid riktig å benytte et avkastningskrav utledet ved hjelp av CAPM til å diskontere fremtidige prosjekter og/eller kontranstrømmen.

3.4 Realopsjoner

Analytikere og investorer benytter seg ofte av nåverdimodellen for å verdsette en virksomhet. Dersom virksomheten ikke opererer under stor usikkerhet, anses metoden å være god. Tvedt (2000) omtaler det slik: «Nåverdimetodens store svakhet er dens manglende evne til å verdsette et selskaps evne til å omstille seg etter endringer i omgivelsene, altså den fleksibiliteten foretaket har. Fleksibilitet kan eksempelvis være å redusere produksjonsvolumet som følge av en prisnedgang vice versa. Det vil være mer lønnsomt å øke produksjonen i et scenario med prisstigning, og motsatt dersom prisen faller. Dersom en skal verdsette et selskap med slik fleksibilitet versus et selskap uten, må selskapet med fleksibilitet verdsettes høyere, selv om de har samme gjennomsnittsproduksjon over samme tid» (Tvedt, 2000). Etersom nåverdimetoden ikke fanger opp denne forskjellen, må vi utnytte andre metoder når vi verdsetter selskaper i volatile markeder. Én løsning er å benytte realopsjonsteori.

3.4.1 Realopsjoner og Black-Scholes

Realinvesteringer med opsjonstrekk kalles for realopsjoner. Hvis et selskap får muligheten til å kun investere i lønnsomme prosjekter, og slippe å investere i de ulønnsomme, har dette en verdi. Fleksibiliteten av å ikke være tvungen på et tidspunkt til å ta investeringsbeslutningen, men heller avvente til man har bedre informasjon, er en realopsjon (Bøhren et al., 2017, s. 515).

Black-Scholes modellen er en metode vi kan bruke for å verdsette realopsjonen. Fisher Black og Myron Scholes utviklet denne modellen i 1973 for å kunne prise en europeisk opsjon. Forskjellen på en europeisk og amerikansk opsjon, er at en amerikansk opsjon ikke har en fast innløsningsdato slik som en europeisk.

Modellen bygger på disse forutsetningene:

- Opsjonen har europeisk opphav og kan dermed bare innløses på innløsningsdatoen
- Dividender utbetales ikke under opsjonens varighet
- Det er effektive markeder og ingen mulighet for å estimere svingninger
- Ingen transaksjonskostnader er tilknyttet kjøpet av opsjonen

-
- Den risikofrie renten og volatiliteten til det underliggende er kjent og konstant
 - Den underliggende avkastningen blir normalt distribuert

Et av hovedkomponentene i modellen er å estimere fremtidig volatilitet ved hjelp av historiske data. Noen selskaper opererer i bransjer hvor enkelte teknologiske nyvinninger kan utgjøre enorme forskjeller på den fremtidige kontantstrømmen, og av denne grunn blir det vanskelig å estimere dette presist. Derfor er modellen mindre effektiv dersom den ser på lang sikt framfor kort sikt, siden det er begrenset hvor store svingningene på kort sikt kan være. Likevel fungerer modellen som et godt rammeverk for hvordan tankeprosessen til et selskap bør være på beslutningstidspunktet, samt opplyser analytikere om hvor viktig det er å verdsette tilpasningsevne i et volatilt marked. Dette ble nevnt av Knut Sagmo under forelesning 9. november 2021.

4.0 Utredningsmetode

I dette avsnittet vil vi presentere utredningsmetodene vi har benyttet i oppgaven. Grønmo (2016) beskriver metode som en konkret fremgangsmåte for opplegg og gjennomføring av studien. Videre vil vi ved hjelp av den metodiske tilnærmingen omtale hvordan vi har valgt å gå frem for å finne svar på problemstillingen vår. En slik fremgangsmåte omtaler Johannessen et al., (2020) som en forskningsprosess. Den består av fire faser: Forberedelse, datainnsamling, dataanalyse og rapportering. Ettersom bacheloroppgaven i sin helhet kan ses på som en rapport, vil vi gå gjennom følgende punkter i de kommende avsnittene; Forberedelse, datainnsamling og dataanalyse.

4.1 Forberedelse

I en omfattende verdsettelsesoppgave hvor vi ønsker å besvare to problemstillinger, en hovedproblemstilling og en underproblemstilling, stilles det krav til valg av relevant litteratur om verdsettelse og kunnskap knyttet til bransjen det aktuelle selskapet opererer i. En av våre gruppe-medlemmer er mangeårig aksjonær i en nærliggende konkurrent, så dette hjalp oss i en dypere forståelse av makroøkonomiske effekter som kan være utslagsgivende for Grieg Seafood.

Videre har vi tidligere hatt kurs innen finansiell verdsettelse og makroøkonomi, som også har hjulpet oss i å gjøre vurderingen knyttet til verdsettelsesmetoder og hvilke effekter som faktisk har betydning for en verdsettelse. Videre har vi benyttet oss av materiale tilgjengelig via Itslearning, publisert av vår veileder Tor Tangnes. I tillegg har søketjenester via biblioteket sine sider og Google Scholar vært viktige. Samt et utvalg faglitteratur.

4.1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å utarbeide en fundamental analyse av Grieg Seafood. Dette gjøres gjennom hovedsakelig to ulike verdsettelsesmetoder, for å komme frem til et verdiestimat per aksje. Videre vil vi basert på denne verdien, avgjøre om en fiktiv investor bør kjøpe, holde, eller selge aksjen som omsettes på Oslo Børs.

4.1.2 Tilnærming

Samfunnsvitenskapelige studier med mål om å utforske virkelighet skiller ofte mellom deduktiv og induktiv forskning. Induktiv forskning tar utgangspunkt i fortolkning og teoritesting (Grønmo, 2016 s. 51). Dermed bygges det opp en teoretisk forståelse ut ifra empiri innenfor fagfeltet du ønsker å undersøke. En induktiv tilnærming omtales som en metode som egner seg best til forskning på fenomener som tidligere ikke har blitt forsket på. Deduktiv forskning vil si studier hvor størst fokus legges på problemformulering og teoritesting. Altså belager dette seg på den motsatte bevegelsen av induktiv forskning, det vil si teori til empiri. Nyeng (2012) beskriver fremgangsmåten som en antagelse som er utledet fra en eksisterende teori. Denne antagelsen er best egnet som en presis hypotese som stemmer overens med virkeligheten. Det vil si hypotesetestende forskning. I denne oppgaven utarbeides verdsettelsesestimatet på grunnlag av eksisterende teori og modeller. Oppgaven tar dermed ikke sikte på ny teoriutvikling. Vi konkluderer derfor med at vår tilnærming er deduktiv.

4.2 Datainnsamling

4.2.1 Forskningsstrategi

En casestudie, også kjent som en kasusstudie eller eksempelstudia, betyr en studie av en enhet. Johannessen et al. (2020, s. 212) definerer det slik; “Case som forskningsdesign er en prosess som innebærer utforming av en problemstilling, valg av case, valg av informanter, datainnsamling og kriterier for å analysere og tolke data”. Denne typen casestudie kjennetegnes ved at beslutningstager (oss) innhenter data fra en eller flere kilder for å danne et godt grunnlag for å trekke gode slutninger til forskningsobjektet. Det er dog viktig å nevne at en slik studie ikke vil gi et korrekt bilde av en hel gruppe, ettersom enheten som analyseres ikke representerer hele gruppen. Vår bacheloroppgave vil kategoriseres som en casestudie med flere analyseenheter. Det er fordi vår enhet er Grieg Seafood, og vi samler inn relevant informasjon fra kilder som kvartalsrapporter/årsrapporter, nyheter om bransjen og selskapet, faglitteratur, artikler, bransjeanalyser fra finansielle institusjoner og sentimentet i markedet blant banker og meglerhus.

4.2.2 Datagrunnlag

Vårt datagrunnlag for analysen baser seg på to forskjellige metoder: Kvantitative og kvalitative. Kvantitative metoder kjennetegnes som kvantifiserbare størrelser, ofte i form av tall eller statistikk. Målet ved de kvantitative metodene ifølge Sucarrat (2021) er å generalisere kunnskap, eller den innsikten du danner fra metodene. Kvalitative metoder er på den andre siden informasjon uttrykt gjennom tekst. Dersom dataen er hentet fra kvalitative metoder, vil de gi større rom for tolkning av objektet som undersøkes, mens kvantitativ data går mer ut på å tolke eksisterende teorier og variabler. Derfor anser vi kvantitativ data som mest egnet til en deduktiv studie, mens for induktive studier er kvalitativ data mer passende.

I vår oppgave, en verdsettelse, vil vi bruke data av både kvantitativ og kvalitativ art med hovedvekt på de kvantitative størrelsene. De kvantitative dataene består av regnskapstall, prognoser, og makroøkonomiske faktorer, alle relevante for analysen av Grieg Seafood. Likevel er det viktig å forstå historien bak tallene, og

den kvalitative dataen gir føringer for diverse teorier, antagelser, og fremtidsprognoser som er helt vesentlige for å gjøre en veloverveid verdsettelse. Den kvalitative dataen styrker forståelsen vår om analyser og teorier som er relevante for vår oppgave.

Vi skiller mellom primærdata og sekundærdata. Primærdata kan beskrives som innhentet informasjon som skal bidra til å besvare en avgrenset problemstilling. Eksempler er observasjoner, intervjuer eller eksperimenter. Videre er sekundærdata informasjon som ofte består av en blanding av primærdata omgjort til sekundærdata, altså informasjon som allerede eksisterer. Sucarrat (2021, s. 45) utyper at navnet sekundærdata kommer av at det er måten dataen har blitt fortolket, forkortet og oppsummert av de faktiske begivenhetene eller resultatene.

Vår oppgave inneholder utelukkende sekundærdata. Vi ønsket som nevnt tidligere å best imitere jobben analytikere gjør. Ettersom Grieg Seafood er børsnotert, stilles det krav til hvor mye informasjon som er tilgjengelig for offentligheten. Vi har benyttet oss av rådata, i form av regnskapstall fra årsrapportene til selskapet. Denne dataen tilfører verdi til analysen, men vi er likevel nødt til å analysere den ytterligere for å bedre besvare problemstillingen. Andre deler av dataen er oppsummerende. Blant disse er ulike analyser om oppdrettsmarkedet, markedsrapporter fra Norges Bank, Fondfinans, International Monetary Fund, samt tall fra Bloomberg og Damoderan.

4.3 Dataanalyse

4.3.1 Analyseverktøy

Det er viktig om man skal gjøre en verdsettelse, å basere den på både strategiske og finansielle analyser. Vi benytter forskjellige modeller og verktøy i oppgaven for å danne oss et best mulig bilde av verdien til Grieg Seafood. Selve utfallet av verdsettelsen baserer seg på kontantstrømmen, prognosene og den komparative verdsettelsen. En kombinasjon av disse gir det endelige estimatet. I senere kapitler vil dette drøftes nærmere. Vi vil i dette kapitlet presentere verktøyene som vi har brukt i oppgaven.

Vi har gjort en rekke kvantitative beregninger som i hovedsak har gått ut på å bearbeide data fra årsrapportene. Analyseverktøyet Excel er brukt for beregningene. Excel er det verktøyet vi har tatt mest i bruk gjennom oppgaven. Excel har blitt benyttet til diskonterte kontantstrøms-beregninger, og de ulike komparative verdsettelsene. Vi utarbeidet estimerte kontantstrømmer, scenarioanalyser og en sensitivitetsanalyse. Analysene ble gjennomført med bakgrunn i at vi vil treffe på en rekke usikkerhetsmomenter når det gjelder fremtidig drift, bransjen og økonomien generelt. Vi gjennomførte til slutt en Monte Carlo-simulering, for å undersøke daglig volatilitet i aksjeprisen. Vi kommer tilbake til de forskjellige analyseverktøyene i de relevante kapitelenes. For å komme med veloverveide prognoser av fremtidig inntjening, kostnader og investeringer, er det ikke nok å se på historisk data. Vi er nødt til å ta i bruk strategiske analyser for å begrunne prognosene våre. I kapittel 7 presenteres de strategiske analysene nærmere.

4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger

Johannessen et al. (2020) beskriver at et grunnleggende spørsmål i all forskning er dataens pålitelighet. Dette handler om reliabiliteten til dataen. Denne oppgaven består utelukkende av sekundærdata, slik som Grieg Seafoods egne rapporter og artikler/rapporter/analyser fra andre aktører. Først vil vi undersøke reliabiliteten til års- og kvartalsrapportene. Ledelsen til et selskap vil alltid ha et såkalt “management bias”, noe som tilsier at de ønsker å presentere selskapet fra sin beste side for å tilfredsstille nåværende aksjonærer og potensielle investorer. Det er en av grunnene til at resultatregnskapet og balansen reformuleres for å undersøke lønnsomheten til kjernevirksomheten i selskapet. Videre vil sensitivitetsanalysen vi vil gjøre i kapittel 10 styrke reliabiliteten i våre metoder og modeller, dersom det er høy samvariasjon med den generelle oppfatningen til markedet.

Ettersom vi skal analysere den økonomiske utviklingen i selskapet, og bruke det sammen med de strategiske analysene som grunnlag for prognostiseringen, må vi ta høyde for IFRS16. Dette er for å bevare konsistensen i analysedataene må vi justere regnskapstallene fra 2016-2018, slik at de måles på lik linje som resten av

regnskapsdataene. Dette skyldes at det i 2019 kom nye rapporteringsregler for leasingavtaler gjennom IFRS 16-regelverket. Kort fortalt ble operasjonelle og finansielle leasingavtaler samlet, og alle leieavtaler skulle nå balanseføres. Denne endringen beskrives i mer detalj i kapittel 6. Dermed vil ikke en direkte sammenligning av regnskapstall fra 2016-2021 lenger bli korrekt uten justeringen.

Validitet dreier seg om hvor relevant, eller godt dataen man undersøker blir representert (Johannessen et al., 2020, s. 43). Det vil si at høy reliabilitet til sekundærkildene og ulike justeringer, fører til økt validiteten til det valgte datamaterialet. Validiteten til et datamateriale sier noe om hvor godt det i er til å besvare problemstillingen.

Det er viktig å belyse at prognosene vil være partiske, det vil si at vi som analytikere kan ha “biased” meninger, preferanser og overbevisninger. Disse kan være med å påvirke resultatet av analysen (Damodaran, 2012, s. 3). Dette vil vi bevisstgjøre for oss selv, og vi forsøker etter beste evne å holde oss så objektive som mulig. I en verdsettelse prøver vi å se frem i tid, det vil derfor ofte være usikkerheter knyttet til estimerte tall, og hvordan fremtiden generelt vil se ut. Vi bruker derfor flere metoder, forutsetninger og analyser for å nå vår hensikt, å finne fundamental verdien til Grieg Seafood.

5.0 Finansiell metode

I dette kapittelet tar vi for oss forskjellige metoder for å verdsette, og vil redegjøre valgene våre for analyse. Valgene baseres på de fordeler og ulemper som tilkommer de forskjellige metodene, og det blir beskrevet hva som påvirker den utvalgte verdsettelsesmetoden. Vi skal i hovedsak ta for oss to hovedgrupper av verdsettelse: Fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse.

5.1 Nåverdimodeller (DCF-modeller)

Nåverdimodeller går ut på å estimere den fundamentale verdien, eller egenverdien til et selskap. Målet er å kalkulere den riktige verdien til selskapet, uavhengig av hvordan markedet priser det (Plenborg & Kinserdal, 2021, s 336). Verdien til

selskapet baserer seg på fremtidige kontantstrømestimer som er diskontert med relevant risiko. Dette er utvilsomt den mest populære metoden blant praktikanter, og den kan deles opp i to hovedtyper. Den ene beregner selskapsverdi (Enterprise verdi), og den andre beregner egenkapitalens verdi (Plenborg & Kinserdal, 2021, s 341-343). Begge metoder skal vi se nærmere på. Den generelle formelen for nåverdiberegninger er:

Formel 1: Selskapsverdi.

$$Verdi = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{kontantstrøm } t}{(1 + \text{rente})^t}$$

5.1.1 Kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)

Kontantstrøm til totalkapitalen, også kalt “*enterprise value approach*”, baserer seg på den frie kontantstrømmen til selskapet som en helhet. Renten som kontantstrømmen skal diskonteres med må derfor inkludere totalrisikoen til selskapet, altså risikoen til eiere og kreditorer. Denne kalles WACC eller totalkapitalkostnad. Ifølge modellen er det kun den frie kontantstrømmen eller avkastningskravet (WACC) som kan påvirke selskapsverdien (Plenborg & Kinserdal, 2021, s 341). Dette tilsier at økte kontantstrømmer og/eller reduserte avkastningskrav er den eneste måten å øke verdien til et selskap. Når vi benytter selskapsverdimetoden, estimerer vi fremtidige kontantstrømmer og beregner en terminalverdi, som vist i formelen under: (Plenborg & Kinserdal, 2021, s 341).

Formel 2: Selskapsverdimetoden.

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - G} \cdot \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

5.1.2 Kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)

Kontantstrøm til egenkapitalen, “*The equity value approach*”, er en nåverdimetode som fungerer likt som kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF). Forskjellen her er at man skal estimere markedsverdien av egenkapitalen, og ikke hele selskapet. Man må da fjerne kontantstrøm som går til kreditorer fra telleren, og kun ha avkastningskravet til eierne i nevneren av regnestykket. Man bruker egenkapitalkostnaden som diskonteringsrente, og denne vil være høyere enn totalkapitalens avkastningskrav (WACC). Det gjøres fordi eierne blir betalt etter kreditorene, som impliserer at de derfor også skal ha høyere avkastningskrav grunnet høyere risiko (Bøhren et al., 2017, s 351) (Plenborg & Kinserdal, 2020, s 343).

Formelen til egenkapitalmetoden vist under (Plenborg & Kinserdal, 2021, s 343):

Formel 3: Egenkapitalmetoden.

$$\text{Market value of equity} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + re)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{re - G} \cdot \frac{1}{(1 + re)^n}$$

5.1.3 Kontantstrøm fra utbytte (Dividend discount model)

“*Dividend discount model*” er ikke den mest populære modellen, men det er denne som er basisen for de to forrige modellene. Den ble utviklet av Williams i 1938, og den sier at verdien til et selskap er lik verdien av alle de fremtidige utbyttebetalingene fra selskapet, i tillegg til et likviditetsutbytte. Ifølge denne modellen er det kun en endring i utbytte og/eller en endring i avkastningskrav som kan påvirke verdien av egenkapitalen til et selskap (Plenborg & Kinserdal, 2021, s 338). Et problem med denne modellen, spesielt i Norge, er at vi ikke har den samme utbyttekulturen som f.eks. i USA. Vi ser også at det har kommet en vekst i “share buyback”, eller tilbakekjøp av aksjer, som en form for utbytte. Dette begynte å vokse på 80-tallet (Harvard, 2018), altså over 40 år etter Williams utviklet utbyttmodellen. Formel (med vekst) vist under (Plenborg & Kinserdal, 2021, s 338).

Formel 4: Egenkapitalmetoden (utbytte).

$$\text{Market value of equity} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Dividend } t}{(1 + re)^t} + \frac{\text{Dividend } n + 1}{re - G} \cdot \frac{1}{(1 + re)^n}$$

5.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse, også kalt relativ verdsettelse eller multipl verdsettelse, er en populær metode til å verdsette en virksomhet, ettersom metoden er lite kompleks og rask å lage (Plenborg & Kinserdal, 2021, s 354).

Tanken bak å bruke multipler for å verdsette, er at lignende eiendeler bør selges for lignende priser (Koller et al., 2020, s.389). Dette bør gjelde uansett om man selger hus, hytte, bil eller aksjer. Når det gjelder eiendeler som hus, kan man se på beliggenhet, størrelse, antall soverom, osv. som multipler. Når man verdsetter aksjer med multipler, er dette typisk forskjellige nøkkeltall på inntjening. Det mest populære er P/E, som er markedspris av egenkapitalen over inntjening (Koller et al., 2020, s. 389). Vi benytter oss av de sammenlignbare selskapene som ble introdusert i kapittel 2.4.

5.3 Valg av metode

Optimale verdsettelsesmetoder varierer fra selskap til selskap. Vi har introdusert tre metoder for å finne verdien av egenkapital og én metode for å finne selskapsverdi (EV). Det finnes ulemper og fordeler med alle metodene. Et problem med f.eks. utbyttmodellen, er at det er ekstremt vanskelig å estimere fremtidige utbyttebetalinger. FCFE-metoden har etter vår mening også en ulempe, ettersom den ekskluderer finansiering med gjeld. Vi mener også at komparativ verdsettelse kan gi en god indikasjon på aksjeprisen, ettersom vi har “gode” komparative selskaper.

5.3.1 Endelig valg av metode

Vi mener det er mest hensiktsmessig å benytte oss av FCFF-metoden (kontantstrøm til total kapital). Dette kommer til å være vår utgangsmetode, men ettersom det kommer til å være forskjeller i våre estimater og virkeligheten, supplerer vi med komparativ verdsettelse for å redusere risiko.

5.4 Kapitalkostnad (WACC)

WACC, eller den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden, er avkastningskravet til selskapet totalt. Det inkluderer eierne, altså investorene og kreditorene, og det er tallet som skal brukes når man neddiskonterer selskapets fremtidige kontantstrømmer. Vi bruker markedsverdier av egenkapital og gjeld. Formelen til WACC er definert som (Plenborg og Kinserdal, 2021, s. 299):

Formel 5: Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad.

$$WACC = \frac{E}{(E + G)} re + \frac{G}{(E + G)} rg(1 - s)$$

Hvor:

E = Markedsverdi av egenkapital

G = Markedsverdi av gjeld

re = Egenkapitalkostnad

rg = Gjeldskostnad

s = Skatt

Videre skal vi se på hvordan vi beregner de forskjellige innputtene som skal inn i modellen.

5.4.1 Egenkapitalkostnad

Det finnes flere ulike metoder for å beregne egenkapitalkostnaden for et selskap, men de fleste finansielle bøker anbefaler Capital Asset Pricing Model (CAPM), som er den vi velger å benytte oss av. CAPM definerer at avkastningskravet er det samme

som renten på en risikofri investering (f.eks. 10-årig statsobligasjon), pluss en risikopremie for å ta på seg høyere risiko. Risikopremien varierer med den systematiske risikoen til investeringen (Beta), (Plenborg og Kinsersdal, 2021 s. 303). Denne skal vi komme tilbake til. Investorens avkastningskrav blir definert som følgende:

Formel 6: Egenkapitalkostnad.

$$re = rf \times \beta e (rm - rf) = rf + \beta e \times MRP$$

Hvor:

re = Eiernes avkastningskrav

rf = Risikofri rente

βe = Systematisk risiko til egenkapitalen

rm = Avkastning på markedsporteføljen

MRP = Markedets risikopremie

5.4.2 Gjeldskostnad

For å beregne gjeldskostnad kan man bruke samme fremgangsmåte som egenkapitalkostnad, med bruk av risikofri rente, forventet markedsavkastning og isteden en gjeldsbeta. Risikofri gjeld har en beta lik 0 (Bøhren et al., 2017, s 116). Det er også vanlig praksis å forutsette at selskapsgjeld har en beta på 0 (Bøhren et al., 2017, s 118). Problemet med denne praksisen, er at man da ender opp med at gjeldskostnaden = risikofri rente. Dette mener vi er urealistisk, ettersom det enkelt og greit finnes større konkurrisiko hos Grieg enn den Norske Stat for eksempel. Vi kan også bruke den effektive lånerenten som gjeldskostnad, men vi har heller valgt en metode som vi mener er mer nøyaktig.

Vi har valgt Aswath Damodarans metode til å beregne gjeldskostnaden. Den benytter også risikofri rente, men behandler den økte risikoen ved å legge til konkurrisikoen. Konkurrisikoen til et selskap gis enten av

kredittvurderingsbyråer eller måles med markedsprisen til selskapets obligasjonslån. Dette krever da at obligasjonen er likvid og omsettes ofte (Damodaran, 2012). Siden Grieg ikke har “ofte omsatte obligasjonslån”, trer vi inn i rollen til et kredittvurderingsbyrå og estimerer en syntetisk vurdering. Vi benytter oss av Interest Coverage Ratio (dekningsgraden for renter) for å sammenligne Grieg med vurderte selskaper (Damodaran Online, 2022). Ser vi på Griegs dekningsgrad og Damodarans tabell, kan vi se at Grieg har en AAA-rangering. Det vil si at vi skal legge til en spread på 0,67 % på den risikofrie renten for å få gjeldskostnaden før skatt. Vi må også ta høyde for fordelene med skatt på rentekostnader. Siden skatt er fradragsberettiget, reduserer det gjeldskostnaden. Det er vist med følgende formel (Damodaran, 2012, s. 211).

Formel 7: Gjeldskostnad.

$$\text{After tax cost of debt} = \text{Pre tax cost of debt}(1 - \text{tax rate})$$

<i>If interest coverage ratio is greater than</i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
-100000	0,499999	D2/D	14,34 %
0,5	0,799999	C2/C	10,76 %
0,8	1,249999	Ca2/CC	8,80 %
1,25	1,499999	Caa/CCC	7,78 %
1,5	1,999999	B3/B-	4,62 %
2	2,499999	B2/B	3,78 %
2,5	2,999999	B1/B+	3,15 %
3	3,499999	Ba2/BB	2,15 %
3,5	3,999999	Ba1/BB+	1,93 %
4	4,499999	Baa2/BBB	1,59 %
4,5	5,999999	A3/A-	1,29 %
6	7,499999	A2/A	1,14 %
7,5	9,499999	A1/A+	1,03 %
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,82 %
12,5	100000	Aaa/AAA	0,67 %

Tabell 1: Dekningsgrad for renter (omarbeidet, Damodaran Online, 2022a).

Cost of Debt	
Risk free rate	1,7184 %
Avarage interest cover ratio	17
Estimated synthetic rating	AAA
Default risk	0,67 %
Tax	0,22
Market risk premium	5 %
Cost of debt before tax	2,388 %
Cost of debt after tax	1,86 %

Tabell 2: Gjeldskostnad (egentilvirkning).

5.4.3 Risikofri rente

For å estimere risikofri rente, må man se på avkastningen til en portefølje med beta lik 0. Siden det praktisk er svært vanskelig og dyrt å konstruere en portefølje med beta=0, har metoden vist seg å være lite brukbar (Plenborg og Kinserdal, 2021, s 304). Istedenfor bruker vi statsobligasjoner som proxy. For å finne relevant risikofri rente, bruker vi den effektive avkastningen for en 10-årig norsk statsobligasjon. Den oppdateres hver dag verdipapirmarkedene er åpne, og per 31.12.2021 lå den på 1,7184 % (Trading Economics, 2022), noe som betyr at dette er den årlige avkastningen fram til 31.12.2031. Det eneste scenarioet hvor den risikofrie renten kan bli endret, er når den norske stat ikke klarer å betale sin gjeld. Dette anses derimot som svært usannsynlig (Bøhren et al., 2017).

5.4.4 Beta

Betaen forklarer hvordan aksjen varierer i forhold til et marked. En beta på 1 tilsier at aksjen korrelerer helt likt som markedet, mens om betaen er >1 vil den svinge mer enn markedet. Vi bruker beta som et mål på systematisk risiko, altså den risikoen som ikke kan diversifiseres bort. (Plenborg og Kinserdal, 2021, s. 690). For å komme frem til betaen gjennomfører vi en regresjon basert på aksjens historiske avkastning og avkastningen i et marked, i dette tilfellet OSEBX.

