



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Master I Økonomi og Administrasjon

**OPPGAVEN ER SKREVET INNEN
FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:**

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei

TITTEL: Verdsettelse av Grieg Seafood ASA

ENGELSK TITTEL: Valuation of Grieg Seafood ASA

AUTHOR(S)

Studentnummer:

251290

234152

Navn:

Berend Josephus de Waal

Remy Nsabimana

VEILEDER:

Bernt Arne Ødegård

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	5
Forord.....	6
1. Innledning.....	7
1.1 Målsetting	7
1.2 Struktur	7
1.3 Avgrensning.....	8
2. Oppdrettsnæringen og Grieg Seafood ASA	10
2.1 Oppdrettsnæringen.....	10
2.1.1 Historie.....	11
2.1.2 Dagens laksemarked.....	11
2.1.3 Verdikjeden	13
2.2 Grieg Seafood ASA.....	14
2.2.1 Historie.....	14
2.2.2 Organisasjonsstruktur og eierskap	15
2.2.3 Regioner/ produksjonsområder og salg	18
2.2.4 Grieg Seafood på børs	19
2.2.5 Finansielle nøkkeltall	20
2.3 Konkurrenter.....	21
2.3.1 Mowi ASA.....	21
2.3.2 Norway Royal Salmon ASA.....	22
2.3.3 SalMar ASA.....	22
2.3.4 Lerøy Seafood Group	23
3. Verdsettelsesteknikker	24
3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker	24
3.1.1 Fundamental Verdsettelse.....	24
3.1.2 Komparativ verdsettelse.....	26
3.2 Valg av verdsettelsesteknikk.....	27
3.2.1 Grunnlaget for valg av verdsettelsesteknikk.....	27
3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering	29
4. Strategisk analyse	31
4.1 Rammeverk for strategisk analyse	31
4.2 Ekstern bransjeanalyse	31
4.2.1 PESTEL-analyse	32
4.2.2 Bransje analyse – fem krefter modellen.....	39
4.3 Intern ressursorientert analyse.....	44

4.3.1	Vrio analyse.....	44
4.4	Strategisk risiko – SWOT.....	48
5.	Regnskapsanalyse.....	50
5.1	Valg av analysenivå.....	50
5.2	Valg av analyseperiode.....	50
5.3	Presentasjon av resultat og balanse.....	51
5.4	Omgruppering.....	52
5.4.1	Omgruppering av resultatregnskapet.....	53
5.4.2	Omgruppering av balansen.....	60
5.5	Analyse og justering av målefeil.....	65
6.	Analyse av risiko.....	67
6.1	likviditetsanalyse.....	67
6.1.1	likviditetsgrad 1.....	67
6.1.2	likviditetsgrad 2.....	70
6.1.3	Rentedekningsgraden.....	72
6.1.4	Gjeldsdekning i fremtiden.....	74
6.2	Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalys.....	74
6.2.1	Egenkapitalprosent.....	74
6.2.2	Netto driftsrentabilitet.....	76
6.3	Syntetisk rating.....	77
7.	Historiske avkastningskrav.....	79
7.1	Teori for fastsettelse av avkastningskrav.....	79
7.1.1	Kapitalverdimodellen.....	79
7.1.2	Vektet kapitalavkastningskrav.....	80
7.1.3	Finansielle krav.....	81
7.2	Krav til egenkapital og minoritet.....	81
7.2.1	Risikofri rente.....	82
7.2.2	Egenkapitalbeta.....	83
7.2.3	Markedets risikopremie.....	85
7.2.4	Likviditetspremie.....	86
7.3	Finansielle krav.....	86
7.3.1	Finansielt gjeldskrav.....	87
7.3.2	Finansielt eiendelskrav.....	89
7.3.3	Netto finansielt gjeldskrav.....	90
7.3.4	Netto driftsbeta.....	91
7.4	Egenkapital – minoritetskrav og selskapskrav.....	92

7.4.1 Egenkapital – minoritetskrav	92
7.4.2 Selskapskrav	93
8. Lønnsomhetsanalyse.....	94
8.1 Driftsrentabilitet	94
8.1.1 Resultatgrad	94
8.1.2 EBIT-margin.....	96
8.2 Omløpshastighet	98
8.3 Egenkapitalrentabilitet	100
8.4 Residualinntekt (strategisk fordel).....	101
8.4.1 Bransjefordel.....	102
8.4.2 Ressursfordel.....	102
8.5 Oppsummering av strategisk fordel.....	104
9. Fremtidsregnskap	105
9.1 Driftsinntekter.....	105
9.1.1 Inntektsestimering.....	106
9.2 Netto driftseiendeler.....	107
9.3 Netto driftsmargin.....	108
9.4 Netto finansiell gjeld og eiendeler	110
9.5 Netto finanskostnader og inntekter	111
9.6 Budsjetterte minoritetsinteresser.....	112
9.7 Presentasjon av fremtidsregnskap.....	113
9.7.1 Fremtidsresultat	113
9.7.2 Fremtidsbalanse	114
9.7.3 Fremtidig fri kontantstrøm	114
10. Fremtidskrav	116
10.1 Krav til egenkapital og minoritet.....	116
10.1.1 Risikofri rente	116
10.1.2 Markedsrisikopremie.....	117
10.1.3 Egenkapitalbeta.....	117
10.1.4 Egenkapital og minoritetskrav	118
10.2 Finansielle krav.....	118
10.2.1 Syntetisk rating.....	118
10.2.2 Finansielt gjeldskrav	119
10.2.3 Finansielt eiendelskrav	120
10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav	121
10.3 Selskapskrav.....	122

11.	Fundamental verdsettelse	123
11.1	Egenkapitalmetoden	123
11.1.1	Dividendemodellen	123
11.1.2	Fri kontantstrømmodellen	124
11.2	Selskapskapitalmetoden	125
11.2.1	Verdsettelse av minoritetsinteresser	125
11.2.2	Selskapskapitalmodellen	126
11.2.4	Endelig Estimat	126
11.3.	Analyse av usikkerhet	127
11.3.1	Driftsinntekter i terminalverdi	127
11.3.2	Driftsmarginsvekst i terminal verdien	128
11.3.3	Netto driftskrav	129
11.3.4	Horisontal vekst	130
11.3.5	Oppsummering	130
12.	Komparativ verdsettelse	131
12.1	Valg av multipler	131
12.1.1	Pris/fortjeneste	132
12.1.2	Pris/Bok	133
12.1.3	EV/EBITDA	133
12.1.4	EV/EBIT	134
12.2	Oppsummering av komparativ verdsettelse	135
13.	Oppsummering og handlingsstrategi	137
13.1	Oppsummering	137
13.2	Handlingsstrategi	138
	Litteraturliste	139
	Figur-, formel-, og tabelloversikt	142

Sammendrag

Formålet med denne masteroppgaven var å finne ut om aksjeprisen til Grieg Seafood ASA var over eller underpriset per 31.12.2019. Da var aksjen priset til 140,30 kroner. Vi benyttet oss hovedsakelig av en fundamental verdsettelsesmetode. Denne metoden går ut på å verdsette et selskap ved å utregne nåverdien til deres fremtidige kontantstrømmer. Ettersom det foreligger flere usikkerheter knyttet til en verdsettelse, har vi også utført en komparativ verdsettelse som et supplement.

Vi begynte verdsettelsesprosessen ved å utføre en strategisk analyse av selskapet og oppdrettsbransjen. Den strategiske analysen ga oss et innblikk i de eksterne faktorene som selskapet må forholde seg til, attraktiviteten til bransjen og selskapets interne ressurser. Videre utførte vi en historisk regnskapsanalyse hvor vi omgrupperte regnskapet til selskap slik at det var mer investororientert. Dette omgrupperte regnskapet dannet grunnlaget for en risikoanalyse hvor vi satte en karakter A på selskapets risikoprofil, dette tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,08%. Videre utførte vi en lønnsomhetsanalyse som avdekket at selskapet var i besittelse av en strategisk fordel på 16,5%. Denne skyldes en bransjefordel på 25,4% og en intern ressursulempe på -8,9%.

Innsikten fra de foregående analysene dannet grunnlaget for å utrede et fremtidsregnskap og de fremtidige avkastningskravene i perioden 2020 til 2026. Vi utførte videre den fundamentale verdsettelsen ved på å benytte diskonteringskravet og finne nåverdien av selskapet fremtidige kontantstrømmer. Dette gjør vi gjennom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden og fikk et vektet gjennomsnittlig estimat på 134,79 kroner. Vi utførte en sensitivetsanalyse for å se hvilke av verdidriverne den endelige aksjeprisen var mest sensitiv mot. Dette var driftsmarginen i terminalåret hvor en 10% endring medførte til en 52% endring i aksjeprisen.

Videre utførte vi en komparativ verdsettelse da vi så behovet for å verdsette selskapet fra et annet perspektiv ettersom det er knyttet en del usikkerheter i verdsettelsesmetoden. Dette ga oss en gjennomsnittlig pris på 134,50 kroner. Den endelige prisen var vektet med 75% av den fundamentale verdsettelsen og 25% av den komparative.

Vi fikk da et endelig verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood ASA lik 134,79 per 31.12.2019. Dette resulterer i en hold-anbefaling av som aksjen som vår handlingsstrategi.

Forord


Denne masteroppgaven er skrevet som hovedoppgaven innenfor vår mastergrad i Anvendt finans ved Universitetet i Stavanger. Oppgaven om å verdsette et børsnotert selskap virket passende ettersom vi begge har valgt studieretningen «Anvendt Finans». Vi har også begge vært svært aktive på aksjemarkedet på fritiden og finner en slik masteroppgave som spesielt givende ettersom vi får evnen til å kombinere kunnskapen vi har tilegnet oss fra flere fagområder som finans, regnskap og strategi.

Vi har valgt å utføre verdissetingen etter rammeverket til NHH professor Kjell Henry Knivsflå. Dette er fordi rammeverket hans er så utfordrende og annerledes fra den standardiserte fremgangsmåten. Dette har gitt oss muligheten til å se flere av sammenhengen i verdivurdering fra nye perspektiver. Gjennom verdsettelsesprosessen har vi hatt en bratt læringskurve og føler vi sitter igjen med verdifull kunnskap som vi kan ta med oss i arbeidslivet som nå venter oss etter studietiden.

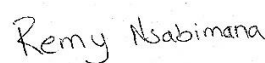
Når det gjaldt å velge selskapet som skulle verdsettes, var vi begge raskt enige om å finne et selskap innenfor oppdrettsbransjen. Dette var først og fremst fordi vi anser bransjen som svært lønnsom, interessant og mer og mer relevant i fremtiden. Videre hadde ingen av oss fordyppet oss noe særlig i oppdrettsbransjen og så en mulighet for å tilegne masse ny kunnskap. Vi ønsket å finne et av de mindre oppdrettsselskapene som også har en signifikant tilstedeværelse i bransjen. Dette er fordi det alltid er mer underholdende å verdsette et selskap som forventes å vokse. Valget falt da på Grieg Seafood ASA.

Avslutningsvis vil vi takke veilederen vår Bernt Arne Ødegaard som vi blant annet har hatt tidligere i faget «Cases in Finance». Vi har fått stor nytte for ekspertisen hans og fått mange gode råd som har hatt en signifikant verdi for vårt endelige resultat.

Stavanger, juli 2020



Berend J. de Waal



Remy Nsabimana

1. Innledning

Innledningen skal benyttes for å beskrive fremgangsmåten vår gjennom denne masteroppgaven. Videre skal vi presentere målsetningen, strukturen på oppgaven og oppgavens nødvendige avgrensninger.

1.1 Målsetting

Formålet med denne oppgaven er å komme frem til egenkapitalverdien til Grieg Seafood ASA og benytte denne til å finne aksjekursen til selskapet per 31.12.2019.

Vi vil bygge verdsettelsen vår på en strategisk regnskapsanalyse, hvor vi tar utgangspunkt i både kvalitative og kvantitative metoder for å utarbeide et fremtidsregnskap for Grieg Seafood ASA. Dette fremtidsregnskapet vil benyttes til å diskontere de fremtidige kontantstrømmene til dagens verdi og videre besvare vår problemstilling:

«Er Grieg Seafood ASA over eller underpriset på Oslo Børs per 31.12.2019?»

1.2 Struktur

Vi vil begynne oppgaven i kapittel 2 med å presentere oppdrettsnæringen og Grieg Seafood slikt at man får et innblikk i bransjen, aktørene i bransjen og selskapets virksomhet. Videre presenterer vi de forskjellige relevante verdsettelsesteknikkene, hvilke av dem som anses som mest hensiktsmessig for å verdsette Grieg Seafood og hvorfor teknikken er best til dette formålet.

Kapittel 4 vil benyttes for å utføre en strategisk analyse av oppdrettsbransjen og selskapets interne ressurser. Vi vil dele den opp i en ekstern strategisk analyse hvor vi analyserer makroforholdene selskapet må forholde seg og attraktiviteten i bransjen, og en intern strategisk analyse hvor vi ser på de interne ressursene til selskap og hvor vidt de skaper en strategisk fordel for selskap. Avslutningsvis vil vi oppsummere den strategiske analysen med SWOT analyse.

I kapittel 5 vil vi foreta en historisk regnskapsanalyse hvor vi får presentert det historiske regnskapet. Videre vil vi omgruppere regnskapet slik at den er mer investororientert og egnet til å benyttes i en verdsettelsesprosess. Dette omgrupperte regnskapet vil danne grunnlaget for risikoanalysen i kapittel 6 som deles opp i en likviditetsanalyse og soliditetsanalyse. Denne

oppsummeres i en syntetisk rating som presenteres som en karakter hvor AAA er best og D indikerer den høyeste konkursrisikoen.

Kapittel 7 vil omfatte en utarbeidelse og presentasjon av de historiske avkastningskravene. Videre utfører vi en lønnsomhetsanalyse i kapittel 8 som vil gi oss en innsikt i selskapets evne til å frembringe merverdi på den investerte kapitalen.

Kapittel 9 vil indikere skiftet mellom historiske utarbeidelser til fremtidige estimeringer hvor vi estimerer fremtidsregnskapet til Grieg Seafood. Dette regnskapet vil danne grunnlaget for å utarbeide de fremtidige avkastningskravene i kapittel 10.

Kapittel 11 vil inneholde den fundamentale verdsettelsen hvor vi estimerer prisen til selskapet gjennom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ettersom verdsettelsen er basert på mange usikre antagelser, utfører vi en analyse av usikkerhet etter verdsettelsen for å se hvor andelene av variansen stammer fra.

Kapittel 12 vil benyttes til en komparativ verdsettelse også kjent som en markedsbasert verdsettelse. En komparativ verdsettelse vil være et fint supplement til den fundamentale verdsettelsen ettersom estimatene fra den komparative verdsettelsen er derivert fra betalingsvilligheten i markedet.

Avslutningsvis vil vi presentere en oppsummering og følgelig handlingsstrategi i kapittel 13.

1.3 Avgrensning

Verdisettingen vår er basert på den tilgjengelige offentlige informasjonen fra årsrapportene til Grieg Seafood, de sammenlignbare selskapene og annen informasjon på internettet. Dette gjør estimering kortvarig og stadig påvirket av nye hendelser og annet relevant informasjon. Ettersom vi er studenter, er det begrenset hvor mye av informasjonen om bransjen og selskapet vi har tilgang til. Dette vil følgelig bidra til økte usikkerheter i verdiestimatet ettersom det vil alltid foreligge et avvik mellom den tilgjengelige informasjon og all informasjon som påvirker selskapet aksjeverdi.

Vi velger en analyse og budsjetteringsperiode på syv år ettersom vi anser dette som en tilfredsstillende tidsperiode for å inkludere den mest relevante informasjonen og kutte ut gammel og mindre relevant informasjon som kun vil bidra til støy i estimeringen. Vi benytter oss av fire komparative selskaper som vil representere bransjen. Dette vil også bidra til noen

begrensninger ettersom det er mange aktører som blir utelatt. Dette er dog unødvendig ettersom vi ikke har ressurser til å inkludere alle relevante selskaper i bransjen.

Ettersom vi estimerer verdien per 31.12.2019, forutsetter vi at alle regnskapstallene også er gjeldende ved leveringsdatoen 05.07.2020.

2. Oppdrettsnæringen og Grieg Seafood ASA

I dette kapitlet skal vi se nærmere på selve oppdrettsnæringen og strukturen i Grieg Seafood ASA. Vi vil forklare enkelt hvordan et fiskeoppdrett fungerer, samt litt historie og laksemarkedet generelt. Vi avslutter med å snakke om Grieg Seafood sin struktur/ posisjon i markedet og deres konkurrenter.

2.1 Oppdrettsnæringen

Dette kapitlet kommer til å ta for seg den norske oppdrettsnæringen og gi et innblikk i bransjeforholdene Grieg Seafood opererer i. Med oppdrettsnæringen mener vi de aktørene som deltar i aktiviteter i forbindelse med kontrollert produksjon av fisk. Disse aktivitetene innebærer hele eller deler av fiskens livssyklus, inkludert kunstig befruktning, klekking og yngelpleie, til oppforing og overvåkning av fisken i fangenskap (Misund, 2019). I den første delen av kapitlet skal vi ta for oss hvordan fiskeoppdrett drives, historien og utviklingen av oppdrettsnæringen. I den andre delen vil vi se nærmere på prisdannelsen, forholdet mellom tilbud og etterspørsel etter laks. Til slutt vil vi gjøre rede for verdikjeden til lakseoppdrett og de nærmeste konkurrentene for Grieg Seafood.

Hvordan drives fiskeoppdrett

Fase 1: Stamfiskproduksjon. Fisken bringes frem til kjønnsmodning (gyting). Rogn fra hunnfisk og melke fra hannfisk samles fra en gytemoden stamfisk. Rognkornene befruktes ved å blande rogn og melke.

Fase 2: Etter klekking går fisken over i neste fase som yngel. Formålet med yngelproduksjon er å bringe fisken frem til en viss størrelse og biologisk tilstand. Denne fasen kalles også settefiskproduksjon og foregår i ferskvann. Fasen er over når laksen har gått gjennom en endring som gjør at den tåler sjøvann. Dette kalles smoltifisering, og settefisk av laks kalles smolt.

Fase 3: Siste fasen, matfiskproduksjon handler om å fore opp fisken til den når en størrelse som kan selges til kunder. Laks og ørret lever de to første fasene i ferskvann, mens marine arter som torsk lever hele livet i sjøvann.

2.1.1 Historie

For oppdrettsnæringen kalles 1950 og 1960 tallet for pionerfasen. I disse tiårene vokste det frem et forskingsmiljø drevet av nyere og hyppig eksperimentering. Kunnskapsgrunnlaget til oppdrettsnæringen vokste sterkt med erfaringer og oppdagelser som raskt spredte seg i miljøet. For den norske oppdrettsnæringen, kom det første gjennombruddet i 1970-tallet når de første flytemerdene ble brukt til produksjon av laks og regnbueørret. Den norske kysten med sitt rene sjøvann og gunstige temperaturer var spesielt ideell for havbasert fiskeoppdrett. Laksen var viktigst i oppbyggingsfasen ettersom den var lettere å markedsføre og kunne selges til en bedre pris. Potensialet for lønnsomhet som kom med det store ekspansjonsrommet gjorde næringen robust og attraktiv for nye aktører.

1973 kom den første midlertidige oppdrettsloven (Misund, 2019). Denne loven innebærer at alle som ønsker å drive med fiskeoppdrett i Norge må ha en akvakulturtillatelse; en konsesjon med andre ord. Siden kravet om konsesjon har regelverket økt til å inkludere krav til mengde i oppdrettsanleggene, utslipp og påvirkning på miljøet, rømming, antall lakselus og lokaliteten til virksomheten.

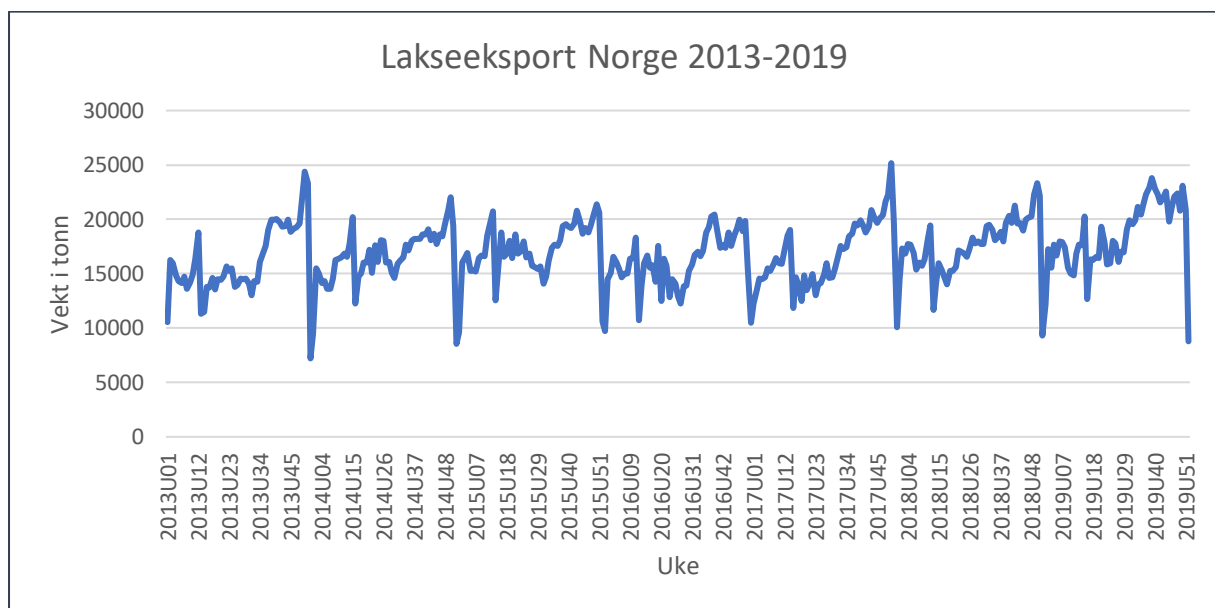
Slutten av 1980-tallet opplevde oppdrettsnæringen et kraftig prisfall som var forårsaket av et overmettet marked.

Etter 1992 har oppdrettsnæringen opplevd en monumental vekst som i hovedsak skyldes økt effektivisering i produksjon. Smolten er større og sterkere, bedre fôr gir kortere produksjonstid, vaksiner og brakklegging reduserer tap forårsaket av sykdom og avanserte overvåkningssystemer gir bedre vilkår for vekstforholdene. Produksjonen av laks har vokst med 6,5% årlig i perioden 1997-2017 (Misund, 2019). Over halvparten av verdens oppdrettslaks produseres i Norge. Bransjen er likevel ikke uten sine utfordringer. Disse inkluderer rømming, lus, sykdom, svinn og usikkerheter rundt fremtidig tilgang på fôr.

2.1.2 Dagens laksemarked

Siden 1980 tallet har fangst av villfisk stagnert både i Norge og ellers i verden. Veksten i sjømatproduksjon har hovedsakelig kommet fra akvakultur. Aerkjente internasjonale organisasjoner som FAO og OECD peker på fiskeoppdrett som en viktig næring for å kunne dekke matbehovene til en stadig voksende verdensbefolkning. I tillegg er denne næringen godt for helsen i forhold til alternative proteinkilder.

Biologiske utfordringer gjør at kun et fåtall av områder er egnet til lakseoppdrett. Norge er den klart største produsenten av laks med over 55% av verdens totale produksjon av laks. Det er også verdt å merke at Norge kun står for omtrent 2,4% av verdens totale fiskeproduksjon da produksjon av karpefisk dominerer ellers rundt i verden. Oppdrettet laks og regnbueørret er en av Norges største eksporter, og står for 5,5% av landets eksportinntekter. Det har vært en jevn økning i mengden produsert og eksportert laks i de siste tiårene. I tabellen nedenfor ser vi grafisk økningen fra 868 000 tonn i 2017 til 964 000 i 2019. Dette representerer en økning på 11%.



Figur 1: Lakseeksporten i Norge mellom 2013-2019. (Tall fra SSB.no)

Målt i eksportverdi var 2018 et rekordår som etterfulgt av 2017 som var det forrige rekordåret. Dette er en indikasjon på vekstpotensialet i laksemarkedet. Til tross for at laksemarkedet eksporterer mye mindre enn de andre proteinkildene, er den fortsatt den raskest voksende matproduksjonen. I perioden frem til 2025 er det forventet en vekst på omtrent 17 prosent i laksemarkedet. En stadig voksende verdensbefolkning er av vekstdriverne for markedet. Andre faktorer er at akvakultur er en mye mer bærekraftig matkilde og næringen er i tillegg bra for kroppen. En økende middelklasse, spesielt i u-land med sterk økonomisk vekst vil også bidra til å øke etterspørselen.

Markedsprisen på laks er i høy grad styrt av etterspørsel og tilbud. Dette vil si at prisen øker i perioder med lavt tilbud og synker i perioder med høyt tilbud. Figuren nedenfor viser volatiliteten til prisen i løpet av det forrige tiåret.

Vi kan bruke mikroøkonomisk teori for å forklare prisdannelse og volatiliteten i lakseprisen. Oppdrettsselskapene er da pristakerne i markedet ettersom produksjonsmengden er fast på kort sikt på grunn av to faktorer. Den første faktoren er oppdrettsprosessen. Denne setter naturlige begrensinger på mulighetene oppdrettsselskapene har for å endre på mengden de tilbyr i markedet. Det tar to til tre år fra klekking av rogn til laksen er spiseklar. I tillegg er det utfordrende å lagre en spiseklar laks på grunn av den korte holdbarheten. Dermed må alle klare produktene selges fortløpende. Tilbudet kan derimot bli påvirket av fremtidige salgskontrakter. For eksempel i juletider er det særlig høy etterspørsel og dermed høyere produksjon. Dette gjør da tilbudskurven uelastisk på kort sikt, altså tilbudt mengde er ikke følsom for prisendringer. Dette betyr også at endringer i etterspørsel vil føre til dramatiske prisendringer på kort sikt, noe som forklarer volatiliteten i lakseprisen. Som vi kan se på tabellen ovenfor har prisen vært særlig høy i de siste årene. Dette er grunnet en tilbudsmengde som er lavere enn etterspurt mengde. Grunnen til det lave tilbudet i markedet er biologiske grensene i produksjonsprosessen er nådd. Dermed er bransjen avhengig av ny teknologi for å kunne øke produseringsmulighetene i fremtiden.

2.1.3 Verdikjeden

Som illustrert i figuren nedenfor omfatter verdikjeden i fiskeoppdrett produksjon av stamfisk, settefisk, matfisk, slakt, foredling, transport og salg. Andre viktige innsatsfaktorer knytter seg til avl og genetikk, vaksine, fôr, brønnbåt og øvrig utstyr (Regjeringen, 2019).



Figur 2: Fremstilling av verdikjeden av et fiskeoppdrett

Når stamfisken produserer rogn og melke, har verdikjeden blitt satt i gang. Så fort rognen er befruktet, så legges den i en inkubasjonstank i ferskvann og tar omtrent 60 dager for å klekke. For opprettselskapene handler dette steget om å lage omgivelser som er gunstige for klekkingen. Hovedsakelig å holde temperaturen i vannet på åtte gradet.

Steg to involverer å flytte yngelen til et mellom oppholdssted for fisken som vil ligne et fiskekar. Her føres fisken, vaksineres mot de vanligste sykdommer og sorteres. Fisken er klar til å utvikle seg til smolt når den veier mellom sytti og hundre gram, noe som tar opp til seks uker.

I neste steg vokser fisken i sjøen mellom tolv til 18 måneder, og anses som slakteklar når den veier mellom tre og syv kilo, avhengig av fôring og temperaturen i vannet. Når fisken er ferdig utvokst hentes den fra merdene og føres med brønnbåt til slakteriet. Mattilsynet holder tilsyn hos slakteriene, i tillegg til at slakteprosessen blir regulert under akvakulturforskriften. Fisken kan selges som hel etter den prosessen eller alternativt gå gjennom en videreforedlingsprosess hvor den blant annet kan lages om til fileter, koteletter og andre produkter (Regjeringen, 2019).

Avslutningsvis skal fisken selges og distribueres til kunden. Dette tar salg og distribusjonsavdelingen seg av med fokus på å skape god kjennskap og kunderelasjoner i sitt respektive marked. Kundene varierer fra importører, eksportører, dagligvarebutikker, hoteller, restauranter til grossister og foredlingsbedrifter. De største markedet for den norske oppdrettslaksen har i lang tid vært EU. Omtrent på en jevn andre plass ligger det asiatiske og nord-amerikanske markedet (Norges Sjømatråd, 2020).

2.2 Grieg Seafood ASA

Grieg er et av verdens største lakseprodusenter som opererer i det atlantiske hav. Grieg har vært børs notert siden 2007 med tickeren GSF. De produserer laks på 4 lokasjoner per dags dato, Rogaland, Finnmark, Shetland og British Columbia. Totalt innehar de 98 lisenser for produksjon av laks og ørret i både saltvann og ferskvann. Grieg selger all fisk gjennom sitt eget salgsselskap Ocean Quality AS som har hovedkontor i Bergen og salgskontorer i UK og Canada, der Europa er det største markedet.

2.2.1 Historie

Grieg Seafood ble grunnlagt i 1992 og gikk under Grieg Norwegian Salmon i starten. Grieg Seafood startet virksomheten sin ved å kjøpe opp en del små oppdrettselskaper ettersom det

tidligere var kun mulig å ha en konsesjon per selskap. Slikt posisjonerte selskapet seg godt i bransjen ved å samle opp en rekke erfarne ansatte. Dette har de tatt med seg videre og både vokst som et resultat av både organisk vekst og oppkjøp og fusjoner. En av de mer utslagsgivende fusjonene tok sted i 2006 med Volden Gruppen.

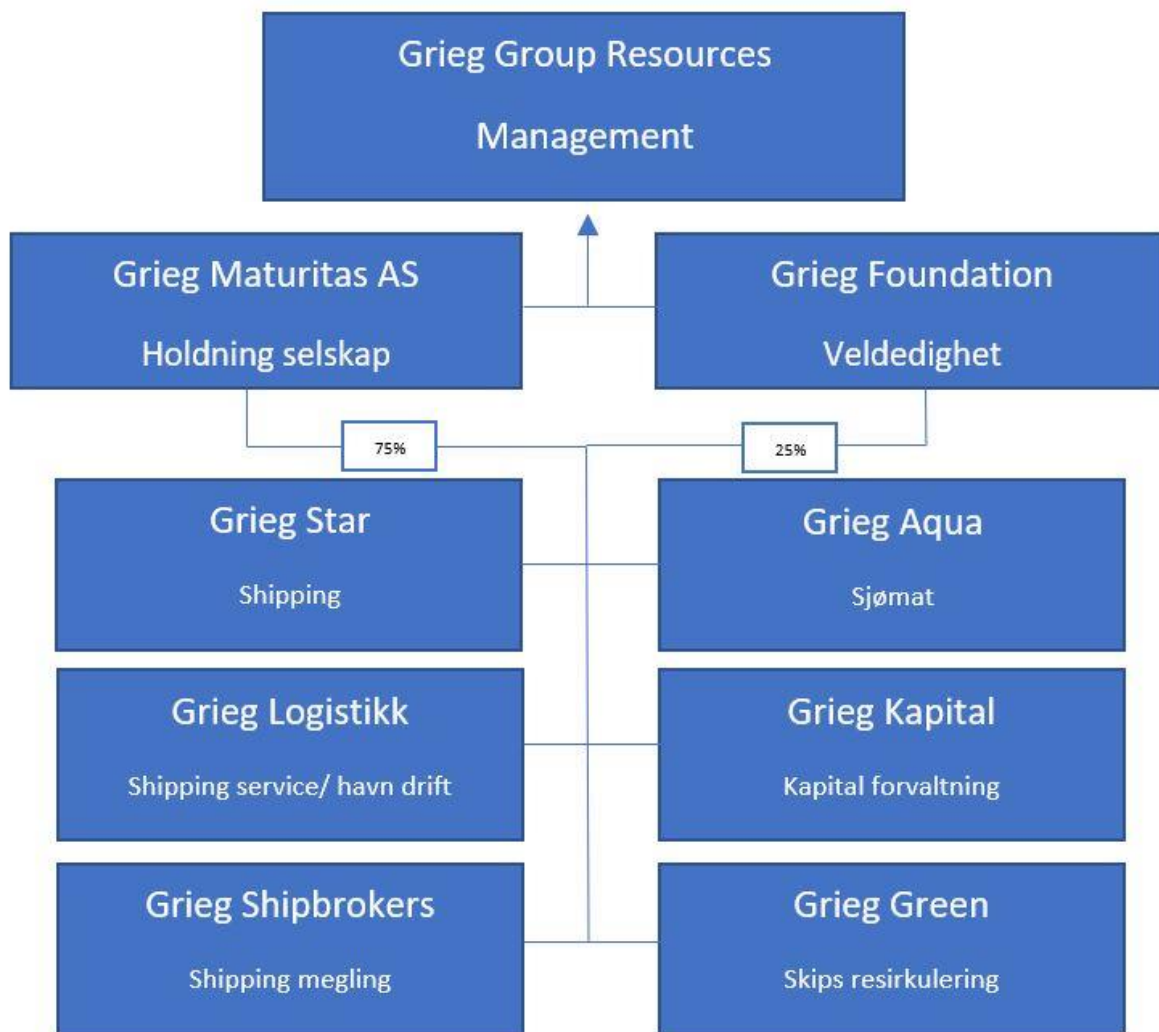
Grieg Seafood har hatt fokus på å ha en tilstedeværelse i de sentrale oppdrettsområdene. Dette er med på å spre risikoen i virksomheten, slik at enkelte uforutsette hendelser i en lokasjon har en mindre effekt på hele virksomheten. Videre er det med på å gi tilgang til nye markeder. I starten av 2000- tallet var Grieg Seafood blant de største torskeoppdretterne i Norge, hadde en lakseoppdrettsvirksomhet i Chile, etablerte seg i British Columbia Canada og eide et dansk røkeri. Fra og med dette begynte Grieg Seafood å gradvis kvitte seg med tilleggsvirksomheter og begynte å danne grunnlaget for å ha lakseoppdrett som kjernevirksomheten. Dette markerte de ved å slå seg sammen med det oppdrettsselskapet Volden Group AS i Alta og tilegnet seg oppdrettsvirksomheten i Finnmark.

21. juni 2007 var dagen Grieg Seafood ble offisielt børsnotert (Grieg Seafood, 2019). De brukte den innhentede kapitalen til å først og fremst tilegne seg lakseoppdretteren Hjaltar Seafarm Ltd, som nå er selskapets største oppdretter i Shetland.

Historien til Grieg Seafood har siden vært preget av vekst, økt markedsandeler. Selskapet er nå et av verdensledende oppdrettsselskaper med fullt integrerte og uavhengige lokasjoner. Fra selskapets egne hjemmesider kommer det klart frem at de ønsker å vokse videre og skape verdi gjennom bærekraftig produksjon av atlantisk laks (Grieg Seafood, Årsrapport 2019).

2.2.2 Organisasjonsstruktur og eierskap

Grieg Group eier 50% av aksjene i Grieg Seafood ASA. Grieg Group er 75% eid av Grieg familien i Bergen gjennom holdingselskapet Grieg Maturitas AS og 25% gjennom Grieg Foundation. Selskapet ble grunnlagt i 1884 som da drev med skipsmegling. I dag har Grieg Group virksomhet innenfor investering, shipping og sjømat produksjon. Gruppen har 1945 ansatte og har virksomheter i 14 land (Grieg, 2020).



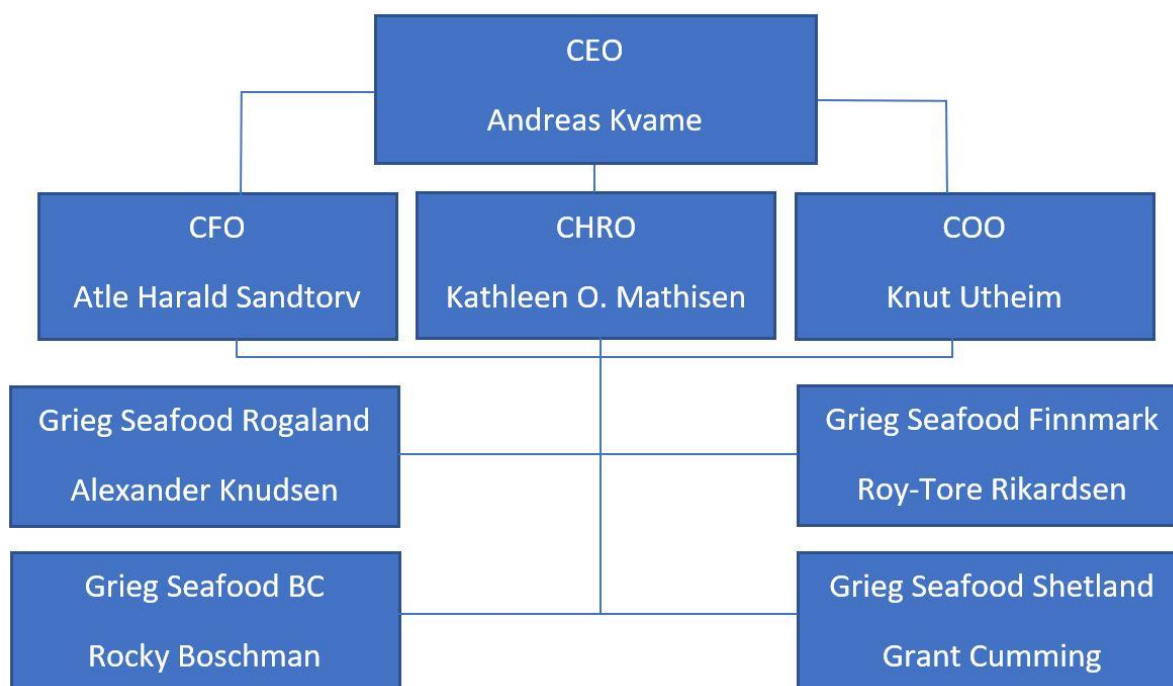
Figur 3: Grieg Group struktur

Grieg Seafood er fordelt mellom 4 regioner, som alle er registrert som datterselskap av Grieg Seafood. Alle regioner drives lokalt av en ledelse som rapporterer opp til ledelsen i management selskapet til Grieg.

Grieg Seafood ASA					
	Grieg Seafood Rogaland	Grieg Seafood Finnmark	Grieg Seafood Shetland	Grieg Seafood BC	
Ansatte	158	257	190	178	783
Lisenser	21	38	18	21	98
Kapasitet	25 000 (T)	38 000 (T)	17 000 (T)	20 000 (T)	100 000

Figur 4: Grieg Seafood ASA sin lokasjon oversikt

Senior ledelsen i selskapet består av CEO, CFO, CHRO og COO.



Figur 5: Ledelsen i Grieg Seafood ASA

2.2.3 Regioner/ produksjonsområder og salg

Grieg Seafood har det meste av verdikjeden «in-house». Regionene produserer alt de trenger lokalt gjennom eget konsern eller bestiller inn fra nærliggende leverandører. I dette kapitlet skal vi presentere Grieg Seafood sine fire produksjonsområder og sitt salgsorgan som står for salget av all fisken.