Formelen for beta:

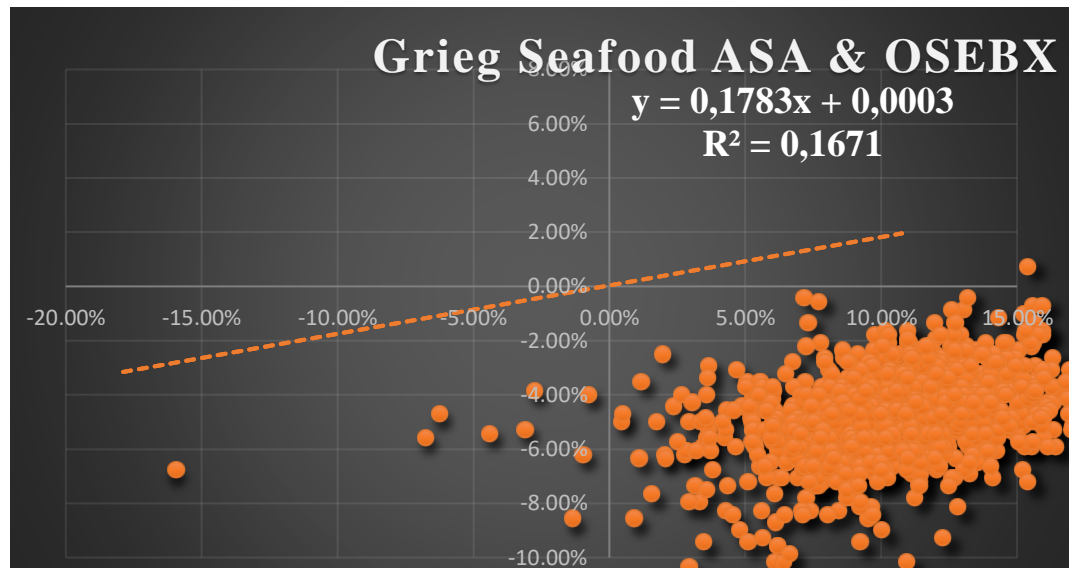
Formel 8: Beta.

$$\beta = \frac{\text{Kovarians (OSEBX, Grieg Seafood ASA)}}{\text{Varians (OSEBX)}}$$

Vi har benyttet daglige data på utviklingen i aksjen til Grieg Seafood og OSEBX de siste seks årene. Regresjonen viser en ujustert rå beta på 0,94.

Forklaringskraften (R Square) til regresjonen er på 0,16, noe som forteller oss at 84 % av avkastningen kommer fra andre forhold. En så lav R2 gjør at vi bør se på alternative måter å finne betaen.

[OBJ]



Figur 3: Regresjon (egentilvirkning).

5.4.4.1 Industribeta

Å estimere en beta ved en historisk regresjon, kan være en upresis prosess. Dette var noe vi også oppdaget når vi så forklaringskraften til regresjonsmodellen, som er på kun 16 %. En alternativ og mer presis metode for å beregne betaen for et selskap på, er å lage en industribeta. Selskaper i samme bransje har lignende driftsrisiko (operasjonell risiko), og de bør derfor ha lignende driftsbetaer. Å benytte seg av en industribeta som *proxy* til selskapsrisiko, reduserer effekten av tilfeldige sjokk i markedet (Koller et al., 2020, s. 335). Dette blir spesielt relevant i vårt tilfelle, ettersom vi har benyttet oss av OSEBX som marked eller indeks til

regresjonen. Oslo Børs er svært tyngt av oljeindustrien, noe som medfører støy når vi estimerer en regresjonsbeta og opererer i en annen industri.

En beta er sammensatt av driftsrisiko og finansieringsrisiko. En økende belåningsgrad fører til økt risiko for eierne, og dette er noe som betaen fanger opp. For å benytte oss av industribeta, må vi derfor fjerne effekten av belåning. Kun da kan man sammenligne betaene på tvers av industrier (Koller et al., 2020 s 355).

Vi benytter oss av Aswath Damodarans analyse av forskjellige industriers beta og ser på *gjennomsnittlig unlevered* beta fra 2017 til 2022. Industrien vi ser på er “food processing”. Vi finner da betaen som utelater finansieringsrisiko.

Industry name	average (2017-2022)
Food processing	0,61

Tabell 3: Beta (omarbeidet, Damodaran Online, 2022b)

For å legge tilbake effekten av belåning igjen, benytter vi teorien til Franco Modigliani og Merton Miller som vist under:

Formell 9: Egenkapitalbeta.

$$\beta_e = \beta_u + \frac{E}{G}(\beta_u - \beta_g)$$

Hvor:

β_e = Egenkapitalbetaen

β_u = Industribetaen

β_g = Gjeldsbeta

E = Markedsverdi av egenkapital

G = Markedsverdi av gjeld

Det er vanlig praksis å gjøre en forenkling ved å sette gjeldsbeta lik 0. Denne forenklingen impliserer da at gjeldskostnad er lik risikofri rente, noe som i praksis er urealistisk. Det er også vanlig å benytte seg av 0,15, som er betaen basert på

spredningen mellom selskapsgjeld og statsgjeld (Koller et al., 2020, s 336). Vi benytter oss av 0,15 som gjeldsbeta og får da den estimerte betaen på 0,74, som vist under:

Bu (industri beta)	0,61
Gjeld/Egenkapital	0,29
Gjeldsbeta	0,15
Belånet egenkapital beta	0,74

Tabell 4: Belånte egenkapitalbeta (egentilvirket).

5.4.4.2 Justert Beta

For å få en mer korrekt beta over tid, justerer vi betaen for *mean reversion*.

Marshall E. Blume utførte en studie som viser at betaen historisk beveger seg mot 1 over tid (Blume, 1975). Formelen for Blumes justeringsmodell:

Formel 10: Justert Beta.

$$\text{Justert } \beta = \beta_{\text{raw}} \cdot 0,67 + (1 - 0,33)$$

Vi benytter oss av regresjonsbetaen og industribetaen, og beregner et gjennomsnitt av dette, før vi benytter Blumes justeringsmodell. Vi kommer da frem til en egenkapitalbeta på 0,89 som vist under:

Rå regresjonsbeta	0,94
Industri beta (belånet)	0,74
Gjennomsnittlig beta	0,84
Justert Beta	0,89

Tabell 5: Justert Beta (egentilvirkning).

5.4.5 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie definerer hvor mye en investor krever i ekstra avkastning for å investere i et marked, istedenfor en risikofri investering. (Plenborg og

Kinserdal, 2021, s. 321). Det norske markedets risikopremie er differansen mellom årlig realavkastning på markedsporteføljen og den risikofrie avkastningen i Norge. Forutsetningen med å beregne en så forutsigbar avkastning på markedsporteføljen, er å ha en så lang historisk tidsperiode som mulig som datagrunnlag. Men til og med i tidsperioden 1976-2015 varierte den alt ifra 119 % (1979) til – 50 % (2008).

Den norske markedsrisikopremien har blitt mer og mer påvirket av utenlandske markeder. Med bare noen få tastetrykk kan for eksempel en amerikaner enkelt og billig gå inn og kjøpe og selge norske aksjer. På den måten er ikke den norske risikopremien så forskjellig fra utlandet. En forskning basert på 22 ulike land viste at den gjennomsnittlige markedsrisikopremien lå på rundt 5 % i årene 1900 til 2010 (Bøhren et al., 2017). Vi benytter oss av dette snittet i vår videre beregning.

5.4.6 Estimering av WACC

Vi har nå gjort en analyse og kommet frem til alle nødvendige estimater for å beregne totalkapitalkostnaden til Grieg Seafood ASA. Beregning av egenkapitalkostnaden:

Cost of Equity	
Risk free rate	1,7184 %
Market risk premium	5 %
Beta	0,89
Cost of Equity	6,19 %

Tabell 6: Egenkapitalkostnad (egentilvirkning).

Nå har vi egenkapitalkostnad og gjeldskostnad, og vi kan ved det beregne WACC som vist:

WACC	<i>i millioner</i>
Totalkapital	12,652
Markedsverdi Egenkapital	9,427
NIBD	3,225
WACC	5,08 %

6.0 Regnskapsanalyse

Hensikten bak dette kapittelet er å undersøke historikken bak regnskapstall og trender for Grieg Seafood. Analyseperioden inneholder seks tidligere regnskapsår, og vi vil analysere veksten og utviklingen i perioden 2016-2021. Tallene er innhentet fra Grieg Seafood ASAs årsrapporter og analyseverktøyet vi tar i bruk er Excel. Grieg Seafood ASA presenterer sine regnskapstall i tusentall og i norske kroner (NOK). Vi har derfor valgt å ta i bruk samme omgjøring av tallstørrelser i verdsettelsen for å bevare konsistensen. Regnskapsanalyse defineres av Langli (2018, s. 37) med at regnskapsinformasjon brukes til å belyse eller analysere spesifikke økonomiske forhold. Med hjelp av dette kan vi bearbeide et grunnlag for å utale oss om selskapets fremtidsutsikter.

Årsrapporter og kvartalsrapporter er skrevet på engelsk, og spesifikke regnskapsposter har også engelsk benevning. I Excel-dokumentet har vi navngitt postene med virkelige navn for å unngå misforståelser og potensielle feil. Derfor vil forholdstall (ratios) og nøkkeltall vi beregner også benevnes på engelsk. Videre bruker vi ikke fortegn på tall vi oppfører, med mindre det krever nærmere presisering. Grunnen til dette er at vi ønsker å skape et mest mulig dynamisk Excel dokument, og fortegn vil komplisere cellereferansene våre for videre analyser.

Videre reformulerer vi både resultatregnskapet og balansen, dette er for å styrke forståelsen for oss analytikere. Videre vil det presiseres i flere tabeller at vi har justert for IFRS 16. For å få et mer korrekt historisk perspektiv på nøkkeltall anså vi denne justeringen for helt nødvendig. De nevnte endringene til hvordan leasingavtaler føres trådte i kraft i 2019, og vi har derfor justert for tallene i 2016-2018. Mer om hvordan justeringen er utført, og dens effekt, kommer vi tilbake til senere i kapittelet.

I tillegg til reformulering og IFRS 16, vil dette kapittelet inneholde regnskapskvalitetsanalyse, likviditetsanalyse, lønnsomhetsanalyse og trendanalyse.

6.1 Regnskapskvalitet og praktiske valg

Vi ønsker å se nærmere på regnskapskvalitet og diverse praktiske valg for analysenivå og analyseperiode før regnskapsanalysen skal utarbeides.

6.1.1 Regnskapskvalitet

Kaldestad & Møller (2016) omtaler regnskapstall som noen av de viktigste inputfaktorene investorer og analytikere tar i bruk ved prising av et selskap. Det understreker viktigheten av å gjøre en grundig undersøkelse av et selskaps regnskapstall. En analytiker er nødt til å gjøre visse vurderinger ut ifra informasjon fra regnskapet. Disse inkluderer; Pålitelighet, sammenlignbarhet og nytten av uttalelsene (Plenborg & Kinsedal, 2021).

Det finnes per dags dato ingen universell definisjon på hva god regnskapskvalitet er. Likevel definerer Gaynor et al. (2016) høy regnskapskvalitet der informasjonen er mer komplett, nøytral, fri for feil og bedre framtidsbeskrivende for selskapets underliggende ytelse og posisjon.

International Accounting Standards (IAS) 1 sin hovedregel krever at virksomheter rapporterer alle inntekter og kostnader i en periode som profitt eller tap, med mindre IFRS spesifiserer noe annet (IAS 1, 2022). Dersom det faktisk oppstår et unntak skal dette rapporteres som "comprehensive income". En slik fremgangsmåte reduserer sannsynligheten for "dirty surplus", noe som oppstår ved brudd på kongruensprinsippet. Et slikt brudd betyr at inntekter og kostnader føres direkte til egenkapitalen, noe som blir feil. Av Grieg Seafoods årsrapporter (Grieg Seafood ASA, 2016-2021) anvendes IFRS sine regnskapsstandarder for perioden vi analyserer. Det samme gjelder for de utvalgte sammenlignbare selskapene.

6.1.2 Valg av analysenivå

I utarbeidelsen av en verdsettelse trengs det tas stilling til om analyseobjektet skal analyseres samlet sett, eller om ulike forretningsområder bør verdsettes alene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 85). For Grieg Seafood betyr dette at deres ulike virksomhetsområder slik som slaktning, salg, og distribusjon bør verdsettes hver for seg. De nevnte områdene er integrerte i Grieg Seafoods vertikale verdikjede (Grieg Seafood ASA, 2022a). Videre oppfordrer Kaldestad og Møller (2016, s. 85) at virksomheter som er tett driftsmessig integrerte innenfor et virksomhetsområde, bør analyseres samlet, med konsernregnskapet som utgangspunkt.

Grieg Seafoods regnskapsinformasjon om de forskjellige virksomhetsområdene er mangelfull, og Kaldestad og Møller (2016, s. 85) påpeker at underliggende regnskap i et konsern sjeldent gir tilstrekkelig informasjon til analyseformål. Dette styrker argumentasjonen for at Grieg Seafood bør analyseres som en samlet enhet. Videre drøftet Kaldestad og Møller (2016) at dersom et selskap har virksomheter i forskjellige land, bør det ikke analyseres som en enhet. Dette skyldes komplikasjoner knyttet til valutakurser, ettersom kontantstrømmer med forskjellige valuter bør analyseres hver for seg. Disse bør diskonteres med et unikt avkastningskrav som tar høyde for aktuelle forhold som er ulike for hver enkel valuta. Likevel er informasjonen fra regnskapene oppgitt i samme valuta (NOK), og Grieg Seafood er driftsmessig integrerte rundt oppdrettslaks. Derfor velger vi på bakgrunn av drøftelsen å ikke skille ut Grieg Seafood sine forretningsområder, men analysere det som en samlet enhet.

Avslutningsvis må vi ta stilling til hvorvidt vi skal ta utgangspunkt i konsernregnskapet eller morselskapets selskapsregnskap i analysen vår. I regnskapet til morselskapet inkluderes investeringene i datterselskaper som selvstendige poster. Følgelig gitt at vårt analyseformål er å undersøke Grieg Seafoods forretningsområder som en samlet enhet, anser vi det som mest hensiktsmessig å ta utgangspunkt i konsernregnskapet i våre analyser.

6.1.3 Valg av analyseperiode

Vi har valgt en analyseperiode som tar utgangspunkt i regnskapstall fra de siste fem årene. Ved å ta i bruk historiske regnskapstall fra 2016-2021, mener vi det er tilstrekkelig for å få et bilde av Grieg Seafoods historiske prestasjon.

Endringer som har hatt større betydning for Grieg Seafood skjedde etter inngangen av 2020. I kapittel 2, som omhandlet selskapet og bransjen, introduserte vi at de hadde opprettet nye virksomhetsområder i Newfoundland i Canada i 2020. Eiendelene knyttet til salget av Shetland valgte de i 2020 å holde på. De eiendelene ble solgt i 2021. Videre har Grieg Seafood også etablert en ny integrert salgs- og markedsorganisasjon. Denne nye opprettelsen kommer i kjølvannet av at de solgte sin gamle salgsorganisasjon, Ocean Quality. Til tross for den høye aktiviteten, har kjernevirksomheten blitt bevart. Som nevnt tidligere er bransjen svært syklisk, dette er en faktor som også taler for en lenger tidshorisont. Videre er dette også en svært syklisk bransje, noe som igjen kan ta for en lenger tidshorisont. Likevel har vi valgt 2016-2021, ettersom lakseprisen stabiliserte seg mellom 40-80 NOK/kg i den perioden, og vi får med andre hendelser som har skjedd.

6.2 Reorganisering av regnskapet

Finansregnskapet gir ikke umiddelbar tilgang til selskapets driftsaktiviteter og verdiskapning. For å øke forståelsen bak selskapets lønnsomhet, er det viktig å skille mellom operasjonelle og finansielle poster. Balansen tar i bruk operasjonelle og finansielle poster, og resultatregnskapet kombinerer driftsaktiviteter med de finansielle postene som viser hvordan driften er finansiert (Kollet et al., 2020). Derfor er det viktig å reformulere både resultatregnskapet og balansen, slik at skillet mellom finansieringsposter og driftsrelaterte poster er tydelig. Dermed styrkes innblikket i årsakene for lønnsomheten i selskapet, i tillegg til utviklingstrendene i disse postene.

6.2.1 Reformulering av resultatregnskapet

I det reformulerte resultatregnskapet separeres postene, de som er knyttet til driften og de som er knyttet til finansiering. Videre identifiserer vi hvilke poster som er normale og hvilke som er unormale. Først vil det si å fjerne ikke-

gjentakende poster og poster relatert til finansieringen fra driften. Dette gir viktige nøkkeltall som EBITDA, EBIT og NOPAT. NOPAT viser profitt fra operasjonelle aktiviteter etter skatt, med andre ord verdiskapningen fra kjernevirksomheten i selskapet. Verdiskapningen fra driften er viktig, fordi den stammer fra gjeldende aktiviteter og ikke nødvendigvis inntjening (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 113-114). Videre er skattefordelen et viktig element knyttet til det å ha rentebærende gjeld (Tax-shield) (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 114). Skattefordelen som oppstår, blir trukket fra EBIT. Dette er i tillegg til hva den opprinnelige skattekostnaden er.

Grieg Seafood	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Analytical incomestatement adjusted for IFRS 16						
<i>In NOK 1 000</i>						
Total operating income	6 603 592	7 037 713	7 552 326	8 303 723	4 408 259	4 662 578
COGS	3 287 159	3 724 200	3 852 855	4 181 971	1 717 279	1 738 267
Gross profit	3 316 433	3 313 513	3 699 471	4 121 752	2 690 980	2 924 311
Share of profit from associated companies	569	-550	-2 328	211	3 350	-1 486
Salaries and personell expense	483 473	482 827	541 047	610 803	499 546	577 434
Other operating expenses	1 491 867	1 724 604	1 821 623	2 013 002	1 592 852	1 527 347
Production fee	0	0	0	0	0	-24 463
Fair value adjustment of biological assets	515 741	-91 463	256 097	-220 714	-289 705	523 036
EBITDA	1 916 798	1 122 372	1 688 334	1 277 444	312 227	1 316 617
Original Depreciation	173 916	201 132	235 655	410 583	368 874	375 674
Depreciation from operational leases	75 618	74 124	83 394	0	0	0
EBIT	1 433 953	537 681	1 035 866	866 861	-56 647	940 943
+/- tax shield from NFE	-29 448	-3 577	-17 090	-6 108	9 407	-25 484
Effective operating income tax	313 414	133 047	226 983	201 826	2 150	274 785
NOPAT	1 031 568	482 309	848 127	677 251	-77 611	717 126
Net profit	855 657	451 247	740 965	644 910	-315 996	604 376

Tabell 8: Resultatregnskap (omarbeidet, Grieg Seafood ASA, Annual Reports 2016-2022).

6.2.2 Reformulering av balansen

Det skilles mellom driftsrelaterte poster og finansieringsrelaterte poster på lik linje i balansen, slik som det er gjort i resultatregnskapet. Den reformulerte balansen fanger overgangen fra det å dele opp anleggsmidler, omløpsmidler og kortsiktig og langsiktig gjeld, til det å isteden dele opp driftsrelaterte eiendeler og gjeld, samt finansielle eiendeler og gjeld. Finansieringsaktiviteter bidrar ikke til selskapets verdi, delvis fordi de er bokførte til markedsverdi. Derfor foregår verdiskapningen gjennom driftsrelaterte aktiviteter og ikke finansieringsaktiviteter. Dette gjøres for å kartlegge evnen Grieg Seafood har til å oppnå profitt (Plenborg & Kinserdal, 2021, s.116-117). Videre kan denne evnen til å generere overskudd ses gjennom den sysselsatte kapitalen. Postene som inngår i utregningen av den sysselsatte kapitalen er NONCA, NOWC og FA. Først er NONCA langsiktige operasjonelle eiendeler minus langsiktig operasjonell gjeld (provisions). Videre beskriver NOWC den operasjonelle kortsiktige gjelden fratrukket operasjonelle

kortsiktige eiendeler, som også kalles arbeidskapital. Benevnelsen FA er direkte oversatt de finansielle eiendelene. Det er betydningsfullt å bemerke seg investert kapital, som vi finner pakket inn i sysselsatt kapital. Summen av NONCA og NOWC er den investerte kapitalen, eller summen av den rentebærende gjelden fratrukket FA. Egenkapitalen endrer seg ikke etter reformuleringen. Den rentebærende gjelden representerer all rentebærende gjeld i selskapet, også kjent som IBD (Plenborg & Kinserdal, 2021, s.116-117).

Grieg seafood Analytical balance sheet adjusted for IFRS 16 <i>In NOK 1000</i>	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Operating assets	6 606 402	7 266 950	8 422 777	8 712 819	10 289 912	9 748 314
Financial assets	552 607	319 947	140 663	221 865	359 616	965 934
Total	7 159 009	7 586 897	8 563 440	8 934 684	10 649 528	10 714 248
Equity	3 206 951	3 347 905	3 883 510	4 140 843	4 370 918	5 563 303
Operating liabilities	2 282 599	2 416 056	2 680 951	3 089 486	2 287 919	2 681 978
Financial liabilities	1 669 458	1 822 939	1 998 978	1 704 357	3 497 861	2 468 969
Total	7 159 008	7 586 900	8 563 439	8 934 686	10 156 698	10 714 250

Tabell 9: Balanse arrangert etter operasjonelle og finansielle poster (egentilvirkning, Grieg Seafood ASA, Annual Reports 2016-2022).

Grieg seafood Reformulert balanse adj. IFRS 16 <i>In NOK 1000</i>	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NONCA	2 419 092	2 794 713	3 132 240	3 427 838	4 471 872	4 801 676
NOWC	2 576 003	2 771 977	3 399 643	3 102 340	2 239 824	3 020 460
Netto operating assets/ Invested capital	4 995 095	5 566 690	6 531 883	6 530 178	6 711 696	7 822 136
FA	552 607	319 947	140 663	221 865	359 616	965 934
Capital employed	5 547 702	5 886 637	6 672 546	6 752 043	7 071 312	8 788 070
Equity	3 206 951	3 347 905	3 883 510	4 140 843	4 370 918	5 563 303
IBD	2 340 750	2 538 735	2 789 035	2 611 202	4 180 289	3 224 769
Capital employed	5 547 701	5 886 640	6 672 545	6 752 045	8 551 207	8 788 072

Tabell 10: Reformulering balanse (egentilvirkning, Grieg Seafood ASA, Annual Reports 2016-2022).

6.3 Lønnsomhetsanalyse

Etter reformuleringen vises lønnsomheten i eksakte tall, men det er lurt å undersøke prosentvis avkastning i lønnsomheten. Dersom selskapet har en høy grad av lønnsomhet, vil det gi en indikasjon på hvor godt selskapet er styrt og hvor bærekraftig forretningsmodellen er. Som nevnt tidligere er det den operasjonelle lønnsomheten som styrer selskapets verdi. Gjennom lønnsomhetskapittelet vil vi se på lønnsomheten i hensyn til avkastningen på investert kapital og avkastning på egenkapitalen. For å finne driverne bak

lønnsomheten, vil vi videre bryte ned formlene vi benytter. Dette vil vi sammenligne mot de tre selskapene vi har valgt som de mest sammenlignbare.

6.3.1 Analysegrunnlag sammenlignbare selskaper

Vi har hentet inn historiske data fra de sammenlignbare selskapene via årsrapporter og andre tilgjengelige databaser. Nøkkeltallene til Grieg Seafood er beregnet ved hjelp av egne analyser fra årsrapportene, mens nøkkeltallene til de sammenlignbare selskapene er en forenklet versjon av våre beregninger. Dette gjør sammenligningsgrunnlaget noe mindre nøyaktig, men det er gjort for å frigjøre tid til den faktiske verdsettelsen som er hovedfokuset til oppgaven. Dataene er hentet fra Bloomberg.

6.3.2 Avkastning på investert kapital (ROIC)

Lønnsomheten i selskapets drift måles ved hjelp av avkastning på investert kapital (ROIC). Det betyr avkastningen på selskapets netto operasjonelle eiendeler (investert kapital). Vi finner ROIC til Grieg Seafood ved å dele den operasjonelle profitten (NOPAT) på den investerte kapitalen. Formelen ser slik ut:

Formel 11: (Koller & Wessels, 2020, s. 247)

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Investert\ kapital}$$

Formelen sier dog lite om hva som er de faktiske driverne bak lønnsomheten. Derfor har vi valgt å bruke en dekomponert formel for ROIC i vår verdsettelse. Å dekomponere ROIC, betyr å dele opp formelen i to ulike forholdstall: Omløpshastighet på den investerte kapitalen og profittmarginen på driften. Her kan vi se at driftsinntekter, driftskostnader og utnyttelse av den investerte kapitalen driver ROIC (Koller & Wessels, 2020, 250). Den dekomponerte formelen ser slik ut:

Formel 12:

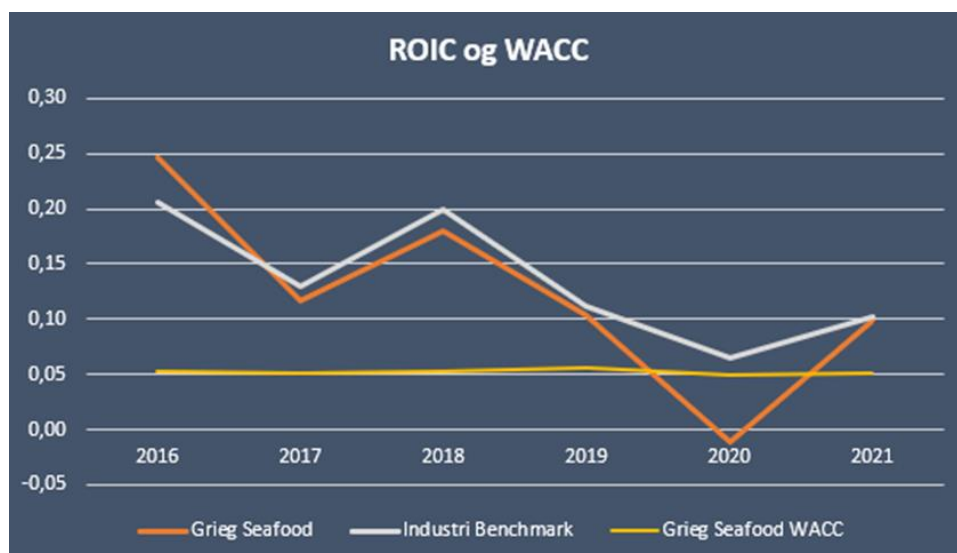
$$ROIC = \frac{NOPAT}{Inntekter} \cdot \frac{Inntekter}{Investert kapital}$$

Formel 13:

$$ROIC = driftsmargin \cdot Omløpshastighet \text{ på investert kapital}$$

Grieg Seafood ROIC In NOK 1000	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Utvikling
Invested Capital	4 995 095	5 566 690	6 531 883	6 530 178	6 711 696	7 822 136	
Growth		11,4 %	17,3 %	0,0 %	2,8 %	16,5 %	
Operating profit margin before tax	25 %	12 %	18 %	10 %	-1 %	20 %	
Operating profit margin before tax (ad. IFRS 16)	22 %	8 %	14 %	10 %	-1 %	20 %	
Operating profit margin after tax	21 %	9 %	14 %	8 %	-2 %	15 %	
Growth since 2015	100 %	111 %	131 %	131 %	134 %	157 %	
Operating profit margin after tax (ad. IFRS 16)	16 %	7 %	11 %	8 %	-2 %	15 %	
Growth		-56 %	64 %	-27 %	-122 %	-974 %	
Turover rate of invested capital	1,32	1,26	1,16	1,27	0,66	0,60	
Growth		-4 %	-9 %	10 %	-48 %	-9 %	
Days invested capital is tied up	276	289	316	287	556	612	
reduction in days		13	27	-29	269	57	
ROIC before tax	29 %	10 %	16 %	13 %	-1 %	12 %	
ROIC after tax	20,65 %	8,66 %	12,98 %	10,37 %	-1,16 %	9,17 %	
Growth		-58 %	50 %	-20 %	-111 %	693 %	

Tabell 11: Avkastning på investert kapital ROIC (egentilvirkning, Grieg Seafood ASA, Reports 2016-2022).



Figur 4: Grafisk utvikling i ROIC fra 2016-2021 (egentilvirkning).

Det er også viktig å se på forholdet mellom ROIC og WACC. ROIC representerer som nevnt avkastning på investert kapital, og WACC er kapitalkostnaden forbundet med selskapet. Differansen mellom disse to er meravkastningen

selskapet klarer å oppnå dersom ROIC overstiger WACC. Grieg følger referanseindeksen, med unntak av et betydelig avvik i 2020.

Figur 4 viser at Grieg Seafood har generert meravkastning over analyseperioden, med unntak av 2020. Gjennomsnittlig WACC for perioden ligger på 5,22 %, hvor gjennomsnittlig ROIC for tilsvarende periode er 12,25 %. Resultatene viser at Grieg Seafood har generert kontinuerlig meravkastning i analyseperioden.

6.3.1.1 Trendanalyser

Driverne bak lønnsomheten styres av komponentene som påvirker driftsmarginen og omløpshastigheten på den investerte kapitalen. Forholdstallene som representerer hver sin del i dekomponeringen, gir lav forståelse av hvorfor ROIC har beveget seg slik som den har gjort. Plenborg og Kinserdal (2021, s. 162-163) forklarer at de to ulike trendanalysene, indexing og common-size, kan klargjøre hvorfor.

Driverne bak lønnsomheten styres av komponentene som påvirker driftsmarginen og omløpshastigheten på den investerte kapitalen.

6.3.1.1.1 Indexing

Å indeksere betyr å sette det første regnskapsåret (2016) lik 100 %, og de resterende årene sammenlignes mot indeksåret (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 162). Da kan man raskt identifisere trender i inntekter, kostnader og balanseposter, ettersom de historiske tallene ses på relativt til det første regnskapsåret (2016).

Grieg Seafood						
Indexing analysis	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<i>In % of 2016</i>						
Total operating income	100 %	107 %	114 %	126 %	67 %	71 %
COGS	100 %	113 %	117 %	127 %	52 %	53 %
Gross profit	100 %	100 %	112 %	124 %	81 %	88 %
<i>Share of profit from associated companies</i>	100 %	-97 %	-409 %	37 %	589 %	-261 %
Salaries and personell expense	100 %	100 %	112 %	126 %	103 %	119 %
Other operating expenses	100 %	116 %	122 %	135 %	107 %	102 %
Production fee	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Fair value adjustment of biological assets	100 %	-18 %	50 %	-43 %	-56 %	101 %
EBITDA	100 %	59 %	88 %	67 %	16 %	69 %
Original Depreciation	100 %	116 %	135 %	236 %	212 %	216 %
<i>Depreciation from operational leases</i>	100 %	98 %	110 %	0 %	0 %	0 %
EBIT	100 %	37 %	72 %	60 %	-4 %	66 %
+/- tax shield from NFE	100 %	12 %	58 %	21 %	-32 %	87 %
Effective operating income tax	100 %	42 %	72 %	64 %	1 %	88 %
NOPAT	100 %	47 %	82 %	66 %	-8 %	70 %
Net profit	100 %	53 %	87 %	75 %	-37 %	71 %

Tabell 12: Indeksert reformulering resultatregnskap (egentilvirkning).

Grieg Seafood						
Invested capital - index analysis	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<i>In % of 2016</i>						
<i>Goodwill</i>	100 %	100 %	100 %	101 %	588 %	608 %
Trademark/Licenses	100 %	101 %	106 %	107 %	142 %	145 %
Other intangible assets	100 %	126 %	274 %	433 %	741 %	1174 %
Deffered tax assets	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Right to use assets (IFRS 16)	100 %	98 %	110 %	122 %	105 %	118 %
PPE	100 %	135 %	162 %	175 %	192 %	215 %
ONCA	100 %	114 %	130 %	139 %	174 %	190 %
Inventories	100 %	103 %	141 %	199 %	87 %	144 %
Trade receivables	100 %	95 %	116 %	57 %	22 %	19 %
Biological assets	100 %	110 %	130 %	140 %	104 %	140 %
Other receivables	100 %	122 %	102 %	205 %	82 %	90 %
OCA	100 %	107 %	126 %	126 %	84 %	110 %
<i>Deffered tax</i>	100 %	107 %	130 %	130 %	135 %	159 %
Trade payable	100 %	119 %	132 %	173 %	114 %	106 %
Tax payables	100 %	91 %	76 %	123 %	9 %	52 %
Public duties payable	100 %	34 %	60 %	104 %	45 %	66 %
Share based payments	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
<i>Other short term liabilities</i>	100 %	96 %	88 %	81 %	43 %	96 %
OL	100 %	104 %	108 %	140 %	74 %	91 %
Invested Capital	100 %	111 %	131 %	131 %	134 %	157 %

Tabell 13: Indeksert investert kapital (egentilvirkning).

Inntektene for 2016-2019 inkluderte inntekter fra Shetland og Ocean Quality. Denne inntekten er fjernet for 2020 og 2021, derfor er den lavere. NOPAT økte kraftig fra 2020 til 2021 dette skyldes økte inntekter på grunn av høyt slaktevolum og inntekter tilknyttet salget av både Shetland og Ocean Quality. Den investerte kapitalen har totalt vokst med 57% siden 2016. Langsiktig operasjonelle eiendeler, ONCA, økte med 90% i perioden. Som hovedsakelig skyldes flere

tildelte lisenser og veksten i Property, Plant and Equipment. Videre har også Goodwill økt betydelig i 2020 og 2021, økningen stammer nok fra at Grieg Seafood tillegger mye verdi anskaffelsen av Grieg Seafood Newfoundland AS.

6.3.1.1.2 Common-size analyse

Indekseringen gjort i forrige delkapittel viser trender i de operasjonelle nøkkeltallene. Svakheten i den analysen, er at de ikke sier noe om de relative størrelsene det er snakk om. Derfor vil vi benytte en Common-size analyse for å undersøke de relative størrelsene. I en Common-size analyse skaleres hver enkelt post i prosent av enten inntekt eller investert kapital. Ved å kombinere indeksering og Common-size, gir det et bilde av trendene som har størst påvirkning på selskapets avkastning på investert kapital (Plenborg og Kinserdal, 2021, s. 163-169).

Grieg Seafood Common-size analysis <i>In NOK 1000</i>	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total operating income	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
COGS	49,8 %	52,9 %	51,0 %	50,4 %	39,0 %	37,3 %
Gross profit	50,2 %	47,1 %	49,0 %	49,6 %	61,0 %	62,7 %
<i>Share of profit from associated companies</i>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %
Salaries and personell expense	7,3 %	6,9 %	7,2 %	7,4 %	11,3 %	12,4 %
Other operating expenses	22,6 %	24,5 %	24,1 %	24,2 %	36,1 %	32,8 %
Production fee	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,5 %
Fair value adjustment of biological assets	7,8 %	-1,3 %	3,4 %	-2,7 %	-6,6 %	11,2 %
EBITDA	29,0 %	15,9 %	22,4 %	15,4 %	7,1 %	28,2 %
Original Depreciation	2,6 %	2,9 %	3,1 %	4,9 %	8,4 %	8,1 %
<i>Depreciation from operational leases</i>	1,1 %	1,1 %	1,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	21,7 %	7,6 %	13,7 %	10,4 %	-1,3 %	20,2 %
+/- tax shield from NFE	-0,4 %	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %	0,2 %	-0,5 %
Effective operating income tax	4,7 %	1,9 %	3,0 %	2,4 %	0,0 %	5,9 %
NOPAT	15,6 %	6,9 %	11,2 %	8,2 %	-1,8 %	15,4 %
Net profit	13,0 %	6,4 %	9,8 %	7,8 %	-7,2 %	13,0 %

Tabell 14. Common-size analyse av det reformulerte resultatregnskapet (egentilvirkning).

Grieg Seafood						
Invested capital - Common size analysis	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<i>In % of invested capital</i>						
<i>Goodwill</i>	2,2 %	2,0 %	1,7 %	1,7 %	9,5 %	8,4 %
Trademark/Licenses	21,2 %	19,2 %	17,2 %	17,4 %	22,5 %	19,6 %
Other intangible assets	0,5 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,6 %	3,5 %
Deffered tax assets	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,0 %
Right to use assets (IFRS 16)	14,2 %	12,5 %	12,0 %	13,3 %	11,0 %	10,7 %
PPE	23,9 %	28,9 %	29,6 %	32,0 %	34,1 %	32,8 %
ONCA	61,9 %	63,2 %	61,4 %	65,9 %	80,2 %	75,1 %
Inventories	1,8 %	1,7 %	1,9 %	2,7 %	1,2 %	1,6 %
Trade receivables	16,0 %	13,7 %	14,2 %	7,0 %	2,7 %	1,9 %
Biological assets	49,2 %	48,5 %	48,9 %	52,6 %	37,9 %	44,1 %
Other receivables	3,3 %	3,6 %	2,5 %	5,1 %	2,0 %	1,9 %
OCA	70,3 %	67,4 %	67,6 %	67,5 %	43,7 %	49,6 %
<i>Deffered tax</i>	13,5 %	13,0 %	13,4 %	13,4 %	13,5 %	13,7 %
Trade payable	3,4 %	2,8 %	2,0 %	3,2 %	0,2 %	1,1 %
Tax payables	1,0 %	0,3 %	0,4 %	0,8 %	0,3 %	0,4 %
Public duties payable	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %
Public duties payable	4,4 %	3,8 %	3,0 %	2,7 %	1,4 %	2,7 %
<i>Other short term liabilities</i>	4,4 %	3,8 %	3,0 %	2,7 %	1,4 %	2,7 %
OL	18,8 %	17,6 %	15,5 %	20,0 %	10,4 %	10,9 %
Invested Capital	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Tabell 15: Common-size analyse av investert kapital (egentilvirkning).

Marginene for 2020 og 2021 er noe bedre enn de foregående årene. Samtidig synker EBITDA, EBIT og NOPAT marginene fra 2016-2020. Før i 2021 de stiger tilbake til 2016 nivået. Trenden vil ha stor påvirkningen på lønnsomheten til Grieg Seafood.

Vi vet den investerte kapitalen steg med 57% over analyseperioden. ONCA og OCA utgjør en større andel av den investerte kapitalen i 2021 enn i 2016.

6.3.2 ROE

Return On Equity (ROE), eller avkastning på egenkapital, måler selskapets evne til å genere avkastning på innskutt kapital fra eiere. Samtidig tar den høyde for gjeldsandelens (financial leverage) påvirkning på lønnsomhet. En stigende ROE indikerer at selskapet bedrer sin evne til å skape profitt, uten det samme behovet for tilførsel av kapital. Det er altså et mål på effektivitet. For å regne ut ROE deler man årsresultat på bokført egenkapital (Plenborg og Kinserdal, 2021, s. 170).

Formel 14: Return on Equity

$$ROE = \frac{\text{Net profit after tax}}{\text{Bookvalue of equity}}$$

I likhet med ROIC, dekomponerer vi også ROE. Dekomponeringen består av ROIC, gjeldsgraden og netto lånekostnad etter skatt (Net Borrowing Cost After Tax). Netto lånekostnad beregnes ved å dele rentekostnadene etter skatt på NIBD (netto rentebærende gjeld). Gjeldskostnaden regnes ut ved å dele NIBD på bokført verdi av egenkapital (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 170-171). Formelen er illustrert under:

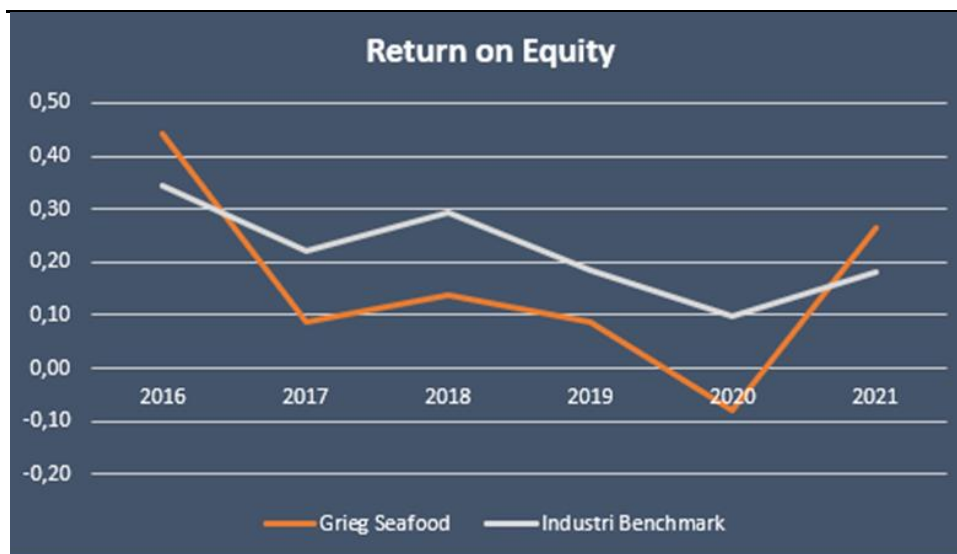
Formel 15: Return on Equity (dekomponert)

$$ROE = ROIC + (ROIC - NBC) = \frac{NIBL}{BVE}$$

Det første leddet i dekomponeringen tar for seg lønnsomhet fra drift. Det andre leddet ser på hvordan den totale lønnsomheten reagerer på gjeldsgraden. Dersom det finnes en positiv differanse mellom ROIC og gjeldskostnad (NBC), vil økt gjeldsgrad forbedre ROE. På den andre siden vil negativ differanse mellom ROIC og NBC, og økt gjeldsgrad i dette scenarioet, redusere ROE.

Grieg Seafood Return on Equity In NOK 1000	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Utvikling
ROIC after tax	20,65 %	8,66 %	12,98 %	10,37 %	-1,16 %	9,17 %	
Growth		-58,05 %	49,86 %	-20,13 %	-111,15 %	692,83 %	
Net financial expenses from income stat.	134 734	14 456	77 991	26 233	247 792	87 266	
Interest expense on lease liabilities	11 729	13 028	12 081	0	0	0	
Net financial expenses after tax + adjustment IFRS 1	114 451	20 684	70 335	20 125	257 199	61 782	
Net interest-bearing liabilities	2 340 750	2 538 735	2 789 035	2 611 202	4 180 289	3 224 769	
Growth		8,46 %	9,86 %	-6,38 %	60,09 %	-22,86 %	
Netto Borrowing cost after tax in % (NBC)	4,89 %	0,81 %	2,52 %	0,77 %	6,15 %	1,92 %	
Growth in percent point		-4,07 %	1,71 %	-1,75 %	5,38 %	-4,24 %	
ROIC -NBC	15,76 %	7,85 %	10,46 %	9,60 %	-7,31 %	7,25 %	
Netto interest bearing debt (NIBL or IBD)	2 340 750	2 538 735	2 789 035	2 611 202	4 180 289	3 224 769	
Growth		8,46 %	9,86 %	-6,38 %	60,09 %	-22,86 %	
Book value og equity (BVE)	3 206 951	3 347 905	3 883 510	4 140 843	4 370 918	5 563 303	
Growth		4,4 %	16,0 %	6,6 %	5,6 %	27,3 %	
Financial Leverage	0,73	0,76	0,72	0,63	0,96	0,58	
Return on Equity (ROE)	32,2 %	14,6 %	20,5 %	16,4 %	-8,1 %	13,4 %	

Tabell 16: Komponenter i ROE Grieg Seafood AS (egentilvirkning).



Figur 5: Utvikling i ROE siden 2016 (egentilvirkning).

Vi ser at Grieg Seafood ligger jevnt under industri benchmark gjennom analyseperioden. Dette kan indikere at Grieg Seafood ikke har like god evne til å skape profitt uten tilførsel av kapital.

6.4 Likviditetsanalyse

Selskapets evne til å innfri sine gjeldsforpliktelser er kjent som likviditet. Dersom et selskap mangler likviditet, vil de ikke kunne betale sine forpliktelser eller utføre lønnsomme investeringer, noe som kan føre til konkurs. Derfor er det viktig at et selskap kontinuerlig analyserer den kortsiktige og langsiktige likviditetsrisikoen (Langli, 2018, s. 484). Vi vil fortsette å bruke de sammenlignbare selskapene som referanse for forholdstallene vi kommer fram til.

6.4.1 Langsiktig likviditetsrisiko

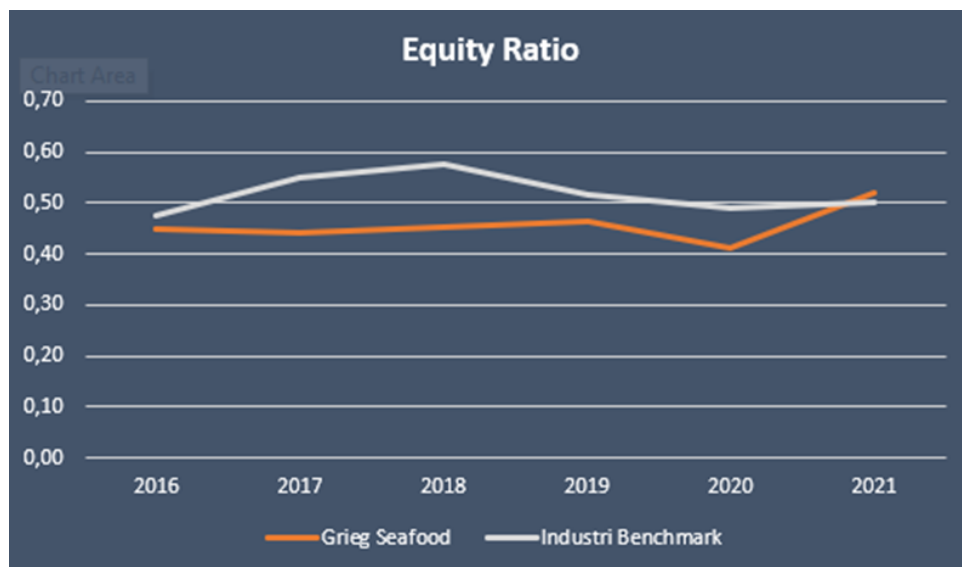
Langsiktig likviditetsrisiko måler risikoen knyttet til langsiktige betalingsforpliktelser. Vi ser her på selskapets finansieringsstruktur og vurderer om den er “sunn” og bærekraftig for bedriften. En langsiktig likviditetsanalyse gjøres for å måle bedriftens evne til å betale gjeld når den forfaller som en ordinær del av virksomheten (Plenborg & Kinserdal, 2021, s 214-230).

6.4.1.1 Sunn finansiering

Sunn finansiering undersøkes ved å se om balansen mellom egenkapital, langsiktig gjeld og kortsiktig gjeld er god. Dette ses opp mot hvilken type eiendeler og risiko som er knyttet til driften. I kommende underkapitler vil vi se på Equity Ratio og Interest Coverage Ratio for å analysere om Grieg Seafood har sunn finansiering.

6.4.1.1.1 Equity Ratio

Eierens egenkapital som andel av total kapitalen har vist seg som et av de beste forholdstallene til å forutse konkurser på et tidlig stadium. Egenkapitalen fungerer som en sikring mot uventede tap på kort og lang sikt. Den forrentes ikke slik som finansiering gjennom gjeld. Gitt at selskapet et år leverer et lavere overskudd enn forventet, kan selskapet velge å styrke likviditeten istedenfor å betale utbytte. (Var det dette Grieg gjorde i 2020 og 2021). Hvis et selskap ikke betaler gjeldsforpliktelser, fører dette til mislighold, og selskapet kan i verste fall bli tvunget til å avvikle driften (Langli, 2018, s. 484).



Figur 6: Equity Ratio for Grieg Seafood og sammenlignbare selskaper for analyseperioden (egentilvirkning).

Grieg Seafood ligger under bransjegjennomsnittet for store deler av analyseperioden. Likevel fører salget av oppdrettsanlegget i Shetland og Ocean Quailty i 2020 til at egenkapitalandelen overstiger bransjegjennomsnittet.

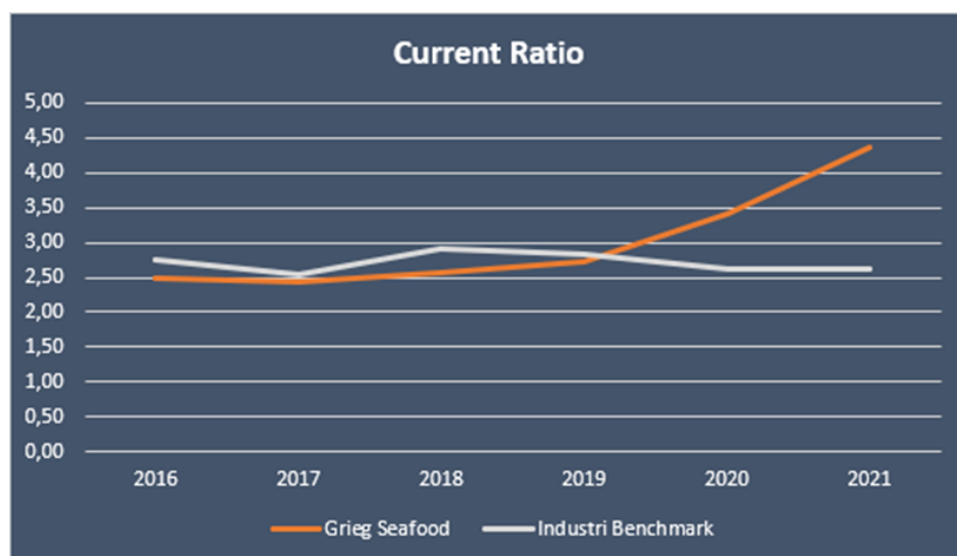
6.4.2.1 Likviditetsgrad 1

Et av de vanligste målene på likviditet, er likviditetsgrad 1, eller “*Current Ratio*”. Likviditetsgrad 1 er en vurdering av selskapets evne til å betale kortsiktige forpliktelser (Plenborg & Kinserdal, 2021, s231). Eldre litteratur spesifiserer at et tilfredsstillende forholdstall bør være over to for å ikke ha problemer med likviditeten. Denne tolkningen har senere blitt mye kritisert, ettersom det er svært bransjespesifikt. Derfor har det liten verdi å sammenligne likviditetsgrad mellom selskapene som ikke opererer innenfor samme bransje. Vi ser på Grieg Seafood i forhold til bransjen, og vi vil derfor vektlegge forholdet mellom likviditetsgraden til Grieg Seafood og bransjen, istedenfor det konkrete tallet.

Gradem sammenligner omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og den er funnet med følgende formel:

Formel 16: Likviditetsgrad 1

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}}$$



Figur 7: Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og sammenlignbare selskaper for analyseperioden (egentilvirkning).

Til tross for sine begrensninger viser analysen at Grieg Seafoods likviditetsgrad 1 er tilfredsstillende. De avviker lite fra bransjen, og omløpsmidlene har økt

betydelig som følge av salget av Newfoundland. Dermed har Grieg Seafood få problemer med å betjene sine kortsiktige gjeldsforpliktelser. Avslutningsvis er det viktig å nevne overvekten bransjen har av biologiske eiendeler, som igjen gjør det vanskeligere å konkludere. De biologiske eiendelene regnes som likvide på kort sikt.

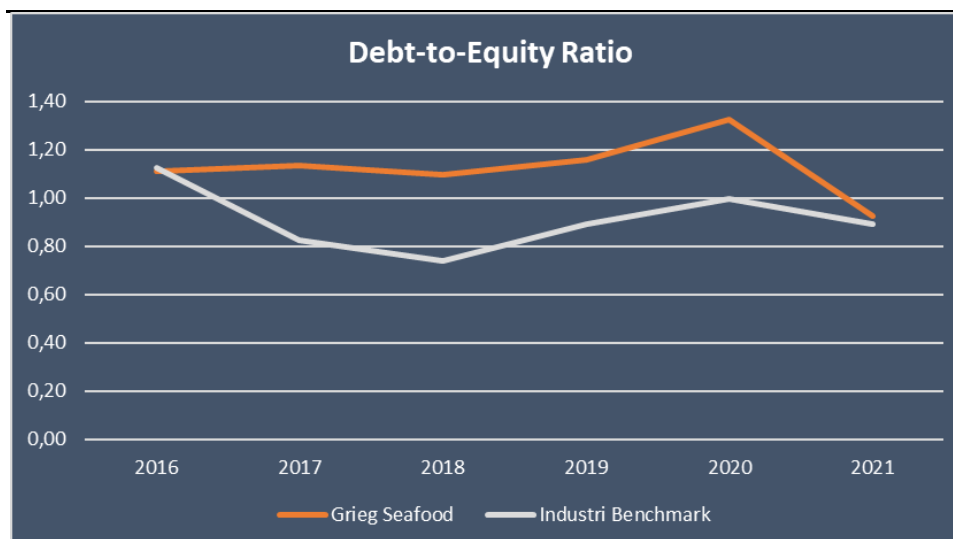
6.4.2.2 Debt-To-Equity Ratio

Gjeldsgraden (Debt-To-Equity Ratio) uttrykker forholdet mellom gjeld og egenkapital. Formelen uttrykkes slik:

Formel 17: Debt to Equity Ratio

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total shareholders Equity}}$$

Gjeldsgraden er et nøkkeltall som brukes til å vurdere selskapets finansielle giring. Finansiell giring, også kjent som financial leverage, forteller oss hvor mye av selskapets driftsaktiviteter er finansiert ved hjelp av gjeld. Gjeldsgraden er med andre ord en refleksjon av hvor godt selskapet vil kunne dekke utestående gjeld ved eventuelle nedgangstider. Bakgrunnen for hvorfor det er attraktivt å ta opp gjeld, er at de ekstra inntektene som genereres ved hjelp av gjeldsopptaket er større enn kostnadene forbundet med lånet. Dersom gjeldsgraden er høy, betyr det at selskapet har brukt mye gjeld i finansieringen av nye prosjekter. Da eksponerer selskapet seg for større påvirkning ved endringer i rentemarkedet. Hvis rentekostnadene går opp grunnet høyere renter, vil det øke risikoen for insolvens. På den andre siden kan en lavere gjeldsgrad være positivt, ettersom soliditeten i selskapet styrkes.