Grieg Seafood Rogaland

Grieg Seafood Rogaland har per dags dato 158 ansatte og 21 konsesjoner. På Rogaland har Grieg anlegg til nesten hele livssyklusen til fisken, fra yngel til voksen. I 2017 bygde Grieg ferdig et helt nytt settefiskanlegg på Bokn, anlegget forsyner nå store deler av regionen med settefisk. Produksjonen på Rogaland ble en del av Grieg i 1998. I 2019 fikk de en EBITDA på 658,4 mill NOK, med en EBIT/Kg på 22,78NOK. Avdelingen har et mindre eierskap på 2,6% i Blue Planet AS og 0,2% i et innkjøpselskap av sjømat. Utover det eier de 33,33% av Tytlandsvik Aqua AS som produserer settefisk og yngel til næringen. I 2020 har de et produksjons mål på 25 000GWT fisk, i 2019 hadde de en total slaktevekt på 25 217 GWT.

Grieg Seafood Finnmark

Grieg Seafood Finnmark har per dags dato 257 ansatte med 38 konsesjoner for produksjon av laks og ørret. Regionen er den desidert største avdelingen i selskapet, både mtp. ansatte og produksjon/ slaktevekt av fisken. I 2019 produserte de 32 362 GWT i slaktevekt som gir en EBITDA på 715,5 mill NOK med. Overlevelsesraten av fisken i region er svært høy og lå på 96% i 2019, selskapet har et mål på 93% for alle regioner. Grieg Seafood Finnmark ble til gjennom en fusjon mellom Grieg og Volden Group AS i 2006. Grieg har anlegg i 5 kommuner, de har et prosessanlegg, settefisk og matfisk produksjon i Finnmark. Fisken slakter de selv og sender meste parten av produksjonen til Øst-Europa.

Grieg Seafood Shetland

Grieg har 190 ansatte på Shetland og opererer med 18 konsesjoner for laks på. Produksjonen som har aktivitet innenfor hele næringskjeden settefisk, matfisk og prosessering har anlegg på Shetland og Isle of Skye ut i Nordsjøen. I 2019 produserte de 11 273 GWT lask som gir en

EBITDA på 35,6mill NOK. Fisken hadde en lav overlevelses rate på 85% men har økt noe de siste årene. De sliter med mye lus og bruker mye medikamenter i merdene. All fisk som blir produsert på anleggene blir solgt i Storbritannia.

Grieg Seafood British Columbia

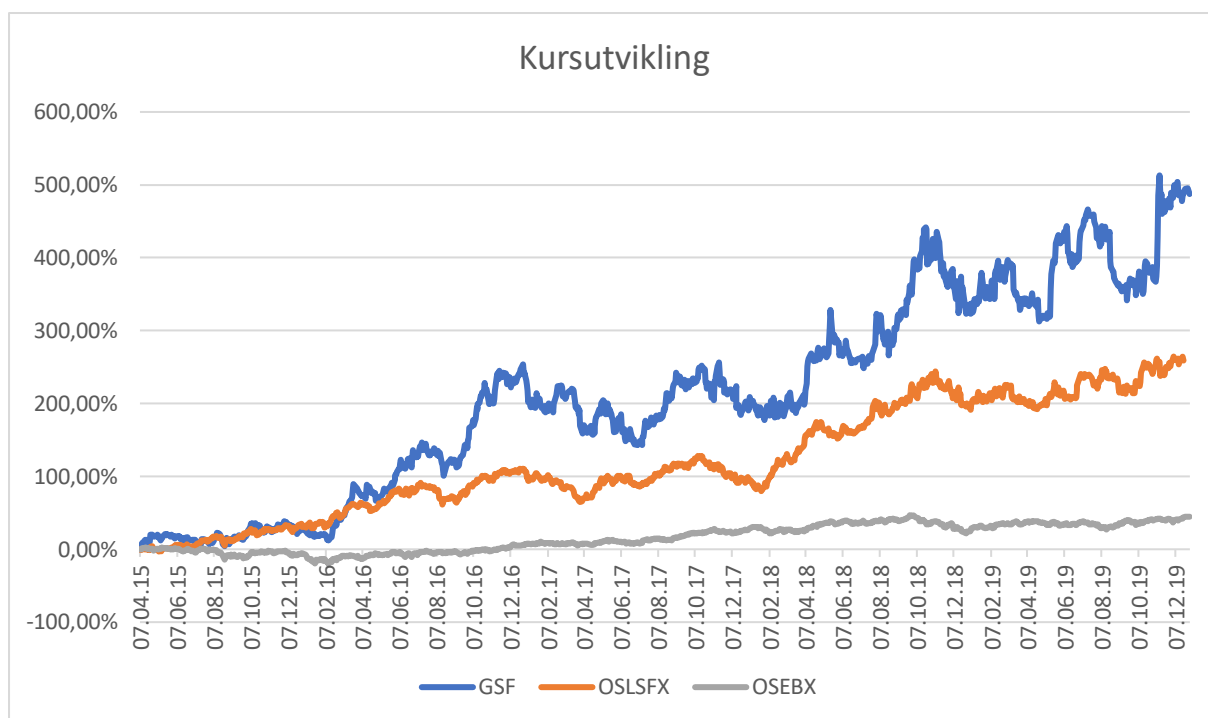
Grieg Seafood BC har drevet lakseoppdrett siden 2001 på vestkysten av Canada (Vancouver Island og Sunshine Coast) Selskapet har 178 ansatte og 21 konsesjoner for laks som gidde i 2019 et slaktevolum på 14 120 GWT, som er noe ned fra året før. Selskapet satser på høykvalitets laks og selger noe av produksjonen til eksklusive utsalgssteder og restauranter. Produksjonen av smolt er forventet å øke fra 500 tonn til 900 tonn i 2020.

Ocean Quality AS

Ocean Quality står for alt salg og logistikk av laks og ørret til Grieg Seafood ASA, og Bremnes Seashore. Selskapet er 60% deleid av Grieg og 40% deleid av Bremnes Fryseri AS. Selskapet er nok så ungt, de har vært aktive siden november 2010.

2.2.4 Grieg Seafood på børs

Sjømat sektoren på Oslo Børs har de siste 5 årene hatt en markant oppgang på børsen med svært få tilbakeslag. Investorer som har investert i bransjen er langsiktige investorer og ser på selskapene i sektoren som utbytte maskiner og regner det med i avkastningen samt utvikling i kursen.



Figur 6: Kursutvikling GSF, OSLSFX og OSEBX. Tall fra Oslo Børs

Ovenfor ser vi kursutviklingen til Grieg (GSF) i forhold til Sjømat indeksen (OSLSFX) og hovedindeksen (OSEBX). Som vi ser har Grieg hatt en god utvikling i forhold til sjømat indeksen og hovedindeksen.

2.2.5 Finansielle nøkkeltall

Nedenfor har vi presentert noen sentrale nøkkeltatt for Grieg Seafood gjennom analyseperioden 2013 til 2019.

Tall i 1000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	2 425 042	4 102 362	4 653 588	6 586 206	7 039 227	7 526 169	8 300 111
Driftsresultat	610 098	151 973	72 552	1 682 918	813 487	1 357 243	866 650
Årsresultat	430 986	138 805	-6 627	1 186 032	570 539	972 504	619 512
Driftsmargin	0.252	0.037	0.016	0.256	0.116	0.180	0.104
Egenkapitalandel	43.32 %	41.88 %	37.70 %	47.38 %	46.81 %	47.69 %	46.35 %
Slaktevolum	58 061	64 736	65 298	64 727	62 598	74 284	82 972

Tabell 1: Enkel fremstilling av Grieg Seafood sine finansielle prestasjoner for perioden 2013 til 2019

Vi ser at selskapet har hatt en konstant vekst i både slaktevolumet og driftsinntektene gjennom hele perioden, hvor slaktevolumet har økt med hele 43% og driftsinntektene har mer enn tredoblet seg. Resultats nøkkeltall har derimot variert fra år til år gjennom analyseperioden. Dette kan være et tegn på ustabile kostnader gjennom perioden, noe som kan antas ut ifra hvor syklisk oppdrettsbransjen generelt er. Lave laksepriser i starten av analyseperioden, samt biologiske utfordringer som lus og andre sykdomsutbrudd har også spilt en signifikant rolle i selskapet resultater.

2.3 Konkurrenter

Oppdrettsnæringen består av en rekke aktører av forskjellige størrelser. Bransjen er likevel sterkt preget av noen få selskaper som har størsteparten av markedsandel av all oppdrettslaks. Disse aktørene er de vi betegner som de nærmeste konkurrentene for Grieg Seafood og de vi skal bruke i videre analyser av bransjen. Vi har satt to kriterier for aktørene som skal være med som komparative selskaper og danne bransjen. Det første kriteriet er at selskapet skal ha hovedkontoret i Norge ettersom de største internasjonale aktørene i laksemarkedet er norske. Det andre kriteriet er at selskapet skal være notert på Oslo Børs og ha minst fem år med historisk data. Dette er slik at vi skal ha tilstrekkelig med data for å danne et bilde av den nylige utviklingen i laksebransjen. Vi inkluderer også kun selskaper som bruker regnskapsstandarder som samstemmer med IFRS kriterier. Selskapene vi har valgt som representanter av bransjen er Norway Royal Salmon, MOWI, Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA.

2.3.1 Mowi ASA

Mowi, tidligere kjent som Marine Harvest er et verdens største sjømatsselskaper og verdens største produsent av atlantisk laks. Mowi er et resultat av en fusjon mellom selskapene Marine Harvest, Pan Fish og Fjord Seafood. Selskapet står i dag for omtrent halvparten av Norges lakseproduksjon. Mowi er etablert i 1964 og har vokst både organisk og ved fusjoner og oppkjøp. Mowi sysselsetter i dag 1600 ansatte i Norge og over 14000 totalt. Mowi opererer i 25 land og omsatte i 2019 over 4,1 milliarder kroner. Selskapet er fullt vertikalt integrert og har hele produksjonskjeden fra rogn til salgsklar fisk (MOWI, 2019).

Tall i 1000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	19 179 729	25 504 601	27 865 317	32 609 407	34 038 319	36 579 755	40 746 826
Driftsresultat	3 970 724	5 215 028	4 356 530	7 828 599	8 790 792	8 696 076	8 616 186
Årsresultat	2 512 840	938 922	1 417 260	5 010 043	4 315 649	5 442 965	4 604 167
Driftsmargin	0.207	0.204	0.156	0.240	0.258	0.238	0.211
Egenkapitalandel	48.50 %	39.80 %	45.20 %	43.00 %	53.50 %	56.00 %	49.50 %
Slaktevolum	343 772	418 873	420 148	380 621	370 346	375 237	435 904

Tabell 2: Mowi finansiell oversikt. (Tall hentet fra årsrapportene)

2.3.2 Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon, videre referert til som NRS er et mellomstort selskap relativt til de valgte komparative selskapene. NRS har hovedkontoret i Trondheim og ble grunnlagt i 1992 av totalt 34 lakseoppdrettere som slo seg sammen. NRS begynte å inkludere oppdrett som en del av deres virksomhet i 2007 og er i dag et integrert sjømatsselskap som er involvert i de fleste ledd av verdikjeden. Dette gjør de via datterselskaper og tilknyttede selskaper. NRS opererer hovedsakelig i Rogaland, Troms, Hordaland og Finnmark og tok ikke steget utenfor Norge før 2016 når de kjøpte 50% av de islandske selskapet Arctic Fish (Norwegian Royal Salmon, 2019).

Den finansielle utviklingen til NRS er oppsummert i tabellen nedenfor.

Tall i 1000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670
Driftsresultat	256 001	158 064	201 895	640 613	627 860	564 337	542 802
Årsresultat	315 805	268 283	237 582	1 004 713	236 416	709 091	1 313 097
Driftsmargin	0.098	0.061	0.063	0.152	0.127	0.111	0.097
Egenkapitalandel	51.00 %	51.00 %	48.00 %	50.00 %	59.00 %	60.00 %	54.20 %
Slaktevolum	62 141	59 110	69 971	66 808	77 799	82 420	89 879

Tabell 3: NRS finansiell oversikt. (Tall hentet fra årsrapportene)

2.3.3 SalMar ASA

SalMar AS ble grunnlagt i 1991 og har siden utviklet seg til å bli et fullt vertikalt integrert oppdrettskonsern med egen produksjon som strekker seg fra rogn/stamfisk til salg av ferdig vare. (SalMar ASA). SalMar ASA operer med 100 konsesjoner for marin produksjon av atlantisk laks i Norge og har betydelige eierinteresser i virksomheter i Storbritannia og Island. Dette gjør SalMar til Norges tredje største oppdretter av atlantisk laks med omtrent 1500 ansatte. SalMar i likhet med andre aktører i laksebransjen har vært gjennom en betydelig

utvikling de siste tiårene og er ventet å fortsatt oppleve en positiv utvikling i det neste tiåret. SalMar eier 59% av Islands største lakseoppdretter Arnalax og 50% av Norskott Havbruk AS, som igjen eier 100% av Scottish Sea Farms Ltd som er den nest største produsenten av laks i Storbritannia (SalMar, 2019).

SalMars finansielle utvikling er oppsummert i tabellen nedenfor.

Tall i 1000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	6 245 860	7 185 887	7 326 202	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589
Driftsresultat	1 259 493	1 259 493	1 259 493	1 259 493	1 259 493	1 259 493	1 259 493
Årsresultat	1 903 376	1 215 477	1 128 795	2 650 990	2 297 798	3 579 225	2 544 487
Driftsmargin	0.202	0.169	0.154	0.294	0.212	0.316	0.208
Egenkapitalandel	42.40 %	39.00 %	41.30 %	55.10 %	48.00 %	56.70 %	71.70 %
Slaktevolum	121 700	147 900	143 150	122 280	151 393	153 100	142 500

Tabell 4: SalMar finansiell oversikt. (Tall hentet fra årsrapportene)

2.3.4 Lerøy Seafood Group

Lerøy Seafood Group videre referert til som LSG er en av de største oppdrettsselskapene i verden med over 4500 ansatte i konsernet. LSG har røtter helt tilbake til 1899 og har i dag en kjernevirksomhet som inkluderer blant annet produksjon av laks, regnbueørret, fangst av hvitfisk, videreforedling, produktutvikling og salg og distribusjon av sjømat (Lerøy Seafood Group ASA). LSG har hovedkontoret sitt i Bergen, men driver fangst og havbruk langs hele den norske kysten. LSG har fabrikker som produserer og pakker i Norge, Sverige, Finland, Danmark, Frankrike, Nederland, Portugal, Spania og Tyrkia. Dette er i tillegg til salgskontor i USA og Kina.

LSG har også eierinteresser i diverse selskaper. Blant annet eier de 52,69% av Austevoll Seafood, 5% av folketrygdfondet og diverse andre suksessfulle virksomheter. Den nylige finansielle utviklingen til LSG er oppsummert i grafen nedenfor (Lerøy Seafood Group, 2019).

Tall i 1000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902
Driftsresultat	2 160 138	1 938 474	1 813 869	3 355 089	4 300 013	4 228 205	3 746 276
Årsresultat	1 886 395	1 104 473	1 232 883	3 518 630	1 749 484	3 597 959	1 869 739
Driftsmargin	0.201	0.154	0.135	0.194	0.231	0.213	0.183
Egenkapitalandel	54.30 %	54.40 %	54.80 %	53.70 %	56.40 %	60.38 %	58.80 %
Slaktevolum	25 191	22 356	27 903	26 819	31 918	35 970	27 927

Tabell 5: LSG finansiell oversikt. (Tall hentet fra årsrapportene)

3. Verdssettelsesteknikker

I dette kapittelet vil det bli presentert ulike verdsettelsesteknikker som er aktuelle ved verddivurdering av selskaper. Videre vil det bli redegjort for hvilken tilnærming som vil være den mest hensiktsmessige i en verddivurdering av Grieg Seafood, samt hvilke rammeverk som vil gjelde for den respektive verdsettelsesteknikken.

3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Målet med en verdsettelse er å estimere egenkapitalverdien til et selskap, noe som igjen gir en indikasjon om aksjen er over eller underpriset sammenlignet med markedsverdien til selskapet. Dette er et av hoved redskapene som hjelper profesjonelle analytikere og forvaltere med å finne ut om selskaper er verdt å investere i eller om en aksje er overpriset og bør da selges. Analytikere bruker forskjellige redskaper og modeller som alle tar hensyn til spesifikke variabler og forutsetninger. Dette betyr dermed at de forskjellige tilnærmingene egner seg best til ulike situasjoner. Imidlertid har verdsettelsesteknikkene noen fellesnevner på et overordnet nivå som gjør at de kan deles inn i tre hovedteknikker; grunnleggende, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse (Damodaran, 2012; Kaldestad & Møller, 2016).

Sentrale faktorer som avgjør hvor godt egnet tilnærmingen er til situasjonen er informasjonstilgang, type bransje og hvor selskapet befinner seg i livssyklusen (Kaldestad & Møller, 2016). Det er viktig å presisere at de verdsettelsesteknikkene ofte er brukt anses som supplement og ikke alternativer, ettersom de alle har sine fordeler og svakheter. Videre er det hevdet at en forståelse av diskonterte kontantstrømmer i den fundamentale verdsettelsen er essensielt for å kunne forstå og anvende komparativ og opsjonsbasert verdsettelse.

3.1.1 Fundamental Verdssettelse

I en fundamental verdsettelse er formålet å kartlegge variablene som påvirker aktivitas kontantstrøm. En fundamental analyse av et aksjeselskap vil evalueringer av selskapet inntekter, kostnader og investeringer stå sentralt og danne grunnlaget for selskapets fundamentale verdi. Fundamentale analyser brukes ofte til å verdsette aksjeselskaper der investorer kjøper aksjer med en markedspris som er klart lavere enn selskapets fundamentale verdi. Dette er grunnet at investorer forventer at selskapets fundamentale verdi vil bli gjenspeilet av aksjekursen over tid.

Knivsflå (2018p) presenterer prosessen av fundamental verdsettelse gjennom fem steg. I første steg utføres det en strategisk analyse hvor man kartlegger selskapets makro og mikroforhold ved hjelp av en kvalitativ og kvantitativ analyse av selskapet. Denne analysen følges av en regnskapsanalyse som evaluerer selskapet historisk prestasjon. Disse to første stegene danner da grunnlaget for å utarbeide prognoser og forutsetninger om fremtidig avkastningskrav og kontantstrømmer som igjen skal benyttes til å estimere egenkapitalverdien til selskapet ved hjelp av nåverdiberegninger. Til slutt foretas det en investeringsbeslutning om videre strategier som kan være lønnsomme for selskapet. Dermed er fundamental verdsettelse en prosess som bruker den nåværende informasjonen om et selskap til å estimere nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer og dermed reflektere hva selskapets markedsverdi i teorien skal være i dag.

Ettersom grunnlaget for den fundamentale analysen er en nåverdiberegning av estimerte fremtidige kontantstrømmer er det betingelser som må oppfylles for at metoden skal være hensiktsmessig å benytte. Betingelsene er at det skal være tilstrekkelig tilgang til regnskapsinformasjon slik at kontantstrømmene og risikonivået kan pålitelig estimeres. Denne metoden er ikke hensiktsmessig å benytte for selskaper i nedgangstider med nylige konsistente negative resultater i nylig fortid. Dette er grunnet et realistisk konkursscenario som vil gjøre det vanskelig å estimere fremtidige kontantstrømmer. Metoden er heller ikke ideell for selskaper som følger konjunkturutviklinger eller selskaper som er i en restruktureringsprosess. Dette er fordi det er vanskelig å forutse graden eller varighet av høykonjunkturer og fordi store endringer påvirker risikonivået på en måte som er vanskelig å forutse med sikkerhet.

Ulemper med denne teknikken er at den er arbeids og tidskrevende ettersom det er essensielt å utføre nøye analyser av relevant informasjon for å kunne estimere fremtidige kontantstrømmer. Metoden er også svært sensitiv til sentrale inputsvariabler som avkastningskrav og vekstfaktoren. Dette gjør det nødvendig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å kunne simulere alternative scenarioer og hva de vil innebære for selskapet. Disse simuleringene viser hvor sensitiv selskapet er for endringer i de sentrale inputsvariablene.

Fundamental verdsettelse kan utføres i hovedsak ved to tilnærminger. Disse er egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Egenkapitalmetoden beregner nåverdi av kontantstrømmene til egenkapitalen, mens totalkapitalmetoden beregner nåverdien av kontantstrømmene til totalkapitalen. Ved totalkapitalmetoden finner man verdien av egenkapitalen indirekte ved å fratrekke verdien av gjeld og minoritetsinteresser fra verdien av

selskapet. Med verdien av selskapet mener vi verdien av kapitalen som er sysselsatt. Ved korrekt bruk av disse metodene, skal verdien av egenkapitalen være identisk.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdivurdering, også kjent som relativ verdivurdering er ansett til å være dagens mest populære verdsettelsesteknikk. Metoden er enkel, effektiv og er mindre tidskrevende enn den fundamentale metoden. Denne metoden krever heller ikke detaljerte prognoser for mange år i fremtiden. Ved komparativ verdsettelse blir selskapet verdsettet basert på komparative selskaper, altså lignende selskaper. Dette gjør at denne metoden også er en hensiktsmessig tilnærming når man skal verdsette nyetablerte selskaper (Damodaran, 2012).

Ved komparativ verdivurdering danner man en «bransje» benchmark med sammenlignbare selskaper. Disse selskapene skal ideelt være så like det respektive selskapet som mulig for å danne en hensiktsmessig bransje. Videre bruker man priser fra komparative selskaper og justerer for forskjeller mellom det respektive selskapet og «bransjen». Teknikken gir da en markedsbasert tilnærming som gir oss et estimat på hva markedet er villig til å betale for selskapets aksje relativ til andre lignende selskaper. Denne teknikken forutsetter at markedsprisene på aksjene er nøyaktig i snitt og ikke nødvendigvis på individuell basis. Videre forutsettes det at feilene i multiplene blir identifisert og korrigert over tid. Denne metoden blir utført gjennom to tilnærminger, multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

Multiplikatormodellen

Ved multiplikatormodellen beregnes nøkkeltall for totalkapitalen eller egenkapitalen og sammenlignes med lignende selskaper. Verdien av selskapet beregnes da ved å multiplisere en verdidriver derivert fra det respektive selskapet med en såkalt multiplikator som er derivert fra «bransjen». Populære multiplikatorer er P/E (pris/fortjeneste), P/B (pris/bok) og EV/EBIT (sysselsatt kapital/driftsresultat). Multiplikatormodellen er et nyttig supplement til en fundamental verdsettelse ettersom det kan gi en indikasjon på om man under eller overvurdert noen variabler i kontantstrømmetoden. Metoden er derimot også lett å misbruke ettersom man kan inkludere eller ekskludere selskaper i «bransjen» for å få det ønskede resultatet. En annen svakhet er at det aldri vil være selskaper med identisk størrelse, vekstmuligheter, skattenivå osv. Dermed vil det alltid være ulikheter som aldri kan korrigeres helt bort. Det er dermed

variabler som kan nøytraliseres ved nøye utførelse av denne metoden. Disse inkluderer ulikheter i rentekostnader, finansieringsgrad, regnskapsprinsipper og engangsposter.

Substansverdimodellen

Ved bruk av substansverdimodellen, verdsettes selskaper ved å finne egenkapitalverdien tilsvarende markedsverdien av selskapets eiendeler minus netto rentebærende gjeld og latent skatt (Kaldestad & Møller, 2016). Verdien av eiendeler er da summen av hva de kan selges for i det nåværende markedet. Dermed forutsettes det at det er et aktivt marked for de respektive eiendelene. Dette betyr også at verdien på selskapet via denne modellen vil avvike fra verdien fra den fundamentale verdien ettersom substansverdien er en salgsverdi, mens fundamental verdi er en bruksverdi. Denne modellen er da ikke en tilnærming som passer tradisjonelle driftsselskaper ettersom den største delen av verdien kommer fra immaterielle eiendeler.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

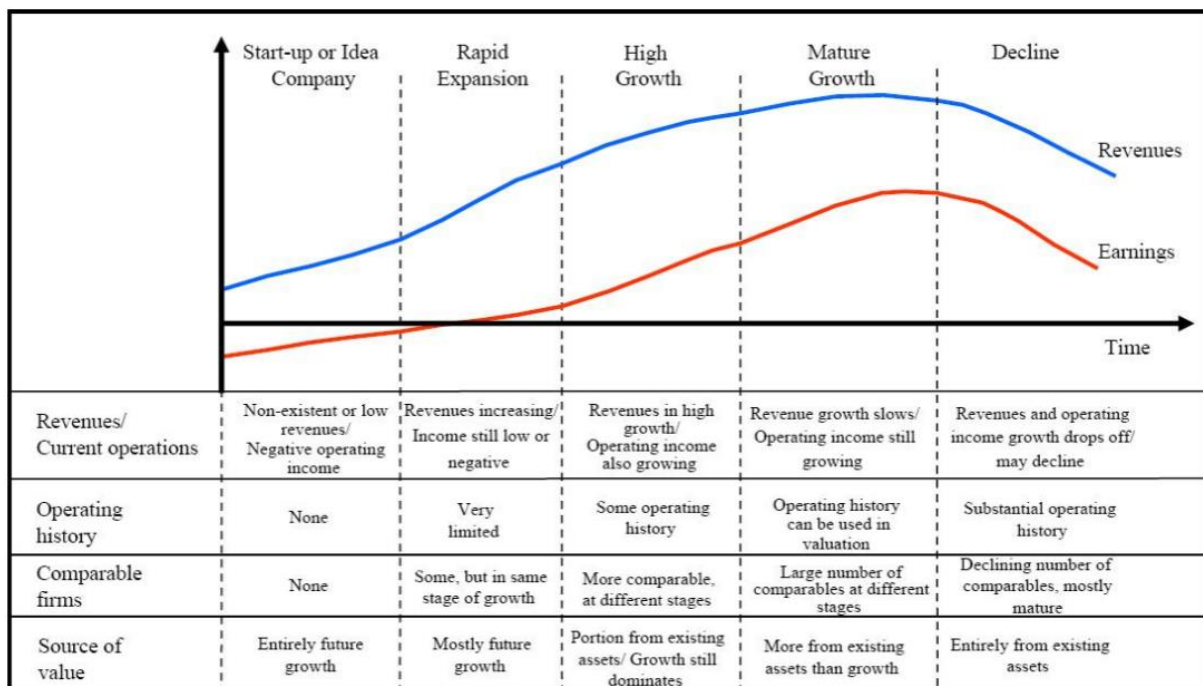
Alle de ulike verdsettelsesteknikkene har sine styrker og svakheter og egner seg best i forskjellige situasjoner. Vårt valg nå blir basert på informasjonen vi har tilegnet oss om Grieg Seafood og forståelsen vi har av selskapet. Som nevnt tidligere er de sentrale forholdet som avgjør hvilken teknikk som er mest hensiktsmessig å bruke; bransjetype, fase i livssyklusen, regnskapsinformasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet (Kaldestad & Møller 2016). Som følge av disse faktorene har vi bestemt oss for å benytte fundamental verdsettelse som hovedteknikk og komparativ verdsettelse som et supplement.

3.2.1 Grunnlaget for valg av verdsettelsesteknikk

Som nevnt tidligere har Grieg Seafood vært børsnotert siden 2007. Dette betyr at selskapet er underlagt IFRS rapportering og har av den grunn mer enn tilstrekkelig av regnskapsinformasjon. Dette tilsier at den tilgjengelige informasjonen om selskapet også er pålitelig, noe som gir oss muligheten til å kunne utføre en fundamental verdivurdering. Videre ser vi på bransjen Grieg opererer i. Bransjen er moden og består av flere stabile og store selskaper. Ettersom alle de valgte konkurrentene valgt tidligere til å representere «bransjen» også er børsnoterte og har tilstrekkelig med relevant informasjon; har vi muligheten til å utføre en komparativ verdsettelse ved bruk av multiplikatormodellen. Det vil ikke være spesielt

relevant å benytte oss av substansverdimodellen ettersom oppdrettselskaper har de største verdiene deres knyttet til immaterielle eiendeler som er utfordrende å prisfeste.

Videre er det viktig å finne ut hvor i livssyklusen Grieg Seafood befinner seg. Dette er viktig å greie ut ettersom selskaper er preget av forskjellige utfordringer og problemstillinger i de ulike fasene. Beslutningen vår tar utgangspunkt i Damoradan (2012) sin modell om de forskjellige fasene i selskapenes livssyklus presentert i figuren nedenfor.



Figur 7: Selskapets livssyklus (Damodaran 2012 s. 645)

Som presentert i modellen ser vi at Grieg Seafood er minst i høy vekst fasen ettersom det er tilstrekkelig med regnskapsinformasjon. Bransjen er også preget av flere komparative selskaper i forskjellige faser. Dette taler for at en fundamental og komparativ verdivurdering kan gjennomføres. I modellens nedgangsfase, er selskapene preget av nedgang. I denne fasen er likvidasjon aktuell og evalueringer om fortsatt drift er fornuftig blir hyppig foretatt. Dette er ikke tilfelle for Grieg Seafood og dermed taler det igjen for at verdivurdering under substansverdimodellen ikke er aktuell.

Grieg har også annonsert et mål om en produksjon på 150000 tonn i 2025, dette er en økning fra fjoråret 83000 og årets mål på 100000. Det er trygt å si at troen på vekst ikke er manglende

hos Grieg Seafood. Selv om Grieg Seafood jobber mot å finne nye områder egnet for oppdrett; er strategien for å oppnå dette målet er basert på bedre kapasitetsutnyttelse av eksisterende drift og lisenser (Grieg Seafood 2019). Generelt sett er det et stort vekstpotensial i bransjen og mye taler for at majoriteten av verdien i oppdrettsbransjen kommer fra fremtidig vekst. Oppsummert er rimelig å anta at Grieg Seafood, sammen med bransjen befinner seg et sted mellom høy vekst og den modne fasen. Alle disse faktorene taler for at den mest hensiktsmessige metoden vil være en fundamental verdsettelse. Vi vil deretter gjennomføre en komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodellen som et supplement til den fundamentale verdsettelse ettersom denne teknikken vil fungere fint som en benchmark måling i forhold til den fundamentale analysen.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Vi vil bygge fremgangsmåten i vår fundamentale verdsette på rammeverket til Penman (2013) og videre NHH professor Kjell Henry Knivsflå (2018). Dette rammeverket gjennomføres gjennom fem steg: En strategisk, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, fremtidskrav og verdisseting og handlingsstrategi. En kort presentasjon av alle de stegene er vist nedenfor. Vi går videre dypere inn på stegene i kapitlene som kommer.

Steg 1: Strategisk analyse

Vi begynner verdsettelse ved å utføre en strategisk analyse av selskapets interne og eksterne omgivelser. Dette går ut på å se på den relevante teorien med søkelys på faktorene som vil påvirke selskapets evne til å skape verdi i fremtiden. Under de eksterne omgivelsene vil vi se på makroforholdene som selskapet må forholde seg til før vi ser på attraktiviteten innad i bransjen. Videre foretar vi en ressursorientert analyse som vil se på de interne kapabilitetene til Grieg Seafood. Resultatene av disse analysene vil gi oss en indikasjon om selskapet har en strategisk fordel.

Steg 2: Regnskapsanalyse

Steg vil bli utført gjennom regnskapsanalyse med mål om å oppnå en forståelse for de selskapets underliggende økonomiske situasjon gjennom analyseperioden. Dette utføres ved å benytte tall fra selskapets årsrapporter og omgruppere dem til slik at de er mer egnet for en investorrelatert

analyse. Videre vil den omgrupperte regnskapsinformasjonen brukes til å foreta en forholdstallsanalyse av selskapets risiko og lønnsomhet.

Steg 3: Fremtidsregnskap og fremtidskrav

Videre vil vi måtte utarbeide et fremtidsregnskap med grunnlag i analysen av de historiske regnskapstallene og innsikten fra den strategiske analysen. Analysen av forholdstallene vil gi en innsikt i de forskjellige verdidriverne til Grieg Seafood og hva som påvirker dem. Videre vil innsikten fra den strategiske analysen danne grunnlaget for å kunne danne antagelser i hvordan de forskjellige verdidriverne vil utvikle seg frem til selskapet befinner seg i en «steady state». Det vil si når selskapet kommer til et stadia med stabile regnskapstall og en tilstand med stabil vekst. Fremtidsregnskapet vil bli benyttet til å estimere fremtidige avkastningskrav som kommer til å være sentrale i verdisettingen.

Steg 4: Fundamental verdivurdering

Dette steget vil ta utgangspunktet i alle de forgående stegene og beregne selskapets verdi ved bruk av forventede fremtidige kontantstrømmer derivert fra fremtidsregnskapet og fremtidskravene. Vi skal utføre verdsettelsene ved bruk gjennom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Skilnaden her er at egenkapitalmodellen beregner selskapets verdi ut ifra kontantstrømmer som er fri til egenkapitalen, men selskapskapitalmetoden benytter kontrastrømmer som er fri fra drift. Etersom mange av de sentrale inputsfaktorene vil komme fra skjønnsmessige vurdering med utgangspunkt i analysene fra de tidligere analysene vil det naturligvis være noe usikkerhet knyttet til den endelige verdien. Dermed vil vi foreta en analyse av usikkerheten og se hvor andelene av variansen kommer fra. Videre er det hensiktsmessig å foreta en komparativ verdsettelse som et supplement for den fundamentale verdsettelsen.

Steg 5: Bruk av verdiestimat

Verdiestimatet som blir beregnet her kan enten brukes videre som et prestasjonsgrunnlag innad i selskapet eller som grunnlaget for hvorvidt en burde kjøpe, selge eller holde på aksje til selskapet.

4. Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

En strategisk analyse av selskapets markedssystem og verdiskapningsprosess er det første steget av en fundamental verdsettelse. Analysen legger grunnlaget for fremtidsbudsjettering og utviklingen i fremtidsregnskapet ved å kartlegge selskapets strategiske prestasjon, strategisk risiko og strategisk posisjon. Denne informasjon skal i teorien gjenspeiles i de offentlige regnskapstallene og tilgjengelig informasjon. Utfordringen er å finne ut om den målte prestasjonsevne, gitt ved selskapets strategiske posisjon er pålitelig.

En strategisk posisjon kan ses på som en allokering av ressurser som gir en viss evne til å skape en strategisk fordel og en rentabilitet høyere enn avkastningskravet i bransjen. Selskapet har en positiv strategisk posisjon dersom egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet og en negativ strategisk posisjon ved motsatt tilfelle. Strategisk risiko er dermed faren for at egenkapitalrentabiliteten er lavere enn egenkapitalkravet. Trusler eksternt og svake sider internt vil være med på å øke denne faren, mens muligheter eksternt og sterke sider internt vil være med på å øke egenkapitalrentabiliteten og redusere den strategiske risikoen.

En strategisk fordel kan deles i to kategorier; en ekstern bransjeorientert fordel som vil gjelde for alle aktørene i bransjen og en intern ressurs basert fordel som vil være unik for selskapet. Vi skal utføre en PESTEL- analyse og Porters konkurransekrefter for å undersøke Griegs Seafoods eksterne bransjeforhold. For den interne ressursbaserte analysen skal vi benytte en VRIO-analyse som analyseverktøy. Til slutt skal resultatene sammenfattes i en SWOT analyse for å gi et bilde av de viktigste forholdene avdekket av analysen.

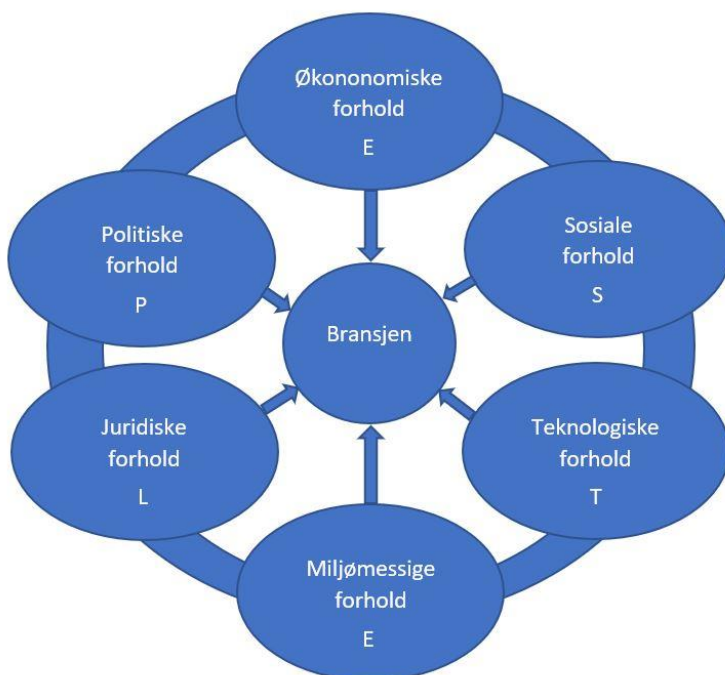
4.2 Ekstern bransjeanalyse

Den eksterne bransjeanalysen har som formål å avdekke bransjens lønnsomhetspotensial. Vi skal fokusere hovedsakelig på den norske oppdrettsbransjen. Dette innebærer at vi fokuserer på å avdekke rammevilkårene som gjelder for selskaper med hovedkontor i Norge som nevnt tidligere, var dette et krav for alle konkurrents selskapene som skal danne vår «bransje». Majoriteten av disse selskapene, inkludert Grieg Seafood har virksomheter i utlandet, så vi blir nødt til å inkludere noen av internasjonale forhold som er aktuelle. Ofte vil disse forholdene sammenfalle med de i Norge.

I den første delen av den eksterne analysen skal vi utføre en PESTEL analyse for å avdekke makroforholdene bransjen står ovenfor. I andre del skal vi utføre Porters konkurransekrefter analyse for å avdekke oppdrettsbransjens konkurranseforhold og attraktivitet.

4.2.1 PESTEL-analyse

I den følgende analysen er målet å identifisere de eksterne makroforholdene som påvirker bransjen og hvor stor innvirkningen disse forholdene har for selskapet. Vi benytter PESTEL-rammeverket for å analysere makroforholdene. Dette analyseverktøyet deler makrofaktorene i kategoriene: Politiske (P), økonomiske (E), sosiale (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og juridiske (L) forhold.



Figur 8: PESTEL rammeverket (Kotler, s. 298)

Politiske forhold

Oppdrettsnæringen er en konsesjonsbasert næring. Siden 1973 har oppdrettsselskaper trengt lisenser fra staten for å kunne drive virksomheten sin i norske områder. Dette har hovedsakelig vært et tiltak fra staten for å ha kontroll over deltakelse og utviklingen i bransjen. Dermed er

lønnsomhetspotensialet til bransjen sterkt preget av statlige reguleringer ettersom selskapene må ha flere konsesjoner for å kunne utvide deres eksisterende virksomheter eller etablere nye. Kravene knyttet til utgivelse av nye konsesjoner har også blitt strengere ettersom politikerne ønsker en bærekraftig vekst i næringen. Som følge av dette bestemte myndighetene at det kun skulle utdeles såkalte grønne konsesjoner i 2013. Disse konsesjonene stilte strengere krav til lus og rømming i oppdrettsvirksomheten, i tillegg til at selskapene måtte forplikte til å bruke vesentlig bedre teknologiske eller driftsmessige løsninger enn det som brukes i kommersiell sammenheng (Fiskeridirektoratet 2017). Dette har tvunget oppdrettsselskaper til å skjerpe fokuset deres på miljøet og fiskevelferd i utarbeidingen av deres fremtidige vekststrategier.