Figur 8: Gjeldsgrad for Grieg Seafood og sammenlignbare selskaper for analyseperioden (egentilvirkning).

Naturligvis er gjeldsgraden høyere for 2020, ettersom økonomien ble hardt påvirket av koronapandemien.

6.5 Justering for IFRS 16

IFRS 16 ble introdusert i 2016, da ble det bestemt at regelverket for håndtering av leasingavtaler i finansregnskapet skulle fornyes. Under den gamle praksisen for klassifisering av leiekontrakter, kjent som IAS 17, skilte leietaker mellom finansielle og operasjonelle leasingavtaler. Operasjonelle leieavtaler ble ikke balanseført, mens finansielle leieavtaler ble. Differansen mellom disse blir definert ut ifra hvorvidt leiekontrakten tilsvarer den økonomiske verdien av å kjøpe den underliggende eiendelen. Eiendeler som ble klassifisert til drift, ble dermed ble klassifisert som operasjonelle og ikke balanseført (IFRS, 2022).

6.5.1 IFRS 16

Grieg Seafood følger IFRS, og de opererer både med operasjonelle og finansielle leasingavtaler. Det er leietaker som er ansvarlig regnskapsmessig, ved finansiell leasing. Den økonomiske risikoen og kontrollen overføres til leietaker. Motsatt med operasjonell leasing, hvor den økonomiske risikoen ligger hos utleier, ifølge Pedersen (2016). Finansiell leasing blir resultatført gjennom avskrivninger og rentekostnader, og det er balanseført via oppføring av leasingutstyret som

eiendeler og beløpet som har finansiert det som gjeld. Dermed er balanseføringen av leasing mangelfull. Den nevnte endringen medførte at alle leieavtaler nå behandles som finansielle og følger samme regnskapsregler. Dette er med unntak av kortsiktige leieavtaler på mindre enn ett år. Med IFRS 16 som ny regnskapsstandard, øker eiendeler og gjeld på balansen. I tillegg påvirker endringen nøkkeltall som EBITDA, EBIT, avskrivninger og andre driftskostnader i resultatregnskapet. Derfor vil vi gjennomføre en justering for 2016-2018, ettersom det gir et feil bilde av verdiskapningen i perioden.

6.5.2 Justering for IFRS 16

Først finner vi verdien av leieavtaler og leiekostnader for hvert enkelt år, slik at vi kan justere for IFRS 16. Dette finner vi ved å lese notene i Grieg Seafoods årsrapporter. Leieavtalene vi ser etter er de som overstiger ett år. Verdien av leieavtalene legges så til i det reformulerte balanseregnskapet. Verdien av Grieg Seafoods leieavtaler og leiekostnader fremstilles i tabell 6-x.

Leasing avtaler In NOK 1000	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Assets	390 970	434 283	420 950			
Later than one year and no later than five years	253 970	339 502	341 810			
Later than five years	137 000	94 781	79 140			
Total	708 538	694 535	781 391	831 994	684 839	755 827
Depreciation	75 618	74 124	83 394			
År for økonomisk levetid	9,37	9,37	9,37			

Tabell 17: Verdi av leasingavtaler som legges til balansen og avskrivninger (egentilvirkning).

I fasen hvor IFRS skal implementeres, balanseføres leierettighetene. Dette medfører en avskrivningskostnad tilknyttet disse hvert år, basert på den økonomiske levetiden til avtalene. Årsrapporten gir utilstrekkelig informasjon angående lengde på leasingavtalene. Det rapporteres om en lengde på 2-10 år for den operasjonelle leasingen i notene (Grieg Seafood, 2019). Derfor benytter vi metoden til Koller et al. (2020, s. 484) for estimering av levetid. Denne tilnærmingen tar gjennomsnittlig varige driftsmidler delt på avskrivninger for hvert år for å estimere gjennomsnittlig leieperiode. Utregningen gir en estimert levetid på 9,37 år, noe som er innenfor opplysningene i notene.

Estimated life time for operational leasing Grieg Seafood	2016	2017	2018	Average
Fixed assets	1 510 379	1 871 804	2 292 912	
Depreciation fixed assets	175 352	196 237	230 262	
Estimated life time for operational leasing Grieg Seafood	8,61	9,54	9,96	9,37

Tabell 18: Estimert levetid for operasjonell leasing for Grieg Seafood, 2016-2018 (egentilvirkning).

Justeringen sin effekt på resultatregnskapet før 2019, er at leasingkostnadene som under IAS 17 ble oppført under driftskostnader nå splittes i renter og avskrivninger. Den operasjonelle leasingkostnaden legges nå til tidligere EBITDA og flyttes til avskrivninger og rentekostnader. Denne endringen øker EBITDA, men reduserer EBIT, NOPAT og Net Profit.

Grieg seafood	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Analytical incomestatement adjusted for IFRS 16						
<i>In NOK 1000</i>						
EBITDA	1 857 403	1 014 069	1 590 570	1 277 444	312 227	1 316 617
IFRS 16 Effects						
Excluding leasing cost form operating expenses	59 395	108 303	97 764	0	0	0
New EBITDA	1 916 798	1 122 372	1 688 334	1 277 444	312 227	1 316 617
IFRS 16 effect	3 %	11 %	6 %			
EBIT	1 683 487	812 937	1 354 915	866 861	-56 647	940 943
Original Depreciation	173 916	201 132	235 655	410 583	368 874	375 674
Depreciation from Operating lease contracts	75 618	74 124	83 394	0	0	0
New EBIT	1 433 953	537 681	1 035 866	866 861	-56 647	940 943
IFRS 16 effect	-15 %	-34 %	-24 %			
NOPAT	1 374 430	618 933	1 092 200	677 251	-77 611	717 126
+/-tax shield from NFE	-29 448	-3 577	-17 090	-6 108	9 407	-25 484
Tax operating income (effective)	313 414	133 047	226 983	201 826	2 150	274 785
New NOPAT	1 031 568	482 309	848 127	677 251	-77 611	717 126
Net profit	1 210 248	600 900	997 119	690 639	-514 819	1 204 667
Leasing interest	11 729	13 028	12 081	0	0	0
Financial income	20 479	42 333	18 874	51 309	103	125 233
Financial expense	155 213	56 789	96 865	77 542	247 895	212 499
+/- Tax shield	-29 448	-3 577	-17 090	-6 108	9 407	-25 484
Net interest -expense/+income	-146 463	-27 484	-90 072	-26 233	-247 792	-87 266
New Net profit	855 657	451 247	740 965	644 910	-315 996	604 376

Tabell 19: Endring i reformulert resultatregnskap tilknyttet IFRS 16 justering (egentilvirkning).

7.0 Strategisk Analyse

For at vi skal forstå hva Grieg Seafoods regnskapstall egentlig betyr, må vi ha forståelse for hvilken verden de faktisk opererer i. Ved å først se på eksterne

faktorer, tar vi utgangspunkt i en PESTEL-modell som analyserer relevante makroforhold og trender som har innvirkning på oppdrettsbransjen. Deretter bruker vi Porters modell om fem krefter for å analysere bransjen. Vi gjør også en internanalyse ved å bruke en VRIO-analyse til å se på hvilke ressurser som gir konkurransefortrinn for Grieg Seafood. Til slutt oppsummerer vi relevante funn fra ekstern- og internanalysen i en SWOT-analyse.

7.1 Makroanalyser

7.1.1 Inflasjon, valutakurser, rentenivå, demografi og teknologi

Inflasjon

Inflasjon er et annet ord for prisstigning. Det betyr at priser på varer og tjenester øker, og at kjøpekraften for pengene svekkes. I det motsatte tilfellet skjer en deflasjon, hvor kjøpekraften styrkes ovenfor prisene (Steigum, 2018). Høsten 2021 var preget av akutte brister i forsyningskjedene og oppganger i energiprisene i hele verden. Dette har medført at inflasjonen i 2022 har steget signifikant (Johansen, 2022). Inflasjonsanslaget til IMF i industriland og fremvoksende økonomier er på hhv. 5,7 % og 8,7 %. Dette betyr at sentralbanker må gjøre enda tydeligere justeringer for å bekjempe inflasjonspresset (Fondfinans, 2022, s. 3).

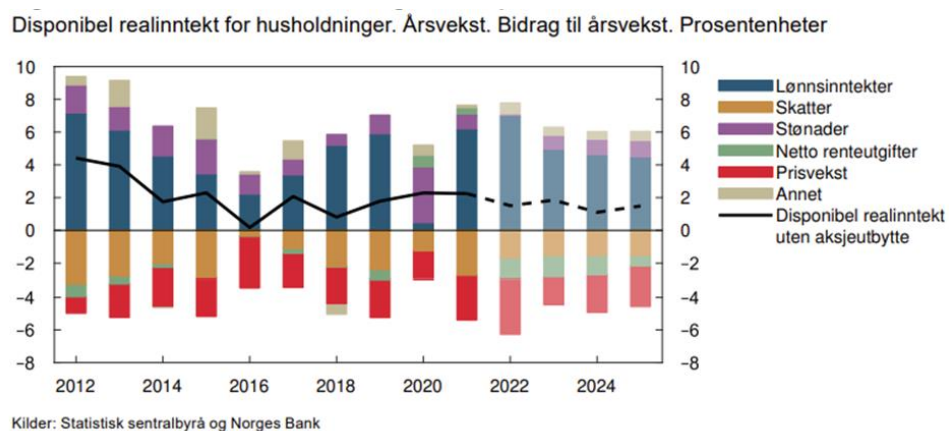
Rentenivå

Pandemien var kjennetegnet med en styringsrente på 0 % i Norge. I september var denne tiden over, da Norges Bank besluttet å heve renten til 0,25 %. Dette ble gjort for å gå mot en mer normal styringsrente, da det blir ansett som et sykdomstegn for et land å ha en rente på 0 %. Det menes at folk flest i Norge vil klare slike rentehevinger, siden nordmenn i stor grad aldri før har spart så mye som under pandemien. Det legges vekt på å la nordmenn få bruke disse oppsparte midlene, slik at den personlige økonomien ikke blir for stram. Da er det risiko for at det blir enda mer nedkjøling i norsk økonomi, som i sin tur leder til økt arbeidsledighet (Majid, 2021). Siden mars har styringsrenten vært på 0,75 % (Norges Bank, 2022). Rentenivået antas å heves tre ganger i år, og det kommer til å ligge på 1,50 % i utgangen av 2022, ifølge Norges Bank.

Den amerikanske sentralbanken hevet i begynnelsen av mai renten med 0,5 prosentpoeng, til intervallet mellom 0,75 % og 1 %. De varslet tilsvarende hevinger i juni og juli (Fondfinans, 2022, s. 3). I Eurosonen er ikke inflasjonspresset like stort. Likevel har sentralbankene varslet at de kvantitative lettelsene vil ta slutt i løpet av året, og renten vil kunne stige med om lag tre prosentpoeng.

Kjøpekraft

Pandemien har lagt store begrensninger på husholdningens forbruksmuligheter. Den høye sparingen gir husholdninger rom for å øke konsumet mer enn inntektsveksten isolert ville tilsi (Bache, 2022, s. 23). Årslønnsveksten i 2022 anslås til 3,7 %. Likevel er det viktig å nevne at prisvekst og renteoppgang vil redusere disponibel realinntekt. Det er flere mekanismer som trekker i forskjellige retninger, men sparingen gjort i pandemien gir fortsatt en økning i husholdningers konsum på 6 %, før den vil avta til omkring 1,5 prosentpoeng mot slutten av prognoseperioden.



Figur 9: Disponibel realinntekt for husholdninger (Bache, 2022, s. 24).

Valuta

Siden Grieg Seafoods marked strekker seg over flere fronter i verden, må man ta hensyn til endringer i valutakurser over tid. De viktigste utenlandske valutaene Grieg Seafoods opererer med, er canadiske dollar (CAD), amerikanske dollar (USD), britiske pund (GBP) og euro (EUR). Produksjonsavdelingene tar betalt i sin lokale valuta, som sikrer transaksjonene mot valutasingninger relatert til blant annet endringer mellom USD/CAD, EUR/NOK, GBP/EUR og USD/NOK (Grieg

Seafood ASA, 2022). Per 28.05.2022 var 1 EUR verdt 10,14 NOK, noe som anses som høyt i forhold til hvordan det har vært de siste 20 årene. Det betyr at norske selskap som eksporterer varer til Eurosonen er ekstra utsatte for valutatap i perioden mellom salg og innbetalinger.

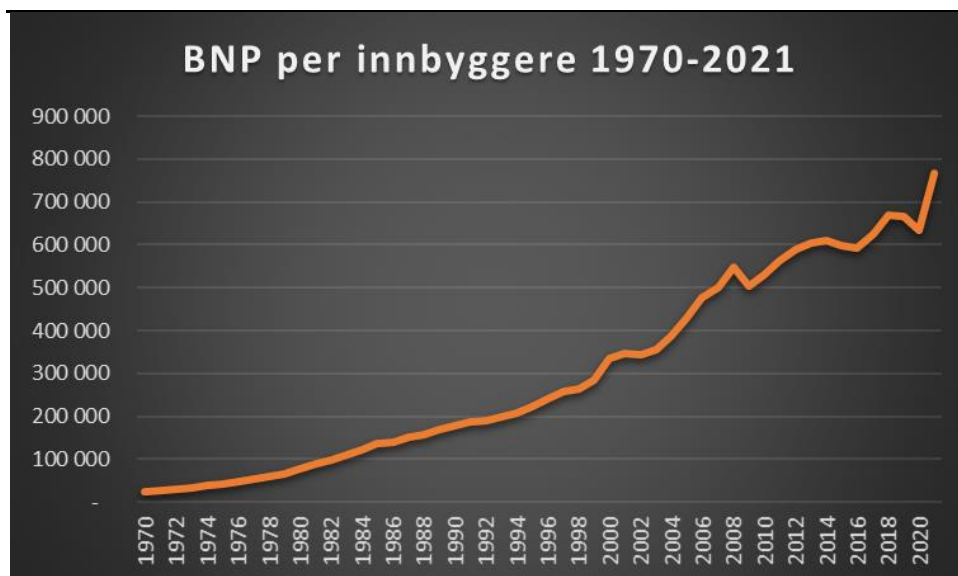
For å forstå hvordan dollaren har styrket seg mot euroen, kan en se på rentehevingene på ti-års statsobligasjoner i både USA og Tyskland. I USA har de steget mer, og det kan være en av grunnene til at dollaren har styrket seg mot euroen, denne gang med nesten 5 % (Fondfinans, 2022, s. 5).

7.1.2 Utvikling i norsk økonomi

Aktiviteten i den norske økonomien ser ut til å stige raskt. Det er en lav arbeidsledighet, og lønnsveksten og lønnsforventninger har økt (Bache, 2022, s. 21). Fastlandsøkonomien forventes å være sterk, til tross for at krigen i Ukraina demper veksten noe. Det er ventet at veksten vil avta noe i årene som kommer. Dette skyldes rentehevinger og kapasitetsbegrensninger. Vi har allerede sett at rentehevingen har startet fra et nivå på 0 % i pandemien til 0,75 % i dag (Norges Bank, 2022).

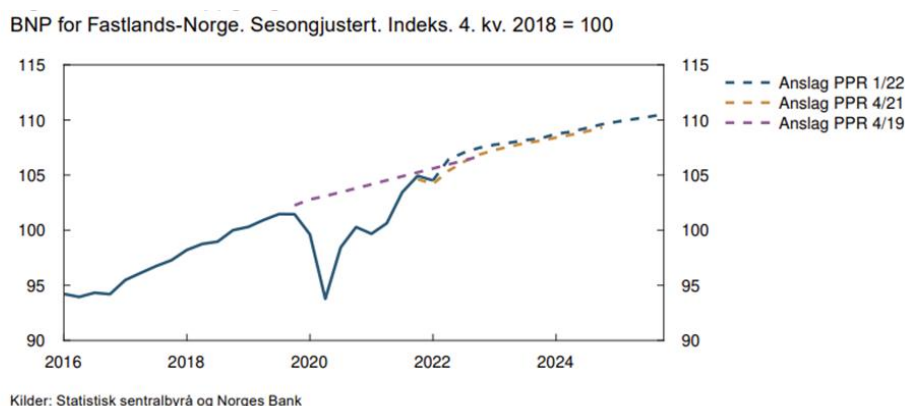
Aktiviteten i norsk økonomi har steget raskere enn forventet siden koronapandemien brøt ut våren 2020. Svingninger i aktiviteten i den norske økonomien og antallet arbeidsledige har korrelert med endringer i smittesituasjonen (Bache, 2022, s. 21). BNP for Fastlands-Norge økte med 4,2 % i 2021, etter fallet på 3,0 % i 2020.

Vi tar her stilling til hvordan BNP fordeler seg på antallet innbyggere. I 2021 lå BNP per innbygger i Norge på 766 252 NOK. Dette var en markant økning fra fjoråret på 633 965 NOK, noe som er den bratteste årlige økningen vi har sett historisk (SSB, 2022). Dette illustreres i figuren nedenfor.



Figur 10: BNP-vekst per innbygger (omarbeidet, Statistisk Sentralbyrå, 2022).

Den observerte nedgangen kan tilskrives koronapandemien. I en tidligere rapport nevner daværende sentralbanksjef Øystein Olsen at høy sparing grunnet begrensede muligheter for forbruk, kombinert med høyere reallønnsvekst, er noen av årsakene til at konsumveksten vil kunne øke de kommende årene (Olsen, 2021). Som nevnt vil Russlands invasjon av Ukraina trolig dempe noe av den økonomiske veksten, men veksten vil mest sannsynlig fortsette. Videre vil det bli større lekkasjer til tjenester i utlandet, gjennom økt grensehandel og flere utenlandsferier (Bache, 2022, s. 22). Se figur 11 for utsiktene knyttet til veksten.

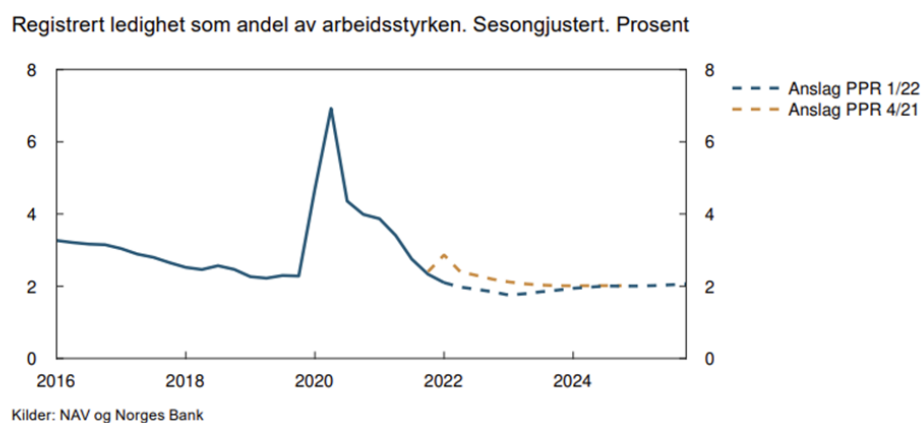


Figur 11: Utsikter til et løft i veksten resten av 2022 (Bache, 2022, s. 22).

Lønnsveksten for 2021 ble høyere enn anslått i forrige rapport. I 2022 er det forventet ytterligere vekst, og den anslåtte veksten må ses i sammenheng med økt

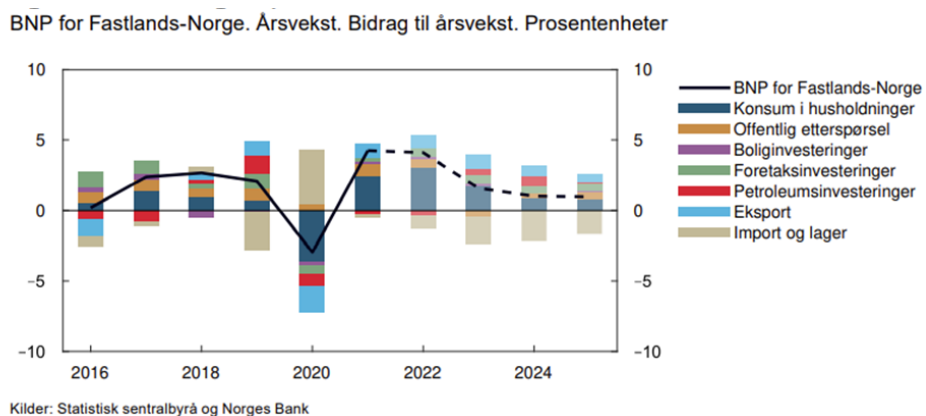
etterspørsel i arbeidskraft og høyere konsumprisvekst. Veksten for 2022 anslås nå til 3,7 % (Bache, 2022, s. 8).

Sysselsettingen i Norge har økt siden 2016, og arbeidsledigheten falt samtidig som utviklingen i økonomien har vært positiv. Grafens toppunkt knyttes til ledighet forårsaket av korona pandemien. Norges Bank prognostiserer at ledigheten vil gå ned til 1,8 % i løpet av året, i takt med at aktiviteten i økonomien går opp (Bache, 2022, s. 29). Samtidig er det noe usikkerhet knyttet til om arbeidstakere på korttidsopphold vil øke. Figuren under illustrerer prognosene.



Figur 12: Ledighetsprognoser (Bache, 2022, s. 29).

Det er særlig eksporten og veksten fra Fastlands-Norge som løfter den økonomiske veksten i år. Det er viktig å kommentere at mye av det økte konsumet i husholdningen skyldes en ekspansiv pengepolitikk, og det er forventet at den vil strammes inn i de kommende årene. Per nå er vi inne i en høykonjunktur (Bache, 2022, s. 23). Figuren illustrert under viser bidraget ulike kategorier har til BNP-veksten.



I 2021 var veksten i boligmarkedet moderat, mens veksten var høyere i de to første månedene i 2022. Oppgangen henger nok sammen med regelendringer knyttet til salg av boliger som trådte i kraft etter nyttår (Bache, 2022, s. 2022). Det forventes at boligprisene vil avta som følge av høyere renter, og effekten av regelendringene er trolig midlertidig.

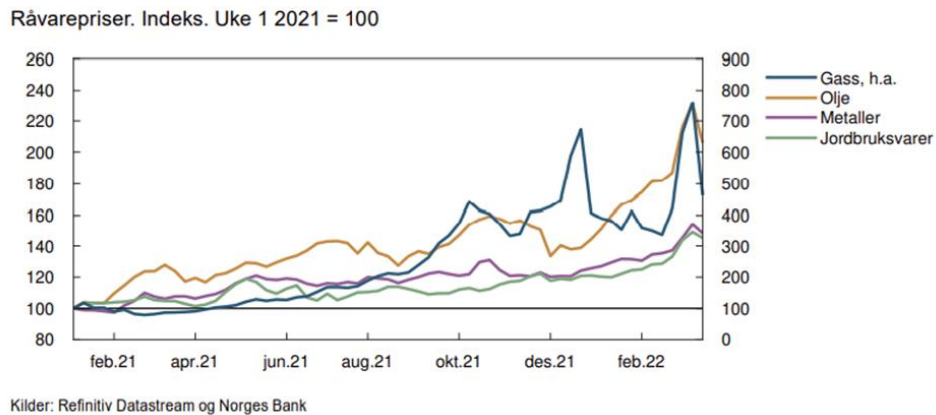
Norge og Russland

Norge har vært tydelig i sitt standpunkt mot invasjonen i Ukraina. Ifølge Utenriksminister Anniken Huitfeldt har Norge sammen med EU og andre vestlige land satt et hardt press på den russiske økonomien. Norge har opparbeidet «Forskrift om restriktive tiltak vedrørende handlinger som undergraver eller truer Ukrainas territoriale integritet, suverenitet, uavhengighet og stabilitet» (Regjeringen, 2022a). Den handler om nye sanksjoner som trådte i kraft 7. mai, om å blant annet forby russiske fartøy å legge til i norske havner. Dette gjelder kommersiell trafikk med skip på over 500 bruttotonn, yachter og enkelte fritids- og lystfartøy. Forbudet gjelder dog ikke russiske fiske-, søk-, rednings- og forskningsfartøy. Fiskeri- og havminister Bjørnar Skjæran sier også at fiskerisamarbeid med Russland i Barentshavet ikke påvirkes av noen forbud. Forbud gjelder også veitransport driftet av russisketablerte foretak, noe som begrenser vareleveranser mellom landene og enkelte aktører i næringslivet. Det gjøres unntak ved transport av post, og det kan søkes om unntak hos Utenriksdepartementet for blant annet medisiner, landbruksprodukter og andre livsnødvendige produkter (Regjeringen, 2022b).

7.1.3 Utvikling i internasjonal økonomi

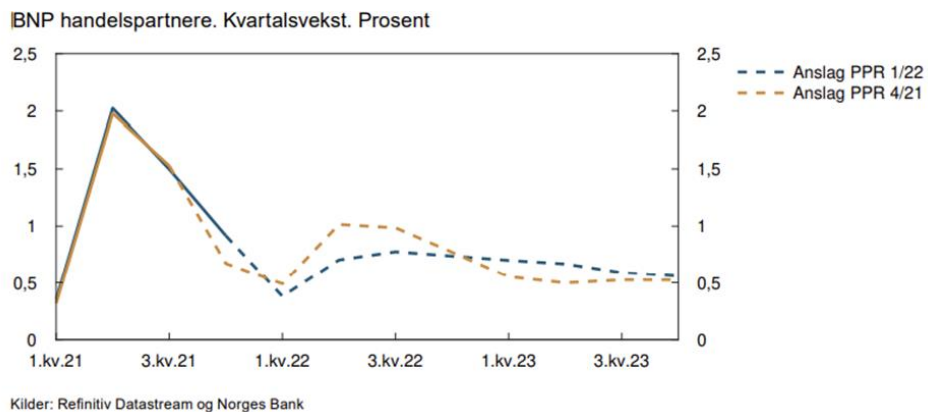
“Global vekst er anslått til 3,6 % i 2022” (IMF, 2022a, s. xxi). På nyåret så prognosene bedre ut. Endringen er knyttet opp mot Russlands invasjon av Ukraina. Flere land har innført omfattende sanksjoner mot Russland. Dette vil trolig føre til et hardt økonomisk tilbakeslag i Russland. Russland er en viktig

leverandør av olje og gass. Prisene på olje og gass har steget markant etter invasjonen, og prisen på flere råvarer har fulgt etter (Bache, 2022, s. 12). Figuren under viser økningen.



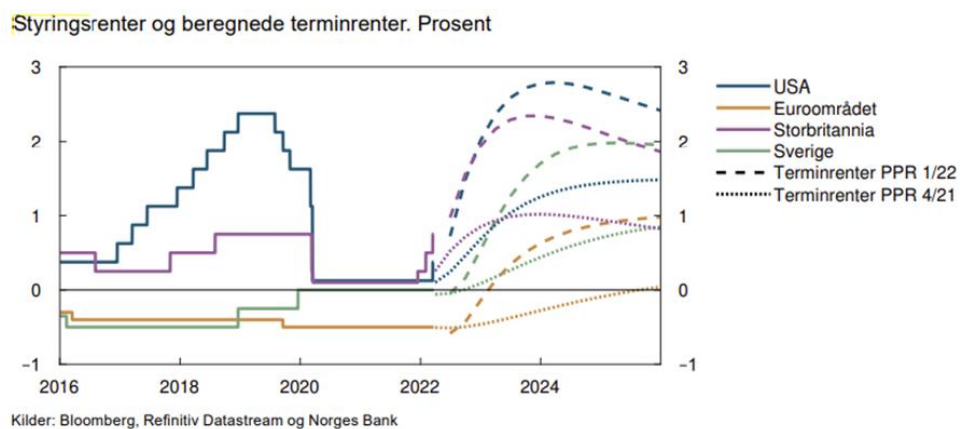
Figur 14: Råvareprisenes utvikling (Bache, 2022, s. 12).