Oppdrettsnæringen har nå blitt en av Norges viktigste økonomiske bidragsytere. Med høy etterspørsel og lav vekst i bransjen, har næringens største aktører opplevd eventyrlige marginer. I november foreslo havbruksskatteutvalget en grunnrenteskatt på 40% oppå den vanlige selskapsskatten (Michalsen, 2020). Dette er et godt eksempel på hvordan politiske handlinger kan ha store effekter på en bransje. En slik skatteordning hvis godkjent, vil svekke konkurransekraften til den norske oppdrettsnæringen. Ifølge Norsk Industri vil Norge gå fra å være et av de ledende landene på kostnader til å bli landet hvor kostnadene med å produsere laks ville vært desidert høyest (Hovland 2020).

Selskapene som driver virksomheten sin i utlandet, er også sterkt preget av internasjonale reguleringer. Grieg Seafood har majoriteten av produksjonen sin i Norge, men de har også virksomhet i Shetland, Skottland og British Columbia, Canada. Regelverket rundt produksjonsbegrensninger, miljøpåvirkning, rømming og lus varierer fra land til land og må tas i betraktning. Det blir spesielt viktig for Grieg Seafood som har en del av virksomheten i Shetland, Skottland at Norge oppnår gode handelsvilkår med Storbritannia etter at de valgte å forlate EU i 2019.

Ettersom store deler av laksen produsert i Norge eksporteres, er næringen påvirket av politiske konflikter. Norske internasjonale handelsavtaler er avgjørende for lønnsomheten i oppdrettsnæringen i form av toll og satser på eksporterte produkter. EØS-avtalen er mest utslagsgivende per dags dato ettersom den reduserer kostnader knyttet til adgang til EU-markedet. Handelspolitiske konflikter har påvirket næringen tidligere og kan føre til store konsekvenser i fremtiden. Et eksempel er importsatsen på matvarer fra EU og USA innført av Russland i 2014. Dette var en konsekvens av Russlands motvilje til å endre deres folkerettslige handlinger i Ukraina til for et stort press fra internasjonale aktører. Russland var på den tiden et av de viktigste enkeltmarkedet for norsk laks og ble plutselig uaktuell. Konsekvensen av

denne hendelsen ble heldigvis dempet av at Norge erstattet det russiske markedet med nye voksende markeder hovedsakelig i Kina og andre land i Asia.

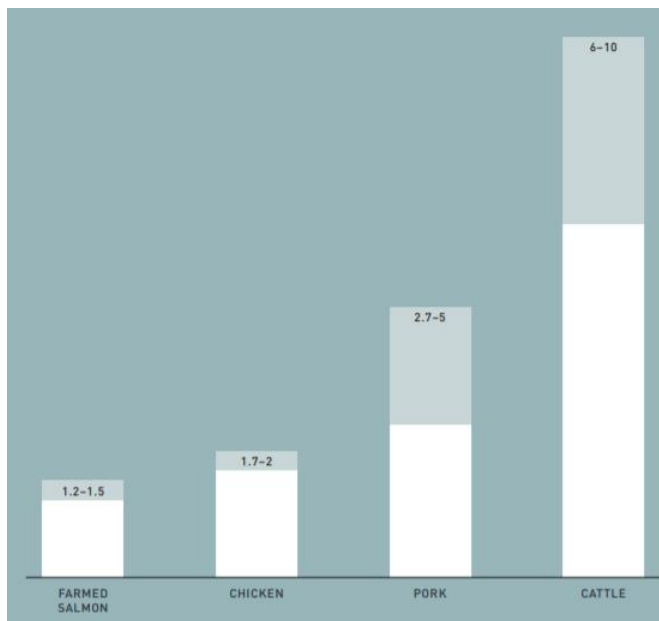
Sosiale forhold

Verdensbefolkningen har vokst kontinuerlig og det er ingen tegn på at dette kommer til å endre seg i tiden som kommer. Dette kommer med en rekke problemstillinger og utfordringer knyttet til fattigdom, mangel på ressurser og overbefolkning. For oppdrettsnæringen er dette med på å fremme vekst. Per dags dato kommer kun 2% av verdens mat fra havet (Grieg Seafood, 2019). Oppdrettsnæringen representerer en måte å tilfredsstille matbehovene til den voksende befolkningen.

Sunnhet og helse er temaer som har fått en økt bevissthet i dagens samfunn, noe som er fordelaktig for oppdrettsnæringen. Dette er med på å øke etterspørselen etter laksen. Laks er en lett fordøyelig proteinkilde som inneholder viktige næringsstoffer som omega-3 fettsyrer, vitamin D, jod, selen og andre viktige vitaminer. Det er en allmenn enighet om at fet fisk som laks, ørret, sild bør være 1-2 måltider per uke (helsedirektoratet 2018). Det er også godt dokumentert at fisk beskytter mot hjerte og karsykdom. Fisk skal også være positiv for utvikling av nervesystemet hos foster og spedbarn.

Miljømessige forhold

Oppdrettsnæringen har potensiale til å bli en mer bærekraftig næringskilde for en stadig voksende verdensbefolkning. Dette er da sammenlignet til andre matproduksjon med høye proteinnivå som kylling, svin og storfe. Det er mange faktorer som gjør lakseoppdrett til en mer miljøvennlig proteinkilde enn alternativene. Faktorer som lavere CO₂ utslipp i produksjon, lavere energiforbruk og lavere mengde for gjør lakseoppdrett til den mest klimavennlige og ressurseffektive. Laksen har karbonutslipp (Carbon footprint) nivå på 0,6. Karbonutslippsnivået måler klimagassutslippet forårsaket direkte eller indirekte fra produksjonen av en enhet og måles som mengden karbondioksid per tonn spiselig protein (Grieg Seafood 2019). For svin er karbons utslippet på 1,3 og storfe på 5,92. Laks presterer også best på fôrfaktor-raten i forhold til andre proteinkilder. Fôrfaktor-raten måler produktiviteten av de forskjellige protein produksjonsmetodene. Jo lavere forholdstallet jo mer effektiv er bruken av fôr. De forskjellige fôrfaktor-ratene er presentert i figuren nedenfor.



Figur 9: fôrfaktor-rater fra de forskjellige proteinkilder. (Grieg Seafood 2019 årsrapport)

Bærekraftig vekst og miljøutfordringer spiller en stor rolle i oppdrettsnæringen. Lakselus, rømming av oppdrettsfisk og utslipp av næringssalter er de største miljøutfordringen bransjen står ovenfor. Rømt laks går opp i de samme elvene som villaksen og gyter der. Havforskere mener at dette påvirker genmaterialet til villaksen negativt. Forskere peker på lakselus som et større problem den ødelegger huden på laksen og sprer seg veldig raskt. Avføringen til oppdrettslaksen og fiskefor som ikke blir spist kan hoppe seg opp under oppdrettsanleggene. I produksjonsområder med dårlig vannutskiftning kan dette føre til biologiske og kjemiske endringer i bunnforholdene (Misund 2019).

For å sikre en bærekraftig vekst er det investert flere milliarder kroner på forskning og utvikling av nye løsninger på miljøutfordringene. Oppdrettsselskaper bruker mye tid og penger på behandling og forebygging av lakselus. Lakselus alene koster oppdrettsnæringen omtrent 5-10 milliarder kroner. Dette er med på å påvirke lønnsomheten i bransjen i form av økte kostnader for å møte de strenge drifts og miljøkravene. Lønnsomheten er også indirekte påvirket av at omdømmet svekkes og ekspansjonsmulighetene begrenses. Det finnes derimot måter å vise samfunnet at selskapet tar disse miljøutfordringene seriøst møter kravene. Et eksempel er å få lokalitetene til selskapet ASC-sertifisert. Dette forplikter selskapet å rapportere nøkkeltallene på bærekraftig oppdrettsindikatorer i lokalene deres.

Teknologi

Grieg Seafood har alltid satset tungt på å få inn ny teknologi i verdikjeden. Mye av teknologien som er utviklet og implementert er for å sikre en tryggere drift både for ansatte og fisken, høyre kvalitet på sluttproduktet og en mer kost effektiv drift. Mye av den nye teknologien er også drevet av bærekrafts målene selskapet har satt seg.

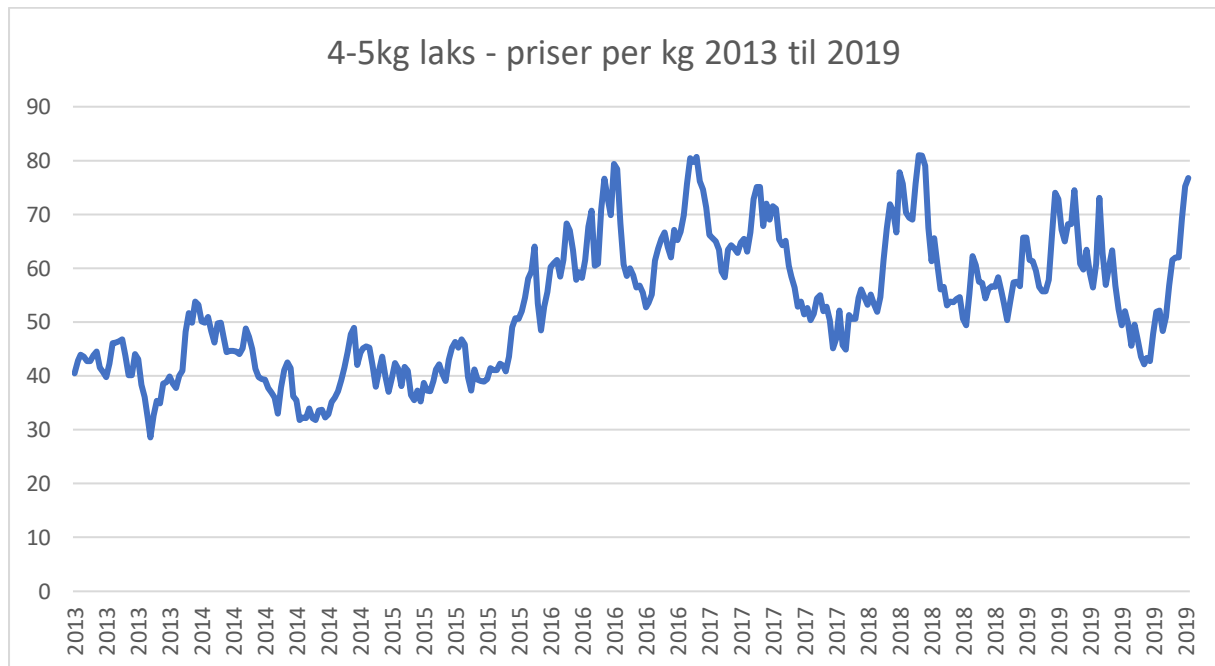
For å overvåke fisken på en best mulig måte har Grieg installert lasersensorer og kamera teknologi på alle sine merder. Lasersensorene gir en mer nøyaktig helhets tilstand av fisken. De kan oppdage både lakselus, størrelse/vekt og aktiviteten. Kameraene hjelper de ansatte med å se når fisken har fått nok mat. Det hjelper med å ikke overføre og spare forekostnader, som er den desidert høyeste kostnaden. Selskapet har også teknologi som oppdager skadelig algevekst, teknologien er fortsatt i begynner fasen, men blir fortløpende utviklet med partner selskap. Anleggene på land produserer mest smolt, her bruker Grieg kun ferskvann, for å unngå lus og alger. Fra egget klekkes til fisken skal ut i saltvann er hele prosessen automatisert. Alt fra oksygen tilførsel i vann til vaksinerings av fisken.

Bærekrafts teknologi som fortløpende blir implementert på anleggene handler mye om å redusere utslipp i form av karbon eller naturinngrep. Over tid vil Grieg fjerne alle petroleums motorer og erstatte de med elektriske motorer, samt ha solcelle og vindmøller til å drive anleggene. Ved avdelingen på Rogaland har de flere pilotprosjekter gående angående dette. Grieg har også plikt til å etterkomme 8 «green licenses» ved avdelingen i Finnmark. Her har fisken det generelt bedre, tillat antall lakselus i merdene er halvert, bedre teknologi i merdene for at fisken ikke kommer seg ut og mindre bruk av medikamenter. De bruker det stort sett til å samle inn data for fremtidige anlegg og krav.

Økonomi

De økonomiske forholdene til Grieg Seafood har lenge opplevd en stabil vekst til tross for miljøutfordringer og vekstbegrensinger fra konsesjonssystemet. I løpet av de siste årene har oppdrettsbransjen opplevd en signifikant vekst takket være laksepriser som har stabilisert seg på et høyt nivå siden 2016. Ettersom lakseprisene er et resultat av etterspørselen i markedet relativt til tilbudt mengde, har de vært svært volatile. Denne risikoen har dog vært positiv for bransjen ettersom etterspørselen har vært høyere enn tilbudet i god tid. Med den lange produksjonsprosessen er det også lite fleksibilitet fra produksjonstiden og en lav evne til å

utnytte tider med høye laksepriser. Dette kan by på utfordringer for selskapets lønnsomhet som da blir spesielt påvirket av svingninger i laksepriser. Dette gjør gjeld mindre attraktiv i bransjen ettersom høye rentekostnader kan være en stor byrde i perioder med lave laksepriser. Nedenfor ser vi utviklingen i lakseprisene siden 2013.



Figur 10: Utviklingen av laksepriser 2013-2019 (Priser fra NASDAQ Salmon Index)

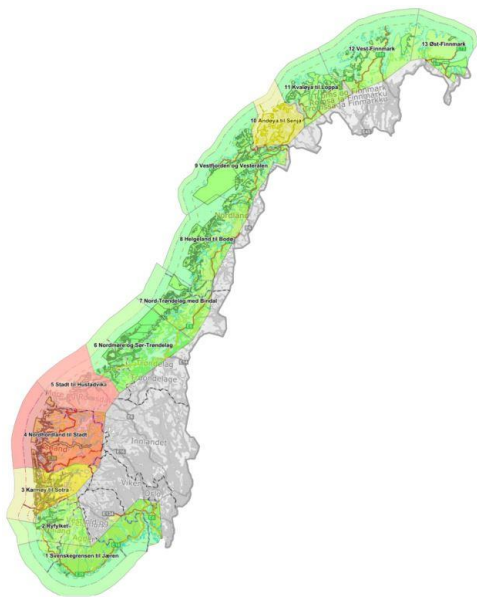
Grieg Seafood har også opplevd en positiv momentum med en svak norsk som gjør prisene deres mer attraktive internasjonalt. Dette slår dog også ut på kostnadssiden ettersom fôringrediensene er kjøpt globalt, spesielt i amerikanske dollar. Videre vil bransjen være sensitiv mot valutaendringer, ettersom etterspørsel synker med en økt kroneverdi og motsatt. For å minimere nedsideeffekten av dette, er det mange oppdrettselskaper som benytter seg av valutaterminkontrakter (Marine Harvest 2019).

Rentenivået er også av stor betydning for oppdrettsbransjen. Rentenivået har vært rekordlav i Norge en stund nå og dette har vært svært positiv for oppdrettsbransjen som befinner seg i en vekstfase og vil kunne finansiere investeringene sine til en lavere rente.

Lovmessige forhold

All kyst basert virksomhet som produserer akvatiske organismer er regulert av akvakulturloven. Loven bidrar med å skape konkurransekraft, sikker drift og miljøforsvarlig forvaltning av naturen.

Oppdrettsnæringen i Norge er også sterkt påvirket av den ofte omtalte «trafikklyssystemet». Dette systemet innebærer at produksjonsområdene langs den norske kysten inndeles i 13 sektorer som skal evalueres annen hvert år og tildeles fargekoden grønn, gul eller rød. Fargen tildeles ut ifra områdets miljøkonsekvenser. Grønn indikerer at produksjonskapasiteten kan økes med 6%, gul indikerer at produksjonsnivået holdes på samme nivå og rød indikerer at produksjonen i området må nedjusteres med 6%. Inndelingen av sektorene er illustrert i figuren nedenfor.



Figur 11: Trafikklys kart for fiskebransjen (Hentet fra regjeringen.no)

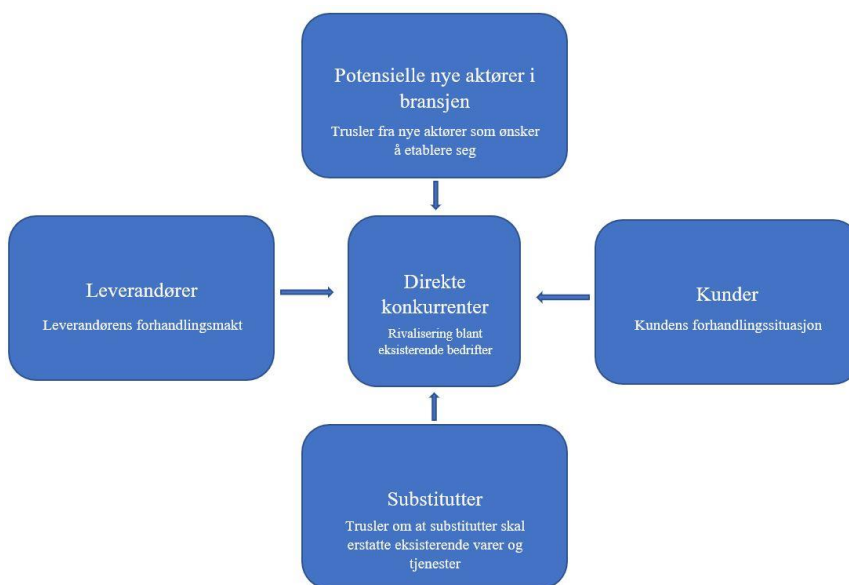
Den norske kysten er delt inn i egne geografiske områder som selskap kan drive med oppdrett på. Områdene er karakterisert med 3 farger, rødt, gult eller grønn. Hver farge angir hvor forsvarlig det er å produsere oppdrettsfisk i området, hvor grønn er best og rød er dårligst. Et selskap som ønsker å produsere må gjennom en omfattende søknadsprosess for å få en konsesjon for å drive oppdrett, hver konsesjon gir rett til inntil 4 lokasjoner for produksjon. Hvert geografiske har også en begrensning i maksimal tillatt biomasse og antall aktører. Disse

regler som kystverket sørger for at operatører overholder er for å ikke skape ubalanse i naturen eller tilbud og etterspørsel.

MTB (Maksimal tillatt biomasse) er et mål som er satt for hvert av de geografiske områdene. Den bestemmer hvor mye total biomasse som er tillatt i det geografiske området. Størrelsen på MTBen er bestemt ut ifra hvilke arter som produseres og hvor mye forskning som pågår i området. Et normalt område har vanligvis tillatelse på maks 750tonn MTB. Dette er for å unngå sykdommer og høy dødelighet blant fiskepopulasjoner.

4.2.2 Bransje analyse – fem krefter modellen

Den følgende modellen bygger på Michael Porters teori om at det er fem krefter som står sentralt i aktivitetene i hver bransje og danner grunnlaget for de interne bransjeforholdene. Å forstå disse kreftene er avgjørende for å vite mulighetene en har til å opprettholde, skape et konkurransefortrinn eller bare generelt forstå hvor attraktiv bransjen er. Disse kreftene er: Trusselen av nyetableringer, intern rivalisering, trusselen av substitutter, kundenes forhandlingsmakt og leverandørens forhandlingsmakt. Modellen er illustrert i figuren nedenfor.



Figur 12: Porters 5-faktor modellen (Selv laget, Kotler som inspirasjon)

Intern Rivalisering

Høy rivalisering i en bransje kjennetegnes av hyppig priskutting og et stort søkelys på markedsføring. Disse forholdene vil redusere lønnsomheten i bransjen ved å overføre en stor del av verdiskapningen til kundene. Forhold som fører til økt intern rivalisering er mange jevne konkurrenter, homogene produkter og lav vekst i bransjen etter dette leder til at den eneste måten å øke markedsandelen på er å ta det fra konkurrenten. I den norske oppdrettsbransjen er Mowi det klart selskapet med en produksjon høyere enn dobbelt mengde til andremann, Lerøy. I utgangspunktet tilbyr selskapene relativt like produkter. Måter å differensiere produktkvaliteten på vil i så fall være fettinnhold, kjøttfarge, tekstur og smak. Selskapene kan også fremme produktet sitt ved reklamere for miljøvennlighet i produksjon, fiskevelferd og å få produktet sitt ASC-verifisert. Den norske laksen er dog differensiert på verdensmarkedet ettersom Norge stiller strengere til oppdrettsselskapene i landet, noe som øker omdømmet.

Når en bransje opplever en lav vekst, er det naturlig den interne rivaliseringen øker. Dette har ikke vært tilfelle for oppdrettsnæringer i nyere tid. Vekstpotensialet er mer begrenset av miljøutfordringer og mangel på teknologi til å utnytte produksjonskapasiteten. Den interne rivaliseringen er derimot økt av høye exit-barrierer. Dette er grunnet driftsmidler som er kapitalintensive og egner seg til lite annet enn oppdrett.

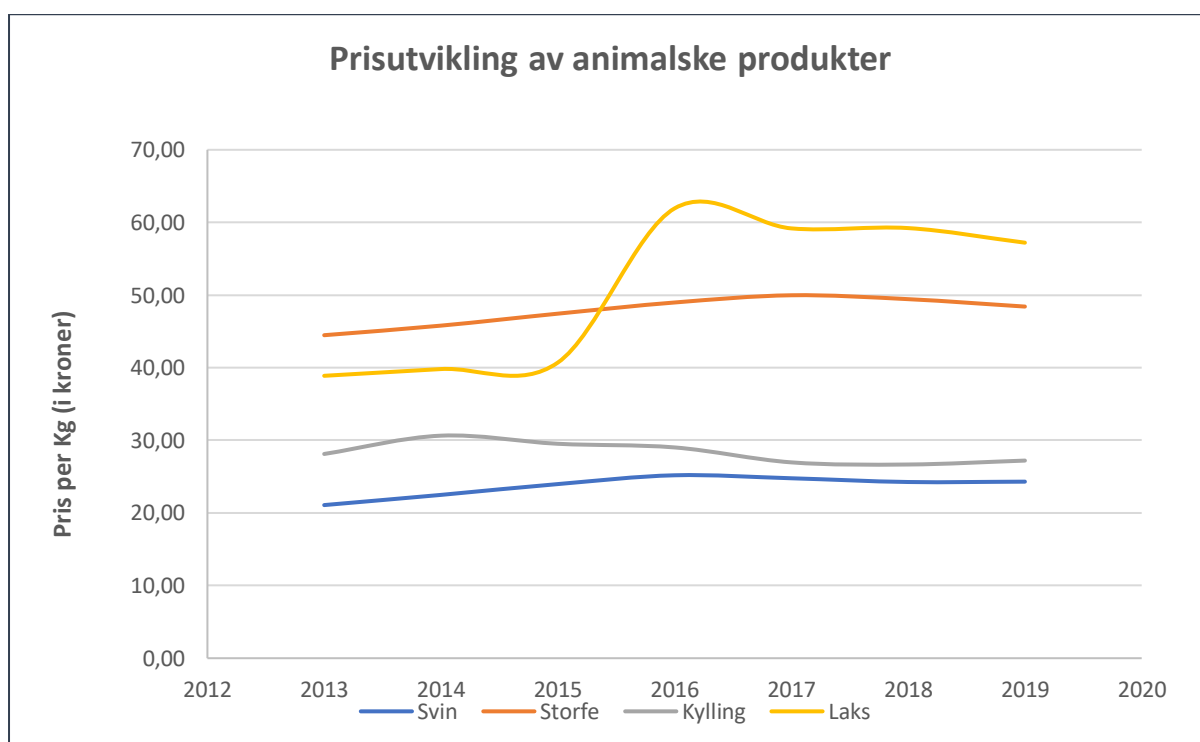
Den interne rivaliseringen har generelt vært lav i bransjen. Dette er grunnet konsolideringstrenden i bransjen, få aktører av ulik størrelse og store tilgjengelig markedsandeler. Intern rivalisering er dog ikke alltid negativt, iallfall ikke på kundesiden. Økt rivalisering bidrar til å presse ned priser og kvalitet opp. Rivalisering er også ofte en kilde til innovativ tenking og nyskapning.

Substitutter

Med substitutter mener man alternative produkter som kan tilfredsstille de samme behovene som laks tilfredsstillende for kunder. Dette brukes også i sammenheng med kundenes evne til å finne disse produktene, hvor lett tilgjengelig produkter er og om substitusjonen er langvarig. Fra mikroøkonomisk teori lærer vi at endringer i prisene til et substituttprodukt påvirker etterspørsel etter produktet. Det betyr at etterspørselen etter laks vil øke dersom prisen på et substitutt øker og motsatt. Denne effekten er da med på å sette et pristak i laksebransjen. Videre vil mengden substituttprodukter påvirke lønnsomheten i bransjen.

Fra et konsumentperspektiv vil substitutter til laks være ulike typer kjøttprodukter som svin, fjærkre og storfe. Det er sjeldent en finner perfekte substitutter i markedet ettersom hvert produkt er unike på en eller annen måte. Dermed må man se på produktet egenskaper individuelt for å finne substitutter som vil tilfredsstille kunder som kjøper produktet for den egenskapen. Egenskaper ved laks som gir kunder økt nyttenivå er at den er rik på næringsstoffer som er gode for helsen. Eksempelvis et høyt proteininnhold og omega 3-fettsyrer. Gode substitutter for proteininntaket er kylling, storfe og svin mens substitutter for Omega 3 kan inntas fra makrell og ørret. Laksen har en særdeles fordel i forhold til andre proteinkilder med tanke på at den også inneholder Omega 3 fettsyrer. Dette er med på å dempe substitusjons trusselen. Denne trussel økes derimot av at kunder har lave økonomiske og psykiske byttekostnader.

Fra produksjonssiden er laksen spesielt sterkere enn substituttene. Som nevnt tidligere er drivhusgassene forårsaket direkte eller indirekte av lakseproduksjon betydelig lavere enn andre animalske produkter. Produksjonen i oppdrettsbransjen er mer effektiv i forforbruk og har et høyere spiselig avkastning (Grieg Seafood 2019). Spiselig avkastning er hvor stor andel av produktet som faktisk går til menneskelig konsum. Alle disse er faktorer som er med på å øke attraktiviteten til laks og dempe substitusjonseffekten.



Figur 13: Pris utvikling av animalske produkter (tall fra SSB)

Ovenfor ser vi prisutviklingen til alle de animalske produktene i perioden 2012-2020. Vi ser at prisen på laks opplever en betydelig vekst i 2015 og har stabilisert seg på det høye nivået siden. Dette er grunnet et tilbuds nivå som har vært noe under etterspørselen.

Nyetableringer

Oppdrettsbransjen har en nok så høy inngangsbarriere, det kreves store investeringer i produksjonsanleggene og et større salgsnettverk for videre salg av fisken. Det er også kostnader knyttet til konsesjonene som blir delt ut. Det forekommer også store kostnader knyttet til lakselus og algeutbrudd, et utbrudd kan i verstefall ødelegge hele avlingen og selskapet må starte fra bunnen igjen. Det største inngangsbarrieren er at selskapet ofte ikke tjener penger før 2/3 år etter oppstart, laksen trenger tid til å vokse før den kan bli solgt.

Fiskeridirektoratet har store krav til nye konsesjoner, og er en meget stor utgift for nyetablerte produsenter. En konsesjon koster ca. 80mill norske kroner på markedet, det er ikke kun fiskeridirektoratet som selger de, en nåværende aktør kan også selge sin konsesjon videre til andre aktører. Videre kan det også søkes om utvidelse av konsesjoner, da vil det ofte også komme tilleggs krav for oppgraderinger fra fiskeridirektoratets side. Selv om de fleste konsesjoner har meget høye kapitalkrav kan det også søkes på vederlagsfrie utviklingskonsesjoner, men ofte blir disse kun godkjent om det trengs mere konkurranse eller forskning i et område. (utvikling/ forskning er ikke billig i bransjen)

Oppdrettsbransjen lager stort sett de samme produktene, dette gjør at produkt differensieringen er meget lav. Dette gir en mindre inngangs barrierer og gir større attraktivitet for nye etableringer.

Stadig flere aktører ønsker å bytte til landbasert oppdrett, noe som gjør markedet større for nyetableringer. De fleste naturlige lokasjoner er opptatte, mens verden ønsker og trenger mere mat.

Totalt sett er inngangsbarrierene relativ høye, det er store kostnader knyttet til dette, mye offentlig regulering og et høyt kapitalt behov. Om inngangsbarrierene skal reduseres må det først komme større teknologiske gjennombrudd, og et lavere kapitalbehov.

Leverandørenes forhandlingsmakt

De fleste lakseoppdrettere har egen produksjon av smolt, men det forekommer at de også kjøpes av leverandører. Markedet er relativt små på dette, og de største leverandør kostnadene er ikke knyttet til dette.

Fiskefor er den desidert største utgiften til oppdrettere, og der kommer også den største trusselen fra. Over halvparten av selskapene sine utgifter kommer fra laksefor leverandører. Det norske markedet av fiskefor er i dag dominert av 3 selskaper, EWOS, BioMar og EWOS, de har fått sine posisjoner ved oppkjøp av mange mindre leverandører. Dette markedsbilde med kun 3 store leverandører gjør at de har meget stor forhandlingsmakt. Den eneste muligheten for å unngå dette på kunne vært vertikal integrering i selskapet, noe som igjen er meget resurskrevende. Flere etablerte aktører i bransjen gjør dette i dag.

Oppdretterne har i dag et stort fokus på miljøvennlig og bærekraftige løsninger for foret de kjøper av leverandørene. Om ikke leverandørene leverer standarden selskapene ønsker er barrieren lav for å bytte leverandør. Samtidig trenger foret å være av høy kvalitet, fisken er avhengig av godt for om den skal vokse raskt og ha den høyest mulige kvaliteten som markedet krever, da dette har direkte innvirkning på selskapets inntjening. Selv alt dette er det ofte kontrakter som setter prisen på foret, der den største variabelen er råvarene. Dette gir noe variabel pris over tid, men den er nokså stabil i lengden.

Leverandørens forhandlingsmakt er totalt sett nok så moderat. Selv om det er få leverandører og oppdretterne er avhengig av foret, er byttekostnaden veldig lav som reduserer faren for for mye makt. Selskapene begynner også å utvikle sine egne for typer, dette skaper mindre makt fra leverandørene ovenfor oppdrettene over tid.

Kundenes forhandlingsmakt

Markedet for videre salg av fisken er ut i hele verden og er meget stor, det finnes salgskontorer som videre selger fisken for oppdrettere (distributører), grossister og større retail kjeder som alle kjøper laksen direkte fra oppdretterne. Siden det er nok alternativer gir dette lav forhandlingsmakt til kundene. Dette gjør at kundene har ofte god oversikt over hva som finnes av kvalitet og pris i markedet. Dette gir kundene en lett barriere til bytte leverandør om det ikke lever opp til forventningene.

Totalt sett har kundene nok så moderat forhandlingsmakt. Markedet er stort for leverandørene, men kundene kan velge fritt etter pris og kvalitet.

4.3 Intern ressursorientert analyse

4.3.1 Vrio analyse

VRIO er en mekanisme som baserer seg på to teoretiske rammeverk: Posisjon perspektivet og det resursbaserte perspektivet. Det er et verktøy som blir anvendt i interne analyser, som besvarer 4 spørsmål som bestemmer dets konkurransepotensial:

Spørsmålet om verdi

Spørsmålet om sjeldenhet

Spørsmålet om det kan lett imiteres

Spørsmålet om det er effektivt organisert

Lokasjonsvalg

Grieg Seafood driver oppdrett i Norge, Canada og i Skottland. Plasseringene er strategisk plassert i forhold til eksport og videre salg av fisken, noe som ser ut til å være den sterkeste fordelen av å ha produksjon i disse landene. Lokasjonen på Shetland selger all fisk innad i Storbritannia, noe som gir de lave transport kostnader om det skulle blitt solgt fisk fra Rogaland der. Anlegget til Grieg Seafood i Finnmark leverer største delen av produksjonen til Russland og Øst-Europa. I 2014 ble eksport av laks fra Europa til Russland forbud ettersom politiske sanksjoner ble innført, men nå som det har åpnet igjen selger de meste parten til dem. Rogaland har lenge vært ledende i salg av laks til Sentral-Europa og har en standard om å levere den beste fisken på markedet.

Grieg Seafood har også produksjon i flere land av politiske grunner. Som tidligere nevnt har det vært forbud med eksport av laks til Russland i 2014, men andre land de Grieg Seafood hadde produksjon kunne fortsatt selge til dem. Dette gir et stort konkurransefortrinn i usikre politiske tider, og redusert risiko for salget over tid. Den politiske arenaen ser ikke til å dempes med

tanke på handelskonflikter og det vil derfor også i fremtiden være muligheter for eksport forbud fra flere land.

De biologiske fordelene ved å ha en diversifisert lokasjon utvalg er at ikke hele produksjonen vil bli utsatt om det skulle forkomme algeutbrudd eller store problemer med lakselus. Grieg har tidligere slitt med alger og lakselus på Shetland og British Columbia. Dette er en fordel med å ha flere lokasjoner.

Lokasjonene Grieg Seafood opererer på per dags dato anses på å være verdifull for dem. Vi ser at biologiske forhold er nok så like i Norge som i utlandet, men det er lik for alle aktører. Ser vi på transport kostnader er det en stor fordel å være nært markedet man selger til, transport kostnader er ikke billige. Videre vil de være mindre utsatt for det politiske og kunne unngå konflikter om de skulle oppstå.

Selskapet har på ingen måte enerett på lokasjonene, det har blitt delt ut flere konsesjoner til andre oppdrettere, og da kan vi ikke anse resursen som sjelden. Om lokasjonene er imiterbare er det flere faktorer vi må se tilbake på. I Norge må man inneha en konsesjon for å drive oppdrett lovlig, dette gjelder også for de andre lokasjonene Grieg har produksjon på. Konsesjoner er ofte dyre og vanskelig å få tak i siden fiskeridirektoratet ikke ofte deler de ut. Dette er gjerne løst på en annen måte i bransjen, det er ved oppkjøp av mindre aktører. Dette gjør at lokasjonsvalg er imiterbart.

Oppsummert gir lokasjonsvalgene Grieg ikke noen stor fordel, og derfor anser vi at det er konkurranseparitet. Lokasjonene er ikke enestående, og alle aktører har tilgang om de ønsker.

Integrasjonsgrad i verdikjeden

Som nevnt tidligere er Grieg Seafood et fullt integrert selskap, dette betyr at virksomheten deres inkluderer alle ledene i verdikjeden fra produksjon av stamfisk til salg av laksen. Dette er dog en standard for de fleste store oppdrettsselskapene og ikke unikt for Grieg Seafood. En høy integrasjonsgrad i verdikjeden reduserer mengden leverandører selskapet er avhengig av. Disse leverandørene har også sine egne virksomheter å drive lønnsomt, noe som betyr de krever en pris som er høyere enn kjerneverdien til tjenesten. Å innlemme flere ledd i virksomheten sparer selskapet for å betale dette premium for tjenesten. En høy integrasjonsgrad er også med å på å øke forståelsen av virksomheten som en helhet, noe som kan fremme innovativ tenking og løsninger som kan være både tids og kostnadsbesparende. Videre vil en høy integrasjonsgrad

øke stabiliteten i kostnadene til selskapet. Dette er fordi Grieg Seafood da har kontroll og full oversikt over hele produksjonsprosessen og kan bedre identifisere områder som må justeres for å øke fremtidig lønnsomhet.

Integrasjonsgraden til Grieg Seafood anses som en viktig og verdifull ressurs, men ettersom dette er en standard for de fleste store oppdrettsselskapene; er ikke ressursen sjelden. Integrasjonsgraden til Grieg Seafood kan skille seg ut fra andre store aktører ved å inkludere forproduksjon i virksomheten. Dette er et ledd i verdikjeden som veldig få aktører i oppdrettsbransjen besitter og vil gi Grieg Seafood en strategisk fordel i fremtiden. Tilgang til for er også en kilde til usikkerhet i bransjen, noe som ville blitt redusert ved å ha kontroll over denne delen av verdikjeden.

En helintegrert virksomhet er dog ikke vanskelig å imitere. Dette kan gjøres ved å kjøpe allerede eksisterende virksomheter eller opprette egne. Begge disse alternativene er kapitalintensive, noe som gjør kapital til den største imitasjonsbarrieren. Videre kan denne ressursen anses som effektivt mobilisert. Dette kan begrunnes i Grieg Seafoods strev om å gjøre alle sine lokasjoner selvforsynte, noe de har vært siden 2015. (Grieg Seafood 2017)

Selvforsynte lokasjoner

Siden 2015 har alle regionene til Grieg Seafood vært selvforsynte og dermed uavhengige av hverandre. Dette betyr at alle regionene er helintegrerte og dekker alle ledene i verdikjeden. Dette byr på mange fordeler for Grieg Seafood i form av lavere transportkostnader, lavere miljøskader og høyere sporbarhet. Det at alle delene av virksomheten er dekket av regionene sparer selskapet for store deler av transportkostnader. Dette kan derimot føre til at selskapet går glipp av noen stordriftsfordeler som de ville oppnådd ved å flagge ut noen deler av virksomheten til land med billigere produksjonskostnader. Å sende laksen rundt om i verden for prosessering før det ankommer det endelige markedet vil i mer eller mindre grad påvirke kvaliteten på fisken negativt i forhold til en mer kortreist fisk som har kortere når markedet på langt kortere tid etter slakting. Dette vil også øke mengden drivhusgasser assosiert med produksjonen, noe som vil skade omdømme og attraktiviteten til fisken i markedet. Videre kan en anta at noen kundegrupper vil ha høyere betalingsvillighet for laks som produsert, prosessert og solgt lokalt.

Ser man på oppdrettsnæringen, finner vi en god del selskaper med hele sin virksomhet tillagt i samme område. Som oftest er aktørene med all produksjon på et sted mindre i størrelse. Det samme gjelder aktørene som ikke er helintegreerte. Blant de store aktørene med produksjonen sin spredt ut over verden som Grieg Seafood er det få som har selvforsynte og uavhengige lokasjoner. Sånn sett er denne ressursen både verdifull og sjelden.

For å imitere denne ressursen er det flere hindringer som må overskrides. For det første kreves en betydelig mengde kapital for å kjøpe anlegg eller skaffe nye. For å tilegne seg anlegg med den samme geografiske spredningen som Grieg Seafood er derimot mer utfordrende. Selskapene må få tak i lisenser i forskjellige land og bruke mye tid og kapital på å finne områder godt egnet til oppdrett. Dette er i det minste veldig tidskrevende, i tillegg til kostnadskrevende. Oppsummert er mekanismene nødvendig for å imitere denne ressursen tilgjengelig, men de kommer med utfordringer i form av store tids og kapitalkostnader. Denne ressursen vil også anses som godt organisert med individuelle lokale ledelse som jobber mot å drive regionene sine så effektivt som mulig.

Oppsummering

	Verdifull?	Sjelden?	Ikke- imiterbare?	Effektiv organisert?	Konkuransemessig implikasjoner
Lokasjon	JA	NEI	NEI	NEI	Konkurrenseparitet
Verdikjede/ intergring	JA	NEI	NEI	JA	Konkurrenseparitet
Uavhengige lokasjoner	JA	JA	NEI	JA	Midlertidig konkurransefortrinn
Total	JA	NEI	NEI	NEI	NDR < NDRbransje

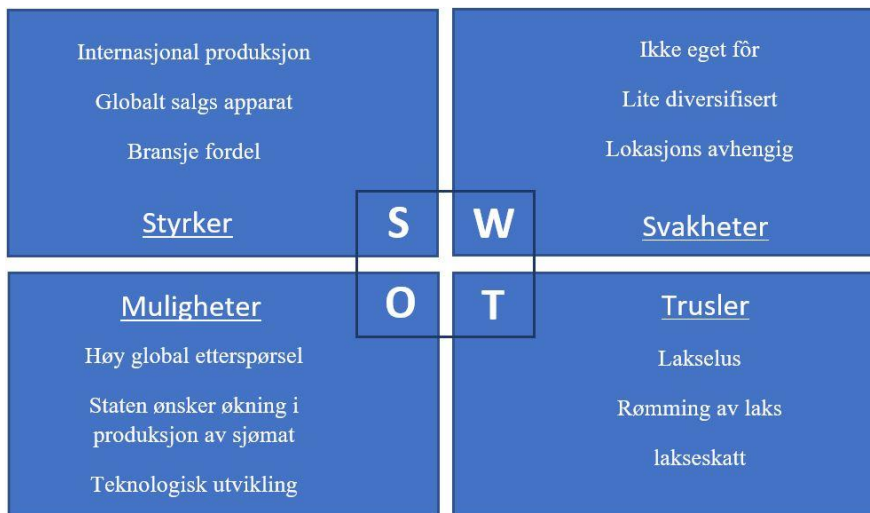
Tabell 6: Oppsummering VRIO-analyse

Vi ser av resultatene for den interne ressurs-analyse i den tabellen ovenfor at Grieg Seafood har en ressursulempe. Dette vil si at man kan forvente at selskapet vil oppnå en lavere avkastning enn resten av bransjen. Grieg Seafood sine interne ressurser har ingen interne ressurser som ikke kan imiteres. Dette er dog ikke den største svakheten ettersom ressursene krever store mengder kapital eller tid til egne seg ressursene. Dette vil danne en imitasjonsbarriere som gjør ressursene verdifulle. At kun en av de sentrale ressursene er oppfyller kriteriene for å bli ansett som sjelden er mer bekymringsfullt. Dette lager konkurranseparitet for selskapet og gjør

det utfordrende å prestere bedre enn konkurrentene. Dersom de andre aktørene sitter på sjeldne ressurser, vil dette representere en trussel for selskapets markedsandeler.

4.4 Strategisk risiko – SWOT

Innsikten fra den strategiske analysen kan oppsummeres ved bruk av en SWOT-analyse. Dette analyse verktøyet er et flott middel til å lage en oversikt over den strategiske situasjonen til selskapet avdekket fra resten av den strategiske analysen ved å identifisere selskapets Styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T). Dette verktøyet er gunstig for å få en innsikt i den strategiske risikoen til selskapet og hvilke faktorer som vil ha en innvirkning på lønnsomheten i fremtiden. Fra den eksterne bransjeanalysen finner vi grunnlaget for å kartlegge selskapets muligheter og trusler. Disse er ofte bransjerelaterte ettersom de stammer fra de eksterne omgivelsene. Den interne ressursanalysen identifiserer deretter selskapets styrker og svakheter. Disse er dermed unike for selskapet og kartlegger selskapets relative posisjon.



Figur 14: Oversikt over SWOT analysen

Fra den eksterne bransjeanalysen så vi at bransjen står ovenfor en høy global etterspørsel relativt til tilbudet, noe som har resulter i gunstige laksepriser. Den norske myndigheten har også signalisert at de har ambisjoner om femdobling a sjømatens eksportverdi innen 2050 (Hovland 2020). Disse faktorene indikerer at oppdrettsbransjen har et betydelig vekstpotensial. Dette potensialet vil komme godt med for å tilfredsstille matbehovene til en voksende verdensbefolkning. Teknologiske innovasjoner vil være sentrale for å kapitulere på disse

mulighetene. Et bedre handelsforhold til Kina er også en faktor som kan være med på å fremme denne veksten.

Bransjen står ikke ute sine utfordringer heller. Disse utfordringene er stort sett relatert til produksjonen. Rømming og lakselus spesielt er faktorer som hemmer vekst i produksjonsvolum. Offentlige lover og reguleringer er også en kilde til fremtid risiko. Myndigheten er også ansvarlige for utdeling av ytterligere oppdrettstillatelser og prisene for disse konsesjonene. Videre er det trafikklyssystemet som trådte for fullt inn i 2019 er blitt avgjørende i hvor vidt selskapene kan øke produksjon eller om de blir tvunget til å redusere produksjon. Dette er dog noe selskapene har en rolle i, ettersom disse justeringene er basert på bunnforholdene til anleggene deres og de miljøkonsekvensene som følger. Dermed vil ikke oppdrettsselskapene bli tvunget til å nedjustere produksjonen deres dersom de tar tilstrekkelige forhåndstiltak for å ikke skade miljøet. Det finnes også eksterne utfordringer som kan påvirke selskapets lønnsomhet. Eksempelvis er lakseskatten som er foreslått av havbruksskatteutvalget en stor trussel for lønnsomheten i bransjen. Dersom denne skatteordningen skulle blitt godkjent, ville Norge gått fra å være en av de ledende områdene på kostnadssiden til å være landet med desidert dyrest produksjonskostnader.

Av interne ressurser; stiller Grieg Seafood sterkt med internasjonal produksjon i gunstige lokasjoner som i tillegg er helt uavhengige av hverandre. Dette sikrer selskapet en kortere vei til markedet og økt sporbarhet gjennom hele produksjonsprosessen. Grieg Seafood har også en mulighet for å oppnå en strategisk fordel ved å inkludere forproduksjon i virksomheten, ettersom dette ville vært en sjelden ressurs som få andre aktører har. I likhet med resten av bransjen er Grieg Seafood lav diversifisert i produktmengden og blir da avhengig av at laks forblir høyt etterspurt. Det kan også stilles spørsmål om den lokale produksjonen ikke koster selskapet muligheten til å oppnå stordriftsfordeler ved å flagge ut deler av virksomheten til land med lavere produksjonskostnader.

5. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet skal vi gå gjennom og analysere regnskapstallene til Grieg Seafood, dette vil gi oss innsikt i risiko, rentabilitet og alle de økonomiske forhold ellers. Analysen vil gi innsikt som en investor analyse av regnskapet samt en kreditorientert analyse. Dette vil danne et grunnlag for fremtidsregnskapet som blir lagt frem senere i rapporten.

5.1 Valg av analysenivå

Det som avgjør under valg av analysenivå er om selskapet skal analyseres som en enhet eller om de ulike sektorene av selskapet skal analyseres hver for seg. Som nevnt i forrige kapittel har Grieg Seafood uavhengige og fullt integrerte lokasjoner som har virksomheter i alle ledd av verdikjeden. Selskapet operer i alt fra produksjon av rogn, helt til slakt og salg og distribusjon av den spiseklare laksen. Disse aktivitetene henger dog tett sammen og inkluderes i Grieg Seafood sitt regnskap. Disse ulike segmentene er også gjensidig avhengige av hverandre, noe som taler for at Grieg Seafood burde analyseres som en enhet. Videre er det ikke tilstrekkelig med informasjon om datterselskapene for å analysere disse separat. Dermed velger vi benytte Grieg Seafood sitt konsernregnskap og analysere selskapets helhetlige verdi.

5.2 Valg av analyseperiode

Stabilitet over tid avgjør i stor grad hvor lang analyseperiode en skal bruke. Dette er grunnet store endringer som oppstår dersom selskapet vokser ved oppkjøp av nye forretningsområder. Disse vil skape et skift i virksomheten som gjør eldre regnskapsinformasjon mindre relevant. Dersom et selskap er stabilt og har holdt på med det samme over lang tid, er det hensiktsmessig å benytte en lenger analyseperiode. Grieg Seafood er en blanding av disse beskrivelsene ettersom de har den samme kjernevirksomheten, men konstant driver med oppkjøp av både nye forretningsområder og ved å kjøpe konsesjoner i søket om å øke produksjonsnivået deres. Tilegnelse av nye konsesjoner fører ofte også i en endring i måte Grieg driver virksomheten sin. Dermed taler mye for at vi burde benytte oss av en kort analyseperiode. Grieg Seafood befinner seg dog i en bransje som er ansett som svært syklisk, noe som taler for en lenger analyseperiode for å kunne bygge et bredere grunnlaget i søket etter det vi kan anse som en normalperiode.

Med bakgrunn av alle variablene ovenfor velger å benytte oss av en mellomlang periode på sju år. Dette vil tilføye med nok informasjon om bransjen for å fastslå en normalperiode og fange opp endringene i virksomheten til Grieg Seafood uten å ha med for mye støy fra eldre og mindre relevant informasjon

5.3 Presentasjon av resultat og balanse

Her legger vi frem resultatregnskapet først, så videre balansen og endringen i egenkapitalen til Grieg Seafood i den valgte analyseperioden. Alle tall er hentet fra årsrapportene som er offentlig tilgjengelige.

Regnskapet til Grieg Seafood ASA i perioden 2013 til 2019

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
salgsinntekter	2 404 215	4 099 543	4 608 667	6 545 187	7 017 456	7 500 316	8 273 592
+ Andre inntekter	20 827	2 819	44 921	41 019	21 771	25 853	26 519
= Sum Driftsinntekter	2 425 042	4 102 362	4 653 588	6 586 206	7 039 227	7 526 169	8 300 111
- Varekostnad	893 042	2 198 901	2 634 400	3 098 745	3 600 754	3 646 217	3 990 277
- Lønns- og personalkostnader	302 223	359 529	409 432	483 473	482 827	541 047	610 803
- Andre driftskostnader	675 156	1 028 434	1 235 695	1 491 867	1 724 604	1 821 623	2 013 002
- Avskrivninger	136 037	140 717	167 374	180 388	201 132	235 655	410 583
= Driftsresultat før unormale kostnader	418 584	374 781	206 687	1 331 733	1 029 910	1 281 627	1 275 446
- Nedskrivning av varige driftsmidler	0	0	46 195	-6 472	0	0	0
+ Verdijustering av biologiske eiendeler	267 450	-123 737	33 209	515 741	-91 463	256 097	-220 714
- Spesielle hendelser	75 936	94 378	104 526	188 414	123 446	206 638	191 694
- Andre unormale driftskostnader	0	4 693	16 623	-17 386	1 514	-26 157	-3 612
= Driftsresultat	610 098	151 973	72 552	1 682 918	813 487	1 357 243	866 650
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper - normalt	7 889	6 441	10 136	569	-550	-2 328	211
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper - unormalt	0	63 815	1 405	12 083	0	0	0
+ Finansinntekt - normal	2 686	9 965	5 002	11 129	16 563	18 864	18 719
- Finanskostnad - normal	98 172	95 114	125 928	83 849	54 601	65 950	71 814
+ Unormalt finansresultat	22 430	34 873	27 624	-62 014	23 583	-30 905	26 862
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	544 931	171 953	-9 209	1 560 836	798 482	1 276 924	840 628
- Skattekostnad - normal	111 905	28 728	-12 517	348 983	190 424	279 805	195 718
- Skattekostnad - unormal	2 040	-1 168	-1 057	-10 478	7 157		
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	430 986	144 393	4 365	1 222 331	600 901	997 119	644 910
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
- Netto minoritetsresultat - normalt	0	5 588	10 992	36 299	30 362	24 615	25 398
- Netto minoritetsresultat - unormalt	0	0	0	0	0	0	0
= Årsresultat til majoriteten	430 986	138 805	-6 627	1 186 032	570 539	972 504	619 512
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	44 313	94 706	46 868	-76 913	25 088	-3 740	70 406
+ Andre finansielle resultatelement	28	26	31	19	-295	11	-107
= Totalresultat til majoriteten	475 327	233 537	40 272	1 109 138	595 332	968 775	689 811
Foreslått utbytte	0	55 000	0	331 000	221 000	221 000	0

Tabell 7: Resultatregnskap for Grieg Seafood ASA i perioden 2013-2019 (tall fra Grieg Seafood ASAs årsrapporter)

Balanse oppstillingen til Grieg Seafood ASA i perioden 2013 til 2019

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Immaterielle eiendeler	1 105 921	1 188 589	1 231 295	1 186 815	1 199 548	1 257 568	1 260 359
+ varige driftsmidler	1 204 207	1 424 952	1 534 770	1 510 379	1 871 804	2 292 912	2 957 942
+ Investeringer i tilknyttede selskaper	41 190	22 379	25 947	0	9 450	37 122	81 071
+ Langsiktige finansielle fordringer	1 275	67	2 667	4 167	167	167	2 077
+ Langsiktige finansielle investeringer	1 392	1 518	1 426	1 445	1 150	1 160	1 053
= Anleggsmidler	2 353 985	2 637 505	2 796 105	2 702 806	3 082 119	3 588 929	4 302 502
Varelager og biologiske eiendeler	1 840 347	1 935 113	2 019 982	2 548 789	2 790 614	3 321 234	3 615 795
+ Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	232 347	597 481	727 671	1 012 831	1 008 166	1 094 407	801 890
+ Kontanter og kontantekvivalenter	163 913	181 498	392 020	503 613	271 715	137 920	214 497
= Omløpsmidler	2 236 607	2 714 092	3 139 673	4 065 233	4 070 495	4 553 561	4 632 182
SUM EIENDELER	4 590 592	5 351 597	5 935 778	6 768 039	7 152 614	8 142 490	8 934 684
Egenkapital, majoritet	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 053	4 084 211
+ Minoritetsinteresser	0	19 357	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632
= Egenkapital konsernet	1 988 557	2 241 451	2 237 511	3 206 951	3 347 905	3 883 511	4 140 843
Avsetting for krav	557 960	562 852	543 538	686 044	730 537	886 132	883 043
+ Annen langsiktig rentefri gjeld	24 056	23 640	21 425	15 963	15 353	14 047	13 240
+ Langsiktig rentebærende gjeld	1 020 897	1 195 258	1 791 229	1 230 326	1 393 587	1 591 071	2 196 601
= Langsiktig gjeld	1 602 913	1 781 750	2 356 192	1 932 333	2 139 477	2 491 250	3 092 884
Kortsiktig rentefri gjeld	416 914	591 941	840 911	960 613	1 007 033	972 563	1 317 298
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	582 209	736 455	501 161	668 141	658 202	795 166	383 661
= Kortsiktig gjeld	999 123	1 328 396	1 342 072	1 628 754	1 665 235	1 767 729	1 700 959
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	4 590 593	5 351 597	5 935 775	6 768 038	7 152 617	8 142 490	8 934 686

Tabell 8: Balanseoppstilling for Grieg Seafood ASA i perioden 2013-2019 (Tall hentet fra Grieg Seafood ASAs årsrapporter)

Endring i Egenkapital for Grieg Seafood ASA i perioden 2013-2019

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapital 01.01	1 513 230	1 988 014	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 053
+ totalresultat	475 327	233 537	40 272	1 109 138	595 332	968 775	689 811
- betalt utbytte			55 204	165 619	441 649	439 077	439 759
+ Netto Inskudd							
+ Driftsrelatert dirty surplus		543					
+ Finansielt dirty surplus							
= Egenkapital 31.12	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 062	4 084 105

Tabell 9: Endring i egenkapitalen til Grieg Seafood ASA i perioden 2013-2019 (Tall hentet fra Grieg Seafood ASAs årsrapporter)

5.4 Omgruppering

Det følgende kapittelet kommer til å ta for seg omgrupperingen av resultatregnskapet og balanseoppstillingen til Grieg Seafood. Formålet med omgruppering er å identifisere og eliminere avvik fra normale år og skreddersy regnskapet for prognosering av fremtidsregnskapet. Oppstillingen etter IFRS regnskapsreglene er hovedsakelig kreditorientert, men vi ønsker at oppstillingen også skal være egnet til en investororientert analyse. Dette skal vi adressere gjennom omgrupperingen.

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatregnskapet gjennomføres gjennom fire steg (Penman 2013, s. 276). Steg 1 er å identifisere det fullstendige nettoresultatet, deretter skal man fordele nettoresultatet slik at alle postene får et resultat før skatt. Vi går deretter videre til å finne normale og unormale poster fra analyseperioden. Til slutt skal vi dele skattekostnaden på alle resultatene.

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Med fullstendig nettoresultat til EK mener vi majoritetens andel av resultatet. Dette er summen av årsresultatet rapportert til majoritetseierne pluss annet resultat og dirty surplus hvis det skulle være noe. Ettersom Grieg Seafood fører regnskapet deres etter IFRS, kan vi hente resultatet til majoritetseierne og annet fullstendig resultat rett fra årsrapportene. Dirty surplus skal egentlig være lik null ettersom det kun oppstår ved brudd av kongruensprinsippet som sier at alle inntekter og kostnader skal føres i resultatregnskapet. Det finnes dog unntak som tillater brudd på kongruensprinsippet. Visse inntekter og kostnader knyttet til emisjonskostnader og prinsippjusteringer føres direkte til egenkapital også etter IFRS kravene. Dette skaper da dirty surplus.

Tall i 1000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Årsresultet	430 986	138 805	-6 627	1 186 032	570 539	972 504	619 512
+ Annet fullstendig resultat	44 341	94 732	46 899	-76 894	24 793	-3 729	70 299
= Rapportert totalresultat	475 327	233 537	40 272	1 109 138	595 332	968 775	689 811
+ Driftsrelatert dirty surplus		543					
+ Finansielt dirty surplus							
= Fullstendig nettoresultat til EK	475 327	234 080	40 272	1 109 138	595 332	968 775	689 811

Tabell 10: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for Grieg Seafood i perioden 2013-2019

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Formålet med dette steget er å identifisere effekten postene har på resultatet ved å tildele alle kapitalene i balansen sine resultat før skatt. Videre får vi en innsikt i hvordan resultatet er fordelt på skattekostnader, finanskostnader, minoritetsresultat og resultat ført til egenkapitalen. De fleste postene kan enkelt inndeles i drifts eller finansrelaterte poster, men visse krever en grundigere vurdering. Vi har ansett tre poster som trenger en slik vurdering og vi har forklart plasseringen av disse postene nedenfor.

Resultat fra tilknyttede selskaper

Grieg Seafood har I løpet av analyseperioden inkludert andelene av resultatet til noen tilknyttede og felleskontrollerte selskaper i driftsresultatet, mens andre har blitt ekskludert. Dette har de begrunnet med at noen av disse selskapene er så nær knyttet til driften at resultatandelene deres må inkluderes i driftsresultatet. Vi mener derimot at ut ifra den tilgjengelige informasjonen at alle selskapene Grieg Seafood har investeringer i er så nær knyttet til driften at hele resultatet bør inkluderes i driftsresultatet.

Andre resultatelementer

Denne posten består av finansrelaterte og driftsrelaterte resultater. Alle postene har anser vi som driftsrelaterte utenom verdiendring på eiendeler tilgjengelig for salg, ettersom denne posten er aksjerelatert.

Dirty surplus

Som forklart tidligere oppstår dirty surplus kun når det har oppstått et brudd på kongruensprinsippet. I løpet av analyseperioden har dette kun skjedd en gang i 2014. Dette var i form av en valutaomregningsdifferanse fra investeringer i et datterselskap som ble ført direkte mot egenkapitalen. Denne posten skal vi føre som en driftsrelatert dirty surplus ettersom den oppstår i forbindelse med konsernets datterselskap.

Som følge av konklusjonene vi har kommet frem til, vil det fullstendige nettoresultatet til Grieg Seafood blir fordelt som vist i tabellen nedenfor.

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	2 425 042	4 102 362	4 653 588	6 586 206	7 039 227	7 526 169	8 300 111
- driftskostnader	1 814 944	3 950 389	4 581 036	4 903 288	6 225 740	6 168 926	7 433 461
= driftsresultat fra egne virksomhet	610 098	151 973	72 552	1 682 918	813 487	1 357 243	866 650
+ resultat driftstilknyttede virksomhet	7 889	70 256	11 541	12 652	-550	-2 328	211
+ andre driftsrelaterte resultatetelement	44 313	94 706	46 868	-76 913	25 088	-3 740	70 406
+ driftsrelatert dirty surplus	0	543	0	0	0	0	0
= Fullstendig driftsresultat før skatt	662 300	317 478	130 961	1 618 657	838 025	1 351 175	937 267

Tabell 11: Fullstendig driftsresultat før skatt for Greig Seafood ASA i perioden 2013-2019

Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster

Et fullstendig resultat vil i dette tilfelle bestå av normale og unormale poster, som vi igjen kan dele inn i et normalt og unormalt resultat. Ved normale poster vil vi se et reparativt mønster der de samme postene bli påvirket hvert år. Ved unormale poster ser vi at det kun forekommer forskjeller ved enkle tilfeller uten et mønster. Vi deler de normale fra de unormale poster når vi skal prøve å forutse et fremtidig regnskap, siden unormale poster ikke kan inkluderes da, og er irrelevante.

Først vil vi legge frem de unormale driftsrelaterte- og finansrelaterte postene for Grieg Seafood.

Unormale driftsrelaterte poster

Andre gevinster/tap

Andre gevinster eller tap er i all hovedsak knyttet til salg av aksjer og varige driftsmidler. Disse hendelser anses kun å forekomme en gang og blir dermed registrert som et unormalt resultat.

Nedskrivninger av varige driftsmidler

Nedskrivning av et varig driftsmiddel er del av uforutsette hendelser, og oppstår ikke i en jevn trend. Siden nedskrivningen ikke følger et fast mønster, er det derfor også lite relevant for et fremtids regnskap. Derfor klassifiserer vi nedskrivning for å være en unormal post.

Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler

Verdien av levende fisk i regnskapet skal etter IAS 41 Landbruk som Grieg Seafood følger verdsettes til virkelig nåverdi. Siden hovedprinsippet er at den skal verdsettes til virkelig verdi vil den resultatføres løpende hvert år. Når man skal verdsette dette har dagens laksepriser en stor innvirkning på verdien av fisken. Selve lakseprisen er som vi har sett tidligere veldig ustabil og kan variere over tid. Om vi skal forutse lakseprisen over lang tid fremover vil det være ekstremt mye usikkerhet i det og vil dermed gi mye usikkerhet. Dermed er posten som er til biologiske eiendeler klassifisert som en unormal post.

Spesielle hendelser

Spesielle hendler er knyttet til svin og unormal dødelighet ute bland fiskene, samt inkluderer det også andre ekstraordinære kostnader. Grieg har i alle år opplevd svinn og dødelighet blant fisken, men kostnadene tilknyttet er svært uregelmessig. Det er vanskelig å forutse hvor mye

som vil komme som utgift på disse poster, det er utenforstående faktorer som har for stor innvirkning på det. Dermed blir kostnader knyttet til ekstraordinære utgifter klassifisert som unormale.

Unormalt resultat fra tilknyttende selskaper

Grieg Seafood har ved flere anledninger som investerings objekt fra tilknyttende selskaper. Salget av disse er hendelser som kun forekommer ved et engangs tilfelle, og følger ikke en trend. Gevinst tilknyttet salg anses å ikke være normal, dette blir da klassifisert som en unormal post.

Andre driftsrelaterte resultatelement og driftsrelatert dirty surplus

Poster med tilhørighet i andre driftsrelaterte resultatelement og driftsrelatert dirty surplus ser ut til å være utenfor en regelmessig trend og ser ut som svært sporadisk. Dette gjør at postene klassifiseres som unormale poster.

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Andre gevinst eller tap	0	-4 693	-16 623	17 386	-1 514	26 157	3 612
- Nedskrivning av varige driftsmidler	0	0	46 195	-6 472	0	0	0
+ Verdijustering av biologiske eiendeler	267 450	-123 737	33 209	515 741	-91 463	256 097	-220 714
- Spesielle hendelser	75 936	94 378	104 526	188 414	123 446	206 638	191 694
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper - unormalt	0	63 815	1 405	12 083	0	0	0
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	44 313	94 706	46 868	-76 913	25 088	-3 740	70 406
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	543	0	0	0	0	0
= Unormalt driftsresultat	235 827	-63 744	-85 862	286 355	-191 335	71 876	-338 390

Tabell 12: Unormalt driftsresultat for Grieg Seafood ASA i perioden 2013-2019

Unormale finansrelaterte poster

Unormalt finansresultat

Et unormalt finansresultat er delt opp en del forskjellige finansinntekter og finanskostnader. Den er delt opp i mottatt utbytte, verdiendring på finansielle eiendeler, valutagevinster og -tap, samt andre diverse finansinntekter og finanskostnader. På grunn av lite tilgjengelig informasjon i notene til årsregnskapene blir postene vanskelig å forutse. I den aktuelle perioden av analysen følger ingen poster en fast trend og vi finner dermed ingen mønster. Dette gjør igjen at disse postene blir klassifisert som unormale.

Andre finansielle resultatelement

Eiendelene som selskapet har til salgs sin verdiendring er satt ved finansielle resultatelement. Denne posten utgår fra det faktiske innrapporterte årsresultatet, og følger heller ikke et fast mønster. Dermed klassifiserer vi den som unormal.

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
unormale finansinntekter	30 695	47 280	35 054	9 350	25 771	10	32 590
- unormale finanskostnader	8 265	12 407	5 430	71 364	2 188	2 226	3 038
+ andre finansielle resultatelement	28	26	31	19	-295	11	-107
= unormalt finansresultat	22 458	34 899	29 655	-61 995	23 288	-2 205	29 445

Tabell 13: Unormalt finansresultat for Grieg Seafood ASA i perioden 2013-2019

Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

Det siste vi må gjøre for å fullføre omgrupperingen av resultatregnskapet er å fordele skattekostnadene slik at alle postene som blir inkludert i det omgrupperte har sitt eget nettoresultat etter skatt. Dermed skal vi fordele skattekostnaden som er rapportert i årsrapportene på normal og unormalt driftsresultat, finansinntekt og finanskostnad.

Netto finansinntekt

I Norge benytter aksjonærer som er aksjeselskaper fritaksmetoden for beskatningen av aksjeinntektene deres. Fritaksmetoden sier at mottatt utbytte og aksjegevinster ikke er skattepliktige inntekt. Dette er for å unngå kjedebeskatninger for aksjeinntekter. Som følge av endringer i statsbudsjettet i 2009, ble det fastslått at 3% av aksjeinntektene likevel skulle beskattes som alminnelig inntekt med skattesats på 23% siden 2018 (Skatteloven, 1999). Som følge av dette blir den totale effektive skattesatsen redusert; dermed har vi bestemt oss for å sette skattesatsen på finansinntektene til 2/3 av selskapsskattesatsen for de respektive årene.

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Normal finansinntekt	2686	9965	5002	11129	16563	18874	18719
- Finansinntektsskatt	501	1794	900	1855	2650	2894	2745
= Netto finansinntekt	2185	8171	4102	9274	13913	15980	15974

Tabell 14: Utregning av netto finansinntekt til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019. (skattesatser hentet fra finansdepartement, 2017)

Netto Finanskostnad

Finanskostnadene beskattes med selskapssatsen. I løpet av analyseperiode har selskapssatsen gått fra 28% til 23% prosent som følge av endringer i reglementene bestemt av finansdepartementet. Denne selskapssatsen ble sitt endret til 23% i 2018.

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Normal finanskostnad	98172	95114	125928	83849	54601	60646	69064
- Finanskostnadsskatt	27488	25681	34001	20962	13104	13949	15194
= Netto finanskostnad	70684	69433	91927	62887	41497	46697	53870

Tabell 15: Utregning av netto finanskostnad til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019

Unormalt netto finansresultat

Ettersom denne posten inneholder poster som inngår under fritaksmetoden, har vi valgt å benytte den samme skattesatsen som for finansinntektene for å representere effekten fritaksmetoden har på det totale finansresultatet.

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Unormalt finansresultat før skatt	22430	34873	27624	-62014	23583	-30905	26862
- (2/3) * ss av unormalt finansresultat	4187	6277	4972	-10336	3773	-4739	3940
+ Andre finanselementer	28	26	31	19	-295	11	-107
= Unormalt netto finansresultat	18271	28622	22683	-51659	19515	-26155	22815

Tabell 16: Utregning av unormalt netto finansresultat for Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019

Netto driftsresultat

For å finne den normaliserte årlige driftsskattesatsen, benytter vi formelen som er vist nedenfor. Ettersom denne skattesatsen vil inkludere poster som fremførbær underskudd og særskatter knyttet til aktiviteter i utlandet, kan de avvike betydelig fra den selskapsskatten i Norge. Den normaliserte driftsskattesatsen skal settes til det minst ekstreme av medianen og gjennomsnittet gjennom analyseperioden. Etter den vektete gjennomsnittlige skattesatsen for Grieg Seafood var 147,42% i 2015, vil den gjennomsnittlige skattesatsen være uhensiktsmessige påvirket og ikke egnet til å bruke her. Dermed benytter vi oss medianen som blir 21,91%.

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Formel 1: Formel for utregning av den årlige normaliserte driftsskatten

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	2 425 042	4 102 362	4 653 588	6 586 206	7 039 227	7 526 169	8 300 111
- Driftskostnader	2 006 458	3 727 581	4 446 901	5 254 473	6 009 317	6 245 142	7 024 665
= Driftsresultat fra egen virksomhet	418 584	374 781	206 687	1 331 733	1 029 910	1 281 027	1 275 446
- Driftsrelatert skattekostnad	91 712	82 115	45 285	291 783	225 653	280 673	279 450
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	326 872	292 666	161 402	1 039 950	804 257	1 000 354	995 996
+ Nettoresultat fra d.tilknyttede selskaper	7 889	6 441	10 136	569	-550	-2 328	211
= Netto Driftsresultat	334 761	299 107	171 538	1 040 519	803 707	998 026	996 207

Tabell 17: Netto driftsresultat for Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019

Unormalt netto driftsresultat

Videre i skattefordelingen trenger vi å beregne det unormale netto driftsresultatet. Av verdiene som ikke allerede er funnet tidligere, trenger vi å beregne skatten på det unormale driftsresultatet og den unormale skatten på driftsresultatet. Vi benytter driftsskattesatsen for å beregne skatten på det unormale driftsresultatet. For å finne den unormale driftsskatten på normal driftsresultatet derimot, bruker vi den unormale skattesatsen. Denne finner vi ved å beregne avviket mellom skattesatsen det respektive året og driftsskattesatsen.

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Unormalt driftsresultat	191 514	-222 808	-134 135	351 185	-216 423	75 616	-408 796
- skatt på unormalt driftsresultat	41 961	-48 817	-29 389	76 945	-47 418	16 567	-89 567
+ unormalt nettoresultat fra tilknyttede selskaper	0	63 815	1 405	12 083	0	0	0
+ andre driftsrelaterte elementer	44 313	94 706	46 868	-76 913	25 088	-3 740	70 406
+ driftsrelatert dirty surplus	0	543	0	0	0	0	0
- unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	25 492	19 076	10 520	41 151	21 525	13 963	1 148
- unormal skatt	2 040	-1 168	-1 057	-10 478	7 157	-148	0
= Unormal netto driftsresultat	166 335	-32 835	-65 936	178 738	-172 599	41 493	-249 971

Tabell 18: Unormalt netto driftsresultat for Grieg Seafood ASA i perioden 2013 til 2019

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Normal driftsskattekostnad	91 712	82 115	45 285	291 783	225 653	280 673	279 450
+ Skatt på finansinntekt	501	1 794	900	1 855	2 650	2 894	2 870
- Skatt på finanskostnad	27 488	25 681	34 001	20 962	13 104	13 949	15 194
+ Skatt på unormal driftsresultat	41 961	-48 817	-29 389	76 945	-47 418	16 567	-89 567
+ Unormal skatt på normalt driftsresultat	25 492	19 076	10 520	41 151	21 525	13 963	1 148
+ Skatt på unormalt finansresultat	4 187	6 277	4 972	-10 336	3 773	-4 739	3 940
+ Unormal skatt	2 040	-1 168	-1 057	-10 478	7 157	-148	0
= Rapportert skattekostnad	138 404	33 596	-2 769	369 957	200 236	295 262	182 647

Tabell 19: Fordeling av skattekostnaden til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019

Omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Salgsinntekter	2 404 215	4 099 543	4 608 667	6 545 187	7 017 456	7 500 316	8 273 592
+ Andre inntekter	20 827	2 819	44 921	41 019	21 771	25 853	26 519
= Driftsinntekter	2 425 042	4 102 362	4 653 588	6 586 206	7 039 227	7 526 169	8 300 111
- Varekostnader	893 042	2 198 901	2 634 400	3 098 745	3 600 754	3 646 217	3 990 277
- Lønnskostnader	302 223	359 529	409 432	483 473	482 827	541 047	610 803
- Andre driftskostnader	675 156	1 028 434	1 235 695	1 491 867	1 724 604	1 821 623	2 013 002
- Avskrivninger	136 037	140 717	167 374	180 388	201 132	235 655	410 583
= Driftsresultat fra egen virksomhet	418 584	374 781	206 687	1 331 733	1 029 910	1 281 627	1 275 446
- Driftsrelatert skattekostnad	91 712	82 115	45 285	291 783	225 653	280 804	279 450
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	326 872	292 666	161 402	1 039 950	804 257	1 000 823	995 996
+ Netto resultat fra tilknyttede virksomheter	7 889	6 441	10 136	569	-550	-2 328	211
= Netto driftsresultat	334 761	299 107	171 538	1 040 519	803 707	998 495	996 207
+ Netto finansinntekt	2 185	8 171	4 102	9 274	13 913	15 980	15 849
= Nettoresultat fra sysselsatt kapital	336 946	307 278	175 640	1 049 793	817 620	1 014 475	1 012 056
- Netto finanskostnad	70 684	69 433	91 927	62 887	41 497	46 697	53 870
- Netto minoritetsresultat	0	5 588	10 992	36 299	30 362	24 615	25 398
= Nettoresultat til egenkapital	266 262	232 257	72 721	950 607	745 761	943 162	932 788
+ Unormal netto driftsresultat	166 335	-32 835	-65 936	178 738	-172 599	41 493	-249 971
+ Unormalt netto finansresultat	18 271	28 622	22 683	-51 659	19 515	-26 155	22 815
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	450 868	228 044	29 467	1 077 686	592 677	958 500	705 632
- Netto betalt utbytte	0	0	55 204	165 619	441 649	439 077	439 759
= Endring i egenkapital	450 868	228 044	-25 737	912 067	151 028	519 423	265 873

Tabell 20: Oversikten over det omgrupperte resultatregnskapet i perioden 2013 til 2019

5.4.2 Omgruppering av balansen

Penman (2013, s.241) henviser til at om man skal gjøre en balanseoppstilling mer investor orientert og etter IFRS regler må man reformulere oppstillingen slik at det skilles mellom drift og finansiering.

Vi kan dele dette opp i fire steg;

1. Avsatt utbytte klassifisert som kortsiktig gjeld må omklassifiseres til egenkapital.
2. Klargjøring av skillet mellom drift og finansiering i totalbalansen
3. Omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital

4. omgruppering fra sysselsatt kapital til netto drifts kapital

Steg 1: Avsatt utbytte som kortsiktig gjeld over til egenkapital

En regnskapsanalyse som er investororientert vil ha et eiersyn. En investor som eier et selskap kan ikke kreve eller ha krav på sine egne penger, og derfor kan ikke fremtidig utbytte anses som gjeld. Avsatt utbytte skal i investororientert regnskapsanalyse anses som egenkapital som snart skal tilbakebetales til eierne (Penman, 2013 s.262) Grieg er et børsnotert selskap og fører derfor regnskap etter IFRS sine regnskapsregler, som resulterer i at de ikke kan avsette et utbytte forslag før generalforsamlingen har godtatt det. Effekten av dette i regnskapet gjør at utbytte forslaget vises som først som utbetalt det påfølgende året. Siden Grieg allerede er tilknyttet IFRS regler trenger vi ikke å omklassifisere utbyttet siden det er allerede klassifisert som egenkapital.

Steg 2: Skillet mellom drift og finansiering i totalbalansen

Nå skal vi legge frem skillet mellom drift og finansiering. Vi skal gjøre det ved å identifisere driftsrelaterte og finansielle eiendeler, men også driftsrelatert og finansiell gjeld.

Nedenfor vil vi gå gjennom alle poster som tilhører denne grupperingen

Driftsrelaterte eiendeler

Konsesjoner, programvare, goodwill og utsatt skattefordel ligger i posten *immaterielle eiendeler*. Disse er alle knyttet til driften av selskapet og blir dermed klassifisert som driftsrelaterte anleggsmidler.

Merder, bygg og annen produksjonsanlegg ligger alle under varige driftsmidler. Disse er kun ment for de formålene som er angitt og er derfor klassifisert som driftsrelaterte anleggsmidler.

Varelager og biologiske eiendelene til Grieg er fisk, for, rogn, lager fisk(frossen). Siden disse er dirkede tilknyttet til kjernevirksomheten kan de klassifiseres som driftsrelaterte omløpsmidler.

Selskapene Grieg har kontroll over eller har en felles virksomhet med (tilknyttende og felles kontrollerte selskaper) er alle knyttet til selve driften som igjen inngår i konsernets verdikjede.

Dette gjør at alle investeringer gjør i denne posten kan klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler.

Kundefordringer og andre kortsiktige fordringer er alltid knyttet til driften og kan dermed ses på som et driftsrelatert omløpsmiddel. De andre kortsiktige fordringer inkluderer offentlige avgifter og forskuddsbetalinger

Grieg sikrer driften og minimerer risikoen med *derivater og andre finansielle instrumenter*. Disse eiendeler er klassifisert som driftsrelaterte omløpsmidler i balansen.

Finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg er aksjer i selskaper hvor Grieg Seafood ikke har betydelig innflytelse. Slike investeringer anses som finansielle pengeplasseringer, og posten klassifiseres derfor som finansielt anleggsmiddel.

Videre klassifiserer vi *andre langsiktige fordringer* som finansielle anleggsmidler. Grunnet mangelfull spesifikasjon i notene klassifiseres posten basert på en antagelse om at de langsiktige fordringene er rentebærende.

Kontanter og kontantekvivalenter er i prinsippet driftsrelaterte eiendeler da selskaper er avhengige av likvide midler for å kunne drive. Det er likevel mulig for et selskap å ha for mye likvider, og i så tilfelle er likviditetsoverskuddet en finansiell eiendel (Penman, 2013, s. 294).

Driftsrelatert gjeld

Utsatte skatteforpliktelser har sitt opphav fra driftsrelaterte aktiviteter og klassifiseres således som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Pensjonskostnaden inngår i lønnskostnaden i resultatregnskapet. For å opprettholde konsistens klassifiseres derfor *pensjonsforpliktelsene* som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Kontantopsjonene anses som driftsrelatert gjeld da de knytter seg til kontantopsjonsbasert avlønning av ledergruppen og regionsdirektørene. Opsjonene som forfaller i løpet av kommende år klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld, mens de resterende opsjonene klassifiseres som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Annen langsiktig gjeld er ikke-rentebærende gjeld og klassifiseres derfor som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldig lønn og offentlige avgifter, samt annen kortsiktig gjeld er poster vi anser som kortsiktig driftsrelatert gjeld grunnet sin tilknytning til selskapets drift.

Derivater og andre finansielle instrumenter klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld, jmfør begrunnelsen under driftsrelaterede eiendeler.