De største bremseklossene for den globale veksten er som nevnt konflikten i Ukraina. Samtidig har Kina igangsatt en nullsmittepolitikk som kan få dramatiske konsekvenser for kinesisk økonomi og internasjonal varehandel (Fondfinans, 2022, s. 1). Det er kombinasjonen av forsyningskrise, økende energi- og råvarepriser og forventede rentehevinger som driver veksten ned. Dette er noen av faktorene knyttet til hvorfor prognosene for den økonomiske veksten er dempet. Det er en rekke risikomomenter som er knyttet til utviklingen internasjonalt, og det er mer utfordrende enn vanlig å si noe fornuftig om det som kommer frem av rapportene. Strammere finansielle forhold og økt usikkerhet vil trolig også dempe konsum og investeringer blant husholdninger. Figuren viser prognosene for BNP-utviklingen.



Figur 15: Forventet BNP-nivå frem til Q3 2023 (Bache, 2022, s. 13).

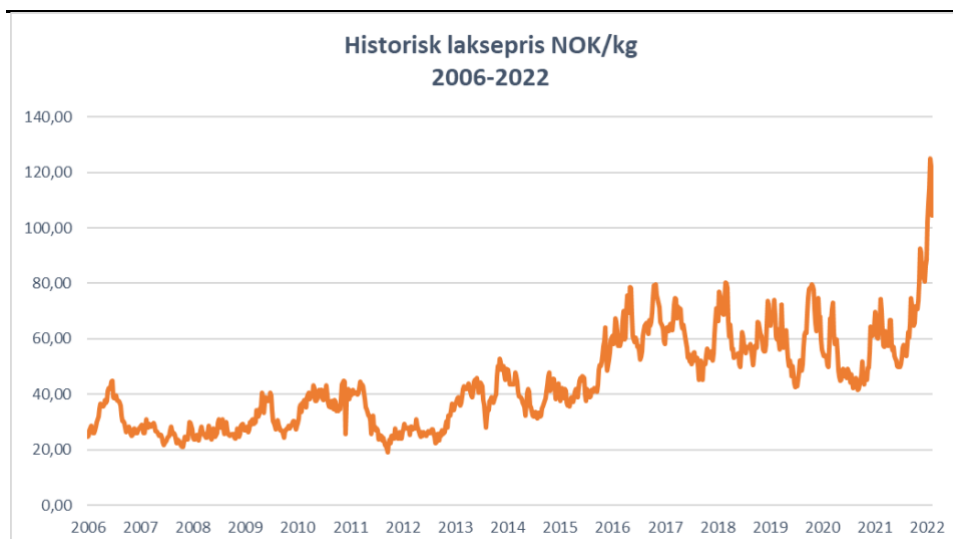
Vi ser i figur 15 over utviklingen i BNP for Norges 25 viktigste handelspartnere og den forventede veksten mot 2023. Vi kan observere en reduksjon som i stor grad skyldes konflikten, og forventede pengepolitiske innstramninger som skal ta sikte på å hindre inflasjon i å stige ytterligere. Dette ser vi også eksempel på i figur 16 under, hvor den viser hvordan de forventede rentehevingene vil se ut de nærmeste årene (Bache, 2022, s. 6). Det er en strategi som kan motvirke inflasjon, og ifølge Fondfinans er inflasjonen på en 40-årig topp i USA. Dermed vil det ta en stund før inflasjonsmålet nærmer seg sitt ønskede nivå på 2 %.



Figur 16: Forventede rentenivåer i ulike land (Bache, 2022, s. 6)

Utsikter for laksepris

Som det ble nevnt i kapittel 2, har det vært en kraftig økning i lakseprisen i 2022. Vi viser igjen til Figur 2 nedenfor. Det var særlig uken etter påsken i midten av april som hadde det største opprykket. Prisen nådde sitt aller høyeste nivå i analyseperioden. Analytiker Bent Rølland fra SEB mener at naturlige årsaker spiller en rolle. Det har vært liten tilvekst av laks i Nord-Norge, noe som skyldes ekstremt lave temperaturer i vannet og store snømengder. Normal drift vil ikke skje før i juli. Rølland mener også at det har med andre makroøkonomiske forhold å gjøre. Matvareinflasjonen har som nevnt tidligere en økende trend, samtidig som energiprisene har steget (Rølland, 2022).



Figur 2: Lakseprisens utvikling fra 2006-2022 (egentilvirkning, Fishpool, 2022)

7.1.4 Utsikter for bransjen

Kontali er verdensledende uavhengige leverandør av data og analyser for globalt havbruk og akvakultur. De forventer en reduksjon på 1% i det totale slaktevolumet til bransjen. Ved ingen produksjonsvekst, og fortsatt økt etterspørsel på bakgrunn av etterspillet til koronapandemien, er det rimelig å tro at markedet vil være sterkt videre (Grieg Seafood ASA, 2022b, s. 19). Den økte etterspørselen skyldes ettervirkninger av koronapandemien og forventet produksjonsvolum. Produksjonsvolumet i bransjen er uelastisk, så skift i etterspørselen medfører at tilbudet henger etter. Det tar med andre ord tid for bransjen å øke produksjonen nevneverdig på kort sikt. En annen driver som har bidratt til høy etterspørsel er lavere eksport fra Norge.

Nedenfor viser tabell 20 utvikling i den norske befolkningens konsum fra elvefiske, oppdrett og fangst (vist i millioner kg rund vekt/slaktevekt).

	1979	1989	1999	2009	2018	2019	2020
Elvefiske	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
Oppdrett	7,4	115,0	473,8	961,5	1354,9	1452,9	1479,2
-Laks	4,4	111,3	425,2	862,3	1282,0	1364,0	1377,2
-Ørret	3,0	3,6	48,7	74,3	68,3	83,5	96,8
-Øvrig	0	0	0	24,9	4,6	5,4	5,2
Fangst (1)	2650,2	1788,7	2630,0	2080,4	1610,4	1447,4	1492,9
Fangst (2)					2665,3	2483,5	2607,1
Totalt	2658,0	1904,1	3104,2	3042,2	2965,7	2900,6	2972,4

1. I årene 1979,1989 og 1999 omfatter tallet "total fangst levert av norske skip". Fra og med 2009 omfatter tallene fangst i rundvekt til "Konsum" fra norske fartøy

2. Omfatter fangsttallene fra Fiskedirektoratet "fangst etter art og nasjonalitet på fiskefartøyet" (kun norske fartøy), men ikke inndeling etter anvendelse (konsum, olje/mel og fôr).

7.2 Ekstern analyse

7.2.1 PSTEL-analyse

Plenborg & Kinserdal (2021, s. 272) omtaler makroanalysene sitt primære mål er å identifisere makroforhold som kan påvirke selskapets risiko og kontantstrømpotensial. Gjennom PSTEL-modellen vil flere makroforhold bli presentert. Vi vil gå undersøke forhold relatert til politiske, sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige og legale forhold, og forholdenes innvirkning på Grieg Seafood sitt kontantstrømpotensial og risikoprofil i dag og i fremtiden.

7.2.1.1 Politiske faktorer

I etableringsfasen av et fiskeoppdrettsanlegg, må selskapet som ønsker å igangsette byggeprosessen søke om tillatelser fra ulike myndighetsetater og akvakulturloven regulerer i hovedsak det meste. Akvakultur er en næring som bygger på tillit, det vil si at kravet om tillatelse innebærer at holderen av tillatelsen får et særskilt gode til å drive eksklusiv drift på allmennhetens areal. Derfor kan ikke en oppdrettslokalitet tas i bruk før en omfattende godkjenningssprosess (Laksefakta, 2021a). Dersom søknaden blir akseptert får søkeren konsesjoner, av Fiskedirektoratet. Dette innebærer tillatelse til å igangsette driften av anlegget, med diverse forbehold som bidrar til verdiskapning og miljømessige hensyn overholdes.

Tar vi utgangspunkt i dagens Regjering, mener både Arbeiderpartiet og Senterpartiet mye av det samme om både oppdrett og Norges fremtid som sjømatnasjon. Arbeiderpartiet har en ambisjon om at Norge skal være verdens fremste produsent av sjømat. De legger vekt på at det skal jobbes mot norskprodusert fôr for produksjonen i oppdrett, og at fremtidige oppdrettstillatelse skal være tidsbegrensede (Arbeiderpartiet, 2020 u.å.).

Senterpartiet er også enige om at fôr i produksjon skal være norskprodusert og bærekraftig fremstilt. I tillegg er de tydelige på at eierstrukturen innenfor oppdrettsnæringen skal være begrenset. De vil innføre et skatte- og avgiftsregime som fremmer et nasjonalt eierskap med søkelys på lokale investorer (Senterpartiet, 2021).

7.2.1.2 Sosiokulturelle faktorer

Veksttakten til verdensbefolkningen avtar, mens antallet øker. Den nyeste rapporten fra De Forente Nasjoner «populasjons estimer» fra 2019, forventer at vi vil i 2030 nå omtrentlig 9,7 milliarder mennesker, fra omtrent 7,9 milliarder i dag. En stadig økende middelklasse vil være en avgjørende faktor for fremtidig konsum av sjømat. Det er nærliggende å tro at med «normal» utviklingen vil prognosene om befolkningsvekst bli sanne. Dermed trenger de en pålitelig kilde sunn og effektivt produsert mat. Derfor er fokuset på helseeffektene av sjømat viktig i argumentasjonen for videre vekst av sjømatkonsum. Helseeffektene vil utdypes videre nedenfor.

Helsedirektoratet arbeider for å la nordmenn informeres om veien til et sunt og godt liv. I deres ansvar ligger det også å følge med på å vurdere utviklingen i nordmenns kosthold. Vi skal analysere utviklingen i nordmenns kosthold ved å bruke Helsedirektoratets siste årsrapport for 2021.

Helsedirektoratet arbeider med flere mål for kostholdet i Norge. Blant annet har de som mål å øke forbruket av fisk og sjømat, da det går i feil retning. De jobber også for å begrense forbruket av bearbeidet og rødt kjøtt. Data fra diverse år fra 2005 i Tabell 21 viser at nordmenn konsumerer mer enn dobbelt så mye kjøtt enn fisk per person årlig målt i kilo per person per år.

	2005	2009	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kjøtt	66,10	69,30	68,50	71,20	72,00	71,40	69,70	69,90	72,30
Hel urensset fisk	33,80	34,10	33,80	36,40	35,10	33,20	32,50	32,50	31,90
Kjøtt/Fisk	1,96	2,03	2,03	1,96	2,05	2,15	2,14	2,15	2,27

Tabell 21: Kjøtt/fisk-konsum (omarbeidet, Helsedirektoratet, 2022b, s. 12 og 13)

Helseeffekter av kjøtt og fisk

Rådene om kostholdet gis ut basert på nasjonal, nordisk og internasjonal forskning. For høye inntak av rødt og bearbeidet kjøtt, kan resultere i flere sykdommer. Blant annet sier forskning at det finnes en korrelasjon mellom høyt inntak av rødt kjøtt og kreft i tykk- og endetarm, i tillegg til hjerte- og karsykdommer.

På den andre siden er måtelig mengde inntak av rødt kjøtt viktig for en balansert kost. Rødt kjøtt inneholder nemlig høye mengder av protein, A- og B-vitaminer, og diverse mineraler som sink, selen og jern. Kvinner har større behov for jern enn menn (Helse Norge, 2020a).

Effektene av større inntak av fisk anses å være meget gunstig for helsen. Det inkluderer inntak av fiskeoljer med lange flerumettede Omega-3-fettsyrer. Inntak av dette reduserer risikoen for hjerte- og karsykdommer. I tillegg inneholder fisk høye mengder av protein, B12-vitamin, jod og selen. Fisk og sjømat kan deles inn i fire kategorier. En kombinasjon av disse bidrar til et sunt og næringsrikt kosthold. Fet fisk er den største kilden til Omega-3 og inneholder store mengder D-vitaminer. En finner dette i fiskeslag som laks, ørret, sild, makrell, kveite, ål og sardeller. Halvfet fisk regnes som rødspette, steinbit og kveite. Mager fisk regnes som torsk, hyse, sei, tunfisk og kolje, og de inneholder store mengder jod. Annen sjømat som skalldyr, det vil si reker, kreps, krabbe, kamskjell og blåskjell, inneholder mindre fett. De har isteden høyt innhold av kalsium, B-vitaminer, jod og selen (Helse Norge 2020b).

7.2.1.3 Teknologiske faktorer

De fire vanligste måtene å drive lakseoppdrett på er gjennom: Tradisjonelle anlegg, lukkede anlegg i sjøen, landbaserte anlegg, og eksponerte anlegg.

Ved et tradisjonelt oppdrettsanlegg vokser lakseyngel først opp i egne tanker på land, for å deretter flyttes ned til åpne anlegg i havet. Her lever laksen etter

naturlige klimaforhold med friskt havvann. Det forekommer variasjoner i temperatur, tetthet, strømminger i vannet, lys, oksygenandeler og pH-verdier. Disse faktorene spiller en stor rolle for sluttproduktets kvalitet, og de må derfor følges nøye med på av oppdretterne. Med naturlige forhold følger også risikoen med lakselus og rømming i de åpne havbaserte anleggene.



Tradisjonelle anlegg (Fiskedirektoratet, 2019)

Lukkede anlegg i sjøen kalles også for semilukkede anlegg, fordi det til tider slippes ut avfallsstoffer i havet. Lukkede anlegg kjennetegnes ved at de har en fast vegg som skiller fiskens innemiljø fra utsiden. Til fordel pumpes nytt vann inn fra dypet, og man unngår her lakselus, siden de ikke lever på dette nivået. Det er også tenkt til å holde sykdommer ute, men hvis sykdom allikevel oppstår i lukkede anlegg, kan smittespredning skje meget raskt. Dette motarbeides med gode hygiene- og renholdsrutiner, samt at laksen vaksineres mot en rekke sykdommer. Fisken får et friskere liv, men samtidig et relativt monotont liv i forhold til åpne oppdrettsanlegg.



Lukkede anlegg i sjøen (Kyst.no 2019)

Disse ovennevnte faktorene spiller også en rolle i landbaserte oppdrettsanlegg. Her transporteres sjøvann eller ferskvann inn fra distanse, og med et reningssystem kalt RAS (*Resirculating Aquaculture System*) resirkuleres 95 % av dette vannet. Det blir på en måte akkurat det samme systemet som i et akvarium, hvor vannet går gjennom en rekke filtre som tar opp rester av fôr og avføring. I tillegg renses vannet i et filter bestående av bakterier som bryter ned ammonium. Ammonium er et stoff som naturlig produseres i fiskenes gjeller ved utpusting, men det er giftig for fisken hvis det blir værende i vannet for lenge (Havforskningsinstituttet, 2021).



Landbasert oppdrettsanlegg (Havforskningsinstituttet, 2021)

Landbaserte oppdrettsanlegg er ganske nytt i Norge, da det første anlegget ble bygget i 2019. Oppbygging av landbaserte anlegg krever langt større investeringer, plass og teknologisk kompetanse enn ved produksjon til havs. Det finnes ennå ikke gode nok løsninger på hvor man skal gjøre av avfallet (Nofima, 2022). Det finnes ideer om å bruke dette i landbruksproduksjon som gjødsel, eller til fôr i insektsproduksjon, som igjen kan bli omgjort til fôr til fiskene (Havforskningsinstituttet, 2021).

Eksponerte anlegg opererer lengre ute til havs og har kapasitet til å produsere enda større mengder enn de andre typene. I og med at de er lengre ute fra kystområdene, betyr det at produksjonen kvitter seg med problemer som lakselus og møte med villaks. I dag er det konkurrenten SalMar som tester ut denne teknologien, i form av Ocean Farm 1 som ble nevnt i innledningen.

Ulempene med disse anleggene er at de kan være utsatte for ekstreme værforhold, samtidig som distansen til anleggene er ressurskrevende. Det kreves derfor en utvikling i den tekniske kompetansen for både sikkerhet og lønnsomhetsmessig drift.



Eksponert anlegg (Ocean Farm 1) (SalMar, 2021).

7.2.1.4 Miljømessige forhold

CO₂-utslipp

Ifølge Laksefakta er produksjon av oppdrettslaks mer miljøvennlig sett i forhold til CO₂-utslipp, i motsetning til produksjonen av kjøtt, hvor den største kilden er storfekjøtt. CO₂-utslippet inkluderer her alle mulige direkte og indirekte utslipp som er knyttet til produksjonen, f.eks. transportering av fôr og levering hos grossisten. En kilo storfekjøtt har fem ganger så stort utslipp som en laksefilet.

Til tross for at oppdrettsnæringen har mindre CO₂-utslipp enn kjøttindustrien, jobbes det aktivt for å få ned utslippene her også. Forslag til forbedringer som har blitt gitt, er at man bør få ut mer av laksens innhold fram til forbrukeren, slik at så lite som mulig går til svinn. Andre vil endre sammensetningene av fôrtypene, slik at det benyttes så klimavennlige råvarer som mulig. Det legges også vekt på å redusere behovet for flytransport.

For drift av produksjonsanleggene jobbes det også med å finne de beste kildene for energi, som helst skal være grønn og fornybar energi. Mulighetene for disse forbedringene anses å være store, og ved en gjennomføring av tiltakene vil de totale CO₂-utslippene halveres.

Et dilemma som har oppstått ved valg av fôr, har vært å ta i bruk langdistansimporterte vegetabiliske eller nærproduserte fiskebaserte alternativer. 70 % av fôret består av soya importert fra Brasil. Å endre til nærproduserte marine råvarer, vil utgjøre en stor forskjell for lakseproduksjonens CO₂-utslipp (Laksefakta, 2021b).

Havmiljø

Klodens hav forventes å øke i **temperatur, surhetsnivå** og **oksygenmangel** på 2000-tallet. Det har ikke skjedd en så rask oppvarming som under det siste århundret på 11 000 år. Mennesket antas å spille en stor rolle i denne forandringen ifølge FNs sjette årlige klimapanel fra 2021. Det estimeres at temperaturen i havet vil øke med tre grader i slutten av dette århundret dersom de nåværende klimautslippene vedvarer. Det er havet som tar den største delen av den globale overskuddsvarmen, og konsekvensene består av økt havsnivå og forstyrrelser av marine økosystemer.

Det finnes flere årsaker til hvorfor havsnivået øker: 50 % skyldes volumøkning av varmere vann, 22 % skyldes smelting av isbreer, 20 % fra smelting av innlandsis fra blant annet Grønland og Antarktis, mens 8 % kommer gjennom vanntilførsel

fra land. Økt havnivå vil få konsekvenser for fiskerier, jordbruk, infrastruktur og turisme, i tillegg til mennesker som lever i kystområder.

Som nevnt påvirkes det marine økosystemet av den globale oppvarmingen. Det kan vi se gjennom at diverse arter av fisk, plankton, sjøfugler og bunndyr har forflyttet seg nordover i den nordøstlige delen av Atlanterhavet. Andre fiskearter har isteden beveget seg til kaldere og dypere hav. Forskere har observert en nedgang av polartorsk, plankton og marine pattedyr i polarområdene.

CO₂-utslippene bidrar ikke bare til global oppvarming, men også til å forsure havmiljøet. Kaldere vann trekker til seg CO₂ lettere enn varmere vann, noe som tilsier at de arktiske områdene er mest utsatt. En forsuring av havet betyr at de basiske kalknivåene reduseres, noe som er livsnødvendig for oppbygging av skjell og skall. Blant annet rammer det i første omgang dyrearter som plankton, snegler, hummer, reker, kråkeboller, sjøstjerner og koraller. Dette er oftest mat til andre dyr som fugler, ulike fiskeslag og hvaler. Små endringer i pH-nivået kan derfor få katastrofale ringvirkninger i det biologiske mangfoldet.

Den tredje konsekvensen av global oppvarming, er at oksygenandelen i havet synker. Det kan man se på målinger siden 50-tallet, og det er en middels grad av forskningsbasert sikkerhet på at dette er en menneskelig årsak. Oksygenmangel skyldes at varmere vann har dårligere evne til å tiltrekke seg oksygen, og endringer i vindmønstrene gjør det vanskeligere å fordele oksygen til alle deler av havet (Miljøstatus, 2021).

Villaks

Villaksens eksistens trues i Norge. Ifølge «Vitenskapelig råd for lakseforvaltning» har overlevelsen for villaksen i havet halvert siden 80-tallet. Mye skyldes rømt laks fra oppdrettsanlegg og oppblomstringen av lakselus. Bestander av villaks har blitt hardest rammet i områder i Vest- og Midt-Norge, siden det er her det er flest oppdrettsanlegg.

Der mye villaks har forsvunnet i havet, har det isteden blitt til at laks gyter i elvene. Dette er fordi fisket i elver og sjøer har blitt kraftig avstumpet. Det fanges

nå en tredjedel av hva det ble gjort på 80-tallet (Vitenskapelig Råd For Lakseforvaltning, 2021).

7.2.1.5 Lovmessige faktorer

Mattilsynet forvaltes under Landbruks- og Matdepartementet, Helse- og Omsorgsdepartementet og Nærings- og Fiskeridepartementet. Ifølge loven er det Mattilsynet som har ansvaret for at all matproduksjon skjer på en fornuftig og lovlig måte. Blant annet har de fastslått bestemmelser om oppdrettsnæring og håndtering av lakselus. Brudd på disse bestemmelsene kan gi bot eller fengsel på opptil 1 år (Lovdata, 2022).



Lakselus (Lepeophtheirus salmonis) (Fiskerapporten, 2021)

Lakselus lever naturlig i alle havområder på den nordlige delen av kloden. Den er en parasitt og lever av å spise slim, skinn og blod fra de utsatte laksene. En ringvirkning fra parasitten er at andre skader fra bakterier og sopp oppstår. Reglene sier at det ikke skal være mer enn en halv voksen hunnlus i gjennomsnitt per laks i et anlegg. Den blir satt enda lavere i perioder når villfisksmolt reiser ut fra elvene til havet. Næringene som driver med oppdrett, trenger å ha fungerende internkontrollsystemer som sikrer at antallet lakselus ikke overskrider den fastslåtte mengden. Hvis dette skjer skal tiltak etter forhåndsbestemte planer straks iverksettes, og Mattilsynet påser da at dette følges opp med rapportering fra oppdrettene (Mattilsynet, 2022a). I 2016 ble det rapportert feil tall av mengden lakselus i produksjonen. Dette endte med at lederen for oppdrettene ble dømt til 6 måneders fengsel, og selskapet ble ilagt en bot på 5 millioner kroner (NRK, 2016).

I tillegg settes det høye krav for god velferd av oppdrettslaksen. God velferd hos fisken betyr god fiskehelse, lav dødelighet og god kvalitet. Gjennom

dyrevelferdsloven er det oppgitt flere bestemmelser rundt velferden hos oppdrettsfisken, som reguleres for det meste av forskrifter. Bestemmelsene gjelder fra etablering av oppdrettene til slaktingen av fisken. Det er Mattilsynet som forvalter dette ansvaret.

Det fremkommer i Mattilsynets rapport for 2021 at oppdrettslaksen er Norges største i antall av produksjonsdyr. Det settes hvert år ut ca. 300 millioner smolt av laks i sjøen. Av dem døde 54 millioner, noe som anses å være mer enn tidligere. Årsakene er for det meste sykdommer og behandlingen mot lakselusen. Dagens løsning for bekjempning av lakselus er å bruke ikke-medikamentelle metoder. Før ble antibiotika brukt for bekjempning, men det måtte avsluttes på grunn av at lusens utviklet seg til å bli resistent mot disse. Isteden skylles nå fisken i varmt vann, noe som følger med seg ulempen at det utsetter fisken for temperatursvingninger. Det gjør den mer sårbar for andre sykdommer som skyldes bakterier, virus og andre parasitter (Mattilsynet, 2022b, s. 20).

Oppsummering PSTEL

Makroforhold	Oppsummeringer
Politiske	-Politisk støtte for Norge som sjømatnasjon -Krav om bærekraftig produksjon av fôr -Reguleringer i eierstrukturen
Sosiale	-Dobbelt så høyt inntak av kjøtt som fisk -Høye halter av protein og Omega-3 i laks
Teknologiske	-Framvekst av lukkede anlegg -Framvekst av landbaserte anlegg -Framvekst av eksponerte anlegg
Miljømessige	-Kjøtt har fem ganger så høye CO ₂ -utslipp enn laks -Klimareducerende tiltak i næringen -Økende temperatur, surhetsnivå og oksygenmangel i havet -Trusler mot villaksen
Lovmessige	-Høye lovpålagte krav om fiskehelsen -Høye lovpålagte krav om bekjempning av lakselus

Figur 17: PSTEL (egentilvirkning).

7.2.2 Porters Fem Krefter

En industri sin attraktivitet er et resultat av potensiell inntjening over kapitalkostnaden. Den generelle attraktiviteten defineres av hvordan konkurransebildet ser ut og hvorvidt konkurranseintensiteten reduserer mulighetene til virksomheten (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 173).

Femkraftmodellen, porters fem krefter, rammeverket ble utviklet i 1979 av Harvard professor Michael E. Porter. Vi vil ta i bruk modellen for å analysere rammeverket opp mot lakseoppdrett sin markedsattraktivitet og identifisere muligheter samt trusler Grieg Seafood bør bemerke seg.

7.2.2.1 Potensielle trussel fra inntrengere

Inntrengere kan defineres som nye aktører som tilkommer bransjen i løpet av en periode. Man prater her om inngangsbarrierer som indikerer hvor enkelt det er for nye konkurrenter å etableres (Fjeldstad og Lunnan, 2018).

Innen akvakultur kjøper man lisenser enten av myndigheter eller av andre oppdrettsselskaper. En lisens gir en rett til å bedrive oppdrett på allmennhetens områder, innenfor gitte rammeverk fastslått av myndighetene. Viktige punkter som blir oppgitt ved en tildeling, er hvilke bestemte arter det gjelder, hvilken bestemt plass det skal opereres på og det tillatte nivået av produsert biomasse. Det er et begrenset antall av lisenser, noe som reguleres av myndighetene.

Produksjonen av oppdrettslaks har siden 2012 stagnert. Årsaken er at det stilles høyere miljømessige krav til havbruk, i tillegg til en økende trend av biologiske utfordringer, f.eks. bruken av antibiotika og bekjempningen av lakselus. For en nyetablert aktør handler det om å skaffe seg store mengder startkapital, blant annet til oppbygging av produksjonsanlegg og til lisenser eller konsesjoner. Lisenser kjøpes enten av myndigheter eller av allerede etablerte oppdrettsbedrifter som ønsker å flytte. I tillegg tar det oftest 2 til 3 år før man klarer å tjene penger. Siden områder til oppdrettsproduksjon er svært begrenset til havs, og den globale etterspørselen av laks øker, etablerer flere aktører seg gjennom landbaserte oppdrettsanlegg (iLaks, 2021a).

Rent oppsummert kan det sies at oppdrettsnæringen preges av stordriftsfordeler av veletablerte aktører. Vi anser derfor potensialet for inntrengere i næringen som lav.

7.2.2.2 Trussel fra substitutter

Trussel fra substitutter kan være bransjer hvor deres produkter oppfyller omtrent de samme behovene som ens egen (Fjeldstad og Lunnan, 2018). For å finne substitutter til lakseoppdrett, kan vi se på andre kilder til protein og Omega 3. I Vedlegg 52 om proteinandeler i forskjellige kjøtt- og fiskevarer, ser vi at rå oppdrettslaks består av 19,9 % protein, mens kokt oppdrettslaks inneholder 23,5 %. Produkter med høyere proteininnhold er blant annet hermetisk tunfisk i olje, kokt rogn fra torsk og tørrfisk, med henholdsvis 24,6 %, 27,0 % og hele 78,5 %. På kjøttssiden ser vi at rå høyrygg fra storfe utgjør akkurat det samme proteininnholdet som rå oppdrettslaks. Ellers er blant annet fårepølse på 23,7 %, stekt entrecôte fra storfe på 26,7 % og spekeskinke på 30,7 %. Det går også an å jamføre fettinnholdet til produktene, men det går vi ikke inn på her.

Det kan dermed være vanskelig å klassifisere substitutter, da disse ulike kjøtttypene har unike egenskaper. Det spørres hva som skaper verdi for kunden og hva hen ønsker. Et eksempel er at laks også har et rikt innhold av blant annet Omega-3. Ifølge Tabell 22 ser vi hvordan det forekommer større mengder i andre produkter enn oppdrettslaks, slik som vegetariske alternativer.

1. Linfrø	22,81
2. Chiafrø	17,83
3. Valnøtter	9,08
4. Makrell	6,35
5. Sild	5,47
6. Sennepsfrø	3,79
7. Oppdrettslaks	3,63
8. Brislin/sardiner	3,29
9. Kaviar av torskerogn	3,10
10. Oppdrettsørret	2,47

Tabell 22: Omega tre innhold per 100 gram (egen tilvirkning)

Vi anser trusselen fra substitutter for å være på øvre middels nivå. Når det gjelder proteininnhold finnes det andre fisk og sjømatprodukter som har høyere innhold, men oppdrettslaks har et høyt nivå relativt sett. Det ser også ut til at det finnes både andre fisketyper og vegetariske alternativer som har høyere mengder Omega-3, noe som gjør oppdrettslaks mer sårbart for substitutter (Treningsstips, 2019).

7.2.2.3 Kundenes forhandlingsmakt

Hvis en kunde har høy forhandlingsmakt, betyr det at hen klarer å forhandle ned prisen eller få høyere kvalitet til samme pris (Fjeldstad og Lunnan, 2018). Kunden i oppdrettsbransjen fungerer oftest som distributør, enten grossist eller større kjede. Som nevnt tidligere finnes det flere lignende alternativer og substitutter for oppdrettslaks. Dette gjør pris og kvalitet svært følsomt ved forhandling med kunden. Det gir lav terskel for kunden å bytte leverandør hvis produktene ikke lever opp til forventningene.

Vi anser kundenes forhandlingsmakt som middels. Det finnes mange leverandører av omtrentlig de samme produktene, men samtidig mange forskjellige kunder.

7.2.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Det samme som gjelder for kundenes forhandlingsmakt i pris og kvalitet, gjelder hos leverandørene. De vil da kunne forhandle seg til en så høy pris som mulig og med en så rimelig kvalitet som mulig (Fjeldstad og Lunnan, 2018). Leverandører av fiskefôr er blant de viktigste i oppdrettsnæringen. De største fôrleverandørene til bransjen i Norge er EWOS AS, Skretting AS og Biomar AS. De har over tid kjøpt opp andre mindre fôrleverandører, noe som har gjort dem til store og mektige aktører. På den andre siden stilles det i dag høye krav om at fôr er miljøvennlig produsert. Det har vært sterk konkurranse i bransjen blant disse tre leverandørene. Situasjonen var som verst i 2014, da daværende Mowi bestemte seg for å tillempe en vertikalintegrasjon av denne funksjonen. De etablerte derfor

sin egen avdeling for fôrproduksjon. Mowi var før det en viktig kunde for Skretting AS, noe som endte med et stort tap for denne leverandøren. I tillegg til andre fôrprodusenter, finnes det mindre bedrifter som norske Europharma og færøyske Havsbrún (Tverterås, et al., 2019).

Det går an å stille høye miljømessige krav, det er muligheter for vertikal integrering, og det finnes mange tilbydere. Derfor anser vi leverandørens forhandlingskraft som lav.

7.2.2.5 Konkurransenintensitet

Konkurransenintensiteten måler graden av konkurranse i en bransje. Hvis det er få aktører eller en stor andel av produktene kommer fra et fåtall bedrifter, har bransjen stor makt. For eksempel har OPEC tidligere bestemt tilførselen av oljen ut i markedene, noe som resulterte i høy pris. Når inntreden av flere typer aktører inntraff, økte konkurransen i bransjen, og prisene sank (Fjelstad og Lunnan, 2018).

Oppdrettsnæringen tilbyr relativt like produkter. Det må altså følges nøye med på hva kundene egentlig etterspør. Virksomhetene kan ha ulike kvaliteter på produktene, som for eksempel gjennom kjøttfargen, fettinnhold, smak og tekstur. Det legges også mye vekt på hvor bærekraftig bedriften er, blant annet holdninger rundt fiskevelferd. I Norge er det som sagt allerede strenge krav for dette, så denne biten er allerede innbakt i forretningsmodellen.

Konkurransenintensiteten har generelt vært ganske lav i oppdrettsnæringen. Det er på grunn av få aktører med forskjellig størrelse og store tilgjengelige markedsandeler. For kundens del er konkurransenintensiteten produktiv. Dette vil oftest lede til at prisen blir lavere og kvaliteten på produktene blir så bra som mulig.

Siden det er så få aktører og differensieringsmuligheter, anser vi konkurransenintensiteten som lav.

Oppsummering Porters Fem Krefter

Konkurranseskrefter	Vurdering		
	Lav	Middels	Høy
Potensiell konkurranse fra inntrengere	X		
Trussel fra substitutter		X	
Kundenes forhandlingsmakt		X	
Leverandørens forhandlingsmakt	X		
Konkurransenintensitet	X		

Figur 18: Porters Fem Krefter (egentilvirkning)

7.3 Internanalyser

Det burde tillegges analyser mot Grieg Seafood sine konkurransefortrinn i tillegg til de makroøkonomiske analysene. Dermed får vi et mer helhetlig bilde av Grieg Seafood sin strategiske posisjon i markedet.

7.3.1 VRIN-analyse

Virksomheters ressurser spiller en viktig rolle når det kommer til deres konkurransefortrinn. Ved å gjøre en VRIN-analyse, undersøker vi fire ulike egenskaper vedrørende ressursene, sett i forhold til konkurrentene. Det første vi går igjennom er om ressursene er verdifulle for fremtidig utvikling og for virksomhetens strategi (V). Det andre er om ressursene er sjeldne (R). Det tredje er om ressursene lar seg enkelt kopiere (I) av andre virksomheter, sett i lys av historieavhengighet, kausal flertydighet og sosial kompleksitet. Det siste punktet vi undersøker er om ressursene er enkle å erstatte av lignende ressurser som andre virksomheter eventuelt har (N) (Gjønnes og Tangenes, 2015, s. 311).

7.3.1.1 Fysiske ressurser

Som vi vet fra tidligere, har Grieg Seafood sine produksjonssteder i Rogaland, Finnmark, British Columbia og Newfoundland. Dette er strategiske plasser basert på gunstig drift av atlantisk lakseoppdrett, men også på grunn av nærhet til de respektive største markedene, Europa, Storbritannia og Nord-Amerika. Oppdrettsanlegg i Finnmark og kaldere miljøer er mindre attraktive for lakselusen. Disse områdene anses av Grieg Seafood å ha høy verdi for leveransen (Årsrapport 2021, 2022, s. 51).

Grieg Seafood har, sammen med de andre utvalgte konkurrentene har, alle sine fire produksjonssteder i Norge. De deler de samme fordelene og ulempene ved å ha produksjonen her. Samtidig eksporterer de det meste av sine produkter til Europa. På den måten kan vi se denne ressursen som ikke-sjelden.

Det samme gjelder ved imitering av ressursene. Alle de konkurrerende aktørene har fått tildelt tilstrekkelige lisenser for å kunne drive lakseoppdrett på de bestemte plassene. Det gjør at Grieg Seafood ikke har denne muligheten alene. På samme måte kan de forskjellige produktene substitueres av hverandre, noe som gjør at Grieg Seafood ikke har noe konkurransefortrinn her.

7.3.1.2 Teknologiske ressurser

Overgang til lukkede anlegg ser ut til å ha høy verdiskapningsevne for Grieg Seafood. En slipper å bekymre seg for lakselus og andre plager som oppstår både på innsiden og utsiden av anleggene. Mowi og Grieg Seafood har tatt i bruk denne teknologien, mens SalMar og Lerøy har planer om å utvikle det samme i snar fremtid. Sett i et langsiktig perspektiv er denne ressursen ikke noe særlig sjelden for Grieg Seafood, i tillegg til at den er imiterbar. Grieg Seafood er heller ikke alene i å ha investert i et post-smolt oppdrettsanlegg på land. Både Lerøy og Mowi har gått ut med at de tenker å gjøre det samme (iLaks, 2021b). SalMar har isteden bygget ut et nytt system for eksponerte anlegg. På den måten er Grieg Seafoods ressurser substituerbare.

7.3.1.3 Organisatoriske ressurser

Grieg Seafood er et fullt integrert selskap. De har kontroll over hele verdikjeden i oppdrettsprosessen, helt fra starten av stamfiskproduksjonen til salg- og distribusjonsstadiet. På den måten sparer de flere kostnader knyttet til produksjon, og dette anses som verdifullt. Men vi kan se på den andre siden at Grieg Seafood ikke står alene med dette. De andre konkurrentene opererer med den samme funksjonen, i tillegg til at Mowi har sin egen fôrproduksjon. De organisatoriske ressursene blir da vanskelige å anse som sjeldne og imiterbare. Siden Mowi har

vist at en kan utvikle verdikjeden med flere funksjoner, kan vi anse Grieg Seafoods verdikjede som substituerbar.

Grieg Seafood anser lave CO2-utslipp som meget verdifullt. De har lavest totale CO2-utslipp blant de utvalgte konkurrentene. Sett i forhold mengden CO2-utslipp delt på antall tonn biomasse produsert, kommer Grieg Seafood nest sist. Enten må de øke produksjonen eller redusere mengden CO2-utslipp. Tallene er hentet fra respektive årsrapporter for 2021.

Selskap	Mowi	Grieg Seafood	SalMar	Lerøy
Totale CO2-utslipp i ton	2 089 405	402 920	697 036	1 357 488
Produsert biomasse i ton	466 000	89 327	182 000	239 268
CO2-utslipp per produsert ton	4,48	4,51	3,83	5,67

Tabell 23: CO2-utslipp per produsert ton (Annual Reports 2021)

Oppsummering VRIN

	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-Imiterbar?	Ikke-Substituerbar?	Konkuransenessige betydninger
Lokalisasjon	JA	Nei	Nei	Nei	Konkurranseparitet
Teknologiske	JA	Nei	Nei	JA (kortsiktig)	Midlertidig konkurransefortrinn
Organisatoriske	JA	JA	Nei	Nei	Konkurranseparitet
Totalt	Ja	I hovedsak nei	Nei	I hovedsak nei	Tilnærmet konkurranseparitet

Figur 19: VRIN-analyse (egentilvirkning)

7.4 SWOT-analyse

Eksternanalysene om PESTEL og Porters' fem krefter gir en dypere forståelse av bedriftens muligheter og trusler Sammen utgjør de graden av bransjens attraktivitet. VRIN-analysen bidrar med forståelse for hvordan bedriftens ressurser og konkurransefortrinn ligger an, sett i lys av styrker og svakheter.

De mest kritiske funnen fra analysene listes deretter opp i en SWOT-analyse, der nettopp styrkene, svakhetene, mulighetene og truslene er representert (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 278):

Interne	
Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> -Helintegreert verdikjede -Lokasjon i Finnmark gir mindre tilstedeværelse av lakselus -Utvikling av lukkede og landsbaserte anlegg 	<ul style="list-style-type: none"> -Svake konkurransefortinn -Høyt CO2-utslipp i forhold til produsert mengde
Eksterne	
Muligheter	Trussler
<ul style="list-style-type: none"> -Politisk støtte for Norge som sjømatnasjon -Positive helseeffekter ved inntak av fisk iforhold til kjøtt -Lavt CO2-utslipp iforhold til kjøtt -Relativt stabile bransjeforhold iht. Porters Fem Krefter 	<ul style="list-style-type: none"> -Høye kostnader til bærekraftig drift -Økende skatter og avgifter -Økende temperaturer, surhetsnivå og oksygenmangel i havet -Høyere kjøttforbruk

Figur 20: SWOT-analyse (egentilvirkning)

8.0 Fremtidsprognose

Hovedfokuset i oppgaven har frem til nå ligget på historiske regnskapsanalyser og strategiske analyser. I dette kapittelet vil vi gå nærmere inn på komponentene som inngår i beregningen av FCFF, som danner grunnlaget for verdivurderingen av Grieg Seafood gjennom en DCF-modell.

Den fremtidige kontantstrømmen til Grieg Seafood ASA må prognostiseres for å finne verdien av egenkapitalen. Koller et al (2015) anbefaler en lengde på 10-15 år, men en lang prognoseperiode gjør det desto vanskeligere å estimere de ulike postene. Dersom analytikerens velger en 5-7 års prognoseperiode, blir man nødt til å fokusere på den langsiktige strategien til selskapet istedenfor å fikse rundt

diverse detaljer (Koller & Goedhart, 2020, s. 270). I et forsøk på å gjøre modellen mer nøyaktig, kan en analytiker forsøke å øke antall inputs. Dette har motsatt effekt, siden det øker faren for å gjøre feil (Damodaran, 2012, s. 4). Derfor har vi valgt å gjøre forenklinger, slik at vi unngår denne feilen.

Det kommer frem fra årsrapporten til Grieg Seafood (2022, s. 6-7) at de i 2021 hadde sitt høyeste produksjonsvolum noensinne med 89 327 totalt slaktevolum (Ex Shetland 75 601). Ledelsen forventer et slaktevolum på 130 000 tonn i 2025. Denne produksjonen tilsvarer en 45 % økning. Denne forventede veksten indikerer at en lengre budsjettthorisont kan være larest. Befolkningsvekst, urbanisering og teknologisk fremgang som reduserer de biologiske utfordringene bransjen står ovenfor i dag, er alle faktorer som kan bidra til veksten. Derfor vil vi velge en lenger budsjettthorisont. Den vil strekke seg fra 2022-2030, der 2030 vil bli terminalperioden. Budsjettthorisonten virker rimelig for oss, ettersom bransjen ser ut til å oppleve vekst flere år fremover.

I tillegg vil vi velge noen budsjettpunkter i budsjettthorisonten som vil kunne fange opp utviklingen i budsjettdriverne. På kort sikt velger vi 2022 og 2023, og vi kaller de henholdsvis punkt 1 og 2. Disse punktene er valgt fordi de er nærmest dagens dato, og det er de tidspunktene vi kan tillegge høyest grad av sikkerhet rundt kritiske budsjettdriverne og fremtidig finansiell situasjon. På mellomlang sikt, budsjettpunkt L, velger vi 2025. Valget baserer seg på ledelsens guiding av forventninger rundt slaktevolum for dette året. Det er vanlig å anta at management har en bias til egen vekst, derfor mener vi det er lurt å justere ned nivået noe som sikkerhetsberegning.

Fra 2022 til 2025 tar vi utgangspunkt i Grieg Seafoods egne utsikter for vekst, men dersom punkter fra den strategiske analysen taler for å overstyre disse, vil vi kommentere dette nærmere. På lang sikt sitter vi på begrenset informasjon om utviklingen til budsjettdriverne. Derfor anser vi det mest hensiktsmessig å fremskrive driverne lineært fra 2025 frem til terminalperioden.

8.1 Estimater

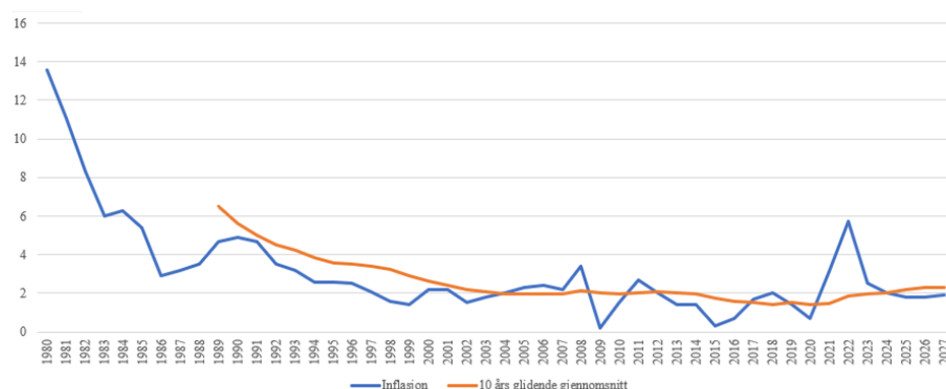
Videre vil vi redegjøre for hva som ligger bak valgene vi har gjort i prognoseperioden og drøfte de viktigste nøkkeltallene som inngår i modellen vår.

8.1.1 Inntekter

Først vil vi finne et godt estimat på langsiktig vekst. Den langsiktige veksten bygger på noen forutsetninger, selskapet kan ikke har større vekst enn veksten i realøkonomien og over tid vil selskapet bevege seg mot bransjegjennomsnittet. Vi har valgt prognoser gjort av IMF (2022b) for realvekst i perioden 2022-2027. Det glidende gjennomsnittet av deres prognoser legger seg på rundt 2%. Derfor anser vi det som et rimelig estimat for langsiktig realvekst.

Videre vil inflasjonen også påvirke vår prognose for den nominelle veksten i BNP. Vi tar med oss informasjon fra den strategiske analysen, som indikerte en større vekst i inflasjonen enn hva det har vært i tidligere år. Sentralbanker rundt omkring i verden har svart ved å annonsere rentehevinger i tiden som kommer. Det vil nok stoppe noe av inflasjonspresset. I likhet med realveksten, har vi valgt å se på IMF's prognoser for inflasjon for å fastsette et tall for gjennomsnittlig inflasjon i 2027. Derfor tar vi et glidende gjennomsnitt. Tallet vi får på inflasjon er da 2,29%.

Verdensøkonomien sin inflasjon 1980-2027



Figur 21: Verdensøkonomien sin inflasjon fra 1980-2027 (egen tilvirkning)

Da er prognosen for langsiktig realvekst i BNP på 2 %, og den forventede langsiktige inflasjonen på 2,29 % gir en nominell vekst i verdensøkonomien på 4,29 %. Da må veksten i terminalperioden være under det. For å ikke overvurdere den langsiktige veksten i økonomien, velger vi en langsiktig vekst på 2 % i terminalperioden og holder den noe høyere i de foregående periodene. Dette gjør vi fordi markedsforholdene nå er uvanlige, og den veksten vi opplever etter korona pandemien er unormal. I tillegg har konflikten i Ukraina påvirket flere faktorer aktuelle for makroforhold.

Budsjettåret 2020 opplevde Grieg Seafood en betydelig nedgang i driftsinntekter på over 40 % fra året før. Disse problemene stammer hovedsakelig fra utfordringer knyttet til koronapandemien og uforutsette utfordringer knyttet til biologiske forhold i Finnmark (Grieg Seafood ASA, 2022a). Et annet viktig poeng er at driftsinntektene ble resultatført ekskludert Shetland-operasjonen i 2020. Den ble oppført som tilbakeholdt for salg i resultatregnskapet. De største driverne til Grieg Seafood, er det totale slaktevolumet kombinert med lakseprisen. Det totale slaktevolumet i 2022 forutsies å bli 90 000 tonn ifølge Q1 2022. Det er en økning ekskludert Shetland på 19 %. Grieg Seafood forventer et slaktevolum på 130 000 tonn i 2025. 15 000 av disse skal komme fra det nye oppdrettsanlegget i Newfoundland. Det har kommet oppdateringer regelmessig for når Grieg Seafood forventer at høstingen av laks vil begynne fra anlegget. Først antok de høsten 2022, men grunnet smittefare valgte de å utsette prognoser. Nå er det antatt at første høsting av laks vil begynne i første kvartal 2024, gitt at det ikke oppstår flere forsinkelser. Dermed blir veksten lavere på kort sikt enn først antatt. Med 90 000 som utgangspunkt er den lineære økningen per år på 9,26 % (90 000-115 000), noe som gir en prognose på 98 333 tonn i 2023. Dette er ekskludert høsting fra Newfoundland. Starter høstingen i 2024 i Newfoundland og en forventning om 15 000 totalt slaktevolum i 2025, gir det en lineær økning for gjenstående år på 16,1 % (2024-2025).

Den største usikkerheten er knyttet til lakseprisen. Det fremkommer at dagens produksjonsvolum ikke klarer å dekke etterspørselen. Gjenåpningen av samfunnet, spesielt hoteller og restauranter, er alle faktorer som påvirker

etterspørselen og lakseprisen. Tidligere nevnte vi hvordan produksjonsvolumet i bransjen er uelastisk. Dette vil igjen føre til at mengden som blir etterspurt ikke kan bli dekket på kort sikt, og derfor vil lakseprisen trolig stige. Ved å se på Fishpool sine forward-priser på laks, kan vi få enda bedre innblikk i hva prisen forventes å være. Forwardprisene for mai og juni 2022 ligger på henholdsvis 106,75 og 99 NOK/kg. Dette er en oppgang fra nivået per 31.12.2021. Da var prisen 64,76 NOK/kg. Ettersom det ligger en forventning om en økning av lakseprisen i 2022, er det naturlig at den opplever en korreksjon i 2023. Prognosene for 2023 er satt til rundt 80 NOK/kg, noe som også er høyt i forhold til tidligere nivå.

Diskusjonen ovenfor indikerer at fremtidsutsiktene til Grieg Seafood ser svært lovende ut. Samfunnet er veldig snart tilbake i helt normal tilstand, etter en gradvis gjenåpning som vil påvirke driftsinntektene positivt. I den strategiske analysen drøftet vi effektene av krigen i Ukraina, som vil bremse veksten noe. Veksten i slaktevolumet fra 2021-2022 forventes å være nærmere 20 %, veksten i BNP forventes å øke, og forward-kontraktene forventer en bratt vekst i lakseprisen. Derfor tror vi at en driftsinntektsvekst på 15 % i 2022 anses som et rimelig resultat. Denne veksten er bratt, men vi mener at kombinasjonen av alle effektene vil føre til et veldig godt år for Grieg Seafood. Veksten i 2023 tror vi vil være noe lavere enn i 2022. Utsettelse av høstingen i Newfoundland har noe av skylden. I tillegg tilsier prognoser at det kommer en liten korreksjon i lakseprisen og realveksten i økonomien.

Vi har fortsatt en mening om at driftsinntektene vil øke frem til 2025 grunnet det økte slaktevolumet. Slaktevolumet er forventet å øke med 16 % i 2024 og 2025, mye takket være forventningen om at Newfoundland har et mål om totalt slaktevolum på 15 000 tonn. På bakgrunn av tilførselen av Newfoundland, forventer vi en vekst i driftsinntekter på 6 %. Videre frem til terminalperioden sitter vi på lite informasjon om hva veksten vil være. Vi har derfor valgt en lineær tilnærming frem til terminalperioden hvor veksten er satt til 2 %.

8.1.2 Gross Profit

Bruttomarginen har ligget på rundt 50 %, men beveget seg opp til ca. 60 % de siste to årene. Dette skyldes nok store økninger i råvarepriser. Konsekvensen av dette er ikke stor, ettersom lakseprisen også har økt, som vist i kapittel 2.3.1. Dette jevner da effekten ut. Vi forutsetter derfor en bruttomargin på 60 % i fremtidsprognosene.

8.1.3 Operating Expense

Gjennomsnittlig operasjonell kostnad de siste seks årene har ligget på 34 % av driftsinntektene. Den var i 2020 på over 50%, men vi ser for oss at denne kommer til å holde seg nokså stødig på et lavere nivå. Ny og forbedret teknologi i for eksempel post-smolt, som selskapet nevner at de har som investerings strategi, kan bidra til å redusere de operasjonelle kostnadene. Dette er investeringer knyttet til reduksjon i sykdom, lusbehandling, fiskehåndtering og dødelighet. Vi kommer tilbake til dette i avsnitt 8.1.6 investeringer. Vi ser for oss at det er realistisk at de operasjonelle kostnadene er en funksjon av inntjening. Vi bruker 32% av driftsinntektene konstant som operating expense i de fremtidige prognosene.

8.1.4 Avskrivninger

De fremtidige prognosene for avskrivninger er basert på den historiske avskrivningssatsen. Den har ligget på rundt 4 % av driftsinntekter, før den i 2020 og 2021 har økt til over 8 %. Ettersom økte investeringer fører til økte avskrivninger, bruker vi de seneste avskrivningssatsene (2021 og 2022). Vi benytter oss derfor av 8 % av driftsinntekter som konstant avskrivningssats i de fremtidige prognosene.

8.1.5 Skattesats

Skattesatsen var 22 % i Norge i 2021 (Regjeringen, 2020). Vi benyttet denne skattesatsen i vår beregning av totalkapitalkostnad og holder derfor denne konstant på de fremtidige prognosene.

8.1.6 Investeringer

Når vi går fra NOPAT til FCFF, må investeringene til Grieg trekkes fra. Det kommer av årsrapporten for 2021, at selskapet har planer om å investere i “post-smolt” delen av produksjonen, for å øke det høstede volumet (Grieg Seafood ASA, 2022a, s. 11). Dette kommer også som nevnt til å bidra til å redusere de operasjonelle kostnadene. Det kommer også frem i rapporten, at investeringene knyttet til post-smolt anleggene i Newfoundland er unnagjort. Dette forklarer de store forskjellene i investeringer i år 2020 og 2021. Vi budsjetterer derfor med litt høyere investeringer enn det som har vært historisk. Fra 2017 til 2020 har investeringer ligget på gjennomsnittlig 7% av inntektene, vi benytter oss av 11% av budsjetter inntekter i fremtidsprognosen. Vi reduserer dette ned til 9%, i terminalverdien for å få en mer “realistisk” terminalverdi.

8.2 Prognose av balanseposter

Selskapets salgsinntekter er nå estimerte for prognoseperioden. De resterende balansepostene vil i hovedsak estimeres som en prosent av salgsinntektene. Videre vil den netto rentebærende gjelden estimeres ved hjelp av den investerte kapitalen.

8.2.1 Arbeidskapital (NWC)

Ifølge Plenborg & Kinserdal (2021, s. 230) defineres netto arbeidskapital som varebeholdning og kundefordringer minus driftsforpliktelser. NWC gir uttrykk for selskapets evne til å utnytte eiendeler på en effektiv måte og knyttes opp mot virksomhetens drift. Vi har valgt å vise en historisk oversikt over Grieg Seafoods netto arbeidskapital.