Finansiell gjeld

Lån og forpliktelser i forbindelse med finansielle leiekontrakter er langsiktig gjeld som det betales renter over, det blir dermed klassifisert som langsiktig finansiell gjeld

Kortsiktige lånefasiliteter, kortsiktig del av langsiktige lån, kortsiktig del av forpliktelser i forbindelse med finansielle leiekontrakter og factoringgjeld er rentebærende gjeld og klassifiseres som kortsiktig finansiell gjeld.

Oppsummering – skillet mellom drift og finansiering

Tabellen under viser skillet mellom drift og finansiering i totalbalansen. Omgrupperingen danner grunnlaget for å videre omgruppere totalkapitalen til sysselsatt kapital og netto driftskapital i steg 3 og 4.

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsrelaterte anleggsmidler i egen virksomhet	2 310 128	2 613 541	2 766 065	2 697 194	3 071 352	3 550 480	4 218 302
+ Investering i driftstilknyttede virksomheter	41 190	22 379	25 947	0	9 450	37 122	81 071
= Driftsrelaterte anleggsmidler	2 351 318	2 635 920	2 792 012	2 697 194	3 080 802	3 587 602	4 299 373
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	2 072 694	2 532 594	2 747 653	3 561 620	3 798 780	4 415 641	4 417 684
= Driftsrelaterte eiendeler	4 424 012	5 168 514	5 539 665	6 258 814	6 879 582	8 003 243	8 717 057
Finansielle anleggsmidler	2 667	1 585	4 093	5 612	1 317	1 327	3 130
+ Finansielle omløpsmidler	163 913	181 498	392 020	503 613	271 715	137 920	214 497
= Finansielle eiendeler	166 580	183 083	396 113	509 225	273 032	139 247	217 627
TOTALE EIENDELER	4 590 592	5 351 597	5 935 778	6 768 039	7 152 614	8 142 490	8 934 684
Egenkapital, majoritet	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 062	4 084 105
Minoritetsinteresser	0	19 357	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632
Langsiktig driftsrelatert gjeld	582 016	586 492	564 963	702 007	745 890	900 179	896 283
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	416 914	591 941	840 911	960 613	1 007 033	874 089	1 575 332
= Driftsrelatert gjeld	998 930	1 178 433	1 405 874	1 662 620	1 752 923	1 774 268	2 471 615
Langsiktig finansiell gjeld	1 020 897	1 195 258	1 791 229	1 230 326	1 393 587	1 689 537	1 938 672
+ Kortsiktig finansiell gjeld	582 209	736 455	501 161	668 141	658 202	795 165	383 660
= Finansiell gjeld	1 603 106	1 931 713	2 292 390	1 898 467	2 051 789	2 484 702	2 322 332
TOTALKAPITAL	4 590 593	5 351 597	5 935 775	6 768 038	7 152 617	8 142 490	8 934 684

Tabell 21: Oversikten over den omgrupperte totalbalansen for Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019. Balansen skiller mellom de driftsrelaterte og finansielle eiendeler, og driftsrelatert og finansiell gjeld.

Steg 3: Omgruppering fra totalkapital til sysselsattkapital

I denne omgrupperingen må vi identifisere den sysselsatte kapitalen for å kunne gjøre videre analyse. I de to foregående stegene har vi nå satt sammen Grieg Seafood sitt totalkapital av investert kapital fra eierne, samt finansiell og driftsrelatert gjeld. Gjelden som er driftsrelatert til Grieg Seafood er ikke rentebærende og kan dermed ikke anses som sysselsatt kapital. Vi flytter den driftsrelaterte gjelden inn på eiendelssiden i balansen og deretter korrigerer vi det mot driftsrelaterte eiendeler. Når dette er gjort vi balansen vise sysselsatt kapital på høyresiden av balansen og sysselsatte eiendeler på venstre siden av balansen.

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 769 302	2 049 428	2 227 049	1 995 187	2 334 912	2 687 423	3 403 090
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 655 780	1 940 653	1 906 742	2 601 007	2 791 747	3 541 552	2 842 352
= Netto driftseiendeler	3 425 082	3 990 081	4 133 791	4 596 194	5 126 659	6 228 975	6 245 442
+ Finansielle eiendeler	166 580	183 083	396 113	509 225	273 032	139 247	217 627
= Syssesatte eiendeler	3 591 662	4 173 164	4 529 904	5 105 419	5 399 691	6 368 222	6 463 069
Egenkapital	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 062	4 084 105
+ Minoritetsinteresser	0	19 357	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632
+ Finansiell gjeld	1 603 106	1 931 713	2 292 390	1 898 467	2 051 789	2 484 702	2 322 332
= Sysselsatt kapital	3 591 663	4 173 164	4 529 901	5 105 418	5 399 694	6 368 222	6 463 069

Tabell 22: Omgruppert balanse for Grieg Seafood ASA i perioden 2013 til 2019. Ballansen skiller mellom sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital.

Steg 4: Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto drifts kapital

I løpet av dette steget skal vi omgruppere balansen fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Denne omgrupperingen skal vise hvilken del av kapitalen Grieg Seafood har investert i driften. Netto driftskapitalen består av balansepostene egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. For å finne netto finansiell gjeld må de finansielle eiendelene flyttes over til høyresiden av balansen og korrigeres mot den finansielle gjelden.

Tall i 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 769 302	2 049 428	2 227 049	1 995 187	2 334 912	2 687 423	3 403 090
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 655 780	1 940 653	1 906 742	2 601 007	2 791 747	3 541 552	2 842 352
= Netto driftseiendeler	3 425 082	3 990 081	4 133 791	4 596 194	5 126 659	6 228 975	6 245 442
Egenkapital	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 062	4 084 105
+ Minoritetsinteresser	0	19 357	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632
+ Netto finansiell gjeld	1 436 526	1 748 630	1 896 277	1 389 242	1 778 757	2 345 455	2 104 705
= Netto driftskapital	3 425 083	3 990 081	4 133 788	4 596 193	5 126 662	6 228 975	6 245 442

Tabell 23: Omgruppert balanse som skiller mellom Netto driftseiendeler og netto driftskapitalen til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019.

5.5 Analyse og justering av målefeil

Hovedmålet med å utføre og publisere finansregnskapet er å gi en innsikt i den økonomiske situasjonen til selskapet. Utførelse av dette regnskapet er pålagt å følge visse regnskapsprinsipper som hører med den respektive regnskapsføringsmetoden selskapet velger. Til tross for at disse metodene har rammeverk som skapes av de konseptuelle reglene som gjelder for metoden, vil det fortsatt oppstå noen avvik mellom de ekte tallene og de rapporterte tallene. Disse avvikene kaller vi for målefeil og det er disse målefeilene vi skal analysere i løpet av dette kapitlet.

Disse målefeilene klassifiseres ofte i tre forskjellige kategorier. Målefeil av type 1 oppstår fra å føre verdi lik den historiske kosten og ikke dagens verdi. Etersom Grieg Seafood ASA følger IFRS regnskapsmetode, er selskapet pålagt å føre ressursene sine etter dagens verdi. Dermed vil vi ikke foreta en analyse av målefeil type 1. Type 2 oppstår fra en rekke årsaker, blant annet utilstrekkelig balanseføring, feil modellvalg og periodisering. Den siste typen oppstår av kreativ regnskapsføring. Dette innebærer regnskapsføring som ikke oppfyller kriteriene for standard regnskapsprinsipper. Dette er den verste typen målefeil ettersom regnskapsførerne bevisst gir et upresist bilde av selskapets økonomiske situasjon. Denne typen antar vi at ikke eksisterer for

Grieg Seafood ettersom selskapet og de komparative selskapene er lovpålagt å revideres av en statsautorisert revisor.

Det er stor uenighet når det gjelder justering av målefeil. Dette er grunnet usikkerheter rundt om dette gir et mer korrekt regnskap eller om det ikke bare skaper støy i regnskapet og bare skaper et større avvik fra de ekte tallene. Ettersom vi baserer alle historisk tall i denne verdsettelse på årsrapporter som presenterer tall utgitt per 31.12 hvert år, vil ikke eventuelle målefeil være korrigerte. Vi vet også at regnskapet til selskapet er revidert av en statsautorisert revisor. Dermed er det trygt å gå videre med forutsetningen at det presenterte regnskapet fyller kravene til regnskapslovene og eventuelle målefeil som ikke utslagsgivende nok. Det vil dermed være mest hensiktsmessig å gå bruke tallene som er presenterte i årsrapportene i videre estimeringer.

6. Analyse av risiko

Dette kapittelet skal benyttes for å avdekke selskapets risikoeksponering. Først starter vi med å utføre en likviditetsanalyse som gir oss et bilde av selskapets kortsiktige kredittrisiko. Videre utfører vi en analyse av selskapets langsiktige kredittrisiko ved å utføre en soliditetsanalyse. Denne analysen forteller oss hvor vidt selskapet har nok midler tilgjengelige for å tåle en nedgangsperiode som pågår over en lenger periode. En risikoanalyse er spesielt relevant for nåværende og mulige investorer ettersom den identifiserer mulige faresignaler som kan indikere at en konkurssannsynlighet er til stede.

Dette kapittelet vil bli oppsummert ved å tildele Grieg Seafood en syntetisk rating. Denne rateringen blir utdelt som en karakter hvor AAA er best og D er dårligst. Jo bedre karakter selskapet har, jo mindre er konkurssannsynligheten. Denne karakteren vil være basert på selskapets kredittrisiko-eksponering relativt til bransjesnittet og annen relevant informasjon fra den strategiske analysen i kapittel 4.

6.1 likviditetsanalyse

Hovedmålet med å utføre en likviditetsanalyse er å avdekke Grieg Seafoods evne til å oppfylle sine kortsiktige gjeldsbetalinger. Med andre ord ser vi på sannsynligheten for at selskapet går konkurs på kort sikt. Denne risikoen tallfestes ved å se på forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktige gjeld. Denne analysen deles opp i to deler: Likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Det første forholdstallet viser oss hvor stor andel av den kortsiktige gjelda som kan dekkes av de totale omløpsmidlene, mens likviditetsgrad 2 viser oss forholdet mellom kortsiktig gjeld og de mest likvide omløpsmidlene.

6.1.1 likviditetsgrad 1

Vi beregner likviditetsgrad 1 for å tallfeste forholdet mellom selskapets totale omløpsmidler og kortsiktige gjeld. Dette forholdstallet forteller oss selskapet evne til å dekke deres kortsiktige gjeldsforpliktelser. Vi beregner også det samme forholdstallet for selskapene vi har valgt å inkludere i bransjen. Dermed får vi et bilde av Grieg Seafood kortsiktige konkurrrisiko relativt til bransjen. Formelen for å beregne likviditetsgrad 1 er gitt nedenfor.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

OM = omløpsmidler *KG = Kortsiktig gjeld*

DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler

FOM = Finansielle omløpsmidler

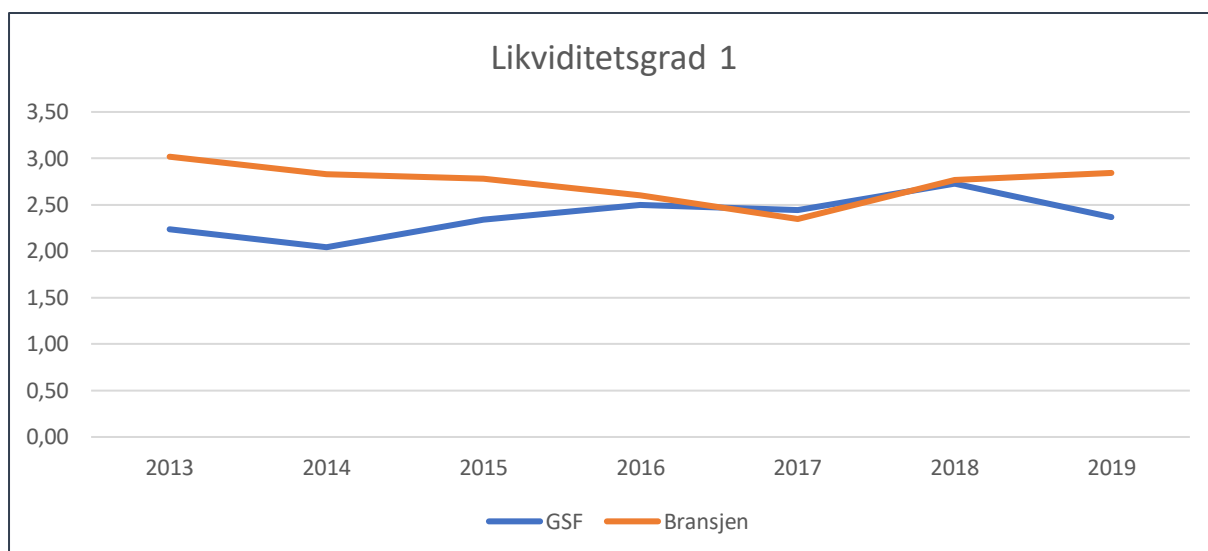
KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG = Kortsiktig finansiell gjeld

Formel 2: Formel for beregning av likviditetsgrad 1

Ifølge Damoradan bør likviditetsgraden 1 være 2 eller høyere. Dersom likviditetsgraden er lavere enn 2 vil det indikere et dårlig forhold mellom gjeld som forfaller ilt av et år og omløpsmidler, noe som indikere at en konkurrisiko er til stede. Det er også mulig å evaluere likviditetsgraden i forhold til bransjesnittet. Det kan være særegne trekk til en bransje som gjør at tommelfingerregelen ikke vil være en hensiktsmessig benchmark. Dermed må selskapet sammenlignes med andre lignede selskaper og vurdere deres kredittrisiko relativ til bransjesnittet.

For Grieg Seafood og de komparative selskapene, vil det ikke være hensiktsmessig å bruke tommelfingerregelen for å evaluere likviditetsgraden. Dette er fordi de biologiske eiendelene utgjør en så stor andel av omløpsmidlene. Som nevnt tidligere i 2 har oppdrettsbransjen en produksjonssyklus på opptil tre år og dermed vil ikke de biologiske eiendelene kunne likvideres på kort sikt. Dette skaper en fare at forholdstallet blir misledende og derfor har vi valgt å benytte bransjesnittet som en benchmark. Nedenfor ser vi hvordan Grieg Seafoods likviditetsgrad 1 har utviklet seg i forhold til bransjen.



Figur 15: Utviklingen til likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet snitt
GSF	2.24	2.04	2.34	2.50	2.44	2.73	2.36	2.37
Mowi	3.15	3.22	3.34	3.03	2.70	3.70	3.39	3.21
Salmar	4.24	3.05	2.89	2.29	1.94	2.02	2.31	2.59
NRS	1.94	1.94	2.34	2.19	1.76	2.35	2.87	2.18
LSG	2.74	3.12	2.54	2.90	2.98	2.99	2.81	2.86
Bransjesnitt	3.02	2.83	2.78	2.61	2.35	2.76	2.84	2.73

Tabell 24: Oversikt over likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019

Ut ifra figuren ovenfor ser vi at likviditetsgraden til Grieg Seafood har historisk være lavere enn bransjen, men hatt en noe mer positiv utvikling. Det tids vektete gjennomsnittet til Grieg Seafood er 2,37, mens det ligger på 2,73 for bransjen. Dette tilsier at Grieg Seafood har en likviditetsulempe sammenlignet med de komparative selskapene. Vi ser også at likviditetsgraden har vært konstant høyere enn 2. Dette indikerer at Grieg Seafood generelt ikke har likviditetsproblemer, men heller ligger etter sammenlignet med konkurrentene. Det er også verdt å bemerke Grieg Seafood har hatt en positiv likviditetsutvikling, i motsetning til bransjen som har hatt en nedgang i likviditet frem til 2017 og nå ligger på et lavere nivå enn ved inngangen av analyseperioden.

6.1.2 likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 1 gir oss et innblikk i likviditeten til selskapet, men har svakheter som gjør det nødvendig å ha supplementer til forholdstallet for å få et helhetlig bilde. Den største svakheten er at den inkluderer alle omløpsmidler, selv om en stor andel av dem vil ta for lang tid å likvidere. Dette gjør en stor andel av omløpsmidler uegnet til å kunne benyttes for å lete på utfordringer med å møte gjeldsobligasjoner på kort sikt. Dette forholdet mellom likvide omløpsmidler relativt til kortsiktig gjeld kommer frem i likviditetsgrad 2. Tradisjonelt beregner man likviditetsgrad 2 ved å ekskludere varelageret fra de totale omløpsmidlene som vist i formelen nedenfor.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 3: Formel for utregning av likviditetsgrad 2 (tradisjonell)

Tommelfingerregelen rundt Likviditetsgrad 2 er at forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld bør være minst 1. Dersom selskapets likvide midler har den samme verdien av kortsiktig gjeld, så vil de være godt rustet til å dekke deres kortsiktige gjeldsforpliktelser.

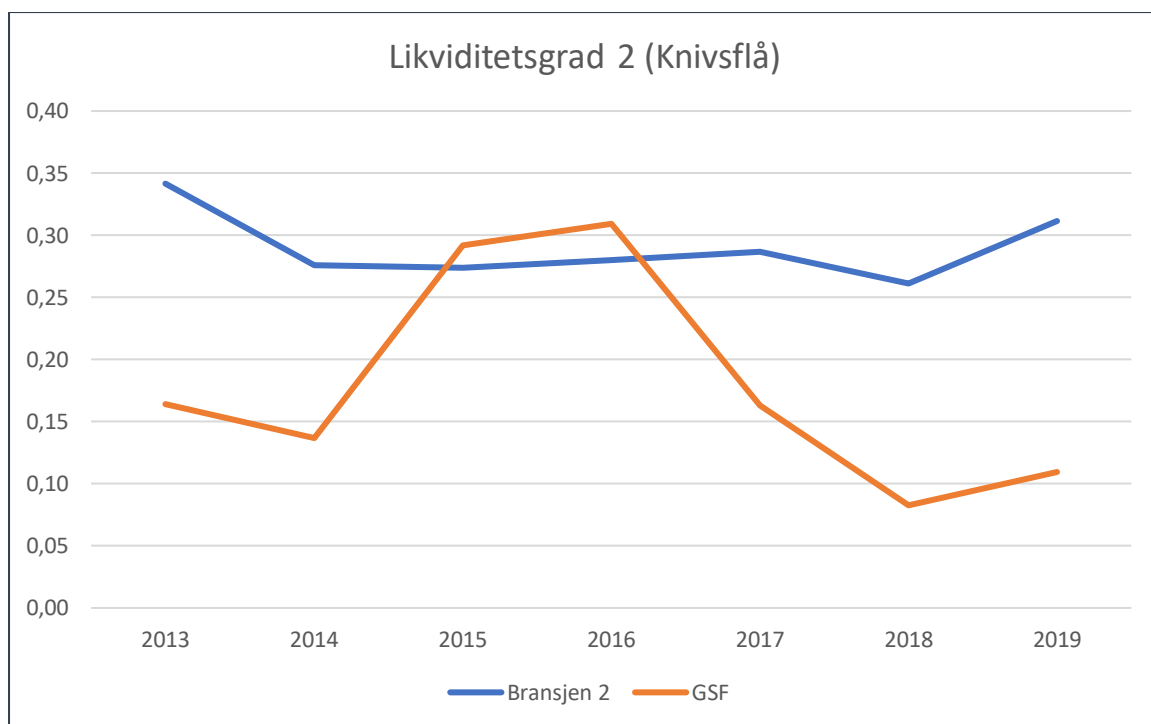
Den tradisjonelle tilnærmingen prøver å skape et forholdstall som oppsummerer forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden. Ulempen her er at selv ved å ekskludere varelageret; gjenstår det fremdeles diverse poster som ikke kan raskt konverteres til penger. Varelageret for de oppdrettsselskaper består av rogn, for, frossen fisk og lignende varer. De biologiske eiendelene utgjør den største andelen av omløpsmidler. Ettersom disse er ekstremt lite likvide på kort sikt har vi bestemt oss for å benytte formelen presentert i rammeverket til Knivsflå.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 4: Formel for utregning av likviditetsgrad 2 (Knivsflå)

Denne formelen fokuser kun på forholdet mellom de finansielle omløpsmidlene og den kortsiktige gjelda. Å trekke ut varelageret gir ikke et helhetlig bilde av likviditetsgraden til selskapet. Ved denne tilnærmingen skiller vi mellom poster som raskt kan konverteres til penger og de som krever en lenger tidsperiode. Her er kravet for en god likviditetsgrad fremdeles 1 eller høyere.

Fra tabellen nedenfor ser vi at både bransjen og Grieg Seafood ligger betydelig under tommelfingerregelen over hele analyseperioden. Det er fremdeles ikke klart å anta at bransjen har likviditetsproblemer, ettersom en lav andel av finansielle omløpsmidler er et resultat av vekststrategien til de fleste oppdrettsselskapene i nyere tid. Som nevnt i kapittel 4, har oppdrettsnæringen vært preget av en sterk vekst og trolig kommer til å vokse videre i fremtiden. For å kapitulere på denne veksten er selskapene nødt til å reinvestere store andeler av fri likviditet fortløpende i driften og mulig lønnsomme prosjekter. Dette fører til at finansielle omløpsmidlene vil være på et lavere nivå enn det situasjonen til selskapet vil tilsi.



Figur 16: Utvikling til likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet snitt
GSF	0.16	0.14	0.29	0.31	0.16	0.08	0.11	0.16
Mowi	0.12	0.25	0.10	0.12	0.09	0.15	0.17	0.13
Salmar	0.87	0.11	0.16	0.10	0.06	0.07	0.07	0.12
LSG	0.35	0.58	0.40	0.54	0.92	0.73	0.69	0.57
NRS	0.20	0.30	0.42	0.33	0.19	0.28	0.52	0.30
Bransjen	0.34	0.28	0.27	0.28	0.29	0.26	0.31	0.29

Tabell 25: Oversikten over likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019

Vi ser at likviditetsgraden til Grieg Seafood har variert betydelig mer og har vært historisk lavere enn bransjen. Situasjonen forbedret seg midlertidig i perioden 2015-2016 før den falt tilbake til et enda lavere nivå enn ved inngangen av analyseperioden. Vi ser også at Grieg Seafood har hatt en lavere rate enn bransjen gjennom store deler av perioden. Til tross for at det tidsvektet gjennomsnittet til Grieg Seafood på 0,16 utgjør så vidt halvparten av det tidsvektet snittet til bransjen på 0,29, ser vi at raten er medianen blant snittet til de individuelle selskapene. Oppsummert, er likviditetsraten i oppdrettsbransjen lav. Dette er derimot grunnet at bransjen er i en vekstfase og aktørene velger å reinvestere den frie kapitalene. Grieg Seafood har dog en høyere likviditetsrisiko enn bransjesnittet, noe som er et faresignal som indikerer en strategisk ulempe som gjør Grieg Seafood mer utsatt enn sine komparative aktører.

6.1.3 Rentedeckningsgraden

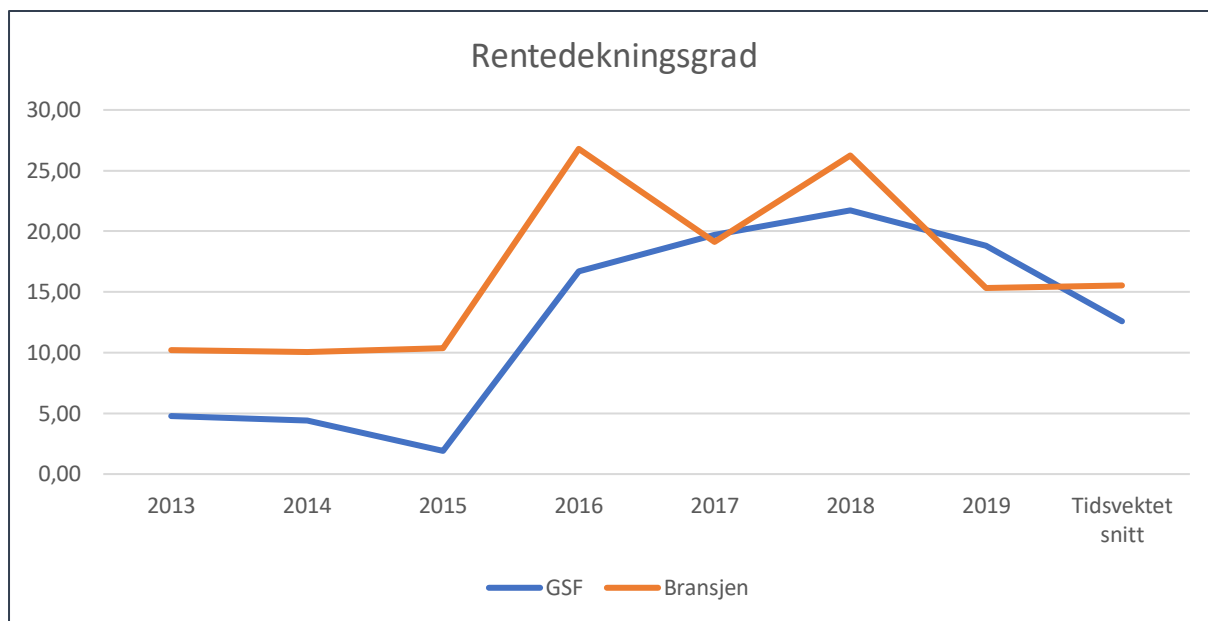
Hovedmålet ved å beregne rentedeckningsgraden er å se selskapets evne til å dekke rentebetalinger gjennom nettoresultat fra den sysselsatte kapitalen. En høy rentedeckningsgrad indikerer ikke bare at selskap er i stand til å håndtere sine rentekostnader, men også selskapets evne til å påta seg høyere renteforpliktelser. Formelen er presentert nedenfor

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{(\text{Netto driftsresultat} + \text{netto finansinntekter})}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Formel 5: Formel for utregning av rentedeckningsgrad

Resultatene nedenfor viser at Grieg Seafood har historisk hatt en lavere rentedeckningsgrad enn resten av bransjen, men har fulgt en lignende trend som bransjen. Etersom forholdstallet er basert på sysselsatt kapital kan bevegelsene forklares med den økonomiske situasjonen i

oppdrettsnæringen. Vi ser blant annet at det lave nivået i starten av analyseperioden stemmer i tråd med den store tilbudsveksten i 2012 som førte til lave laksepriser. Fra seksjon 4.2.2 så vi at lakseprisen opplevde en sterk økning i 2015, noe som resulterte i en god periode for oppdrettsbransjen ettersom prisen har stabilisert seg på det høye nivået siden. Dette ser vi illustrert i økningen i grafen nedenfor.



Figur 17: Utviklingen av rentedeckningsgraden til Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet snitt
GSF	4.77	4.43	1.91	16.69	19.70	21.72	18.79	12.57
Mowi	3.87	1.69	3.56	4.12	10.41	4.79	5.40	4.27
Salmar	10.89	11.12	20.66	21.00	43.97	40.32	13.26	19.90
LSG	18.61	18.43	14.79	23.50	18.68	19.89	14.91	18.20
NRS	12.94	14.61	10.89	68.66	2.98	44.64	24.38	17.27
Bransjen	10.22	10.06	10.36	26.79	19.15	26.27	15.35	15.55

Tabell 26: Oversikt over rentedeckningsgraden til Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019

Oppsummert kan vi si at Grieg Seafood igjen har en høyere likviditetsrisiko enn resten av bransjen. Med et tidsvektet gjennomsnitt på 12,57 kan vi konkludere med at selskapet har et likviditetsproblem på en generell basis. Dette forteller oss at selskapet har i snitt hatt generelt nok midler gjennom den sysselsatte kapitalen til å dekke sine årlige rentebetalinger 12,57 ganger. Det er derimot verdt å nevne at denne analyseperioden er preget av lave renter. Lave

renter redusere rentekostnadene og gir en bedre rentedekningsgrad. Vi ser også at denne graden er sterkt preget av lakseprisen i likhet med lønnsomheten i bransjen.

6.1.4 Gjeldsdekning i fremtiden

Tidligere i kapitlet har vi fortatt beregninger som baserer seg på historiske tall knyttet til likviditet. For at vi skal klare å få en bedre oversikt og helhetlig bilde trenger vi også å få et innblikk i fremtiden. Dette kan vi gjøre ved å samle alle nåværende likvide midler og de som er beregnet til å komme i nærfremtid, for så å sammenligne de mot alle krav som forfaller innen ett år. Dette kan forklares med denne formelen.

$$\text{Rente og avdragsdekning i } t + 1 = \frac{FE_t + FKSK_{t+1}}{NFK_{t+1} + AVD_{t+1}}$$

FE = finansielle eiendeler FKSK = fri kontantstørm til sysselsatt kapital
NFK = netto finanskostnad AVD = avdrag

Formel 6: Formel for utregning av gjeldsdekningen i fremtiden

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalys

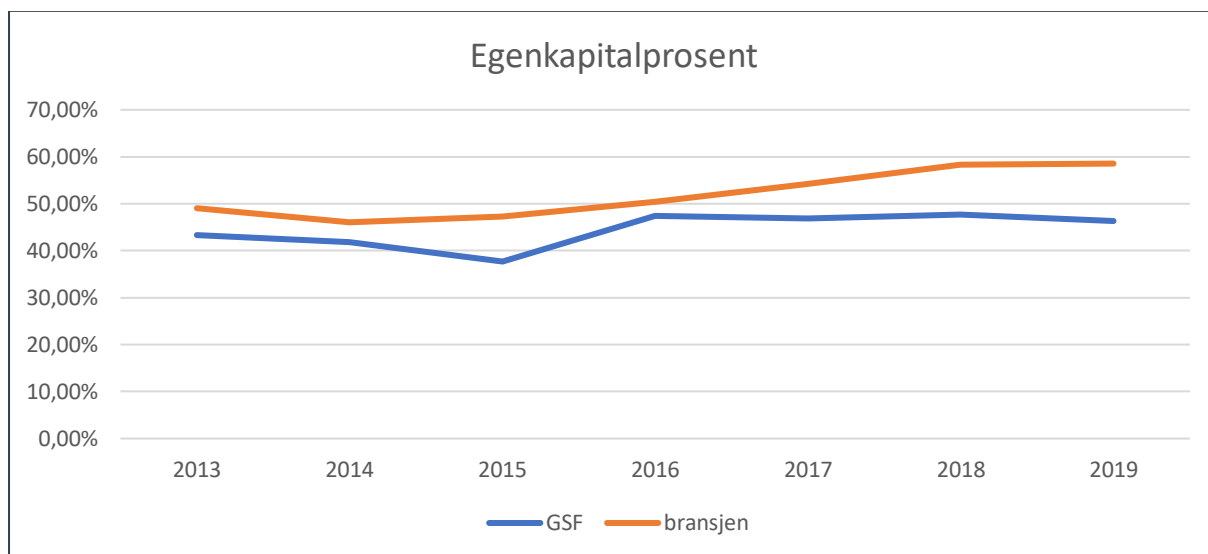
Ved å foreta en soliditetsanalyse av Grieg Seafood beregner vi kreditt risikoen til selskapet for å stå imot fremtidige tap. Vi trenger dermed å se på egenkapitalen, finansstrukturen og om selskapet har nok kapital til uforutsette hendelser. For å lage en oversiktlig soliditetsanalyse deler vi kapitlet i tre deler: Egenkapitalprosent, Netto driftsrentabilitet og Analyse av kapitalstruktur.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser oss hvor stor del av eiendeler som blir finansiert av egenkapitalen. Jo større egenkapitalprosenten er desto større mulighet har selskapet for å dekke eventuelle fremtidige tap. Det er ønskelig at et selskap har stor nok egenkapitalprosent til å dekke for sin egen risiko profil. Egenkapitalprosenten viser også hvor stor andel av selskapet som er finansiert med gjeld, noe eventuelle långivere tar i betraktning for en kreditt vurdering av selskapet.

$$\text{Egenkapital prosent} = \frac{\text{egenkapital} + \text{minoritesinteresse}}{\text{total kapital}}$$

Formel 7: Formel til beregning av egenkapitalprosent



Figur 18: Egenkapitalprosenten til Grieg Seafood ASA og bransjen generelt

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
GSF	43.32 %	41.88 %	37.70 %	47.38 %	46.81 %	47.69 %	46.35 %
bransjen	49.05 %	46.05 %	47.33 %	50.45 %	54.23 %	58.27 %	58.55 %

Tabell 27: Egenkapitalprosent fremstilling av Grieg Seafood ASA og bransjen

I forhold til bransjen kan vi i figur 4 se at Grieg Seafood ligger ganske jevn rett under gjennomsnittlig egenkapitalprosent for bransjen. Grieg har i de siste årene hatt en nok så flat utvikling i egenkaptalsandelen mot at bransjen har økt. Det kommer av at de har betalt godt med utbytte og generelt sett ikke trenger å ha mere egenkapital. Lånevilkårene sier at Grieg ikke trenger mere en 35% i egenkapitalandel for å beholde vilkårene de har (Årsrapport 2017). Videre er det positivt at gir ikke har for mye egenkapital når renten er så lav som den er per dags dato. Totalt sett er soliditetsrisikoen for svært lav, Grieg har godt med egenkapital og tåler en god del tap før långivere kan komme i fare for tap på utlån.

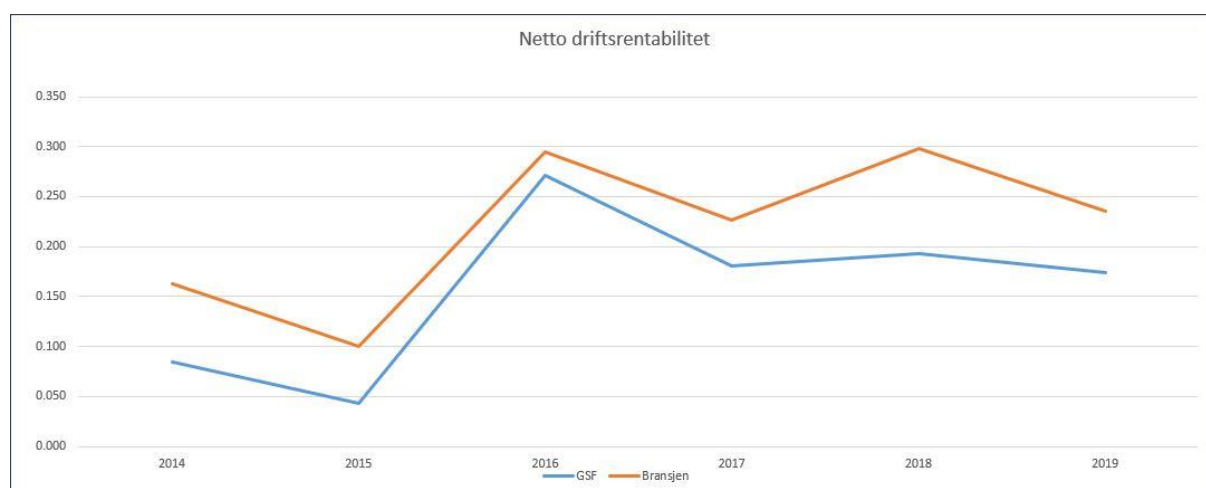
6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Soliditetsanalysen handler ikke bare om hvor mye de tåler av plutselige tap, vi må også se på lønnsomheten av bedriften. Om Grieg ikke er lønnsom over flere perioder med inntjening, vil de over tid føre til store tap, og videre svekke soliditeten. Nedenfor skal se på driftsrentabiliteten til Grieg, det viser avkastningen på netto driftseiendeler.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE - NDR}{2}}$$

$NDR = \text{netto driftsresultat}$ $NDE = \text{Netto driftseiendeler}$

Formel 8: Formel til beregning av netto driftsrentabilitet



Figur 19: Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
GSF	0.084	0.043	0.271	0.180	0.193	0.174
Bransjen	0.163	0.100	0.295	0.227	0.298	0.235

Tabell 28: Oversikt over netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019

6.3 Syntetisk rating

Den syntetiske rateringen fungerer som en kredittvurdering som er basert på likviditeten og soliditeten til selskapet. Vi baserer karakterskalaen på rammeverket presentert i Knivsflå sine undervisningsnotater i fag NHH, BUS 440. Ratering-modellen baserer sin vurdering på forholdstallene: Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Avslutningsvis skal selskapets kredittvurdering karaktersettes. Karakterskalaen går fra AAA til D, hvor AAA er den høyeste karakteren og D er dårligst. Jo bedre karakter, jo bedre er den økonomiske situasjonen til selskapet og lavere konkurrisiko. Denne rateringen er spesielt interessant for investorer som prøver å utarbeide om selskap er solid nok til å oppfylle sine forpliktelser. Nedenfor ser vi hvordan modellen fastsetter intervallene mellom hver karakter og hvilken konkurssannsynlighet som hører med hver karakter.

Det er sjeldent man ser en perfekt modell som kontrollerer for alle variabler. Her kan det trekkes frem en svakhet i at modellen baserer sine tall på generell basis og mangler muligheten for å kontrollere for bransjespesifikke forhold som kan lede til en misledende oppfatning av kredittrisikoen. Som nevnt tidligere er oppdrettsbransjen svært kapitalintensiv i form av dyre og lite likvide anleggsmidler. De biologiske eiendelene er også med å på å svekke troverdigheten til forholdstallene. Dette er fordi de utgjør en så stor andel av omløpsmidlene og er med på å feil representere en likviditet som ikke er der på kort sikt. Videre er det antatt at karaktergrensene i rammeverket ikke representerer den presise kredittrisikoen ettersom de bransjespesifikke forholdene er med på å over/undervurdere forholdstallene.

Tabellene nedenfor viser rateringen til Grieg og bransjen basert på de utvalgte forholdstallene utover analyseperioden. Basert på resultatene av risikoanalysen, får Grieg Seafood karakter

Bransjen	2014		2015		2016		2017		2018		2019		Gjennomsnitt	
Likviditetsgrad 1	2.83	A	2.78	A	2.61	A	2.35	A	2.76	A	2.84	A	2.70	A
Rentedekningsgrad	10.06	AAA	10.36	AAA	26.79	AAA	19.15	AAA	26.27	AAA	15.35	AAA	18.00	AAA
Egenkapitalprosent	0.46	BBB	0.47	BBB	0.50	BBB	0.54	A	0.58	A	0.59	A	0.52	BBB
Netto driftsrentabilitet	0.163	A	0.1	BBB	0.295	AA	0.227	AA	0.298	AAA	0.235	AA	0.22	AA
Gjennomsnitt	A		A		A		AA		AA		AA		A	

Tabell 29: Syntetisk rating til bransjen i perioden 2013 til 2019

Grieg Seafood ASA	2014		2015		2016		2017		2018		2019		Gjennomsnitt	
Likviditetsgrad 1	2.04	BBB	2.34	A	2.50	A	2.44	A	2.73	A	2.36	A	2.40	A
Rentedekningsgrad	4.43	AA	1.91	BBB	16.69	AAA	19.70	AAA	21.72	AAA	18.79	AAA	13.87	AAA
Egenkapitalprosent	0.42	BBB	0.38	BBB	0.47	BBB	0.47	BBB	0.48	BBB	0.46	BBB	0.45	BBB
Netto driftsrentabilitet	0.08	BBB	0.04	B	0.27	AA	0.18	A	0.19	A	0.17	A	0.16	A
Gjennomsnitt	A		BBB		AA		A		A		A		A	

Tabell 30: Syntetisk rating til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Konkurs, p.
AAA	11.600	16.900	0.940	0.350	0.00 %
	8.900	11.600	0.895	0.308	
AA	6.200	6.300	0.850	0.266	0.02 %
	4.600	4.825	0.755	0.216	
A	3.000	3.350	0.660	0.166	0.08 %
	2.350	2.755	0.550	0.131	
BBB	1.700	2.160	0.440	0.096	0.26 %
	1.450	1.690	0.380	0.082	
BB	1.200	1.220	0.320	0.068	0.97 %
	1.050	1.060	0.270	0.054	
B	0.900	0.900	0.220	0.040	4.93 %
	0.750	0.485	0.175	0.026	
CCC	0.600	0.070	0.130	0.012	12.61 %
	0.550	-0.345	0.105	-0.016	
CC	0.500	-0.760	0.080	-0.020	27.96 %
	0.450	-1.170	0.030	-0.030	
C	0.400	-1.580	-0.020	-0.044	50.99 %
	0.350	-1.995	-0.100	-0.058	
D	0.300	-2.410	-0.180	-0.072	85.54 %

Tabell 31: Syntetisk rating og konkurssannsynlighet basert på Knivsflå

7. Historiske avkastningskrav

I løpet av dette kapitlet skal vi beregne de historiske avkastningskravene til Grieg Seafood. Disse avkastningskravene skal beregnes ut ifra verdien på diverse inputvariabler ilt analyseperioden.