Historic NWC	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inventory	2 548 789	2 790 614	3 321 234	3 615 795	2 623 904	3 577 711
Recivables	963 837	959 934	1 091 664	794 522	312 453	299 125
Operating liabilities	936 623	978 571	1 013 255	1 307 977	696 533	856 376
NWC	2 576 003	2 771 977	3 399 643	3 102 340	2 239 824	3 020 460
NWC / Revenue	39 %	39 %	45 %	37 %	51 %	65 %

Tabell 24: Historisk arbeidskapital (egen tilvirkning).

Å se på den gjennomsnittlige arbeidskapitalen fra tabellen tillegger liten verdi, ettersom 2020 og 2021 er vesentlig høyere på bakgrunn av at inntektene fra Shetland er ekskluderte i disse postene. Derfor vil arbeidskapitalen vi fant i de

siste årene være de viktigste størrelsene vi tar med oss videre for prognoseperioden. Vi tror at arbeidskapitalen vil nærme seg et nivå nærmere 40 %, ettersom vi tror at Grieg Seafood kommer til å utnytte sine eiendeler på en bedre måte. Etter at driften på Newfoundland etableres for fullt, vil også inntektene øke. Derfor sier prognosene våre at arbeidskapitalen gradvis vil syne mot tidligere nivåer.

Forecast NWC	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Inventory	4 114 368	4 278 942	4 450 100	4 806 108	5 190 597	5 605 844	6 054 312	6 357 028	6 484 168
Receivables	343 994	357 754	372 064	401 829	433 975	468 693	506 188	531 498	542 128
Operating liabilities	984 832	1 024 226	1 065 195	1 150 410	1 242 443	1 341 839	1 449 186	1 521 645	1 552 078
NWC	2 949 081	2 788 222	2 609 775	2 818 557	3 044 042	3 287 565	3 550 571	3 728 099	3 802 661
NWC / Revenue	55 %	50 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %

Tabell 25: Arbeidskapital fremtidsprognose (egen tilvirkning).

8.3 Terminalverdi

Vi vil i dette kapitlet nevne typiske fallgruver i verdsettelse, eksempelvis å forutsette en for høy vekst i terminalperioden. Bestemmelsen av den fremtidige lønnsomheten er viktig, ettersom det er disse verdiene som skal fremskrives i all overskuelig fremtid (Kaldestad, 2017). Som nevnt i inntektsprognosen bør dette tallet være lavere enn hva vi forventer som nominell vekst i BNP. Videre må investeringene overstige avskrivningene i terminalperioden. Det er fordi det sikrer at balansen ikke vil gå mot null. Kaldestad (2017) presiserer at ettersom terminalperioden står for den største delen av Enterprise Value, er det svært viktig at forutsetningene for denne perioden reflekterer virkeligheten i størst mulig grad.

I prognosen av inntekter drøftet vi både realvekst i BNP og inflasjon i hensyn til verdensøkonomien. På bakgrunn av den drøftelsen er terminalveksten satt til 2 %. Videre vil vi redusere lønnsomheten i terminalperioden noe i forhold til prognoseperioden. Den justerer vi fra 60 % til 55 %. Vi forventer at EBIT-marginen vil øke på bakgrunn av økte driftsinntekter, og driftskostnader vil reduseres på bakgrunn av investeringer i bedre teknologi. Disse investeringene vil nok på kort sikt øke driftskostnadene, men på lang sikt redusere de. Oppkjøpet av Newfoundland vil trolig også redusere driftsmarginen på kort sikt. Derfor har vi forventninger om at den vil være lavere i de første prognoseårene, men øke og nærme seg bransjesnittet i det Newfoundland begynner å generere inntekt. Derfor anser vi 15% som rimelig anslag i terminal perioden. Avskrivningene forventer vi

holder seg rimelig statistisk i fremtidsprognosene og i terminalperioden, vi har valgt å beholde 8% som sats.

9.0 Verdssettelse

9.1 Diskontert kontantstrøm (FCFF)

Vi kan se av tabell 26 de fremtidig estimerte kontantstrømmene. Vi har brukt det estimerte avkastningskravet 5,08 %, som ble utregnet i kapittel 5.4. Vi har satt 2 % som vekst i terminalperioden og får da en estimert terminalverdi på 11 628 milliarder kr i 2021. Entreprenør-verdien blir derfor 15 422 milliarder kr. Vi trekker fra markedsverdien av gjelden (NIBD), og får da en estimert verdi av egenkapitalen på 12 197 milliarder. Denne verdien blir delt på antall utestående aksjer for å finne den vår estimerte aksjekurs.

Modellen vår gir oss en aksjepris på **108kr**, aksjen per 31.12.2021 omsettes for 83,1kr, noe som kan indikere at aksjen er underpriset.

Tabell 26: DCF-Modell

Grieg seafood NOK 1000	Forecasted period								Terminal E2030
	E2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	E2028	E2029	
FCFF									
NOPAT	627 350	434 963	316 653	732 825	844 214	968 736	1 107 778	1 163 167	1 186 430
Depreciation	428 957	446 115	463 960	501 077	541 163	584 456	631 213	662 773	507 021
Investments	589 816	613 409	637 945	688 981	744 099	790 570	789 016	828 466	760 532
Δ NWC	-71 379	-160 859	-178 446	208 782	225 485	243 523	263 005	177 529	74 562
WACC	5,08 %	5,08 %	5,08 %	5,08 %	5,08 %	5,08 %	5,08 %	5,08 %	5,08 %
FCFF (PV)	511 849	388 068	276 727	275 662	324 488	430 069	485 498	551 441	549 347
Sum Present value	3 799 150								
(PV) Terminal value	11 628 970								
Enterprise value	15 422 119								
NIBD	3 224 769								
Estimated market value equity	12 197 350 322								
Total shares	113 447 042								
Fair price per share	108								
Current price per share	83,1								
Potential profit	29 %								

9.2 Komparativ verdssettelse

Multipelverdssettelsen gjøres som nevnt i kapittel fem, ved hjelp av å sammenligne nøkkeltall med de sammenlignbare selskapene som ble presentert i kapittel 2.4. Etter vår mening er det nødvendig å supplere med alternativ metode til fundamental verdssettelsen for å redusere risikoen til vår kjøp/hold/selg anbefaling. Vi har benyttet oss av gjennomsnittet til hver multipel, og har tillegg beregnet medianen, for å sammenligne med gjennomsnittet. Dette er gjort som en

ekstra sjekk for ekstreme verdier. Vi har konkludert med at medianen er nær nokk gjennomsnittet, slik at det kan benyttes uten for store konsekvenser.

Multiplene vi benytter oss av er: Pris/Bok, P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT og EV/GWT. Tabellen under viser markedsverdiene til de komparative selskapene

NOK	Grieg seafood	SalMar	Mowi	Lerøy Seafood Group
31.12.2021				
Aksjekurs	83	608	209	69
Antall aksjer	113 447 042	117 799 999	517 111 091	595 773 680
Markedsverdi av egenkapital	9 427 449 190	71 622 399 392	107 921 084 692	41 084 552 973

Tabell 27: Grieg Seafood og sammenlignbare selskaper

9.2.1 Pris/Bok multippel

Pris/Bok multippel er en enkel multippel å bruke. Den brukes til å sammenligne markedsverdien av egenkapitalen, og bokført verdi av egenkapitalen. Som vist i Pris/Bok modellen under har Grieg Seafood den laveste Pris/bok verdien, dette kan bety at markedet har mindre tro på at Grieg skal skape verdi av eiendelene sine i forhold til de sammenlignbare selskapene. Det kan også bety at aksjen er underpriset.

Formel 18: Pris bok

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

NOK 1000	Grieg seafood	SalMar	Mowi	Lerøy Seafood Group
Markedsverdi av egenkapital	9 427 449 190	71 622 399 392	107 921 084 692	41 084 552 973
Bokført verdi av egenkapital	5 563 303 000	29 450 000 000	31 399 455 906	10 225 077 000
Pris/Bok	2	2	3	4
Gjennomsnitt	2,90			
Median	2,93			
Verdianslag	16 325 614 894			
Antall aksjer	113 447 042			
Estimer aksjepris (NOK)	144			

Tabell 28: Pris/Bok multippel

9.2.2 P/E multippel

Price/Earnings eller pris/fortjeneste er den mest brukte multippelen, og er et tall på hvor mye selskaper koster i forhold til hvor mye penger det tjener (Berk & DeMarzo, 2017, s. 328). En ulempe med P/E er at den blander kapitalstruktur, og ikke operasjonelle ting med forventninger av operasjonell prestasjon (Koller et al., 2020, s395). Som vi ser av modellen har Grieg en P/E på 15, mens SalMar har en P/E på 26, dette tilsier at Grieg har en høyere fortjeneste enn f.eks. SalMar i forhold til markedsverdi.

Formel 19: Pris årsresultat

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Årsresultat}}$$

	Grieg seafood	SalMar	Mowi	Lerøy Seafood Group
Markedsverdi av egenkapital	9 427 449 190	71 622 399 392	107 921 084 692	41 084 552 973
Årsresultat	604 376 000	2 668 120 000	7 939 608 222	2 781 096 000
P/E	16	27	14	15
Gjennomsnitt	17,70			
Median	15,19			
Verdianslag	9 177 885 089			
Antall aksjer	113 447 042			
Estimer aksjepris (NOK)	81			

Tabell 29: P/E multippel

9.2.3 EV/EBITDA multippel

Enterprise-verdi multipler gir bedre innsikt og sammenlignbarhet mellom lignende selskaper. EBITDA er ønsket både fra et logisk perspektiv og fordi det også leder til mer sammenlignbare multipler (Koller et al., 2020, s396). Fra tabellen kan vi se at Grieg har en lavere EV/EBITDA enn konkurrentene, dette kan tyde på at aksjen er underpriset.

Formel 20: Enterprise verdi og EBITDA multippel

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + NIBD}{EBIDA}$$

	Grieg seafood	SalMar	Mowi	Lerøy Seafood Group
Markedsverdi av egenkapital	9 427 449 190	71 622 399 392	107 921 084 692	41 084 552 973
NIBD	3 224 769 000	5 192 926 052	18 544 255 716	5 845 619 194
EBITDA	1 316 617 000	3 730 132 000	6 695 221 533	3 777 516 000
EV/EBITDA	9,61	20,59	18,89	12,42
Gjennomsnitt	15,38			
Median	15,66			
Verdianslag	20 248 016 998			
Antall aksjer	113 447 042			
Estimer aksjepris (NOK)	178			

Tabell 30: EV/EBITDA multipl

9.2.4 EV/EBIT multipl

Vi har valgt å også benytte oss av EV/EBIT, forskjellen her fra EV/EBITDA er at vi fjerner avskrivninger og nedbetaling av lån. EV/EBIT til Grieg tyder også på at aksjen er underpriset.

Formel 21: Enterprise verdi og EBIT multipl

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + NIBD}{EBIT}$$

	Grieg seafood	SalMar	Mowi	Lerøy Seafood Group
Markedsverdi av egenkapital	9 427 449 190	71 622 399 392	107 921 084 692	41 084 552 973
NIBD	3 224 769 000	5 192 926 052	18 544 255 716	5 845 619 194
EBIT	940 943 000	2 926 996 000	6 038 434 038	2 518 783 000
EV/EBIT	13,45	26,24	20,94	18,63
Gjennomsnitt	19,82			
Median	19,79			
Verdianslag	18 619 136 600			
Antall aksjer	113 447 042			
Estimer aksjepris (NOK)	164			

Tabell 31: EV/EBIT multipl

9.2.5 EV/GWT multipl

EV/GWT er en bransjespesifikk multipl. GWT (Gutted Weight Tonnage), er et tall på hvor mye slaktet fisk selskapet har produsert. Tabell 32 indikerer også at Grieg er underpriset.

Formel 22: Enterprise verdi og tonn slaktet fisk multiplert

$$\frac{EV}{GWT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + NIBD}{\text{Tonn slaktet fisk}}$$

	Grieg seafood	SalMar	Mowi	Lerøy Seafood Group
Markedsverdi av egenkapital	9 427 449 190	71 622 399 392	107 921 084 692	41 084 552 973
NIBD	3 224 769 000	5 192 926 052	18 544 255 716	5 845 619 194
GWT	75 601 000	198 200 000	465 600 000	186 635 000
EV/GWT	167,36	387,56	271,62	251,45
Gjennomsnitt	269,50			
Median	261,54			
Verdianslag	19 772 394 219			
Antall aksjer	113 447 042			
Estimer aksjepris (NOK)	174			

Tabell 32: EV/GWT multiplert

9.2.6 Resultat

Etter å ha regnet ut alle de estimerte aksjeprisene ved hjelp av de forskjellige multiplene, beregner vi et gjennomsnitt for å få den ferdige estimerte aksjeprisen. Fra tabell 34 ser vi at vi får en estimert aksjepris på 148kr, når prisen i markedet er på 83,10kr. Dette er noe som indikerer at aksjen er underpriset. Den er også høyere enn vår estimerte fundamentale verdsettelse.

	Pris/Bok	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/GWT	Gjennomsnitt
Estimer aksjepris (NOK)	144	81	178	164	174	148

Tabell 33: Gjennomsnitt av komparativ verdsettelse

10.0 Usikkerhetsberegninger

Vi vil i dette kapitlet ta i bruk data fra beregningene gjort i DCF-modellen beskrevet i kapittel 9.

10.1 Sensitivitetsanalyse

I vår DCF-modell gjør vi flere forutsetninger, og har presisert at det foreligger usikkerhet i de forskjellige beregningene, og estimatene. Det bør derfor utføres en sensitivitetsanalyse av både aksjeprisen, og terminalverdien. Terminalverdien er

det tallet som har størst innflytelse på entrepris verdien og da også aksjeprisen. Den påvirkes mye av vekstraten og avkastningskravet, som vi har estimert i all overskuelig fremtid, dette blir klart illustrert i de kommende modellene.

10.1.1 Sensitivitet av aksjepris

Tabell 34 illustrere hvordan aksjeprisen reagerer på endringer i vekst eller avkastningskravet (WACC). Som vi ser av modellen, er det stor forskjell på estimert aksjepris, fra 59kr per aksje til 281kr per aksje i de mest ekstreme tilfellene. Dette viser at estimert aksjepris avhenger mye av verdiene på avkastningskrav og vekst. Dårlige estimater her, har derfor store konsekvenser for vår endelige anbefaling. Det kan eksempelvis ses på om man endrer veksten med 1 prosentpoeng, fra 1,2% til 2,2%, men holder avkastningskravet konstant; Aksjeprisen går da fra 142kr til 219kr.

Sensitivity analysis (Share price)		Vekst						
		1,2 %	1,4 %	1,8 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %	2,6 %
W	4,00 %	142	153	180	197	219	246	281
	4,50 %	111	118	135	146	158	173	191
A	5,08 %	86	90	101	108	115	123	133
	5,50 %	72	76	84	88	94	100	106
C	6,00 %	59	62	68	71	75	79	84

Tabell 34: Sensitivitetsanalyse aksjepris

10.1.2 Sensitivitetsanalyse av terminal verdi

Tabell 35 illustrerer hvordan entreprisverdien reagerer på endringer i vekst eller avkastningskravet. Vi ser her, kanskje klarere konsekvensen av dårlige estimater. Forskjellen blant de ekstreme verdiene er veldig høy, hvor den laveste verdien, som har 6% i avkastningskrav og 1,2% i vekst ender på 9 milliarder. Den høyeste hvor avkastningskravet er 4% og veksten er 2,6% gir en terminal verdi på 35 milliarder.

Sensitivity analysis (Terminal value)		Vekst						
		1,2 %	1,4 %	1,8 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %	2,6 %
W	4,00 %	19 323 912	20 534 511	23 616 034	25 619 024	28 067 123	31 127 246	35 061 691
	4,50 %	15 826 749	16 620 795	18 561 797	19 765 218	21 177 929	22 859 728	24 895 591
A	5,08 %	12 954 311	13 470 777	14 692 440	15 422 119	16 253 010	17 207 738	18 316 221
	5,50 %	11 420 566	11 812 447	12 723 305	13 256 808	13 854 977	14 530 330	15 298 835
C	6,00 %	9 963 191	10 251 926	10 911 892	11 291 372	11 710 797	12 176 826	12 697 681

Tabell 35: Sensitivitetsanalyse terminalverdi

10.2 Scenarioanalyse

Ved hjelp av sensitivitetsanalysen fikk vi innblikk i hvor utslagsgivende terminalveksten og avkastningskravet er for både aksjeprisen og terminalverdi. For å teste dette ytterligere har vi valgt å utvikle tre ulike scenarioer som drøfter ulike utfall; bear, base og bull case.

Scenario Bear:

I vårt første simulerte scenario setter vi den forventede veksten til 1% og avkastningskravet til 5,08%. Den estimerte aksjeprisen med disse driverne er lik 82 kroner per aksje. I dette scenarioet ser vi får oss at de temperaturendringer i vannet påvirker de biologiske forholdene slik at produksjonen blir lavere enn forventet. Samtidig som vi setter terminalveksten til 1%, som følge av lavere produksjonsvolum og etterspørsel. Etterspørselen påvirkes av makroøkonomiske forhold og tiltak fra sentralbanker som justerer inflasjonsutsiktene.

DCF-modellen - Bear	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030 (T)
FCFF	537 870	428 528	321 114	336 139	415 794	579 099	686 970	819 945	858 358
NPV FCFF (2022-2030)	511 849	388 068	276 727	275 662	324 488	430 069	485 498	551 441	549 347
Present value (Forecast period)	3 793 150								
Terminal value	13 586 423								
Present value of Termin period	8 693 283								
Enterprise value	12 488 433								
Interest bearing debt	3 224 769								
Estimated marketvalue Equity	9 263 663 626								
Number of shares	113 447 042								
Fair price per share	82								
Wacc									5,08379%
Current share price	83,1								
Growth rate									1,0 %
Potensial profit	-2 %								

Tabell 36: Scenario Bear

Scenario Base:

Base caset sine forutsetninger tilsvarer forutsetningene vi la til grunn for verdiesimatet vi kom frem til i verdsettelseskapittelet. Denne mener vi er mest realistisk basert på makroøkonomiske utsikter og selskapsspesifikke faktorer som påvirker kontantstrømmen. Det vil gi en forventet aksjepris på 108 kroner, med en forventet vekst i overskuelig fremtid på 2 % og et avkastningskrav på 5,08 %.

DCF-modellen - Base	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030 (T)
FCFF	537 870	428 528	321 114	336 139	415 794	579 099	686 970	819 945	858 358
NPV FCFF (2022-2030)	511 849	388 068	276 727	275 662	324 488	430 069	485 498	551 441	549 347
Present value (Forecast period)	3 793 150								
Terminal value	18 170 324								
Present value of Termin period	11 628 970								
Enterprise value	15 422 119								
Interest bearing debt	3 224 769								
Estimated marketvalue Equity	12 197 350 322								
Number of shares	113 447 042								
Fair price per share	108								
Wacc									5,08379%
Current share price	83,1								
Growth rate									2,0 %
Potensial profit	29 %								

Tabell 37: Scenario Base

Scenario Bull:

Det siste scenarioet skal representere et tilfelle med terminalvekst på 3 % og samme avkastningskrav på 5,08 %. I dette tilfellet er det verdt å nevne at terminalveksten er høy, så høy at den kan omtales som en ekstremverdi. Forventet aksjepris i dette scenarioet er på 128kr. Grunnet den høye terminalveksten, anser vi det som lite sannsynlig at dette tilfelle vil inntreffe.

DCF-modellen - Bull	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030 (T)
FCFF	537 870	428 528	321 114	336 139	415 794	579 099	686 970	819 945	858 358
NPV FCFF (2022-2030)	511 849	388 068	276 727	275 662	324 488	430 069	485 498	551 441	549 347
Present value (Forecast period)	3 793 150								
Terminal value	21 792 850								
Present value of Termin period	13 947 379								
Enterprise value	17 740 529								
Interest bearing debt	3 224 769								
Estimated marketvalue Equity	14 515 759 730								
Number of shares	113 447 042								
Fair price per share	128								
		Wacc		5,08379%					
Current share price	83,1								
Potensial profit	54 %								
		Growth rate		2,5 %					

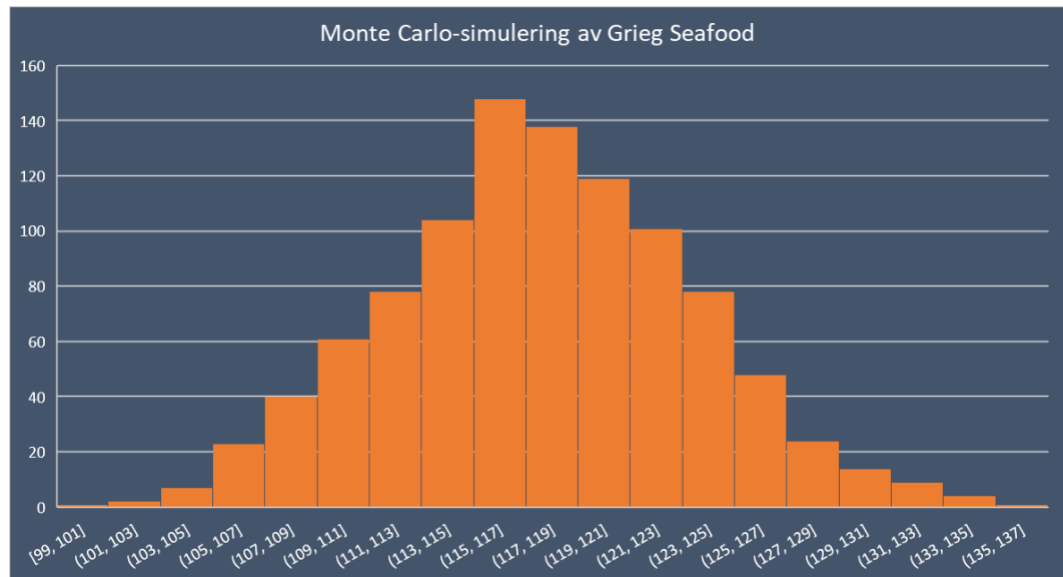
Tabell 38: Scenario Bull

10.3 Monte Carlo-simulering

En Monte Carlo-simulering brukes for å modellere sannsynligheten av forskjellige utfall i en prosess som ikke lett kan forutsies på bakgrunn av innflytelsen til tilfeldige variabler. Kenton (2021) omtaler det som en teknikk som gir bedre forståelse effekten risiko og usikkerhet har i prediksjon- og prognosemodeller. For å få mest mulig fornuftig resultat kjører man en simulering med ulike verdier, i vårt tilfelle bruke vi aksjens daglige volatilitet som beregnes sammen med RAND(formelen) i Excel som spytter ut tilfeldige data.

Vi tok utgangspunkt i aksjeprisen vi fant ved en fornuftig vektning av den diskonterte kontantstrømmen og relative verdsettelsen, 117kr. Historiske aksjekurser fant vi via Oslo Børs, og fant aksjen sin volatilitet ved å se på daglige bevegelser. Deretter simulerte vi utfallet til 1 000 simuleringer, og beregnet gjennomsnitt, median, og standardavvik. Det som gjør Monte Carlo-simuleringen signifikant er at gjennomsnittet stor sett blir det samme hver gang. Den tilfeldige variabelen presenterer forskjellige tall hver gang simuleringen gjennomføres. Måleresultatet blir mer troverdig som følge av dette. Et annet viktig punkt å nevne

er at simuleringen skal representere et helt effisient marked. Likevel, har Monte Carlo-simulering hatt større verdi i finansiell analyse og verdsettelse.



Figur 22: Monte Carlo-simulering (egen tilvirkning)

Under er en oppsummering av Monte Carlo-simuleringen sine nøkkeltall.

Monte Carlo nøkkeltall	
Kursmål	116,8
Årlig volatilitet	39,34 %
Daglig volatilitet	2,52 %
Gjennomsnitt	116,78
Median pris	116,77
Standardavvik	5,9

Tabell 39: Monte Carlo nøkkeltall (egen tilvirkning)

I simuleringen får verdier mellom 116-117 høyest frekvens. Modellen beregner et gjennomsnitt svært nære vår estimerte aksjekurs. Dette danner grunnlag for å argumentere at den estimerte aksjeprisen reflekterer den underliggende verdien til Grieg Seafood. Med et standardavvik på 5,9, gir det enda større grunnlag til å argumentere at Grieg Seafood ASA sin aksje per 31.12.2021 er underpriset i markedet.

10.4 Realopsjoner

Selskap som operer i bransjer med høy fleksibilitet benytter seg oftest av avanserte opsjonsmodeller ved verdsettelse. Generelt sett kan det således være krevende å fastslå inputs til disse modellene. Graden av fleksibilitet i oppdrettsbransjen kan diskuteres, da høye volumer av produsert ferskvare med kort holdbarhet, må bli solgt videre snarest. I tillegg til knappheten på kontrakter og lisenser, begrenses handlingsrommet til å utvide produksjonsanleggene av diverse styringsmakter.

På grunn av tidligere nevnte miljømessige og biologiske forhold oppdrettsbransjen står innfor, stilles det derfor store krav til teknologiske løsninger. Vi ser at dette løses av Grieg Seafood og konkurrentene gjennom bruken av lukkede og landbaserte anlegg, samt eksponerte anlegg. Samtidig krever disse anleggene kapital- og ressursintensive investeringer, noe som kan lede til to forskjellige scenarier. Hvis investeringene er lønnsomme, skaper det større mulighet for fleksibilitet. Hvis investeringene derimot ikke er lønnsomme, vil det begrense den alternative bruken av anleggene og dermed anse dem som irreversible investeringer.

På den måten er det viktig for Grieg Seafood å følge den teknologiske utviklingen i bransjen. Det å ikke bare investere i eksisterende anlegg og teknologi, men også søke seg til nye fungerende måter å drive lakseoppdrett på. Siden vi konkluderte med at Grieg Seafood har et midlertidig fortrinn her i den teknologiske ressursen, har de større muligheter for fleksibilitet. På den måten vil realopsjonsteori sørge for at den reelle verdien av Grieg Seafood ASA er noe høyere enn ved benyttelse av nåverdimetoden. Ved nåverdiberegning utelates tilpasningsevne og fleksibilitet av verdsettelsen.

11.0 Drøfting av analyseresultat

Resultatene er basert på de anvendte verdsettelsesmetodene. Den angitte aksjekursen er høyere enn sluttkursen på verdsettelsestidspunktet. Derfor anses Grieg Seafood sin aksje som underpriset per 31.12.2021. DCF-modellen vektet

med 80 % og gjennomsnittlig pris per aksje estimert via komparativ verdsettelse vektet 20 % gir en estimert aksjepris på 117 kroner, og gir en fiktiv investor en potensiell oppside på 50,55 % til dagens markedspris. Videre drøftelse av handelsstrategi, estimat og konklusjon kommer i kapittel 13.