Et avkastningskrav fungerer som et referansepunkt for den investerte kapitalen. Dette er fordi det representere den alternative avkastningen investorene kan få i markedet gitt at de investerer kapitalen med samme risiko. Et selskap kan finansiere driften sia via to hovedkilder: egenkapital og gjeld. Disse finansieringskildene innebærer forskjellig risiko og dermed vil avkastningskravet også være annerledes. Dette betyr at kapitalstrukturen til selskapet er en viktig faktor når man skal fastsette et avkastningskrav. Avkastningskravet kan beregnes som en diskonteringsrente som benyttes for å finne nåverdien på fremtidige kontantstrøm eller som en målestokk for rentabilitet. Dersom selskapet har en rentabilitet utover den beregnede rentabiliteten, vil det indikere at selskapet har en avkastning som overstiger forholdet mellom forventet avkastning og risiko.

Vi starter kapitlet med å presentere sentral teori, herunder kapitalverdimodellen (CAPM) og det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet (WACC). Videre vil resten av kapitlet handle om estimeringer av inputvariablene og avkastningskravene. Avslutningsvis vil vi beregne diverse finansielle avkastningskrav. Videre skal vi beregne egenkapitalkravet, finansielt gjeldskrav og totalkapitalkravet.

7.1 Teori for fastsettelse av avkastningskrav

7.1.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (CAPM) er i praksis den mest benyttede modellen for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). Denne modellen viser forholdet mellom risikoen forbundet med det respektive selskapet og deres forventet avkastning. CAPM benytter en betakoeffisient for å uttrykke selskapets risiko i forhold til en perfekt diversifisert markedsportefølje. Avkastningskravet som beregnes her vil øke i takt med en økt betakoeffisient som indikere høyere risiko.

$$Ekk = rf + \beta * (rm - rf)$$

Ekk = egenkapitalkravet rf = Risiko fri rente

β = egenkapitalbeta rm = risiko marked

Formel 9: Formel for egenkapitalkravet

7.1.2 Vektet kapitalavkastningskrav

Det vektete kapitalavkastningskravet, også kjent som WACC (Weighted average cost of capital) benyttes for å finne kapitalkostnaden knyttet til driften og den sysselsatte kapitalen.

Det er hovedsakelig tre finansieringskilder som alle selskap kan benytte seg av for å finansiere virksomheten sin. Det er egenkapital, minoriteter eller finansiell gjeld. Alle disse kildene innebærer forskjellige nivåer på risiko, der egenkapitalen som assosieres med en høyere kostnad. Dette er grunnet investorenes mulighet til å kjøpe seg inn og ut av forskjellige selskaper. Dette betyr at selskapet må prestere på minst samme nivå som andre selskaper med samme risikonivå, ellers er det ikke attraktivt for investorene. Videre er det minoritetsinteresser som oppstår dersom utenforstående aksjonærer har eiendeler i datterselskaper som selskaper eier eiendeler i. Dette er da en annen form for egenkapital og har som regel et høyere kapitalkrav ettersom det innehar en større innlåsningsrisiko. Til slutt er det gjeld som koster verdien av rentene. Denne typen finansiering er sikrere, men kommer med månedlige forpliktelse som videre reduserer selskapets fleksibilitet.

Ettersom alle disse finansieringskildene er benyttet og innebærer forskjellige kapitalkostnader, er det nødvendig å finne den samle selskapskostnaden og den finner vi på måtene presentert nedenfor.

$$\text{Netto driftskrav (ndk)} = \text{ekk} * \frac{\text{EK}}{\text{NDK}} + \text{mik} * \frac{\text{MI}}{\text{NDK}} + \text{nfgk} * \frac{\text{NFG}}{\text{NDK}}$$

$$\text{Syssestatt kapitalkrav (ssk)} = \text{ekk} * \frac{\text{EK}}{\text{SSK}} + \text{mik} * \frac{\text{MI}}{\text{SSK}} + \text{fgk} * \frac{\text{FG}}{\text{SSK}}$$

$\text{ekk} = \text{egenkapitalkravet}$ $\text{EK} = \text{egenkapital}$ $\text{NDK} = \text{netto driftskapital}$
 $\text{nfgk} = \text{netto finansiell gjeldskrav}$ $\text{NFG} = \text{netto finansiell gjeld}$
 $\text{SSK} = \text{Syssestatt kapital}$ $\text{mik} = \text{minoritetskrav}$ $\text{MI} = \text{minoritet}$
 $\text{fgk} = \text{finansiell gjeldskrav}$ $\text{FG} = \text{finansiell gjeld}$

Formel 10: Formler for beregning av NDK & SSK

7.1.3 Finansielle krav

For å finne totalavkastningskravene trenger vi ytterligere å beregne to finansielle krav og disse er finansielt gjeldskrav og netto finansielt gjeldskrav. De finansielle kravene som benyttes her er alle med på å gi et innblikk i selskapets risikosituasjon. Disse finansielle krav skal gå dypere innpå i løpet av dette kapitlet.

$$\text{Netto finansielt gjeldskrav (NFGK)} = \text{FGK} * \frac{\text{FG}}{\text{NFG}} - \text{FEK} * \frac{\text{FE}}{\text{NFG}}$$

$\text{Finansielt gjeldskrav (FGK)} = \text{Risikofri rente etter skatt} + \text{kredittrisikopremie}$
 $\text{Finansielt eiendelskrav (FEK)} = \text{KK} * \frac{\text{KON}}{\text{FE}} + \text{FK} * \frac{\text{FOR}}{\text{FE}} + \text{INVK} * \frac{\text{INV}}{\text{FE}}$
 $\text{FG} = \text{finansiell gjeld}$ $\text{NFG} = \text{netto finansiell gjeld}$ $\text{KK} = \text{kontantkrav}$
 $\text{KON} = \text{kontanter}$ $\text{FE} = \text{finansielle eiendeler}$ $\text{FK} = \text{fordringskrav}$
 $\text{FOR} = \text{fordringer}$ $\text{INVK} = \text{investeringskrav}$ $\text{INV} = \text{investering}$

Formel 11: Formler til finansielle krav

7.2 Krav til egenkapital og minoritet

I dette kapitlet skal vi gi en dypere presentasjon av de inputsvariablene som benyttes i kapitalverdimodellen for å finne kravet på egenkapitalen og minoritet. Vi starter med å beregne den risikofrie renten, egenkapitalbeta, risikopremien i marked og illikviditetspremien.

Beregning før og etter skatt

Siden egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt, må sammenligningsgrunnlaget også være en nominell rente etter skatt. Denne skal benyttes for å finne risikofri rente, egenkapitalbeta og risikopremie. Skatten i disse utregningene skal settes lik selskapsskatten.

7.2.1 Risikofri rente

Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er den risikofrie renten en hypotetisk avkastning verdipapirer kan oppnå uten konkurs eller misligholds risiko. Med andre er det en sikker avkastning på investeringen. Dette betyr også at alle risikable investeringer må oppnå en avkastning som er høyere enn denne for at investor skal være villige til å påta seg risiko. Denne renten kan beregnes på flere måter. I følge Damoradan (2012) er det mest hensiktsmessig å benytte statsobligasjoner som kan anses som tilnærmet risikofrie ettersom det vil fortsatt eksistere en risiko for at staten går konkurs. Dette vil være mer gjeldende for noen statsobligasjoner, men vi anser risikoen for at den norske staten går konkurs som tilnærmet null, dermed benytter vi den norske statsobligasjoner videre som risikofri rente. Vi anser det heller ikke som nødvendig å trekke fra noe risikopremie. En alternativ tilnærming for å finne den risikofrie renten er å bruke Nibor-renten. Dette er den kortsiktige renten som banker benytter for å låne fra hverandre. Denne er derimot påvirket av den gjennomsnittlige kredittrateringen til banker og vil da kreve at vi trekker fra en kortsiktig risikopremie.

Fra undersøkelsen utført av PwC om risikopremien i det norske markedet, benyttes i størst grad den 10-årige statsobligasjonen som risikofri rente i det norske markedet. Denne skal vi benytte i våre videre utregninger.

GSF	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Bank rating		A	BBB	AA	A	A	A	A
Skatteprosent	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	25.14 %
10 årig statsobligasjon	2.58 %	2.52 %	1.57 %	1.33 %	1.64 %	1.90 %	1.50 %	1.86 %
rf før skatt	2.58 %	2.52 %	1.57 %	1.33 %	1.64 %	1.90 %	1.50 %	1.86 %
Skatt	0.72 %	0.68 %	0.42 %	0.33 %	0.39 %	0.44 %	0.33 %	0.47 %
rf etter skatt	1.86 %	1.84 %	1.15 %	1.00 %	1.25 %	1.46 %	1.17 %	1.39 %

Tabell 32: Beregninger av risikofri rente etter skatt for Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019

7.2.2 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta kan ses på som den systematiske markedsrisikoen som ikke kan diversifiseres vekk. Denne tallfester svingningene i aksjekursen i forhold til svingningene i markedet. Dersom selskapet aksjekurs svinger i perfekt takt med markedet vil egenkapitalbetaen være lik 1. Dermed vil en egenkapitalbeta høyere enn 1 indikere en høyere varians i avkastningen enn markedet og vice versa dersom egenkapitalbetaen er lavere enn 1. Fra (Kaldestad & Møller, 2016) lærer vi å beregne egenkapitalbetaen ved å dividere kovariansen mellom markedsavkastningen og selskapets avkastning på variansen i markedet. Formelen er illustrert nedenfor.

$$\beta_{EK} = \frac{\text{kov}(r, rm)}{\text{var}(rm)}$$

β_{EK} = Egenkapital beta
 var = varians
 kov = kovarians

Formel 12: Formel for beta egenkapital

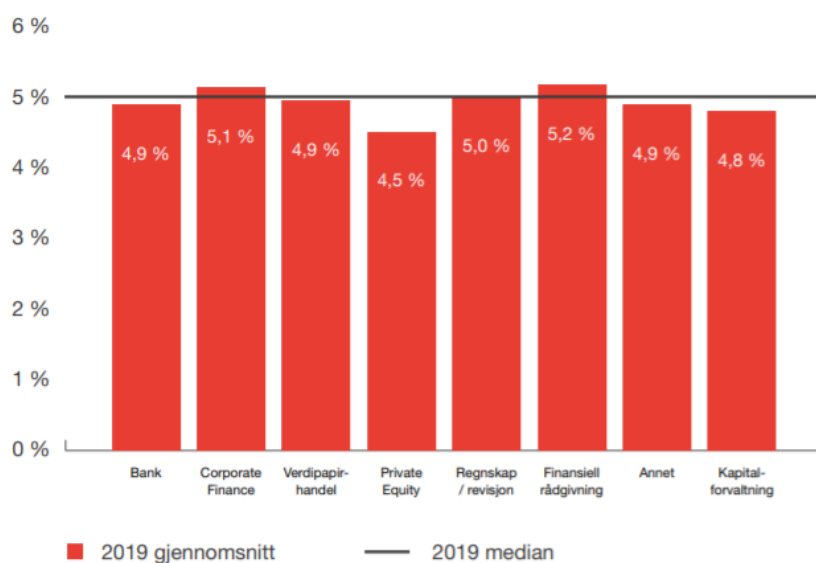
Ettersom Grieg Seafood har vært børsnotert i en lang periode, er det mest hensiktsmessig å benytte historisk data for å finne egenkapitalbetaen til selskapet. Ved bruk av regresjonsanalysen i Excel har vi utført en regresjon mellom de historiske ukentlige avkastningene til Grieg Seafood mot Oslo Børs (OSEBX) for å finne den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen. Det må i midlertidig påpekes at en svakhet ved denne tilnærmingen er at å benytte Oslo Børs som en markedsindeks kan gi et noe feil betaestimat grunnet en skjev fordeling mot selskaper i oljeindustrien (Kaldestad & Møller, 2016).

7.2.3 Markedets risikopremie

Vi beregner risikopremien i markedet ved å trekke den risikofrie renten og skatt fra den forventede avkastningen i markedet. Risikopremien vil representere gevinsten en investor vil forvente fra å påta seg risikoen i aksjemarkedet istedenfor å investere verdipapirer. Videre vil vi benytte en markedsrisikopremie som legges frem i undersøkelsen utført av PwC i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) i 2019. Resultatene på undersøkelsen er presentert i figuren nedenfor.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vektet snitt	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,2 %	4,9 %	5,0 %	5,0 %	4,9 %
Median	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Kvartil 1	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Kvartil 3	5,5 %	5,5 %	5,5 %	6,0 %	5,5 %	5,4 %	5,1 %	5,0 %

Tabell 35: Markedets risikopremie i perioden 2012-2019 (Hentet fra PWC rapport)



Figur 20: Gjennomsnittlig markedsrisikopremie i 2019 (Hentet fra PWC rapport)

Resultatene på undersøkelsen viser at risikopremien i det norske markedet i 2019 har ligget stabilt på 5% i perioden 2012-2019. Vi ser også at svarene til respondentene i de forskjellige arbeidsområdene varierer mellom 4,5 og 5,2%. Vi kan dermed anta at den ekte risikopremien ligger i dette intervallet. Det kan forsvares å benytte gjennomsnittet av respondentene, men vi

har valgt å følge konklusjonen i undersøkelsen og bruke medianen på 5% som har vært stabilt gjennom hele analyseperioden.

7.2.4 Likviditetspremie

Alle verdipapirer er mer eller mindre likvide, men det er en forskjell på hvor lett omsettelige de forskjellige verdipapirer er. I de fleste land omsettes statsobligasjoner for store summer daglig, mens i andre land er de kun utstedte av private aktører og kan være utfordrende å finne en kjøper eller selger. Verdipapirer som det vanskelig å få solgt har gjerne litt høyere avkastning og denne meravkastningen kalles en likviditetspremie (finansleksikon, 2020).

Et selskap som handles på en børs er ofte lett omsettelig, det kan være en «spredning» mellom bud og pris fra tid til annen, men dersom en ønsker å selge en børsnotert aksje er det ofte få utfordringer for å få det gjort. Etersom Grieg Seafood og de utvalgte konkurrentene er blant de mest omsatte på Oslo Børs er det greit å anta at likviditetspremien her er svært lav. Eierstrukturen til Grieg Seafood er preget av en dominerende aksjonær i «Grieg Aqua AS» som kontrollerer 50,17% av de totale aksjene (Grieg Seafood, 2019). Dette indikerer en noe høyere innlåsningsrisiko sammenlignet med selskaper som er flere mindre aktører. Vi har også en rimelig lav «R-square» på 0,0692 som er forklaringskraften på svingningene i aksjekursen i forhold til markedet. Dette betyr at den usystematiske risiko utgjør over 93% av den totale risikoen for Grieg Seafood. I teorien skal all usystematisk risiko kunne diversifiseres vekk, men ofte blir ikke denne risikoen tatt tilstrekkelig hensyn til. Basert på alle faktorene nevnt ovenfor har vi bestemt oss for å ta en skjønsmessig vurdering og sette likviditetspremien for majoriteten til 0,5%. For minoriteten er den investerte kapitalen mer innlåst enn majoriteten og vil følgelig kreve enn høyere likviditetspremie. Denne setter vi også basert på en skjønsmessig vurdering til 1%.

7.3 Finansielle krav

I løpet av dette kapitlet skal vi beregne avkastningskravene på sentrale finansielle poster. Disse kravene blir videre benyttet som inputvariabler for å beregne selskapskravet til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019.

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet viser oss rentekravet man kan få forvente av långiverne for å ta opp gjeld. Den er sammensatt av den risikofrie renten og en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien er basert på kredittrateringen til selskapet. Denne premien øker i takt med høyere konkurrisiko. Nedenfor ser vi estimatene på hvilken kredittrisikopremie som hører med de forskjellige kredittrateringene og formelen for å beregne det finansielle gjeldskravet.

$$\text{Finansielt gjeldskrav etter skatt} = \text{risikofri rente etter skatt} + \text{kredittrisikopremie}$$

Formel 13: Formel for finansielt gjeldskrav

Rating	KRP etter skatt	Langtilleg etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0.20 %	0.40 %	0.60 %
AA	0.40 %	0.40 %	0.80 %
A	0.60 %	0.40 %	1.00 %
BBB	1.00 %	0.40 %	1.40 %
BB	2.70 %	0.40 %	3.10 %
B	4.00 %	0.40 %	4.40 %
CCC	7.90 %	0.40 %	8.30 %
CC	14.50 %	0.40 %	14.90 %
C	21.00 %	0.40 %	21.40 %
D	27.60 %	0.40 %	28.00 %

Tabell 36: Estimat av kredittrisikopremie (Hentet fra Knivsfå forelesningspresentasjoner)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Syntetisk rating	BBB	A	BBB	AA	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	1.86 %	1.84 %	1.15 %	1.00 %	1.25 %	1.46 %	1.17 %
Kredittrisikopremie	1.40 %	1.00 %	1.40 %	0.80 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %
Finansielt gjeldskrav		2.84 %	2.55 %	1.80 %	2.25 %	2.46 %	2.17 %

Tabell 37: Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood fra 2013-2019

Vi ser at Grieg Seafood har hatt en stabil syntetisk rating på A, dermed mener vi at det blir mest hensiktsmessig å benytte en kredittrisikopremie på 1% i 2019. Gjeldskravet har variert gjennom perioden, men har forholdt seg i intervallet 2 til 3%. Dette anser vi som lavt ettersom de ekte rentekostnadene til selskapet har hatt et gjennomsnittlig nivå på mellom 4 og 5% gjennom analyseperioden. Videre er det en fare for at dette rammeverket undervurderer noen aspekter knyttet til selskapets risiko og kan følgelig vise seg å være mest hensiktsmessig å benytte gjennomsnittsverdiene til rentekostnader fremover.

Finansiell gjeldsbeta

Den finansielle gjeldsbetaen referer til den systematiske risikoen som långiverne får ved å låne ut penger. Denne risikoen beregnes som en kredittrisikopremie basert på konkurrisikoen til selskapet multiplisert med markedsrisikodelen.

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

β_{FG} = Finansielle gjeldsbeta
 mrd = markedsrisikodel
 krp = kredittrisikopremie
 mrp = markedsrisikopremie

Formel 14: Formelen for den finansielle gjeldsbetaen

Vi finner markedsrisikodel ved å ta utgangspunkt i forklaringskraften i regresjonsanalysen vi utførte for å finne egenkapitalbetaen. Denne må multipliseres med en justeringsfaktor på 1/3 for å reflekter gjeldsavkastningen. Nedenfor ser vi den finansielle gjeldsbetaen gjennom analyse perioden.

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

For å beregne det finansielle eiendelskravet benytter vi formelen nedenfor.

$$FEK = rf * (1 - s) * \frac{KON}{FE} + (rf * (1 - s) + krp) * \frac{FOR}{FE} + (rf * (1 - s) + \beta_{inv} * mrp + ilp_{inv}) * \frac{INV}{FE}$$

$FEK =$ fiansielt eiendelskrav $rf =$ risikofri rente $s =$ skattesats $krp =$ kredittrisikopremie
 $\beta_{inv} =$ investeringsbeta $mrp =$ markedsrisikopremie $ilp =$ illikviditetspremie
 $FE =$ fiansielle eiendeler $KON =$ kontanter $FOR =$ fordringer

Formel 15: Formel for finansielt eiendelskrav

Kontanter antar vi som risikofrie og vil dermed ha en avkastning tilsvarende den risikofrie renten. Vi tillegger da en kredittrisikopremie på den risikofrie renten for å finne kravet på de finansielle fordringene ettersom de innehar noe risiko. De finansielle investeringene tillegges også en illikviditetspremie i tillegg til den forventede avkastningen i aksjemarkedet.

Utregningen av det finansielle eiendelskravet forutsetter at investeringsbetaen settes lik den gjennomsnittlige betaen på en og at det ikke tillegges en likviditetspremie på de finansielle investeringene ettersom de anses som lett omsettelige.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Kontantkrav	2.36 %	2.34 %	1.65 %	1.50 %	1.75 %	1.96 %	1.67 %	1.89 %
Kontantvekt (KON/FE)	98.40 %	99.13 %	98.97 %	98.90 %	99.52 %	99.05 %	98.56 %	98.93 %
Fordringskrav	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Fordringsvekt (FOR/FE)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Investeringskrav	6.89 %	6.87 %	6.18 %	6.03 %	6.28 %	6.50 %	7.00 %	6.54 %
Investeringsvekt (INV/FE)	0.008	0.008	0.004	0.003	0.004	0.008	0.005	0.006
Finansielt eiendelskrav	2.38 %	2.38 %	1.66 %	1.50 %	1.77 %	2.00 %	1.68 %	1.91 %

Tabell 38: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019

Finansiell eiendelsbeta

Vi estimerer betaen til de finansielle eiendelene ved å benytte formelen nedenfor. Vi forutsetter en kontantbeta på null ettersom disse midlene er tilnærmet risikofrie. Videre settes investeringsbetaen lik den gjennomsnittlige markedsbetaen på 1. Vi anser også de finansielle

fordringene som lett omsettelig og dermed tilnærmet risikofrie, dermed settes fordringsbetaen lik null i likhet med kontantbetaen.

$$\beta_{FE} = \beta_{KON} * KON + \beta_{FOR} * FOR + \beta_{INV} * INV$$

FE = finansielle eiendeler KON = kontanter INV = investeringer

Formel 16: Formel for finansiell eiendelsbeta

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Kredittrisikopremie	1.00 %	1.40 %	0.80 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.03 %
Markedsrisikopremie	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %
Markedsrisikodel	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %
Kontantvekt (KON/FE)	0.991	0.990	0.989	0.995	0.990	0.986	99.02 %
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	100.00 %
Investeringsvekt	0.87 %	1.03 %	1.10 %	0.48 %	0.95 %	1.44 %	0.98 %
Finansiell eiendelsbeta	0.009	0.010	0.011	0.005	0.010	0.014	0.98 %

Tabell 39: Finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood i perioden 2014 til 2019.

7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Vi finner netto finansielt gjeldskrav ved å vekte de finansielle eiendel og gjeldskrav med sine respektive vekter av netto finansiell gjeld. Nedenfor ser vi netto finansielle gjeldskravet gjennom analyseperioden.

Netto finansiell gjeldsbeta

Vi beregner netto finansiell gjeldsbeta med samme fremgangsmåte som kravet til netto finansiell gjeld. Vi ganger de forskjellige kravenes beta med sine respektive andeler av netto finansiell gjeld. Formelen er presentert nedenfor.

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

FG = finansiell gjeld NFG = netto finansiell gjeld

FE = finansielle eiendeler

Formel 17: Formel for beta netto finansiell gjeld

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0.005	0.006	0.004	0.005	0.005	0.005	0.005
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1.1047	1.2089	1.3665	1.1535	1.0594	1.1034	1.166
Finansiell eiendelsbeta	0.009	0.010	0.011	0.005	0.010	0.014	0.010
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0.1047	0.2089	0.3665	0.1535	0.0594	0.1034	0.166
Netto finansiell gjeldsbeta	0.0042	0.0057	0.0010	0.0046	0.0043	0.0036	0.004

Tabell 40: Netto finansiell gjeldsbeta til Grieg Seafood i perioden 2014 til 2019

7.3.4 Netto driftsbeta

For å kunne beregne de fremtidige årlige egenkapitalkravene må den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen justeres til årlige størrelser (Knivsflå, 2019e). Etersom vi allerede har funnet betaen til netto finansiell gjeld og egenkapitalen, har vi alle nødvendige inputvariabler for å finne netto driftsbeta som illustrert i formelen nedenfor.

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK + MI}{NDK} - \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

β_{EK} = egenkapitalbeta NFG = netto finansiell gjeld

β_{NFG} = netto finansiell gjeldsbeta NDK = netto driftskapital

EK = egenkapital MI = minoritet

Formel 18: Formel til beregning av beta driftskravet

Nedenfor ser vi resultatet av Egenkapital og Netto driftsbeta gjennom analyseperioden. Egenkapitalbetaen ligger henholdsvis på 0,7585 i 2019, mens driftsbetaen har vært stabil på 0,504 gjennom hele perioden.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	0.8940	0.9265	0.7220	0.7694	0.8059	0.7585	0.8063
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	55.7 %	53.4 %	68.5 %	64.5 %	61.6 %	65.4 %	61.5 %
Egenkapitalbeta	0.8940	0.9265	0.7220	0.7694	0.8059	0.7585	0.8063
Minoritetsvekt (MI/NDK)	0.49 %	0.73 %	1.22 %	0.85 %	0.79 %	0.91 %	0.83 %
Netto finansiell gjeldsbeta	0.0042	0.0057	0.0010	0.0046	0.0043	0.0036	0.0039
Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	43.8 %	45.9 %	30.2 %	34.7 %	37.7 %	33.7 %	37.7 %
Netto driftsbeta	0.504	0.504	0.504	0.504	0.504	0.504	0.504

Tabell 41: Fremstilling av netto driftsbeta til Grieg Seafood i perioden 2014 til 2019

7.4 Egenkapital – minoritetskrav og selskapskrav

I dette delkapittelet skal vi benytte de forskjellige kravene vi har beregnet tidligere for å estimere egenkapital- minoritet og selskapskravet til selskapet. Vi benytter kapitalverdimetoden for å komme frem til egenkapital og minoritetskravet. Videre benytter vi den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden for å finne selskapskravet.

7.4.1 Egenkapital – minoritetskrav

Vi har nå utregnet alle de nødvendige inputfaktorene som trengs for å bruke kapitalverdimodellen og finne de historiske avkastningskravene. Nedenfor har vi tabellen av selskapets krav på egenkapitalen og minoritet gjennom analyseperioden. Disse kravene skal videre benyttes for å evaluere rentabiliteten til selskapet i lønnsomhetsanalyse.

GSF	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Risikofri rente etter skatt	1.84 %	1.15 %	1.00 %	1.25 %	1.46 %	1.17 %
Justert egenkapitalbeta	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81
Markedsrisikopremie	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %
Egenkapitalkrav CAPM	6.55 %	5.60 %	5.36 %	5.67 %	5.93 %	5.53 %
Likviditetspremie majoritet	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %
Egenkapitalkrav	7.05 %	6.10 %	5.86 %	6.17 %	6.43 %	6.03 %
Likviditetspremie minoritet	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %
Minoritetskrav	8.05 %	7.10 %	6.86 %	7.17 %	7.43 %	7.03 %

Tabell 42: Beregninger til minoritetskrav til Grieg Seafood i perioden 2014 til 2019

De estimerte kravene våre viser at egenkapitalkravet har vært på rundt 6% gjennom perioden. Som nevnt tidligere benyttet en likviditetspremie på 0,5% for majoriteten og videre enn

likviditetspremie på 1% for minoriteten ettersom det er en større innlåsningsrisiko for denne kapitalen.

7.4.2 Selskapskrav

Avslutningsvis skal vi presentere selskapets totalavkastningskrav gjennom analyseperioden. Dette kravet representerer selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad gjennom perioden. Nedenfor ser vi formelen for å beregne dette.

$$\text{Netto driftskrav (ndk)} = \text{ekk} * \frac{\text{EK}}{\text{NDK}} + \text{mik} * \frac{\text{MI}}{\text{NDK}} + \text{nfgk} * \frac{\text{NFG}}{\text{NDK}}$$

$$\text{Syssestatt kapitalkrav (ssk)} = \text{ekk} * \frac{\text{EK}}{\text{SSK}} + \text{mik} * \frac{\text{MI}}{\text{SSK}} + \text{fgk} * \frac{\text{FG}}{\text{SSK}}$$

$\text{ekk} = \text{egenkapitalkravet}$ $\text{EK} = \text{egenkapital}$ $\text{NDK} = \text{netto driftskapital}$
 $\text{nfgk} = \text{netto finansiell gjeldskrav}$ $\text{NFG} = \text{netto finansiell gjeld}$
 $\text{SSK} = \text{Syssestatt kapital}$ $\text{mik} = \text{minoritetskrav}$ $\text{MI} = \text{minoritet}$
 $\text{fgk} = \text{finansiell gjeldskrav}$ $\text{FG} = \text{finansiell gjeld}$

Formel 19: Formel for beregning av netto driftskrav (selskapskrav) og syssestatt kapitalkrav

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapitalkrav	7.05 %	6.10 %	5.86 %	6.17 %	6.43 %	6.03 %
Egenkapitalandel	41.88 %	37.70 %	47.38 %	46.81 %	47.69 %	46.35 %
Minoritetskrav	8.05 %	7.10 %	6.86 %	7.17 %	7.43 %	7.03 %
Minoritetsandel	0.0049	0.0073	0.0122	0.0085	0.0079	0.0091
Netto finansielt gjeldskrav	0.0289	0.0274	0.0191	0.0232	0.0249	0.0222
Netto finansielt gjeldsandel	0.438	0.459	0.302	0.347	0.377	0.337
Selskapskrav	4.26 %	3.61 %	3.44 %	3.76 %	4.06 %	3.61 %

Tabell 43: Grieg Seafood sitt selskapskrav for perioden 2013 til 2019

Selskapskravet til Grieg Seafood har vært lite volatilt siden 2015 og har en gjennomsnittsverdi på 3,79 %.

8. Lønnsomhetsanalyse

I løpet av dette kapitelet skal vi utføre en analyse av selskapets historiske lønnsomhet. Resultatene fra dette kapitelet vil være sentrale i estimeringen av fremtidsregnskapet som vi skal foreta i neste kapittel.

Vi skal først se på drift rentabiliteten for å se hvordan de økonomiske driverne fra driften påvirker rentabiliteten. Videre skal vi analysere selskapets strategiske fordel ved å dekomponere det i bransje og intern ressursfordel for å få et bilde av hvor den residuale inntekten kommer fra.

8.1 Driftsrentabilitet

Driftsrentabiliteten er et lønnsomhetsmål som gir oss et innblikk på avkastningen selskapet klarer å skape per investert kapital. Det er flere faktorer som fungerer som drivere av lønnsomhet og blir derfor nødvendig å dekomponere driftsrentabilitet for å se på de forskjellige forholdene innad i bedriften og forstå hvor fordelene ligger og hvor selskapet har underprestert. Vi skal først se på resultatgraden til selskapet før vi ser på EBIT-marginen.

8.1.1 Resultatgrad

I dette kapitelet skal vi se på forholdet mellom resultatet til Grieg Seafood ASA og omsetningen deres, dette vil vise/ forklare lønnsomheten til selskapet. Under har vi satt opp formelen til resultatgrad:

$$ResG = \frac{res\ fskatt + fkost}{oms}$$

ResG = resultatgrad

res fskatt = resultat før skatt

fkost = finanskostnad

oms = omsetning

Formel 20: Formel for beregning av resultatgrad

Resultatgraden deler vi opp i 4 deler: vi setter opp lønn og varekost/ inntekt, varekost/ inntekt, avskrivninger/ inntekt og driftskostnader/ inntekter. Når vi deler den opp så vil vi kunne se over tid hvordan de forskjellige postene har/kan påvirke resultatgraden over tid. Når vi har tallene for alle «komponentene» kan vi legge de sammen og trekke de fra 1.

Lønn- og personalkostnader

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Lønn- og personalkostnader/ inntekt	12.6 %	8.8 %	8.9 %	7.4 %	6.9 %	7.2 %	7.4 %

Tabell 44: Oversikt over lønn- og personalkostnader

Lønn- og personal kostnader har en negativ trend, noe Grieg Seafood ASA også har hatt fokus på de siste årene. De har automatisert mange prosesser, og vi ser for oss at de ønsker å vedlikeholde dette nivået over tid.

Avskrivninger

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Avskrivninger/ inntekt	5.7 %	3.4 %	3.6 %	2.8 %	2.9 %	3.1 %	5.0 %

Tabell 45: Oversikt over avskrivninger

Fra 2013 til 2017 har det vært en fallende trend for selskapet, etter det har det tatt seg noe opp igjen frem til 2019. Det at det tar seg opp mot 2019 er ikke noe positivt for selskapet, de har påløpt seg mere kostnader i forhold til inntekten enn tidligere.

Andre driftskostnader

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftskostnader/ inntekt	28.1 %	25.1 %	26.8 %	22.8 %	24.6 %	24.3 %	24.3 %

Tabell 46: Oversikt over driftskostnader

I 2013 var forholdet mellom driftskostnader nok så høyt i forhold til inntektene, men har over tid frem til 2019 blitt redusert en god del. Dette er en positiv trend for selskapet, og påvirker resultatet svært positivt.

Varekostnad

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Varekost/ inntekt	37.1 %	53.6 %	57.2 %	47.3 %	51.3 %	48.6 %	48.2 %

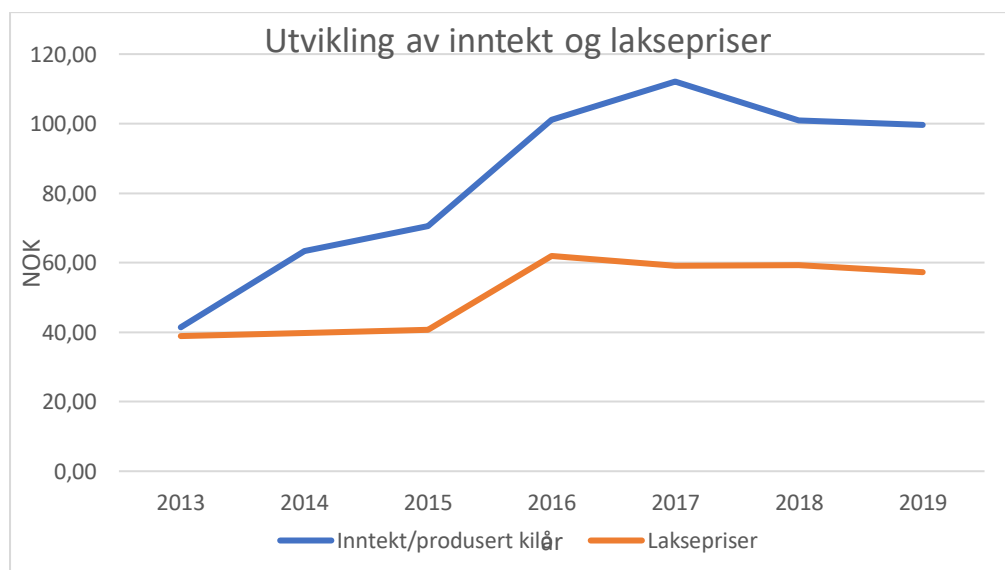
Tabell 47: Oversikt over varekostnader

Varekostnaden har både økt og avtatt litt over tid men ser ut til å stabilisere seg rett rundt 50%. vi ser på det som positivt at de nå stabiliserer seg. Det er verdt å merke seg at vi tidligere har nevnt at det er et par aktører som dominerer laksefor bransjen, det er dermed vanskelig å redusere kostnader om de ikke starter med helintergrering av det.

8.1.2 EBIT-margin

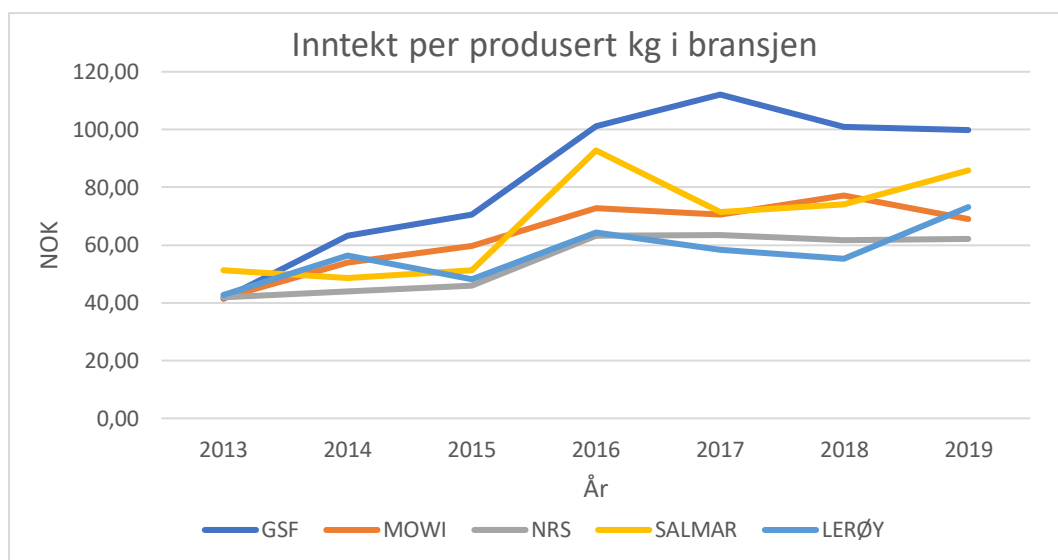
EBIT, også kjent som driftsresultat er det engelske begrepet for «Earnings Before Interest and Taxes» som benyttes for å evaluere lønnsomheten som kommer av driften i selskapet. Dette resultatet inkluderer avskrivninger og nedskrivninger og viser da inntekten til selskapet før renter og skatt. Her skal vi se på utviklingen i lønnsomheten til selskapet ved å analysere forholdet mellom inntekt og produsert mengde før vi finner Grieg Seafood sin historiske EBIT-margin og sammenligner med bransjen.