Vårt endelige estimat er en subjektiv verdivurdering i tråd med begrensninger, forutsetninger og avgrensninger relatert til oppgaven. Derfor påvirkes aksjeprisen til Grieg Seafood av diverse forhold vi har forsøkt å ta høyde for, etter beste evne underveis i oppgaven. De viktigste faktorene har omhandlet laksepris, markedet og bransjen, tilbud og etterspørsel, og potensielle utfordringer Grieg Seafood står ovenfor i fremtiden. Av de nevnte faktorene er flere av de tatt høyde for i utarbeidelsen av avkastningskravet, og tilhørende aksjepris.

Fra regnskapsanalysen i kapittel 6 ser vi at regnskapskvaliteten er god. Videre ser vi god konsistens i måten de historiske årsrapportene er utformet. Selskapet har historisk god lønnsomhet og likviditet. Balansen sitt gjeldsnivå er tilfredsstillende, og øker noe i 2020 og 2021, som følge av oppkjøpet av oppdrettsanlegget i Newfoundland. Videre ser vi bransjens sykliske art gjennom resultatregnskapene, det vil si at volatiliteten i lakseprisen har stor innvirkning på selskapets inntjening. I tillegg viser trendanalysene at den langsiktige trenden er oppegående, og selskapets nøkkeltall er tilfredsstillende. Den prosentvise avkastningen på investert kapital overstiger avkastningskravet samtlige år innenfor analyseperioden, med unntak i 2020. Dette skyldes effekter forårsaket av korona pandemien. Dette betyr at Grieg Seafood er flinke til å generere meravkastning utover avkastningskravet, hvilket er et sunt tegn fra et analytisk ståsted. Likviditetsanalysen viser at Grieg Seafood ligger noe under bransjegjennomsnittet på starten av analyseperioden, men i 2021 som følge av ringvirkninger etter salget av Grieg Seafood Shetland AS og Ocean Quality har disse nøkkeltallene styrket seg betydelig og lagt seg over bransjegjennomsnittet. Eksempelvis har de en likviditetsgrad som tyder på at de er mer enn kapable til å dekke kortsiktige gjeldsforpliktelser.

I kapittel 7 går vi gjennom den strategiske analysen som baserer seg på ekstern informasjon. Vi har ingen intern innsikt. Det betyr at informasjon i selskapets interne drift og fremtidsplaner ikke er inkludert i analysen. Videre tok vi høyde for å kartlegge makroøkonomiske forhold nasjonalt og internasjonalt, som igjen kan påvirke Grieg Seafood. Ved hjelp av den strategiske analysen fremkommer det at etterspørselen etter atlantisk laks er høyere enn hva tilbudet er på verdsettelsestidspunktet. Hvorvidt produksjonsveksten vil klare å holde følge med etterspørselen avhenger av blant annet biologiske forhold, da det stilles stadig strengere krav til utstedelse av lisenser og konsesjoner. Dette gjør inngangsbarrieren til industrien høy, og rivaliseringen mellom eksisterende konkurrenter stor. Flere aktører i bransjen investerer tungt for å gjøre teknologiske fremskritt som vil tillate en økt produksjonskapasitet. Disse er rettet mot utviklingen av lukkende havoppdrettsanlegg og landbasert oppdrett.

I kapittel 8 bruker vi historiske regnskapstall, kombinert med den strategiske analysen til å generere fremtidsprognoser på selskapets viktigste drivere. Ved å se på de viktigste faktorene for inntektene kan vi si at inntektene sine fremtidsutsikter ser gode ut. Videre har vi gjort oss opp meninger om retningen bransjen er på vei, hensyntatt teknologi, etterspørsel og tilbud. Hvor vi konkluderer med at alle disse faktorene ser gode ut for Grieg Seafood. Som nevnt i den strategiske analysen foreligger det begrensninger i biologiske forhold og påvirkningen lakselus kan ha på totalt slaktevolum. Likevel har vi valgt å tillegge disse faktorene mindre verdi ettersom behandling av lakselus blir stadig bedre og utviklingen i alternative oppdrettsanlegg styrkes.

Av kapittel 9 fremkommer verdierestimater ved hjelp av DCF-modellen, og de komparative verdsettelsene. Videre har vi valgt å teste den diskonterte kontantstrømmen vår ved å se på sensitiviteten knyttet til terminalveksten og avkastningskravet. Basert på historisk WACC og fremtidsprognoser har vi latt terminalveksten styre endelig verdierestimat i de ulike scenarioene våre. Scenarioanalysen baserer seg på usikkerhetsmomenter knyttet til terminalveksten, og presenteres gjennom et bear-, base- og bull case som fanger opp de ulike utfallene. De ulike scenarioene gir et verdierestimat per aksje på henholdsvis, 82kr,

108kr, og 128kr. Monte Carlo-simuleringen viser et gjennomsnittlig kursestimat nærme estimatet i base-scenarioet.

12.0 Kritikk av analysene

Vi vil i dette kapittelet drøfte svakheter ved analysene våre. Vi trekker ved flere anledninger fram at det er knyttet subjektive antagelser og meninger til en verdsettelse. Leter man frem kursestimater fra en rekke meglerhus, finner man ofte store avvik. Gitt meglerhusene bruker de samme verktøyene, metodene, og lik bransjeinnsikt burde ikke det være store avvik fra hverandre. Likevel oppstår det avvik, og det er her de subjektive vurderingene spiller inn. I kapittelet om regnskapsanalyse, satt vi et "benchmark" for ulike nøkkeltall knyttet til lønnsomhet. Da tok vi utgangspunkt i tre sammenlignbare selskaper og brukte dette for å sammenligne med Grieg Seafood. Tallene som er brukt fra de konkurrerende selskapene er ikke reformulert på samme måte som Grieg Seafood, og metoden avviker derfor fra sammenligningsgrunnlag. Derfor vil en lik reformulering av resultat- og balanseregnskapene gitt et bedre sammenligningsgrunnlag og styrket konsistensen i oppgaven. Av hensyn til kompleksitet og tidsbruk valgte vi å ikke gjennomføre denne reformuleringen.

Det neste momentet handler om verdsettelsestidspunktet vi har satt. Vi valgte å sette 31.12.2021 som verdsettelsestidspunkt. En kritikk er da knyttet til tallmaterialet vi har valgt å bruke. Vi bruker 31.12.2021 som dato, mens vi har valgt å ta hensyn til dagens situasjon i utdypingen om makroøkonomiske- og strategiske forhold, samt den første kvartalsrapporten for 2022. Dermed ville det nok i retrospekt vært lurere å sette verdsettelsestidspunktet til nå, og bruke Q1 rapporten til å lage et trailing årsregnskap sammen med antagelser gjort i den strategiske analysen vår. Da ville vi fått med gjenåpningen av samfunnet, krigen i Ukraina, lakseprisen, og andre forhold til å manifestere seg gjennom tallmaterialet vårt, og ikke bare i de strategiske analysene våre. Altså har vi valgt å bruke tallmateriale fra 31.12.2021, men prognosene våre bygger på faktiske hendelser etter det angitte verdsettelsestidspunktet. Så vi antar at selve kursestimatet er mer korrekt, men at det ikke blir helt riktig å si at det var riktig pris per 31.12.2021, ettersom vi nå sitter på informasjon som i stor grad driver selskapets verdi høyere,

som blant annet utviklingen i laksepris og økt etterspørsel. Så hoved kritikken til oppgaven vår ligger i valg av verdsettelsespunkt. Da denne også har påvirket avkastningskravet, det ble også estimert per 31.12.2021, og som vi ser i sensitivitetsanalysen har det svært stor effekt på det endelige verdiestimatet. Samtidig er veksten basert på tidsriktig antagelser, noe som er riktigere for å danne et bilde utviklingen til Grieg Seafood og verdensøkonomien. Vi har valgt å ta hensyn til selskapsspesifikke detaljer da vi satt vekstrater for prognoseperioden.

Sensitivitetsanalysene kan også trekkes frem i denne delen av oppgaven. Vi bruke den daglige volatiliteten i Monte Carlo-simuleringen, noe som kun ser på pris endringer i aksjekursen over en lengre periode. Den fanger ikke opp de underliggende faktorene som driver DCF-modellen vår og tillegger analysen mindre verdi enn om vi hadde sett på flere inputvariabler fra DCF-modellen. De ulike scenarioene er utarbeide kun ved å endre på nominell vekst i terminalperioden. Et annet poeng her kunne vært å bruke ulike avkastningskrav. Bear caset hadde en terminalvekst på 1 % og bull case på 3 %, den prosentvise var eneste driver som endrer verdsettelsen. Det ville vært mer hensiktsmessig å se på ulike case i hensyn til totalt slaktevolum, laksepris, og de faktorene vi faktisk bruker tid på å estimere i kapittel 8.

Multipelverdsettelsen tar utgangspunkt i at selskapene er sammenlignbare. Selv om selskapene vi har valgt er mer komparative enn andre potensielle selskaper er de ikke "identiske". MOWI er som nevnt verdens største sjømatsselskap, og har et helt annet budsjett når det gjelder blant annet forskning og utvikling, enn det Grieg Seafood har. Det er ikke tatt noen hensyn til slike forskjeller i multipelverdsettelsen. Vi har derfor brukt flere multipler og benyttet et gjennomsnitt av estimert aksjepris, for å jevne denne effekten best mulig.

13.0 Konklusjon, endelig estimat og handlingsstrategi

Hensikten med oppgaven har vært å besvare følgende problemstilling:

Hovedproblemstillingen lyder som følger:

«Hva er den estimerte verdien av én aksje i selskapet Grieg Seafood ASA per 31.12.2021?»

Den fundamentale verdsettelsen vi gjennomførte i kapittel 9.1 ga oss en estimert aksjepris på 108 kr for Grieg Seafood.

Videre fullførte vi en relativ verdsettelse av Grieg Seafood som ga en estimert aksjepris på 148 kr. Vi har valgt å vekte de to ulike verdsettelsesteknikkene for å etablere et endelig estimat av aksjeprisen til Grieg Seafood. Den fundamentale verdsettelsen vektet 80 % og den relative verdsettelsen med 20 %. Bakgrunnen for denne vektingen knyttes opp til at vi tillegger den fundamentale verdsettelsen høyest verdi for å finne riktig verdierestimert på aksjeprisen til Grieg Seafood. Den fundamentale verdsettelsen er hovedmodellen som bygger på forutsetninger og estimater vi har gjort ved regnskapsanalyse og strategiske analyser. Samtidig som multippelverdsettelsene bygger på at selskapene er direkte sammenlignbare, noe som er bare delvis korrekt. Likevel er det knyttet usikkerhet til beregningene vi har gjort siden det er tatt hensyn til egne prognoser og antagelser. Derfor tar vi med relativ verdsettelse også. Ved å bruke den nevnte vektingen får vi et endelig verdierestimert på aksjeprisen til Grieg Seafood på 117 kr.

Formel 23: Estimert aksjepris

$$\text{Estimert aksjepris} = (108 \cdot 0,80) + (148 \cdot 0,20) = 117 \text{ kroner}$$

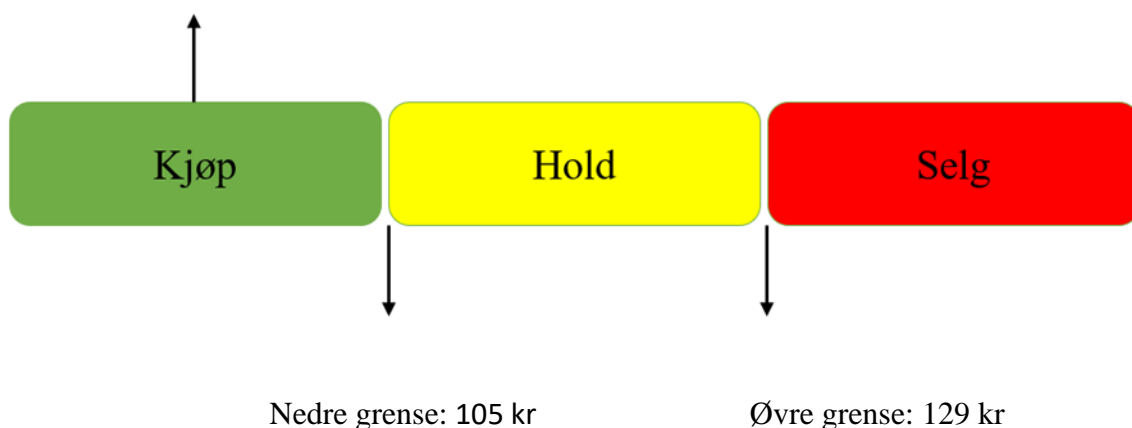
Det endelige verdien per aksje ble 117 kr per 31.12.2021. Vi velger en øvre og nedre grense på 10% tilknyttet vår handelsstrategi. Dette gjør vi ettersom det er knyttet usikkerhet rundt analysen vår. Hvis aksjekursen er under 105 kr anbefaler vi kjøp, dersom den er over 129 kr anbefaler vi salg.

Dermed kan vi nå besvare valgte underproblemstilling:

«Basert på estimert fundamental verdi – supplert med komparativt verdiesimat – burde investoren kjøpe, holde eller selge aksjen?»

Aksjekursen per 31.12.2021 i markedet er på 83,1 kr.

Aksjekurs 31.12.2021: 83,1 kr



Figur 23: Handelstrategi

13.1 Sentimentet i markedet

Avslutningsvis har vi valgt å se konsensusen i markedet på beslutningstidspunktet. Tabell 36 oppsummerer anbefalinger fra ulike meglerhus. Vi tar med oss at seks, av syv meglerhus anbefaler kjøp, mens en anbefaler hold. Dermed var mesteparten av markedet positivt innstilt til fremtiden til Grieg Seafood ASA. Det høyeste kursmålet var fra SEB, som lød på 145 kroner, mens ABG satt et kursmål til 98 kroner. Anbefalingene til meglerhusene har ikke påvirket analysen vår. Det var utelukkende for å sammenligne analysen vår med estimatene til erfarne analytikere.

	Anbefaling	Estimat	Dato	Avvik fra vårt estimat i %
Vårt estimat	Kjøp	116	31.12.2021	
ABG	Hold	98	01.14.2022	-18,04 %
Artcic	Kjøp	120	02.16.2022	3,60 %
Kepler Cheuvreux	Kjøp	122	01.14.2022	5,18 %
DNB	Kjøp	105	01.14.2022	-10,17 %
Pareto	Kjøp	120	01.14.2022	3,60 %
Nordea	Kjøp	120	02.01.2022	3,60 %
SEB	Kjøp	145	01.14.2022	20,22 %

Tabell 36: Sentiment i markedet ‘

14.0 Referanseliste

Arbeiderpartiet. (u.å). *Fiskeri og sjømat*.

<https://www.arbeiderpartiet.no/politikken/fiskeri-og-sjomat/>

Bache, Ida Wolden. (2022). *Pengepolitisk rapport: med vurdering av finansiell stabilitet*. (1/22). Norges Bank. [https://www.norges-](https://www.norges-bank.no/contentassets/b3ee6e75f0a8406ea80e1ca624b6140b/ppr_1-22.pdf?v=04/01/2022141201&ft=.pdf)

[bank.no/contentassets/b3ee6e75f0a8406ea80e1ca624b6140b/ppr_1-22.pdf?v=04/01/2022141201&ft=.pdf](https://www.norges-bank.no/contentassets/b3ee6e75f0a8406ea80e1ca624b6140b/ppr_1-22.pdf?v=04/01/2022141201&ft=.pdf)

Berk, J. & DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance* (4th edition). Pearson Education.

Besanko, D., Dranove, D., Shnley, M. & Schaefer, S. (2010). *Economics of Strategy* (5th ed.). John Wiley & Sons.

Blume, M. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. I Nagel, S., *The Journal in Finance* (785- 795). American Finance Association.

Bøhren, Ø., Michalsen D. & Norli Ø. (2017). *Finans: Teori og Praksis*. Fagbokforlaget.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3rd ed.). John Wiley & Sons.

Damodaran Online. (2022a). *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*. [Ratings and Coverage Ratios \(nyu.edu\)](#)

Damodaran Online. (2022b). *Betas by Sector (US)*.

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Dyrnes, S. (2011). *Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven - en taksonomi for verdibegreper*. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Fishpool. (2022). *Price History*. <https://fishpool.eu/price-history/>

Fjeldstad, Ø. & Lunnan, R. (Red). (2018). *Strategi* (2e utg.). Fagbokforlaget.

Fondfinans kapitalforvaltning. (2022, 9 mai). *Markedsrapport 2022*.

[Markedsrapport-april-2022-3.pdf \(fondsfinans.no\)](#)

Gaynor, L., Kelton, A., Mercer, M. & Yohn, T. (2016). *Understanding the Relation between Financial Reporting Quality and Audit Quality*. American Accounting Association.

Gjønnnes, S. & Tangenes, T. (2015). *Økonomisk Styring 2.0*. Fagbokforlaget.

Grieg Seafood ASA. (2017). *Annual Report 2016*.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/5acb9443fb27d4505528c92fbacf886a3cc4cdfc.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2018). *Annual Report 2017*.

[b7a1b2b2087990f7f17d0cf87455ce5318e75290.pdf \(sanity.io\)](https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/b7a1b2b2087990f7f17d0cf87455ce5318e75290.pdf)

Grieg Seafood ASA. (2019). *Annual Report 2018*.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/5bdf99b39fafa4acd0594e787cc03e86612971eb.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2020). *Annual Report 2019*.

[f02f99493b5af629a2c5857171a75c60c2633117.pdf \(sanity.io\)](https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/f02f99493b5af629a2c5857171a75c60c2633117.pdf)

Grieg Seafood ASA. (2021). *Annual Report 2020*.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/00b861e440a33024de1ef91cfd70fc2beb48bc3e.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2022a). *Annual Report 2021*.

[8699f764225f2b441044453452ada7923cca1994.pdf \(sanity.io\)](https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/8699f764225f2b441044453452ada7923cca1994.pdf)

Grieg Seafood ASA. (2022b). *Q1 Report 2022*.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/87d573e43e457322abec704c49322e6e96120ed0.pdf>

Grønmo, S. (2016). *Samfunnsvitenskapelige metoder*. Vigmostad & Bjørke AS.

IFRS. (2022). *IAS 1*. [IFRS - IAS 1 Presentation of Financial Statements](#)

iLaks. (2021a). *Landbasert oppdrett – hva er “på land”?*

[Landbasert oppdrett – hva er «på land»? \(ilaks.no\)](#)

iLaks. (2021b). *Mowi utelukker ikke landbasert oppdrett*.

<https://ilaks.no/mowi-utelukker-ikke-landbasert-oppdrett/>

iLaks. (2022). *Nå har Grieg Seafood fisk i sjøen i Øst-Canada*.

<https://ilaks.no/na-har-grieg-seafood-fisk-i-sjoen-i-ost-canada/>

IMF. (2022a). Global Prospects and Policies. *World Economic Outlook*, 1-44.

[World Economic Outlook, April 2022: War Sets Back The Global Recovery \(imf.org\)](#)

IMF. (2022b). *Real GDP growth*. [World Economic Outlook \(April 2022\) - Real GDP growth \(imf.org\)](#)

IVSC. (2017). *International Valuation Standards 2017*.

<https://www.ivsc.org/standards/>

Harvard. (2018). *Taking Stock: Share Buybacks and Shareholder Value*

[Taking Stock: Share Buybacks and Shareholder Value \(harvard.edu\)](#)

Havforskningsinstituttet. (2021). *Tema: Landbaserte oppdrettsanlegg/lukkede anlegg* [Landbaserte oppdrettsanlegg/lukkede anlegg | Havforskningsinstituttet](#)

Helse Norge. (2020a). *Kostråd om kjøtt og kjøttprodukter*.
[Kostråd om kjøtt og kjøttprodukter - helsenorger.no](#)

Helse Norge. (2020b). *Kostråd om fisk og annen sjømat*.
[Kostråd om fisk og annen sjømat - helsenorger.no](#)

Helsedirektoratet. (2022a). *Utviklingen i norsk kosthold 2021 – fullversjon*.
<https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/utviklingen-i-norsk-kosthold/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202021%20%E2%80%93%20Fullversjon.pdf/> /attachment/inline/9078846c-356a-4fcf-9741-03b85caec6da:c4ae9671d143ab77f3ab03e9d540a8200f1cbc95/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202021%20%E2%80%93%20Fullversjon.pdf

Helsedirektoratet. (2022b). *Utvikling I nors kosthold 2021 – kortversjon*.
<https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/utviklingen-i-norsk-kosthold/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202021%20%E2%80%93%20Kortversjon.pdf/> /attachment/inline/77ce5bda-c863-406d-a4e7-20b297ea0397:1519f76c444bc6d600bcf7c7fdb71097ba933ee3/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202021%20%E2%80%93%20Kortversjon.pdf

Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, A. P. (2020). *Forskningsmetode for økonomiske administrative fag*. (4. utg.). Abstrakt forlag.

Johansen, A. (2022). Høy inflasjon og høyere renter vil prege resten av verden.
Danske Bank. [Høy inflasjon og høyere renter vil prege resten av 2022](#)

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg., p. 567). Fagbokforlag.

Khan. (2019). *IFRS 16 Valuation impact*. Deloitte.

<https://www2.deloitte.com/za/en/pages/finance/articles/ifrs-16.html>

Kenton, W. (2021). *Monte Carlo simulation definition*.

<https://www.investopedia.com/terms/m/montecarlosimulation.asp>

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2020). *Valuation (7th edition): Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons.

Langli, J. (2018). *Fra Bilag til Bruk*. Gyldendal.

Laksefakta. (2021a) *Norske regler for miljø og oppdrett*.

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

Laksefakta. (2021b). *Slik påvirker laksen klimautslippene*

[Slik påvirker laksen klimautslippene \(laksefakta.no\)](https://laksefakta.no)

Lerøy Seafood Group. (2022). *Annual Report 2021*

[lsg-aarsrapport-2021.pdf \(leroyseafood.com\)](https://www.leroyseafood.com/lsg-aarsrapport-2021.pdf)

Lovdata. (2022). *Lov om matproduksjon og mattrygghet*.

[Lov om matproduksjon og mattrygghet mv. \(matloven\) - Kapittel V.](https://lovdata.no/dokument/lov/2022-05-18/lov-2022-05-18-1)

Majid, S. (2021, 23. september). Renteheving – godt nytt for Norge. *Verdens Gang*. [Renteheving – godt nytt for Norge – VG](https://www.vg.no/nyheter/utenriks/renteheving-godt-nytt-for-norge-20210923)

Mattilsynet. (2022a). *Lakselus*. [Lakselus | Mattilsynet](https://www.mattilsynet.no/lakselus)

Mattilsynet. (2022b). *Mattilsynets arbeid med dyrevelferd 2021, s. 20*.

Miljøstatus. (2021). *Klimaendringer og havet.*

[Klimaendringer og havet \(miljodirektoratet.no\)](https://miljodirektoratet.no)

Misund, B. (2021). Fiskeoppdrett. I *Store norske leksikon.*

[fiskeoppdrett – Store norske leksikon \(snl.no\)](https://snl.no/fiskeoppdrett)

Mowi. (2022). *Annual Report 2021* [MOWI 2021 complete.indb \(azureedge.net\)](https://www.azureedge.net/mowi/2022/annual-report-2021/)

Mowi. (2022). *Salmon Farming Industry Handbook 2021.*

[Microsoft Word - Mowi Salmon Farming Industry Handbook](https://www.microsoft.com/en-gb/download/details.aspx?id=10282)

Nofima. (2022). *Ulike typer oppdrettsanlegg.*

[Ulike typer oppdrettsanlegg - Nofima](https://www.nofima.no/om-nofima/produksjon/oppdrett/ulike-typer-oppdrettsanlegg/)

Norges Bank. (2022). *Endringer i styringsrenten.*

[Endringer i styringsrenten \(norges-bank.no\)](https://www.norges-bank.no/nyheter/2022/01/2022-01-13-enderinger-i-styringsrenten/)

NRK. (2016). *Oppdretter dømt til fengsel og millionbot for lakselus - Økokrim tar saken til Høyesterett.* [Oppdretter dømt til fengsel og millionbot for](https://www.nrk.no/nyheter/2016/08/2016-08-18-oppdretter-domt-til-fengsel-og-millionbot-for-lakselus-1.1271888)

Nyeng, F. (2012). *Nøkkeltbegreper o forskningsmetode og vitenskapsteori.*
Fagbokforlaget.

Olsen, Ø. (2021). *Pengepolitisk Rapport med Vurdering av Finansiell Stabilitet 4/2021.* Norges Bank.

[https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/2021/ppr-42021/innhold/](https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/publikasjoner/pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/2021/ppr-42021/innhold/)

Plenborg, T. & Kinserdal, F. (2021). *Financial Statement Analysis: Valuation – Credit analysis – Performance evaluation*. Fagbokforlaget.

Pedersen, S. (2016). *Nye regnskapsregler for leasing kan få stor betydning for banker og finansieringsforetak*. PWC.

[Nye regnskapsregler for leasing kan få stor betydning for banker og](#)

Regjeringen. (2022a). *Hva betyr sanksjonene mot Russland for norsk næringsliv*.

[Hva betyr sanksjonene mot Russland for norsk næringsliv? - regjeringen.no](#)

Regjeringen. (2022b). *Nye sanksjoner mot Russland innført i norsk rett*.

[Nye sanksjoner mot Russland innført i norsk rett - regjeringen.no](#)

Regjeringen. (2020). *Skattesatser*. [Skattesatser 2021 - regjeringen.no](#)

Rolland. (2022). *Salmon World 2022 Report and Key Highlights*. Kontali,

[Salmon World 2022 Report and Key Highlights \(kontali.no\)](#)

Rølland, B. (2022). *Skyhøy laksepris etter påsken*. Finansavisen.

[Skyhøy laksepris etter påsken | Finansavisen](#)

SalMar ASA. (2022). *Annual Report 2021*.

[4edc0179-44cc-4d1c-a9b0-6463589a5b9c \(globenewswire.com\)](#)

Schølberg, O. (2009, august). *Finansteori anvendt i praksis*. *Magma*.

[Finansteori anvendt i praksis: - Magma](#)

Senterpartiet. (2021). *Havsbrukenæringa*.

[https://www.senterpartiet.no/politikk/A-%C3%85/politisk-sak/sjomatnaeringa](#)

Statistisk Sentralbyrå. (2022). *Norsk økonomi*. [Norsk økonomi \(ssb.no\)](#)

Sucarrat, G. (2021). *Metode og økonometri*. Fagbokforlaget.

Trading Economics. (2022). *Norge – 10-årig statsobligasjon*.

[Norge - 10-årig statsobligasjon | 1988-2022 Data | 2023-2024 Forventning](#)

Treningstips. (2019). *7 gode omega-3 kilder*. [7 gode omega-3 kilder - Hvilken](#)

Tvedt, J. (2000). *Realopsjoner – verdien av fleksibilitet*. Magma.

<https://old.magma.no/realopsjoner-verdien-av-fleksibilitet>

Tverterås, R., Reve, T., Haus-Reve, S., Misund., B. & Blomgren, A. (2019). *En konkurransedyktig og kunnskapsbasert havbruksnæring*.

Handelshøyskolen BI.

United Nations & Department of Economic and Social Affairs. (2019). *World population prospects Highlights, 2019 revision Highlights, 2019 revision*. United Nations.

Vitenskapelig Råd For Lakseforvaltning. (2021). *Slik er statusen for villaks I 2021*.

[Slik er statusen for norsk villaks i 2021 \(vitenskapsradet.no\)](#)