Inntekt/produsert kilo



Figur 21: Oversikt over utviklingen til lakseprisen og Inntekt/produsert kilo

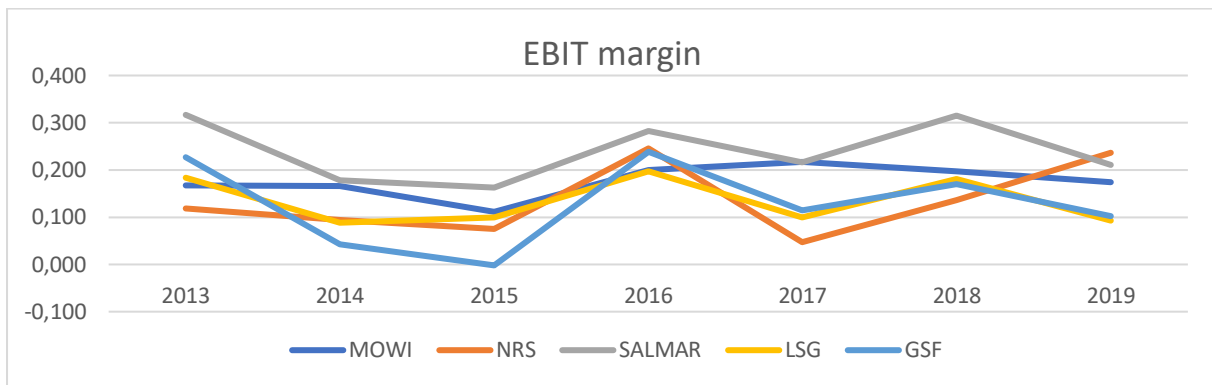
Ovenfor ser vi utviklingen i lakseprisen og utviklingen i forholdstallet «Inntekt/produisert mengde» gjennom analyseperioden. Lakseprisen har vi satt som det årlige gjennomsnittet av de ukentlige lakseprisene. Vi ser at Grieg Seafood har hatt en meget god utvikling i inntekten de får inn i forhold til den produserte mengden. Dette er positivt ettersom det tilsier at Grieg Seafood klarer å oppnå en høyere pris enn det gjennomsnittlige nivået i markedet. Det er flere faktorer som kan ligge bak dette, eksempelvis en høyere kvalitet på produktet eller en kundegruppe som er villig til å betale et premium for å konsumere Grieg Seafood sine produkter. En utslagsgivende grunn for dette er nok at selskapet ikke fordeler volumet jevnt gjennom året, men holder heller gjerne igjen i perioder med lave laksepriser og selger mer i perioder med høye laksepriser.



Figur 22: Inntekt oversikt per produsert kg i bransjen

Grafen ovenfor utviklingen i inntekten over produsert kilo for Grieg og alle selskapene vi har valgt til bransjen. Vi ser at Grieg Seafood har prestert klart høyere enn resten av selskapene de siste 5 årene. Dette kan gi grunn til å tro at Grieg Seafood klarer å oppnå en høyere pris enn resten av bransjen eller er flinkere til å fordele volumet de produserer til å oppnå en høyest mulig gjennomsnittlig pris.

EBIT-margin



Figur 23: EBIT-margin for Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene

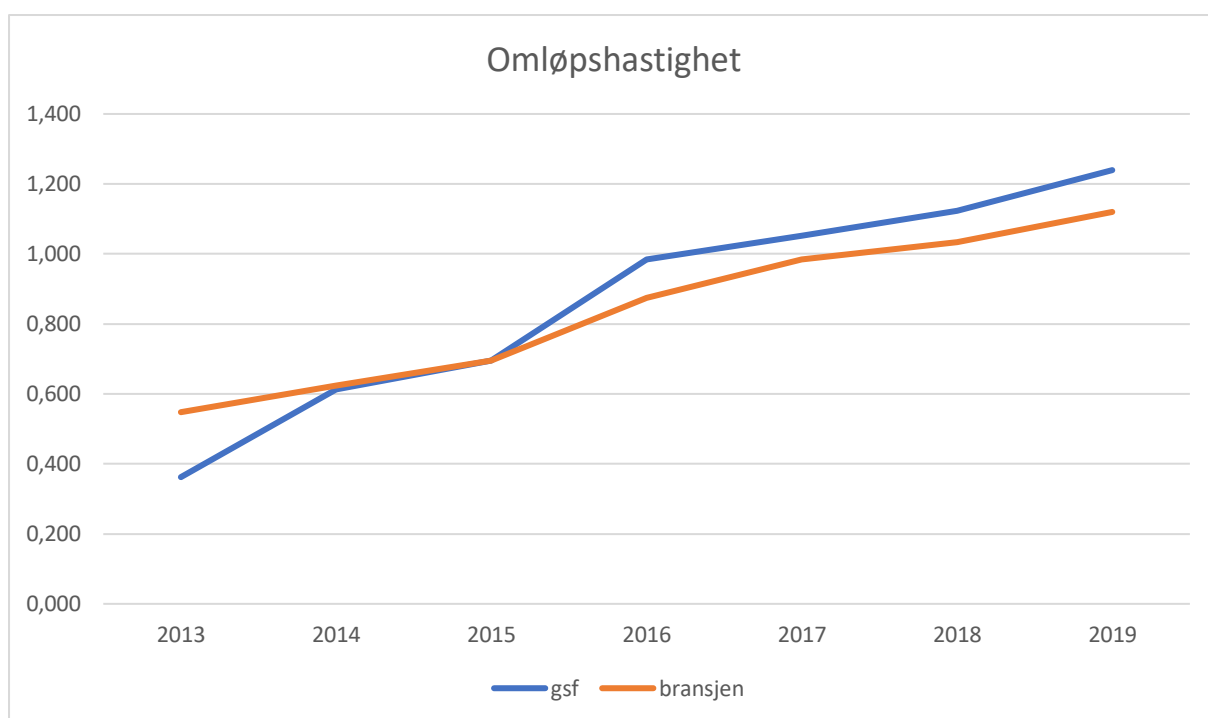
Fra grafen ovenfor ser vi at Grieg har vært blant de med lavest EBIT-margin gjennom hele perioden. Grieg Seafood opplevde en signifikant økning i driftsresultat i 2015 og har siden klart å bevare det høye nivået. Dette er grunnet en sterk økning i lakseprisen i 2015 og fra utviklingen i inntekt/produisert mengde har vi sett at selskapet har vært flink til å oppnå en høyere gjennomsnittlig pris enn resten av bransjen, noe som kan forklare hvorfor prisøkning var mer positiv for Grieg Seafood sitt driftsresultat enn resten av konkurrentene. Det er også viktig å legge merke til at EBIT-marginen til Grieg Seafood har vært svært volatil gjennom periode og volatilitet medfører ofte en økt risiko i økonomiske sammenhenger.

8.2 Omløpshastighet

Vi vil nå se på omløpshastigheten til selskapet gjennom analyseperioden. Omløpshastighet fungerer som et effektivitetsmål som gir oss en innsikt i hvor effektivt selskapet bruker kapitalen sin og selskapets evne til å skape verdi gjennom driften. Nedenfor ser vi formelen for å beregne omløpshastighet.

$$\text{Omløpshastighet} = \frac{\text{Omsetning}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Formel 21: Formel for beregning av omløpshastighet



Figur 24: Utviklingen av omløpshastigheten i bransjen fra 2013 til 2019

Vi ser at både bransjen og Grieg Seafood har hatt en stabil og positiv økning i omløpshastigheten på kapitalen. Vi ser at nok en gang passerer Grieg Seafood bransjesnitt i 2015, noe som har vært et resultat av selskapets evne til å oppnå en høyere pris i markedet og øke omsetningen sin. Nedenfor ser vi omløpshastigheten til Grieg Seafood og bransjens netto driftseiendeler.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsrelatert arbeidskapital effektivitet	0.68	0.47	0.41	0.39	0.40	0.47	0.34
Netto driftsrelatert anleggsmidler effektivitet	0.73	0.50	0.48	0.30	0.33	0.36	0.41
Omløpshastighet netto driftseiendeler	0.71	1.03	1.13	1.43	1.37	1.21	1.33

Tabell 48: Tabell over omløpshastigheten til netto driftseiendelene til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
gsf	0.362	0.613	0.695	0.984	1.051	1.124	1.239
bransjen	0.548	0.624	0.695	0.874	0.985	1.034	1.120

Tabell 49: Omløpshastighet til Grieg Seafood og bransjen

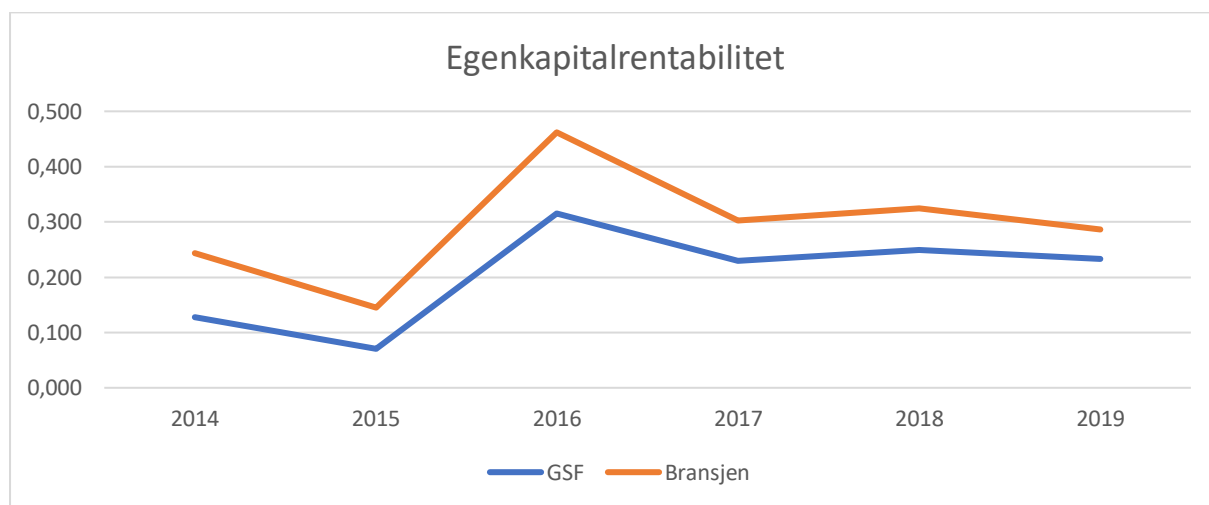
Vi ser en sterk voksende trend i forholdstallet som har gått fra 71% til 133% fra starten til slutten av analyseperioden. Dette henter til en bedre kapitalutnyttelse.

8.3 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er et resultatmål som viser oss hvilken avkastning investorene kan få på den investerte kapitalen sin. Vi benytter formelen nedenfor for å beregne rentabiliteten på egenkapital og benytter tallene fra det omgrupperte regnskapet.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Netto resultat til EK}}{\text{EKt} - 1 + \frac{\Delta\text{EK} - \text{Netto resultat til EK}}{2}}$$

Formel 22: Formel for beregning av egenkapitalrentabilitet



Figur 25: Egenkapitalrentabilitet fremstilling for bransjen og Grieg Seafood

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %
GSF	0.128	0.070	0.315	0.229	0.249	0.233
Bransjen	0.244	0.145	0.462	0.303	0.325	0.286
Tidsvektet	0.227					

Tabell 50: Tidsvektet snitt av egenkapitalrentabilitet til Grieg Seafood

Vi ser at hele bransjen har vært svært lønnsom gjennom hele perioden og spesielt etter 2015 når som en følge av økningen i lakseprisen. Det er dog bekymringsverdig å se at Grieg Seafood har prestert på et lavere nivå enn bransjesnittet gjennom hele perioden. Dette stemmer overens med den strategiske analysen som viste at Grieg Seafood ikke har noe intern ressursfordel som kan bidra til at selskapet kan skape en avkastning som er høyere enn bransjen.

8.4 Residualinntekt (strategisk fordel)

For å få en bedre forståelse av den historiske egenkapitalrentabilitet, er det viktig å evaluere avkastningen med det historiske egenkapitalkravet som hører til. Dette er viktig ettersom egenkapitalkravet tar hensyn til risikoen i driften og forteller oss hvordan selskapet eller bransjen presterer i forhold til kravet til investorene. Differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet er ofte referert til som strategisk fordel eller superrentabilitet. Dersom selskapet har en positiv superrentabilitet, altså en rentabilitet som er høyere enn kravet, indikerer det at selskapet klarer å skape en høyere avkastning enn resten av markedet gitt det risikonivået. Denne superrentabilitet oppstår dersom selskapet har en strategisk fordel. Denne strategiske fordel kan være et resultat av bransjespesifikke faktorer, overlegne interne kapabiliteter eller en variasjon av begge. Nedenfor ser vi superrentabiliteten til selskapet gjennom analyseperioden.

GSF	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %
Ekr	0.128	0.070	0.315	0.229	0.249	0.233
Ekk	0.071	0.061	0.059	0.062	0.064	0.060
SF	0.057	0.009	0.257	0.167	0.185	0.173
tidsvektet snitt	0.165					

Tabell 51: Strategisk Fordel for Grieg Seafood

Vi ser at selskapet har hatt en strategisk fordel gjennom hele analyseperioden, med en særlig stor økning fra 2015 og utover. Med dette får vi et tidsvektet snitt på 16,5%, noe som er veldig positivt for en enhver virksomhet. Det er viktig å dekomponere den strategiske fordel i bransjefordel og intern ressursfordel ettersom lønnsomhet driverne enten kan være felles for alle aktørene i bransjen eller unike til selskapet. Dette har vi valgt å gjøre videre.

8.4.1 Bransjefordel

For å finne bransjefordelen, må vi trekke bransjen egenkapitalkrav fra bransjen egenkapitalrentabilitet. Som nevnt tidligere er denne strategiske fordelen felles for alle aktørene i bransjen.

Bransjen	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %
Ekr-B	0.244	0.145	0.462	0.303	0.325	0.286
Ekk-B	0.064	0.055	0.052	0.055	0.058	0.054
SF-B	0.180	0.090	0.410	0.248	0.267	0.232
tidsvektet snitt	0.254					

Tabell 52: Bransjefordel med tidsvektet snitt i perioden 2013 til 2019

Vi ser at bransjefordelen har vært høy gjennom hele perioden med et tidsvektet gjennomsnitt på 25,4%, noe som stemmer godt overens med vår strategiske analyse. Fra makroanalysen så vi at det er en høy global etterspørsel etter laks som bare vil øke med en økende verdensbefolkning, og spesielt en økende middelklasse. Konkurranseskraftene er moderate i bransjen, noe som reduserer behovet for priskriger eller forsøk på å ta markedsandeler fra andre aktører. De etablerte selskapene i oppdrettsbransjen bruker masse penger på konsesjoner og utstyr som ikke egner seg for noe annet enn oppdrett. Dette er med på å øke inngangsbarrierene og utgangsmuligheter. At bransjefordelen er så høy er også bekymringsverdig ettersom den er høyere enn den strategiske fordelen. Dette betyr at Grieg Seafood ikke har kapitulert lønnsomheten i bransjen og vil slite med å prestere på et nivå som er høyere enn sine konkurrenter.

8.4.2 Ressursfordel

En ressursfordel oppstår dersom selskapet har interne ressurser som gir dem en fordel som resten ikke har eller har i en mindre grad. Ressursfordelen kan beregnes på to måter: ressursfordel 1 ser på forskjellen mellom egenkapitalrentabiliteten til selskapet og bransjen, mens ressursfordel 2 ser på forskjellen mellom egenkapitalkravet til selskapet og bransjen.

Ressursfordel 1

Ressursfordel 1	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %
Ekr-GSF	0.128	0.070	0.315	0.229	0.249	0.233
Ekr-Bransjen	0.244	0.145	0.462	0.303	0.325	0.286
SF	-0.116	-0.075	-0.147	-0.074	-0.076	-0.053
tidsvektet snitt	-0.082					

Tabell 53: Ressursfordel 1 med tidsvektet snitt for perioden 2013 til 2019

Tabellen ovenfor viser at Grieg Seafood har hatt en negativ ressursfordel gjennom hele analyseperioden, med spesielt lave prestasjoner i år 2014 og 2016. Dette stemmer godt overens med VRIO-analysen, som skal se på effektiviteten innad i selskapet relativt til selskapets konkurrenter. Vi så at ingen av de interne ressursene som Grieg Seafood besitter kunne bidra til å skape et konkurransefortrinn. Det er dog positivt å se at den strategiske ulempen har falt med en jevn utvikling fra 11,6% i starten av perioden til 5,3% i slutten av perioden. Dette indikerer at Grieg Seafood forbedrer sine interne prosesser og har økt evne til å skape en god lønnsomhet.

Ressursfordel 2

Ressursfordel 2 ser på forskjellen mellom avkastningskravet til selskapet mot bransjen. Et høyere krav er ofte et resultat av høyere risiko i driften.

ressursfordel 2	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %
Ekk-Bransjen	0.064	0.055	0.052	0.055	0.058	0.054
Ekk-GSF	0.071	0.061	0.059	0.062	0.064	0.060
SF	-0.006	-0.006	-0.006	-0.006	-0.006	-0.006
tidsvektet snitt	0.0065					

Tabell 54: Ressursfordel 2 med tidsvektet snitt for perioden 2013 til 2019

Ettersom Grieg Seafood og de utvalgte selskapene i bransjen driver mer eller mindre med den samme typen virksomhet, forventes det at driftskravene skal være nokså like. Vi ser at selskapet

har likevel hatt en kravulempe på 0,6% gjennom hele perioden. Noe som tilsier en økt risiko i driften til Grieg Seafood relativt til bransjen. Denne ulempen er dog så marginal at den ikke bør heve noen røde flagg.

8.5 Oppsummering av strategisk fordel

Nedenfor ser vi oversikten over den dekomponerte strategiske fordelen til Grieg Seafood.

Oppsummering SF	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %
Bransjefordel	0.180	0.090	0.410	0.248	0.267	0.232
Resursfordel 1	-0.116	-0.075	-0.147	-0.074	-0.076	-0.053
resursfordel 2	-0.006	-0.006	-0.006	-0.006	-0.006	-0.006
SF	0.057	0.009	0.257	0.167	0.185	0.173
Tidsvektet snitt	0.165					

Tabell 55: Oversikt over den dekomponerte strategiske fordelen

Vi ser som sagt at den Grieg Seafood har hatt en strategisk fordel gjennom hele perioden, noe som ikke er overraskende gitt funnene fra den strategiske analysen. Vi ser bransjefordelen er den største driveren for en positiv residulinntekt, mens de interne ressurstilstandene har vært negative og redusert den totale fordelen.

9. Fremtidsregnskap

I løpet av dette delkapittelet skal vi ta for oss de forskjellige postene i det omgrupperte regnskapet fra regnskapsanalysen og estimere utviklingen på som kan forventes i fremtiden. Innblikket fra lønnsomhetsanalysen vil være et sentralt grunnlag i våre videre estimeringer, ettersom flere av postene vil ta utgangspunkt i selskapets driftsinntekter. Estimatenes vi kommer frem til i dette kapittelet vil bli presentert avslutningsvis i et fremtidig resultatregnskap, balanse og kontantstrømoppstilling som vil videre danne grunnlaget for verdsettelsen i kapittel 11.

9.1 Driftsinntekter

Den fremtidige utviklingen til Grieg Seafood sine driftsinntekter vil i stor grad være avhengig av veksten i bransjen og utviklingen i lakseprisen. Dersom bransjen vokser, er det en lavere grad med konkurranse om markedsandeler og selskapene vokser i tråd med produksjonsnivået, gitt at etterspørselen er til stede. I ekstern analysen så vi at det er gode grunner for å forvente en økning i etterspørsel fremover. Faktorer som forårsaker dette er blant annet en økende verdensbefolkning som trenger å tilfredsstille sitt matbehov, en økning i middelklassen i fremvoksende markeder og forventede teknologiske fremskritt som vil effektivisere produksjon og lette på de biologiske utfordringene bransjen står ovenfor i dag. Et selskap vil dog alltid være begrenset av veksten i verdensøkonomien på lang sikt ettersom en vekst høyere enn veksten i verdensøkonomien på lang sikt vil føre til at selskapet tar over markedsandeler i uendelig tid og utgjøre verdensøkonomien, noe som er uaktuelt.

Grieg Seafood har som mål å produsere 100 000 tonn og en ytterligere produksjonsvekst til 150 000 tonn i 2025. For å sette dette i perspektiv, var produksjonen på 83 000 tonn i 2019. Dette viser at selskapet har betydelige vekstintensjoner med tanke på de har satt seg som mål og tilnærmet doble produksjonsnivå på de neste årene. Grieg Seafood virker derfor godt posisjonert til å vokse og med selskapets evne til å oppnå en høyere gjennomsnittlig pris enn resten av bransjen jamfør funnene i delkapittel 8.1.2, er det fornuftig å forvente en økning i driftsinntektene. Selv om selskapet ser ut til å mangle interne ressurser som kan gi dem et konkurransefortrinn, har de fremdeles en tilstedeværelse i de største produksjonsregionene og etablerte nok i sine posisjoner til å tilpasse produktene til kundegruppene sine.

9.1.1 Inntektsestimering

Vi har valgt å utgangspunkt i fjorårets inntektsnivå for å finne veksten i driftsinntekten i det første estimerte året. Dette gjør vi ved å forutsette at Grieg Seafood når sitt produksjonsmål for 2020 på 100 000 tonn og estimere veksten i driftsinntektene fra 2019 til 2020 ved å sette den lik veksten i inntektene med fast pris. På denne måten nøytraliserer vi usikkerheten i svingningene i lakseprisen og finne en vekst som kun stammer fra økningen i produksjon. Vi øker lakseprisen videre med inflasjonen og antar dermed at den ikke blir dyrere relativt til andre varer.

Kort sikt

COVID-19 tiltakene har ført til at etterspørselen etter laks har blitt rammet hardt i starten 2020 på grunn en midlertidig stenging av restauranter og hoteller og ytterligere dyre luftfraktpriser. Dette har blitt noe motvirket av en økt etterspørsel fra dagligvarebutikker. Dette har derimot vist seg å være en midlertidig tilbakegang, ettersom flere meglerhuset spår høye lakseprisen på kort sikt. Vi har valgt å benytte meglerhuset Pareto Securities sin estimering på lakseprisen i 2020 på kr 55 og ser at veksten i faste priser i 2020 vil ligge på 16%. Dette anser vi som en realistiskvekst og velger å bruke denne veksten for det første året. Videre forventer Pareto Securities en økning i den gjennomsnittlige lakseprisen per kilo i både 2021 og 2022 (NTB 2020). Årsaken til at analytikerne tror på fortsatt vekst, er at de regner med vekst i både tilbud og etterspørsel, men at veksten i tilbud blir lavere, noe som presser prisen opp (NTB 2020). Vi forutsetter også at Grieg Seafood når sitt mål om et slaktevolum på 150000 tonn i 2025 og setter veksten i driftsinntektene lik veksten i inntektene med faste priser frem til 2022. Dette gir oss en vekst på 11% i 2021 og 10% i 2022, noe som virker rimelig med tanke på den planlagte økningen i produksjonen. Dette gir oss en vekst på 11% i 2021 og 10% i 2022, noe som virker rimelig med tanke på den planlagte økningen i produksjonen.

Lang sikt

En stor periode med vekst reduserer ofte veksten i perioden som kommer. Dette er ofte tilfelle for aktører i oppdrettsbransjen ettersom langsiktig vekst er betinget på konsesjoner. I 2019 hadde Grieg Seafood en produksjonskapasitet på 147 068 tonn (Grieg Seafood 2019) og et slaktevolum i underkant av 83 000. Dette er kapasitetsutnyttelse på magre 56,4%

En stor periode med vekst reduserer ofte veksten i perioden som kommer. Dette er ofte tilfelle for aktører i oppdrettsbransjen ettersom langsiktig vekst er betinget på konsesjoner. I 2019 hadde Grieg Seafood en produksjonskapasitet på 147 068 tonn (Grieg Seafood 2019) og et slaktevolum i underkant av 83 000. Dette er kapasitetsutnyttelse på magre 56,4%. Vi vet dette er grunnet biologiske utfordringer og begrensende mulighet for å øke produksjon grunnet trafikklyssystemets begrensinger. Det siste året i budsjetteringsperioden vil representere den en «steady state» i oppdrettsbransjen hvor vi anser en gjennomsnittlig vekst på 3% som rimelig. Vi antar følgelig at noe av den sterke veksten fra den forrige perioden vil avta på mellomlang sikt og gå mot normalnivået på lang sikt som kun tar effekt i siste året av budsjettperioden vår. Vi har tatt en skjønnsmessig vurdering og valgt å redusere den sterke veksten fra den korte sikten til mellom lang sikt med 40% og redusere den jevnlig mot normalnivået på 3%. Nedenfor ser vi de estimerte driftsinntektene.

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Inntekt i faste priser	4 729 404	5 476 152	6 086 922	6 724 807	7 390 782	8 085 853	8 811 059	9 567 471
Vekst	8 %	16 %	11 %	10 %	10 %	9 %	9 %	9 %
Menge: Slakte TONN	82 972	99 566	107 972	116 378	124 783	133 189	141 594	150 000
Vekst	12 %	20 %	6 %	12 %	9 %	9 %	8 %	6 %
Inntekt	8 273 592	9 597 367	10 653 077	11 718 385	12 421 488	13 042 562	13 694 690	14 105 531
Vekst	10 %	16 %	11 %	10 %	6 %	5 %	5 %	3 %
Laksepriser	57	55.00	56.38	57.78	59.23	60.71	62.23	63.78
Inflasjon	2.5 %							

Tabell 56: Fremtidige driftsinntekter for Grieg Seafood ASA i perioden 2020 til 2026

9.2 Netto driftseiendeler

Etter å ha estimert de fremtidige driftsinntektene, har vi nå muligheten til å beregne selskapets netto driftseiendeler ved å estimere omløpshastigheten til Grieg Seafood sine netto driftseiendeler. Dette gjør vi ved å bruke den følgende formelen

$$Netto\ driftseiendeler_{t-1} = \frac{driftsinntekter_t}{onde_t}$$

Formel 23: Formel for Netto driftseiendeler

Fra kapittel 8.2 så vi at Onde-raten til Grieg Seafood har vært høyere enn bransjen med en verdi på 1,33 i 2019 mot bransjenivået på 1,12. Videre er det få signifikante tegn på at Grieg Seafood burde ha omløpshastigheten på et høyere nivå enn bransjen. Den strategiske analysen vår tilsier heller ikke at Grieg Seafood har en evne til å utnytte sine driftseiendeler bedre enn konkurrentene sine. Grieg Seafood ser derimot ut til å oppnå en høyere pris enn resten av konkurrentene sine, noe som kan øke forholdstallet til Onde ettersom økningen i driftsinntektene ikke nødvendigvis medfører en økning i netto driftseiendeler. Vi tolker det slikt at omløpshastighetsforholdet til Grieg Seafood er kunstig høyt og mener det burde konvergere mot bransjenivå utover budsjetteringsperioden. Dette gjør vi ved å ta utgangspunkt i Omløpshastigheten i 2019 på 1,33 og reduserer det jevnlig slikt at det er på bransjenivået på 1,15 ved slutten av budsjetteringsperioden. Dette forholdstallet vil deles på de estimerte driftsinntektene for å finne verdien på de årlige netto driftseiendelene.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Driftsinntekt t+1	10 653 077	11 718 385	12 421 488	13 042 562	13 694 690	14 105 531	14 528 697
/ Onde fast pris t+1	1.32	1.28	1.25	1.22	1.20	1.17	1.15
= Netto Driftseiendeler t	8 070 513	9 154 988	9 937 190	10 690 625	11 412 242	12 056 009	12 633 650

Tabell 57: Grieg Seafoods netto driftseiendeler i perioden 2020 til 2026

9.3 Netto driftsmargin

Driftsmarginen, som er lik prosentandelen driftsresultatet utgjør av salgsinntektene skal fastsettes ved å estimere den fremtiden netto driftsmarginene med utgangspunkt i funn fra våre tidligere analyser.

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{netto driftsmargin}_t * \text{driftsinntekter}_t$$

Formel 24: Formel for beregning av netto driftsresultat

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
MOWI	0.167	0.167	0.111	0.199	0.217	0.197	0.174	0.176
NRS	0.118	0.094	0.075	0.246	0.047	0.136	0.237	0.136
SALMAR	0.317	0.178	0.163	0.283	0.216	0.315	0.211	0.240
LSG	0.184	0.088	0.100	0.197	0.099	0.181	0.093	0.135
GSF	0.227	0.042	-0.002	0.238	0.114	0.170	0.102	0.127
gjennomsnitt	0.197	0.132	0.112	0.231	0.145	0.208	0.179	0.172

Tabell 58: Historiske EBIT-margin for Grieg Seafood og bransjen

De historiske tallene viser at selskapets og bransjens netto driftsmargin har vært svært volatil i analyseperioden hvor Grieg Seafood har hatt en betydelig lavere tidsvektet snitt på 12,7% mot bransjens 17,2%. Fra lønnsomhetsanalysen så vi at Grieg Seafood har hatt en ressursulempe igjennom store deler av perioden, så at deres gjennomsnittlige driftsresultat har vært lavere enn bransjen er ventet. Grieg Seafood har derimot visst at de har en evne til å oppnå en høy pris i markedet relativt til bransjen, så denne ressursulempen stammer fra kostnadssiden innad i selskapet. Den norske kronen har blitt sveket betydelig som følge av COVID-19 tiltakene og kommer til å være en positiv faktor for Grieg Seafood sine utenlandske lokasjoner på kort sikt. Videre viste svingningene i driftsresultat å være positivt korrelert med svingningene i lakseprisene hvor den høyeste økningen tok sted etter økningen i lakseprisen mellom 2015 og 2016. Her gikk EBIT marginen fra -0,2% til 23,1% som vist i tabellen ovenfor.

Med bakgrunn i en driftsmargin på 10,2 % i 2019, positive prognoser av lakseprisen og bransjen generelt på kort sikt har vi tatt en skjønnsmessig vurdering og økt driftsmarginen til Grieg Seafood til 12% i 2020 og 2021.

På mellomlangt sikt forventer vi ikke at driftsmarginen fortsetter å holde seg et så høyt nivå. Som nevnt tidligere pleier en periode med høy vekst å redusere vekst i neste periode hvor de økonomiske variablene konvergerer mot et normalnivå. Meglerhuset Pareto Securities anslo en høy laksepris frem til 2022 og vi tolker det at perioden som følger kommer til å bli preget av redusert vekst. Økningen i produsert mengde vil derimot heve noe av inntektsveksten som går bort som følge av lavere og stabiliserende laksepriser. Dermed setter vi driftsmarginen i 2022 fra 12% til 9% og reduserer den jevnlig videre til 7% som vi mener vil representere et realistisk normalnivå.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Driftsinntekter t	9 597 367	10 653 077	11 718 385	12 421 488	13 042 562	13 694 690	14 105 531
* Netto driftsmargin t	0.12	0.12	0.09	0.08	0.07	0.07	0.07
= Netto driftsresultat t	1 151 684	1 278 369	1 054 655	993 719	912 979	958 628	987 387

Tabell 59: Driftsmargin og driftsresultat for Grieg Seafood i budsjettperioden

9.4 Netto finansiell gjeld og eiendeler

Formlene for å estimere selskapets netto finansielle gjeld og finansielle eiendeler er presentert nedenfor. Differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler utgjør netto finansiell gjeld.

$$\begin{aligned} \text{Finansiell gjeld}_t &= \text{finansiell gjeldsdel}_t * \text{netto driftseiendel}_t \\ \text{Finansielle eiendeler}_t &= \text{finansiell eiendel}_t * \text{netto driftseiendel}_t \end{aligned}$$

Formel 25: Formler for beregning av Finansiell gjeld og finansielle eiendeler

Grieg Seafood har hatt en interessant utvikling i deres finansielle gjeldsdel som var stabil rundt 50% før et betydelig fall fra 55% i 2015 til 41% i 2016. Siden har selskapet hatt et stabilt nivå på 40%. En typisk finansiell gjeldsdel på Oslo børs er rundt 50%, ettersom en jevn kapitalstruktur ofte viser seg å være gunstig. Oppdrettsnæringen er dog en mer syklisk bransje ettersom veksten i bransjen har vist seg å være sterkt korrelert med en volatil laksepris. Dette medfører et høyere risiko som gjør gjeld mindre attraktiv siden selskapet vil sitte på en større del av risikoen. Med dette som grunnlag, blir det lite hensiktsmessig å benytte markedssnittet. Dermed velger vi å estimere Grieg Seafood sitt fremtidige finansielle gjeldsdel ut ifra bransjesnittet. Vi har regnet ut den gjennomsnittlige finansielle gjeldsdel for de sammenlignbare selskapet og fått et tidsvektet snitt på 40%. Ettersom vi forventer en betydelig vekst for Grieg Seafood i 2020 velger å sette det finansielle gjeldsdelen lik gjennomsnittet i analyseperioden på 44% og konvergere den jevnt mot bransjesnittet på 40% som vi anser som et rimelig nivå i en «steady state» for bransjen.

De finansielle eiendelene har typisk vært lave for Grieg Seafood og resten av bransjen i løpet av analyseperioden. Dette er et resultat av at bransjen har vært i en vekstperiode og har trengt å allokere kapitalen sin effektivt for å vokse og det betyr at kontantbeholdninger og finansielle eiendeler er lave i denne perioden. Det gjennomsnittlige nivået for Grieg Seafood har vært 5,9% prosent i perioden. Den forventede veksten på kort sikt vil holde dette nivået lavt og dermed har vi valgt å starte budsjett perioden med et nivå på 4% og øke den jevnlig til et nivå på 7% som vi anser som en rimelig «steady state» for denne posten.

		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
	Netto driftseiendeler	8 070 513	9 154 988	9 937 190	10 690 625	11 412 242	12 056 009	12 633 650
	Finansiell gjeldsdel	0.44	0.43	0.43	0.42	0.41	0.41	0.40
=	Finansiell gjeld	3 551 026	3 967 162	4 239 868	4 490 062	4 717 060	4 902 777	5 053 460
	Netto driftseiendeler	8 070 513	9 154 988	9 937 190	10 690 625	11 412 242	12 056 009	12 633 650
	Finansiell eiendelsdel	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07
=	Finansielle eiendeler	322 821	411 974	496 860	587 984	684 735	783 641	884 355
=	Netto finansiell gjeld	3 228 205	3 555 187	3 743 008	3 902 078	4 032 325	4 119 137	4 169 104

Tabell 60: Netto finansiell gjeld for Grieg Seafood i periode 2020 til 2026

9.5 Netto finanskostnader og inntekter

Vi budsjetter netto finanskostnader for Grieg Seafood som differansen mellom finanskostnadene og finansinntektene. Finanskostnadene setter vi lik rentene på den finansielle gjelden og finansinntekten lik finansiell eiendelrentabiliteten. Vi forutsetter effektive finansielle markeder i budsjettperioden og setter gjeldsrenten lik gjeldskravet og finansiell eiendelrentabiliteten lik finansielt eiendelskrav. Dette er fordi det ikke er noe tegn for at Grieg Seafood har en evne til å få en meravkastning på sine finansielle eiendeler enn markedet på samme risikonivå. Nedenfor ser vi de estimerte netto finanskostnadene for Grieg Seafood. Vi setter kravene til gjeldsrenta og eiendelene lik nivået i 2019 og konvergerer dem mot gjennomsnittet regnet ut i kapittel 7.

$$\text{Netto finanskostnader}_t = \text{finansiell gjeldsrente}_t * \text{finansiell gjeld}_{t-1}$$

$$\text{Netto finansinntekter}_t = \text{finansiell eiendelsrentabilitet}_t * \text{finansielle eiendeler}_{t-1}$$

Formel 26: Formler for beregning av netto finanskostnader og netto finansinntekter

		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
	Finansiell gjeld t-1	2 322 332	3 551 026	3 967 162	4 239 868	4 490 062	4 717 060	4 902 777
	Finansiell gjeldsrente t	0.016	0.016	0.020	0.020	0.023	0.027	0.031
=	Nettofinanskostnad t	36 228	55 396	77 360	82 677	105 067	128 776	152 967
	Finansielle eiendeler t-1	217 627	322 821	411 974	496 860	587 984	684 735	783 641
	Finansiell eiendelsrentabilitet t	0.0197	0.0227	0.0257	0.0291	0.0321	0.0352	0.0387
=	Netto finansinntekt t	4 289	7 335	10 603	14 437	18 884	24 090	30 300
=	Netto finanskostnad	31 939	48 061	66 757	68 241	86 183	104 686	122 666

Tabell 61: Estimerte netto finanskostnader for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

9.6 Budsjetterte minoritetsinteresser

Vi så fra kapittelet om de historiske avkastningskravene at minoritetskravet til Grieg Seafood er høyere enn egenkapitalkravet, noe som fører til en økt kapitalkostnad. Det er dermed praktisk for Grieg Seafood å holde minoritetsandelen så lav som mulig. Dette har selskapet allerede gjort gjennom analyseperioden. Vi har derfor valgt å sette minoritetsdelen lik det gjennomsnittlige nivået 0,83%. Dette gjennomsnittet ekskluderer år 2013 ettersom selskapet ikke hadde noen minoritetsinteresser det året.

		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
	Netto driftseiendeler t	8 070 513	9 154 988	9 937 190	10 690 625	11 412 242	12 056 009	12 633 650
*	Minoritetsdel t	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083
=	Minoritetsinteresser t	66 985	75 986	82 479	88 732	94 722	100 065	104 859

Tabell 62: Estimerte minoritetsinteresser for Grieg Seafood i budsjettperioden 2020 til 2026

I løpet av analyseperioden har vi sett at minoritetsrentabiliteten har vært langt større enn minoritetskravet. Dette tyder på at minoritetsinteressene blir noe undervurdert i regnskapet. Dette er noe vi forutsetter at Grieg Seafood kommer til å jobbe mot å redusere og drive minoritetsrentabiliteten mot nivået på minoritetskravet. Vi forventer fremdeles en strategisk fordel for minoritetene og da en «steady state» rentabiliteten som fremdeles vil være høyere enn kravet. Vi tar en skjønsmessig vurdering å sette et normalnivå på rentabiliteten lik 14%, noe som tilsvarer en strategisk fordel på i underkant av 7%. Vi setter minoritetsrentabiliteten i 2020 lik nivået i 2019 på 44,84% og fører en lineær reduksjon til normalnivået på 14% i slutten av perioden.

		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
	Minoritetsinteresser t-1	56 632	66 985	75 986	82 479	88 732	94 722	100 065
*	Minoritetsrentabilitet t	0.404	0.360	0.316	0.272	0.228	0.184	0.140
=	Netto minoritetsresultat t	22 899	24 134	24 029	22 448	20 241	17 434	14 009

Tabell 63: Estimert netto minoritetsresultat for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

9.7 Presentasjon av fremtidsregnskap

Vi har nå funnet alle variablene nødvendig for å sette opp det fremtidige resultatregnskapet, balansen og kontantstrømpoppstillingen. Disse finansielle rapportene vil bli benyttet for å finne aksjeprisen i kapittel 11.

9.7.1 Fremtidsresultat

Vårt estimerte resultatregnskap er følgende

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Driftsinntekter	10 653 077	11 718 385	12 421 488	13 042 562	13 694 690	14 105 531	14 528 697
Netto driftsresultat	1 151 684	1 278 369	1 054 655	993 719	912 979	958 628	987 387
+ Netto finansinntekt	4 289	7 335	10 603	14 437	18 884	24 090	30 300
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 155 973	1 285 704	1 065 257	1 008 156	931 863	982 718	1 017 688
- Netto finanskostnad	31 939	48 061	66 757	68 241	86 183	104 686	122 666
- Netto minoritetsresultat	22 899	24 134	24 029	22 448	20 241	17 434	14 009
= Nettoresultat til egenkapital	1 101 135	1 213 509	974 471	917 466	825 439	860 598	881 012
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	1 101 135	1 213 509	974 471	917 466	825 439	860 598	881 012
- Netto betalt utbytte	409 918	465 017	386 582	329 355	240 059	308 985	358 134
= Endring i egenkapital	691 217	748 492	587 889	588 111	585 380	551 613	522 878

Tabell 64: Estimert av endringen i Grieg Seafood sin egen kapital

Tabellen ovenfor viser det estimerte fremtidsregnskapet til Grieg Seafood utover budsjettperioden. Vi har ikke inkludert unormale poster ettersom vi ikke finner tilstrekkelig som indikere at de bør innarbeides i det kortsiktige fremtidsregnskapet. Alle postene er beregnet i det forgående kapitlet for utenom netto utbetalt utbytte som settes residualt lik differansen mellom det fullstendige netto resultatet og endringen i egenkapital. Til tross for vekst i driftsinntektene og driftsmarginen gjennom hele perioden, ser vi et minkende nettoresultat utover budsjettperioden. Dette er grunnet avtagende vekst i driftsinntektene som forventes å oppleve den største veksten på kort sikt. Videre ser vi et relativt stabilt netto resultat til sysselsatt kapital på lang og mellomlang sikt.

9.7.2 Fremtidsbalanse

Nedenfor er den endelige fremtidsbalansen til Grieg Seafood presentert i både sysselsatt og netto driftskapital. Alle tallene er beregnet i det forgående kapittelet for utenom egenkapitalen som settes lik årets endring i egenkapital pluss egenkapitalen fra det forgående året.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Netto driftseiendeler	8 070 513	9 154 988	9 937 190	10 690 625	11 412 242	12 056 009	12 633 650
+ Finansielle eiendeler	322 821	411 974	496 860	587 984	684 735	783 641	884 355
= Sysselsatte eiendeler	8 393 333	9 566 963	10 434 050	11 278 609	12 096 976	12 839 650	13 518 005
Egenkapital	4 775 322	5 523 815	6 111 703	6 699 815	7 285 195	7 836 808	8 359 686
+ Minoritetsinteresser	66 985	75 986	82 479	88 732	94 722	100 065	104 859
+ Finansiell gjeld	3 551 026	3 967 162	4 239 868	4 490 062	4 717 060	4 902 777	5 053 460
= Sysselsatt kapital	8 393 333	9 566 963	10 434 050	11 278 609	12 096 976	12 839 650	13 518 005

Tabell 65: Grieg Seafood sitt sysselsatt kapital estimat for perioden 2020 til 2026

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Netto driftseiendeler	8 070 513	9 154 988	9 937 190	10 690 625	11 412 242	12 056 009	12 633 650
Egenkapital	4 775 322	5 523 815	6 111 703	6 699 815	7 285 195	7 836 808	8 359 686
+ Minoritetsinteresser	66 985	75 986	82 479	88 732	94 722	100 065	104 859
+ Netto finansiell gjeld	3 228 205	3 555 187	3 743 008	3 902 078	4 032 325	4 119 137	4 169 104
= Netto driftskapital	8 070 513	9 154 988	9 937 190	10 690 625	11 412 242	12 056 009	12 633 650

Tabell 66: Grieg Seafood sitt estimat for netto driftskapital for perioden 2020 til 2026

9.7.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Avslutningsvis er den fremtidige fri kontantstrømmen presentert nedenfor.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Netto driftsresultat	1 151 684	1 278 369	1 054 655	993 719	912 979	958 628	987 387
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	1 825 071	1 084 475	782 202	753 435	721 617	643 767	577 640
= Fri kontantstrøm fra drift	-673 387	193 894	272 452	240 285	191 362	314 861	409 747
+ Netto finansinntekter	4 289	7 335	10 603	14 437	18 884	24 090	30 300
+ Unormal netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	105 194	89 154	84 885	91 125	96 750	98 906	100 715
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-774 291	112 075	198 170	163 596	113 496	240 045	339 333
- Netto finanskostnad	36 228	55 396	77 360	82 677	105 067	128 776	152 967
+ Endring i finansiell gjeld	1 228 694	416 136	272 706	250 195	226 998	185 717	150 683
- Netto minoritetsresultat	22 899	24 134	24 029	22 448	20 241	17 434	14 009
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser		9 001	6 492	6 254	5 989	5 343	4 794
= Fri kontantstrøm til egenkapital	395 275	457 682	375 980	314 919	221 175	284 895	327 834

Tabell 67: Grieg Seafood sine estimater for fri kontant strøm til egenkapital for perioden 2020 til 2026

Vi ser at selskapet starter budsjettperioden med en negativ kontantstrøm fra drift som videre fører til en negativ kontantstrøm til egenkapitalen. Dette skyldes store budsjetterte investeringer i starten av perioden. Grieg Seafood har satt seg et mål om å tilnærme doble slaktevolumet sitt fra i underkant av 83 000 tonn i 2019 til 150 000 tonn i 2025. Dette vil kreve store investeringer i driftseiendeler som vil resultere i en negativ kontantstrøm fra drift. Etter det første året er budsjettert fortjeneste fra driften utover budsjettperioden.

10. Fremtidskrav

I dette kapitlet skal vi budsjettere de fremtidige kravene for Grieg Seafood. Vi begynner med å estimere variablene som er nødvendige for å finne kravet på egenkapitalen og minoritetene. Dette kapitlet vil være det siste steget før selve estimeringen av aksjeprisen på Grieg Seafood.

10.1 Krav til egenkapital og minoritet

I dette kapitlet skal vi stort sett følge de samme stegene vi brukte for å finne de historiske kravene. Som tidligere trenger vi å estimere viktige inputvariabler for å komme frem til disse kravene. Disse er risikofri rente, markedspremie, illikviditetspremie og egenkapitalbeta.

10.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten vi skal bruke i budsjettperioden vil være et resultat av at vi fremskriver den 10-årige norske statsobligasjonen som vi brukte for å finne det historiske nivået. Ettersom styringsrenten i Norge har vært usedvanlig, spesielt etter COVID-19 utbruddet som vi anser som en midlertidig hendelse, finner vi det hensiktsmessig å benytte det historiske nivået for å finne et normalisert anslag. Vi vil dog begynne budsjettperioden med anslagene til Norges Bank på kort sikt ettersom disse tar hensyn til hendelsene som har tatt sted og vil være realistiske anslag. Det årlige gjennomsnittet til den 10-årige statsobligasjonen var 1,49%, mens det gjennomsnittlige nivået fra 2000 til 2020 ligger på 4,21%. Vi har valgt å benytte snittet tilbake til kun 2000 ettersom vi mener at obligasjonsnivået i perioden før det vil være lite relevante. Våre estimater for risikofri rente er presentert nedenfor

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Gjennomsnittlig bankrating	A	A	A	A	A	A	A
Skattesats	22 %	22 %	22 %	21 %	21 %	21 %	20 %
10års statsobligasjon	1.88 %	2.27 %	2.66 %	3.05 %	3.43 %	3.82 %	4.21 %
- Kort kredittrisikopremie	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
= Risikofri rente før skatt	1.88 %	2.27 %	2.66 %	3.05 %	3.43 %	3.82 %	4.21 %
- Skatt	0.41 %	0.50 %	0.58 %	0.64 %	0.72 %	0.80 %	0.84 %
= Risikofri rente etter skatt	1.47 %	1.77 %	2.07 %	2.41 %	2.71 %	3.02 %	3.37 %

Tabell 68: Fremtidsestimert av risiko fri rente etter skatt for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

10.1.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien setter vi som konstant ettersom den beste predikasjonen for fremtiden er dagens nivå. Vi så fra undersøkelsen til PwC om risikopremien i markedet har vært meget stabilt gjennom analyseperioden og bruker det som en realistisk predikasjon for budsjetteringsperioden.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Markedsrisikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %

Tabell 69: Markedsrisikopremie etter estimater fra PWC

10.1.3 Egenkapitalbeta

Den estimerte driftsbetaen i til selskapet vil være uavhengig av kapitalstrukturen og videre gjeldsgraden. Egenkapitalbetaen derimot vil være avhengig av gjeldsgraden. Vi benytter formelen nedenfor til å beregne driftsbetaen

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK - MI}$$
$$\beta_{NDK} = \text{netto driftsbeta}$$
$$\beta_{NFG} = \text{netto finansiell gjeldsbeta}$$
$$EK = \text{egenkapital} \quad MI = \text{minoritet}$$
$$NFG = \text{netto finansiell gjeld}$$

Formel 27: Formel for beregning av egenkapital beta

Vi ser at driftsbetaen er stabil gjennom hele perioden som nevnt ovenfor. Egenkapitalbetaen derimot er påvirket og minker som et resultat av økningen i egenkapitalvekt.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Egenkapitalbeta	0.838	0.822	0.806	0.792	0.778	0.764	0.751
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0.592	0.603	0.615	0.627	0.638	0.650	0.662
Egenkapitalbeta	0.838	0.822	0.806	0.792	0.778	0.764	0.751
Minoritetsvekt (MI/NDK)	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083
Netto finansiell gjeldsbeta	0.0036	0.0036	0.0036	0.0036	0.0036	0.0036	0.0036
Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0.4000	0.3883	0.3767	0.3650	0.3533	0.3417	0.3300
Netto driftsbeta	0.504	0.504	0.504	0.504	0.504	0.504	0.504

Tabell 70: Egenkapitalbeta og netto driftsbeta for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

10.1.4 Egenkapital og minoritetskrav

Vi har nå beregnet de sentrale inputfaktorene for å finne kravet til egenkapital og minoriteten. Nedenfor er resultatene presentert nedenfor.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Risikofri rente etter skatt	1.47 %	1.77 %	2.07 %	2.41 %	2.71 %	3.02 %	3.37 %
Justert egenkapitalbeta	0.838	0.822	0.806	0.792	0.778	0.764	0.751
Markedsrisikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Egenkapitalkrav CAPM	5.65 %	5.88 %	6.10 %	6.36 %	6.60 %	6.84 %	7.12 %
Illikviditetspremie majoritet	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %
Egenkapitalkrav	6.15 %	6.38 %	6.60 %	6.86 %	7.10 %	7.34 %	7.62 %
Illikviditetspremie minoritet	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Minoritetskrav	7.15 %	7.38 %	7.60 %	7.86 %	8.10 %	8.34 %	8.62 %

Tabell 71: Egenkapital og minoritetskrav for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

Fra de historiske kravene så vi at risikofri rente har vært på et usedvanlig lavt nivå, noe som har vært på å redusere kravene ovenfor. Ettersom vi forventer en økning i renten i fremtiden, ser vi at kravene også øker i takt med risikofri rente. Økningen i egenkapitalvekten er også med på å presse begge kravene opp.

10.2 Finansielle krav

10.2.1 Syntetisk rating

Den syntetiske ratingen kommer vi frem til med samme fremgangsmåte som ved de historiske verdiene. Vi benytter den gjennomsnittlige ratingen til nøkkeltallene: Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Det omgrupperte regnskapet

er ikke detaljer nok til å beregne likviditetsgrad 1, dermed blir dette nøkkeltallet estimert basert på sin historiske verdi. Resten av nøkkeltallene blir estimert med budsjetterte verdier. Det tidsvektet snittet for likviditetsgrad 1 lå på 2,56 i bransjen og årets verdi for Grieg Seafood på 2,41. Vi estimerer de fremtidige verdiene av dette nøkkeltallet slik at Grieg Seafood konvergerer lineært mot bransjesnittet. Nedenfor ser vi resultatet av den estimerte syntetiske ratingen

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Likviditetsgrad 1	2.41	2.43	2.46	2.48	2.51	2.53	2.56
Rating	A	A	A	A	A	A	A
Rentedeckningsgrad	31.91	23.21	13.77	12.19	8.87	7.63	6.65
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0.57	0.58	0.59	0.59	0.60	0.61	0.62
Rating	A	A	A	A	A	A	A
Netto driftsrentabilitet	0.125	0.109	0.079	0.068	0.058	0.057	0.056
Rating	A	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittsrating	A	A	A	A	A	A	A

Tabell 72: Syntetisk rating av Grieg Seafood for perioden 2020 til 2026

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Det estimerte finansielle gjeldskravet blir beregnet med samme fremgangsmåte som ved sin historiske verdi. Vi summer risikofri rente og kredittrisikopremien for å finne det finansielle gjeldskravet.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Risikofri rente etter skatt	1.47 %	1.77 %	2.07 %	2.41 %	2.71 %	3.02 %	3.37 %
Langsiktig kredittrisikopremie	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
Finansielt gjeldskrav	2.47 %	2.77 %	3.07 %	3.41 %	3.71 %	4.02 %	4.37 %

Tabell 73: Finansiell gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

Som vi ser av tabellen ovenfor, får vi en jevn økning i det finansielle gjeldskravet gjennom budsjettperioden. Dette skyldes blant annet den forventede økningen i risikofri rente og usikkerhetene rundt tilstandene i fremtiden. Ettersom oppdrettsbransjen også er svært syklisk som et resultat av en volatil laksepris, vil långiverne tilegne en høyere kredittrisikopremie jo lenger frem i tid.

Finansiell gjeldsbeta

Tabellen nedenfor viser estimert finansiell gjeldsbeta for budsjettperioden. Det er generelt lite risiko assosiert med verdien av gjeld. Vi ser at variablene som benyttes her er tilnærmet standard og dette ser vi også i resultatet av verdien til den finansielle gjeldsbetaen.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Langsiktig kredittrisikopremie	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %
Markedsrisikopremie	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %
Markedsrisikodel	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %
Finansiell gjeldsbeta	0.0046	0.0046	0.0046	0.0046	0.0046	0.0046	0.0046

Tabell 74: Finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Vi benytter den samme fremgangsmåten som ved det historiske nivået. Vi bruker også hovedsakelig de historiske tallene for å finne kravet for de finansielle eiendelene i fremtiden. Vi konvergere kontantvekten fra nivået sitt i år til sitt gjennomsnittlige nivå gjennom analyseperioden, det samme gjør v med fordringsvekten. Dette fører til en investerings-vekt som er lik 1 minus de to andre. Resultatene er presentert nedenfor

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Kontantkrav	1.97 %	2.27 %	2.57 %	2.91 %	3.21 %	3.52 %	3.87 %
Kontantvekt (KON/FE)	0.986	0.986	0.987	0.987	0.988	0.989	0.989
Fordringskrav	0	0	0	0	0	0	0
Fordringsvekt (FOR/FE)	0	0	0	0	0	0	0
Investeringskrav	0.069	0.069	0.068	0.067	0.067	0.066	0.065
Investeringsvekt (INV/FE)	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.006	0.006
Finansielt eiendelskrav	0.020	0.023	0.026	0.029	0.032	0.035	0.039

Tabell 75: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

Finansiell eiendelsbeta

Nedenfor ser vi at den finansielle eiendelsbetaen er lik investerings-vekten. Dette er fordi resten av kravene inkludert i formelen er tilnærmet risikofrie og investeringsbeta er satt lik 1 jmfør kapittel 7.3.2. Dermed vil finansielt eiendelsbeta bevege seg likt med andelen investeringer utgjør innenfor de finansielle eiendelene.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Kreditrisikopremie	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %
Markedsrisikopremie	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %	5.00 %
Markedsrisikodel	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %	2.31 %
Kontantvekt (KON/FE)	0.990	0.990	0.990	0.990	0.990	0.990	0.990
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1
Investeringsvekt	0.98 %	0.98 %	0.98 %	0.98 %	0.98 %	0.98 %	0.98 %
Finansiell eiendelsbeta	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010

Tabell 76: Finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Etter å ha estimert det finansielle gjeldkraven og eiendelskravet, kan vi beregne netto finansielt gjeldskrav som vist nedenfor.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Finansielt gjeldskrav	2.47 %	2.77 %	3.07 %	3.41 %	3.71 %	4.02 %	4.37 %
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1.100	1.116	1.133	1.151	1.170	1.190	1.212
Finansielt eiendelskrav	0.020	0.023	0.026	0.029	0.032	0.035	0.039
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0.100	0.116	0.133	0.151	0.170	0.190	0.212
Netto finansielt gjeldskrav	0.025	0.028	0.031	0.035	0.038	0.041	0.045

Tabell 77: Netto finansiell gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

Netto finansiell gjeldsbeta

Nivået på den finansielle gjeldsbetaen er presentert i tabell nedenfor

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Finansiell gjeldsbeta	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1.1000	1.1159	1.1327	1.1507	1.1698	1.1902	1.2121
Finansiell eiendelsbeta	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0.100	0.116	0.133	0.151	0.170	0.190	0.212
Netto finansiell gjeldsbeta	0.0036	0.0036	0.0036	0.0036	0.0036	0.0036	0.0036

Tabell 78: Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

10.3 Selskapskrav

Selskapskravet kommer fra tre kilder: Egenkapitalen, minoritetsinteresser og den finansielle gjelden. Disse kildene ganger vi med sine respektive vektorer og summen blir det vektede gjennomsnittlige selskapskravet. Nedenfor ser vi det fremtidige kravet for selskapets sysselsatte kapital. Vi ser at kravet øker jevnt utover perioden og dette er et resultat av en større usikkerheter som oppstår fra lite kunnskap om hva som vil skje så langt i fremtiden. Dette er med på presse alle kravene opp, og selskapskravet følger.

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Egenkapitalkrav	5.65 %	5.88 %	6.10 %	6.36 %	6.60 %	6.84 %	7.12 %
Egenkapitalvekt (EK/SSK)	0.569	0.577	0.586	0.594	0.602	0.610	0.618
Minoritetskrav	6.65 %	6.88 %	7.10 %	7.36 %	7.60 %	7.84 %	8.12 %
Minoritetsvekt (MI/SSK)	0.008	0.008	0.008	0.008	0.008	0.008	0.008
Finansielt gjeldskrav	2.52 %	2.83 %	3.14 %	3.48 %	3.80 %	4.12 %	4.48 %
Finansiell gjeldsvekt (NFG/SSK)	0.385	0.372	0.359	0.346	0.333	0.321	0.308
Sysselsatt kapitalkrav	4.24 %	4.50 %	4.76 %	5.04 %	5.30 %	5.56 %	5.85 %

Tabell 79: Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

Vi kan også finne selskapets netto driftskrav ved å vekte de forskjellige finansieringskildene i forhold til netto driftskapital. Nedenfor ser vi resultatene

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Egenkapitalkrav	5.65 %	5.88 %	6.10 %	6.36 %	6.60 %	6.84 %	7.12 %
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0.592	0.603	0.615	0.627	0.638	0.650	0.662
Minoritetskrav	6.65 %	6.88 %	7.10 %	7.36 %	7.60 %	7.84 %	8.12 %
Minoritetsvekt (MI/NDK)	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083	0.0083
Netto finansielt gjeldskrav	2.52 %	2.83 %	3.14 %	3.48 %	3.80 %	4.12 %	4.48 %
Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0.400	0.388	0.377	0.365	0.353	0.342	0.330
Netto driftskrav	0.044	0.047	0.050	0.053	0.056	0.059	0.063

Tabell 80: Netto driftskrav estimat for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026

11. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet skal vi utføre den fundamentale verdsettelsen som vil gi oss aksjeverdien for Grieg Seafood. Utregningen vil være basert på fremtidsregnskapet vi har estimert og de finansielle kravene. Det er også viktig å poengtere at dette ikke er et endelig kursmål, noe vi ser ettersom vi kommer frem til forskjellige aksjekurs ved å benytte de forskjellige verdsettelsesmetodene. Dermed vil vi se på aksjeverdien som et estimat for den fundamentale markedsverdien til Grieg Seafood. Vi vil utføre en komparativ verdsettelse av selskapet etter dette kapitlet som skal fungere som et supplement for den fundamentale verdsettelsen.

For å estimere den fundamentale verdien av selskapet vil vi ta utgangspunkt i de verdsettelsesteknikkene presentert i kapittel 3. Som nevnt i kapittel 3 vil vi utføre en fundamental verdsettelse og en komparativ ettersom den opsjonsbaserte verdsettelsen er for upraktisk ettersom opsjoner ikke er en sentral del av driften til Grieg Seafood. Vi vil hovedsakelig ha søkelys på den fundamentale verdsettelse og tilføye en komparativ verdsettelse i neste kapittel som et supplement til den fundamentale verdien.

Vi vil bruke to metoder for å beregne den fundamentale verdien: egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Disse metodene er paraplybetegnelser for samtlige underordnede metoder som alle gitt riktig bruk vil føre til den samme verdien. Hovedforskjellen på disse metodene er kontantstrømmen som benyttes og avkastningskravet. Vi benytter kontantstrømmer til egenkapitalen for modeller som faller under egenkapitalmetoden og kontantstrømmer til drift når vi benytter selskapskapitalmetoden. Under egenkapitalmetoden vil vi bruke dividendemodellen og fri kontantstrømmodellen. Under selskapskapitalmodellen skal vi utføre netto driftskapitalmodellen.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden benyttes for å finne nåverdien til selskapets egenkapital ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene som går til egenkapitalen. Under denne metoden skal vi utføre dividendemodellen og fri kontantstrømmodellen.

11.1.1 Dividendemodellen

Ifølge Damodaran (2012) er dividendemodellen, også kjent som utbyttmodellen den enkleste og mest benyttede modellen for å verdsette egenkapitalen. Denne modellen beregner verdien av

egenkapital ved å sette den lik nåverdien av det forventede fremtidige utbytte hvor kravet på selskapets egenkapital brukes som diskonteringsrenten. Ettersom det forventes vekst i all fremtid, bruker man Gordons vekstmodell for å beregne terminalverdien som er representert av horisontleddet. Det forutsettes at egenkapitalkravet er høyere enn egenkapitalveksten (Damodaran 2012). Formelen er presentert nedenfor

$$V_{0EQ} = \frac{D}{req - g}$$

$D = \text{utbytte}$ $req = \text{egenkapitalkostnaden}$
 $g = \text{vekstrate}$

Formel 28: Gordons vekstformel for dividende modellen

$$V_{0EQ} = \frac{D1}{(1 + req)} + \frac{D2}{(1 + req)^2} + \frac{D3}{(1 + req)^3} + \frac{Dn}{(1 + req)^n}$$

$D = \text{utbytte}$ $req = \text{egenkapitalkostnaden}$ $N = \text{antall perioden}$

Formel 29: Formel til dividendemodellen

Utbyttes blir ansett som den mest direkte formen for avkastning til investorene, dette er en av grunnene til at denne modellen anses som en av de gunstigere verdsettelse modellene. Det argumenteres at dividendemodellen er den eneste teoretiske korrekte metoden, ettersom utbytte vil være de eneste reelle kontantstrømmen aksjonærene vil motta dersom de skulle eie en aksje i all fremtid.

11.1.2 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrømmodellen finner verdien på selskapets egenkapital ved å finne nåverdien av kontantstrømmene som er fri til egenkapitalen. Modellen er veldig populær og ofte anvendt både i praksis og teoretiske formål. Modellen er basert på teorien fra dividendemodellen, hvor hovedforskjellen er at dividendemodellen måler faktisk utbytte, mens fri kontantstrømmodellen beregner mulig utbytte. Ettersom vi forutsetter at fri kontantstrøm blir betalt som utbytte i sin helhet vil modellene være identiske. Nedenfor ser vi resultatet av den fundamentale

verdsettelsen av Grieg Seafoods egenkapital som gir en EK verdi på kr15 145 485 000. Videre resulterer dette i en fundamental aksjepris lik 137,21 kroner.

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Fri kontantstrøm til EK		395 275	457 682	375 980	314 919	221 175	284 895	327 834
Diskonteringsfaktor		1.06	1.12	1.19	1.28	1.38	1.49	1.62
NV	1 897 925	374 122	408 275	314 745	246 040	160 667	191 552	202 523
Teminalverdi	13 256 560							
Egenkapitalverdi	15 154 485							
Antall aksjer	110 448 313							
Verdi aksje	137.21							

Tabell 81: Første verdiestimat av Grieg Seafood

11.2 Selskapskapitalmetoden

Ved selskapskapitalmetoden estimere vi verdien av selskapet som helhet for å så trekke fra verdien av selskapets netto finansielle gjeld og minoritetsinteresse. Dermed vil vi sitte igjen med verdien av egenkapitalen og den fundamentale aksjeverdien. Netto finansiell gjeld er allerede funnet via den omgrupperte balansen med en verdi på 2 104 705 000 kroner. Minoritetsinteressene må vi dermed verdsette.

11.2.1 Verdsettelse av minoritetsinteresser

Som nevnt ovenfor er vi nødt til å verdsette verdien av minoritetsinteressene for å gå fra selskapskapital til egenkapital. Dette er grunnet at vi forventer at Grieg Seafood vil ha en høyere minoritetsrentabilitet som er høyere enn minoritetskravet. Dette vil føre til en ekte minoritetsverdi som avviker fra den bokførte verdien og dermed blir det nødvendig å estimere en mer nøyaktig verdi. Vi benytter fri kontantstrømmetoden, hvor fri kontantstrømmen er lik kontantstrømmen til minoritetene og minoritetskravet er diskonteringsfaktoren.

Vi ser ut ifra resultatet nedenfor at minoritetsinteressene utgjør kr 443 229 000 av selskapskapitalen. Vi ser at verdien av minoritetsinteressen er undervurdert i balansen med verdi på kun 56 632 000 kroner og et avvik på 386 597 000 kroner fra vårt estimat.

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Kontantstrøm		22 899	24 134	24 029	22 448	20 241	17 434	14 009
Diskonteringskrav		1.07	1.07	1.08	1.08	1.08	1.08	1.09
Nåverdi	134 701	21 370	22 476	22 331	20 812	18 724	16 092	12 897
Terminalverdi	308 527							
MI verdi	443 229							

Tabell 82: Verdien av minoritetsinteressene

11.2.2 Selskapskapitalmodellen

Med alle inputvariablene estimert ser vi resultat av verdsettelsen ved bruk av selskapskapitalmodellen nedenfor. Vi får en egenkapitalverdi på 14 576 187 000 kroner og en aksjeverdi på 132,37 kroner.

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Fri kontantstrøm til drift		-673 387	193 894	272 452	240 285	191 362	314 861	409 747
Diskonteringsfaktor		1.04	1.10	1.16	1.23	1.31	1.41	1.53
NV	599 078	-644 965	176 872	235 383	195 285	145 593	223 003	267 905
Terminalverdi	16 568 862							
Selskapsverdi	17 167 940							
Netto finansiell gjeld	2 104 705							
Minoritetsinteresser	443 229							
Egenkapitalverdi	14 620 006							
Antall aksjer	110 448 313							
Verdi aksje	132.37							

Tabell 83: Andre verdi estimat av Grieg Seafood

11.2.4 Endelig Estimat

I det forgående delkapittelet estimerer vi den fundamentale verdien til Grieg Seafood gjennom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Fra egenkapitalmetoden regner vi direkte til den fundamentale verdien på egenkapital som lå på 15 145 485 000 kroner. Dette følger videre til fundamental verdi per aksje på 137,21 kroner.

Gjennom selskapskapitalmetoden måtte verdien på egenkapitalen beregnes indirekte. Dette gjør vi ved verdsette selskapets verdi gjennom å finne nåverdien av kontantstrømmene fra drift. Videre trekker vi ifra den finansielle gjelden og nåverdien av minoritetsinteressen og får en egenkapitalverdi på 14 620 006 000 kroner og følgelig en aksjepris på 132,37 kroner.

Det endelige estimatet vil bli basert på begge metodene. Vi velger å vekte metoden likt ettersom det er lite som taler for at avgrensningene ved noen av tilnærmingene utgjør en større andel

usikkerheter enn den andre gitt at vi har fulgt rammeverkene riktig. Men utgangspunkt i dette får vi et endelig estimat på kr 134,79 kroner.

11.3. Analyse av usikkerhet

Det forgående kapitlet gir oss et estimat på den fundamentale verdien til Grieg Seafood per 31.12.2019. Som navnet tilsier, er dette et estimat og ikke endelig verdi. Dette er grunnet at den fundamentale verdsettelsesmetoden utføres ut ifra antagelser om en rekke budsjett og verdidrivere. Dermed er det rimelig å anta at den ekte verdien til selskapet avviker noe fra vår estimerte verdi. Videre blir det nødvendig å presentere de viktigste verdidriverne og analysere hvor sensitive det endelige estimatet er på endringer i de forskjellige verdidriverne. For å finne den isolerte effekten fra de individuelle inputfaktorer, holder vi alle andre variabler konstant og endrer på en variabel om gangen. En svakhet ved å utføre sensitivitetsanalysen på den måten er at det ignorerer den realistiske hendelsen at flere av disse variablene endrer seg samtidig. Vi mener fremdeles at vi får et tilstrekkelig innblikk i hvor avgjørende hver variabel er å se på den isolerte effekten variabelen har på det endelige estimatet.

Alle inputvariablene har sin effekt på det endelige estimatet, men vi har valgt å inkludere de fem inputfaktorene vi mener har størst utslag. Vi så fra den fundamentale verdsettelsen at terminalverdien utgjør en stor andel av selskapets totale verdi. Fra egenkapitalmetoden utgjorde den 74,9% av selskapsverdien, mens den utgjør 96,5% av selskapsverdien i selskapskapitalmodellen. Dette er dog et resultat av at vi har en kort budsjetteringsperiode og en negativ kontantstrøm 673 387 kroner i 2020. Som følge av dette vil nåverdien av kontantstrømmene bli betydelig lavere og effekten av terminalverdien høyere. Dermed vil flere av de mest avgjørende inputfaktorene komme fra siste året i budsjetteringsperioden. Disse blir vekst i Driftsmarginen i terminalverdien, Vekst i driftsinntekter i terminalverdien, Netto driftskrav og vekstfaktoren i terminalverdien.

11.3.1 Driftsinntekter i terminalverdi

Driftsinntektene er det første leddet av lønnsomheten for enhver virksomhet. Disse er drevet av produksjonsnivået og prisen selskapet oppnår i markedet. Som nevnt i kapitlet av fremtidsregnskapet så vi at Grieg Seafood hadde rimelig aggressive planer om å øke slaktevolumet sitt fra 82 972 tonn til 2019 til 150 000 tonn i 2025. Dette representerer en vekst på 80,7% fra dagens nivå. Vi så også indikasjoner om at Grieg Seafood klarer å oppnå en høyere

gjennomsnittligpris i markedet, noe som er med på å gi lovende prognoser av selskapets driftsinntekter.

I sensitivitetsanalysen av driftsinntektene i terminal verdien vil vise oss endringen i aksjeprisen for tre justeringer lavere enn det estimerte nivået og tre justeringer høyere enn det estimerte nivået. Hver av justeringene vil utgjøre en 10% endring fra sin forgående verdi.

Vekst i driftsinntekter					
		EK-metoden	Selskapskapital-metoden	Snittestimat	Stigning i %
+	130 %	159.70	154.15	156.93	0.050
+	120 %	152.14	146.87	149.50	0.052
+	110 %	144.64	139.61	142.13	0.054
	14 105 531	137.21	132.37	134.79	0.057
-	90 %	129.84	125.15	127.50	0.060
-	80 %	122.55	117.96	120.25	0.064
-	70 %	115.32	110.80	113.06	
Gjennomsnittlig stigning					0.056

Tabell 84: Sensitivitetsanalyse av driftsinntekter

Ved slutten av analyseperioden hadde vi driftsinntekter på 14 105 531 000 kroner. Vi mistenkte at den endelige aksjeprisen skulle være sensitiv for endringer i denne verdien ettersom driftsinntekter er første leddet av lønnsomhet for alle selskap. Vi ser at aksjeprisen ved den laveste justeringen til 70% av de opprinnelige driftsinntektene i 2026 blir 113,06 kroner, mens den høyeste justeringen til 130% av det opprinnelige beløpe fører til en aksjepris på 156,93 kroner. Vi ser også på stigningen mellom hver justering at den gjennomsnittlige stigningen ligger på 5,6% prosent. Det forteller oss da at hver 10% endring i driftsinntektene i terminalverdien fører til en gjennomsnittlig prisendring på 5,6%. Dette er fordi resten av regnskapet er koblet til driftsinntektene, noe som betyr at endringer fører videre i samtlige ledd. Dermed er det rimelig man kan være en endring i den endelige prisen som er lavere enn den totale endringen i driftsinntektene.

11.3.2 Driftsmarginsvekst i terminal verdien

Vi vil fortsette analysen av usikkerhet i inntektene med samme fremgangsmåte som ovenfor. Her vil vi se på veksten i driftsmarginen i terminalverdien.

Vekst i driftsmargin i år 2026					
		EK-metoden	Selskapskapital-metoden	Snittestimat	Stigning i %
+	9.10 %	247.31	242.57	244.94	0.18
+	8.40 %	210.61	205.83	208.22	0.21
+	7.70 %	173.91	169.10	171.51	0.27
	7.00 %	137.21	132.37	134.79	0.37
-	6.30 %	100.51	95.64	98.07	0.60
-	5.60 %	63.80	58.90	61.35	1.49
-	4.90 %	27.10	22.17	24.64	
Gjennomsnittlig stigning					0.52

Tabell 85: Sensitivitetsanalyse av driftsmargin

Her ser vi at driftsmarginen i 2026 har en betydelig større effekt med hele 52% endring i aksjeprisen for hver 10% endring i marginen. Dette er fordi driftsmarginen i 2026 representerer den forventede driftsmarginen ut i all evighet. Her forutsettes det at profitten etter driftskostnadene vil stabilisere seg på et nivå og dermed vil endringer her være av stor betydning for de fremtidige kontantstrømmene.

11.3.3 Netto driftskrav

Driftskravet er et resultat av mange signifikante inputvariabler som påvirker verdien av selskapet som en helhet. Usikkerheten assosiert med selskapet, kapitalkostnaden justert for de forskjellige finansieringskildene og nivået på alternative risikofrie investeringer og mye mer. Nedenfor ser vi hvor sensitiv aksjeverdien til Grieg Seafood er ved 10% endringsintervaller i netto driftskrav.

Netto Driftskrav					
		EK-metoden	Selskapskapital-metoden	Snittestimat	Stigning i %
+	6.54 %	92.49	76.48	84.49	-0.12
+	6.04 %	103.13	89.77	96.45	-0.14
+	5.53 %	117.59	107.85	112.72	-0.16
	5.03 %	137.21	132.37	134.79	-0.20
-	4.53 %	167.06	169.68	168.37	-0.25
-	4.02 %	217.34	232.53	224.94	-0.33
-	3.52 %	315.46	355.16	335.31	
Gjennomsnittlig stigning					-0.20

Tabell 86: Sensitivitetsanalyse av driftskrav

Driftskravet måler risikoen assosiert med selskapet og vil da ha en negativ effekt på aksjeverdien som vi kan se i tabellen ovenfor. Denne negative effekten vil da være en reduksjon på 20% for hver 10% økning i kravet.

11.3.4 Horisontal vekst

Den siste variabelen vi skal analysere er den horisontale veksten. I verdsettelsesestimatet legger vi til grunn en terminalvekst på 2% lik det norske inflasjonsmålet. Nedenfor ser vi hvordan endringer med et 10% intervall påvirker den fundamentale aksjekursen.

Horisontal vekst					
		EK-metoden	Selskapskapital-metoden	Snittestimat	Stigning i %
+	3.25 %	187.64	195.41	191.525	0.14
+	3.00 %	166.7	169.23	167.965	0.12
+	2.75 %	150.34	148.78	149.56	0.11
	2.50 %	137.21	132.37	134.79	0.10
-	2.25 %	126.43	118.9	122.665	0.09
-	2.00 %	117.43	107.65	112.54	0.08
-	1.75 %	109.8	98.12	103.96	
Gjennomsnittlig stigning					0.11

Tabell 87: Sensitivitetsanalyse av den horisontale veksten

Den horisontale veksten representerer inflasjonsnivået i estimatet vårt og vil følgelig ha en positiv effekt på aksjeprisen. Ettersom endringer i denne variabelen vil representere endringer i verdensøkonomien er forventet en tilnærmet parallell effekt på verdiestimatet. Som vi kan se blir fører en 10% økningen i den evige veksten til en 11% økning i den estimerte aksjeprisen til Grieg Seafood.

11.3.5 Oppsummering

Sensitivitetsanalysen viser at den endelige prisen er veldig sensitiv til de sentrale variablene vi har valgt å analysere. Den klart største effekten kommer fra driftsmarginen hvor en 10% endring fører til en 52% endring i aksjeprisen. Videre blir avkastningskravet variabelen med en nest høyest effekt på minus 20%. Den horisontale veksten har en effekt på 11% og til slutt kommer driftsinntektene som den eneste variabelen som har en lavere effekt enn selve endringen med 5,6% endring i aksjeprisen.

12. Komparativ verdsettelse

Grunnet usikkerhetene knyttet til oppbyggingen av den fundamentale verdsettelsen, er det gunstig med et supplement for å ha et sammenligningsgrunnlag. Teorien bak den komparative verdsettelsen er presentert i seksjon 3.1.2. Vi utfører videre en komparativ verdsettelse jamfør multiplikatormodellen ettersom substansverdimodellen er mer passende for selskap med en mer tilstedeværende konkurs og likvidasjonsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016). Multiplikatormodellen er også spesielt attraktiv ettersom den er lett anvendelig, krever ikke store ressurser i verken tid eller kapital og er hyppig brukt i praksis.

En komparativ verdsettelse er ofte referert til som en markedsbasert verdsettelse ettersom den hovedsakelig benytter bygger sine estimater på betalingsvilligheten i markedet.

En verdsettelse basert på multipler estimerer selskapet verdi på en indirekte måte. Dette er fordi den estimerte verdi stammer fra prisingen av de sammenlignbare selskapene basert på hva markedet anser som nåverdien av deres fremtidige kontantstrømmer. Videre forutsetter man at det samme forholdet mellom verdidriverne og deres multipler gjelder for selskapet en skal verdsette. Dermed benytter man den ekte verdien på verdidriveren og multipliserer den med multiplikatoren for å finne verdiestimatet på selskapet.

Multiplene vi benytter oss av videre er hentet fra trading-plattformen Thomson Reuters som utsteder finansiell informasjon og tekniske analyser av børsnoterte selskap og verdipapirer. Dette vil da være multipler utregnet av profesjonelle analytikere som vil danne grunnlaget for vår komparative verdsettelse.

Det er videre usannsynlige å finne selskaper som er direkte sammenlignbare, ettersom alle selskapet har unngåelige forskjellige i kapitalstruktur, ledelse, kultur også videre. I praksis vil disse multiplene måtte justeres for mange forskjellige forhold for å kunne være direkte overførbare. Vi velger derimot å benytte bransjesnittet av disse multiplene med forutsetningen at signifikante forskjeller i selskapene vil bli tilstrekkelig reduserte på tvers av bransjen. Vi benytter oss de samme sammenlignbare selskapene som vi har brukt gjennom hele verdsettelsen.

12.1 Valg av multipler

Vi skal basere vår komparative verdsettelse på de fire multiplene vi anser som mest relevante. Disse er Pris/fortjeneste, Pris/Bok, EV/EBITDA og EV/EBIT.

12.1.1 Pris/fortjeneste

Pris/fortjeneste, også kjent som P/E er en resultatorientert multippel som viser oss forholdet mellom aksjeprisen og resultatet etter skatt per aksje. Denne multippelen er et nyttig verdiestimat for selskaper som har nådd en stabil for de forskjellige postene i regnskapet er mer eller mindre stabiliserte. Da vil resultatet spille en større rolle på hva aksjonærene kan forvente av fremtidige kontantstrømmer.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{markedsverdi av egenkapital}}{\text{resultat etter skatt}}$$

Formel 30: Formel for beregning av pris/fortjeneste

Tall i 1000	GSF	MOWI	NRS	Salmar	LSG	vektet snitt
Markedsverdi EK	kr 15 495 898	kr 118 002 220	kr 10 422 468	kr 50 905 690	kr 34 733 606	
Resultat etter skatt	kr 644 908	kr 4 692 841	kr 1 313 097	kr 2 584 395	kr 1 869 739	
Pris / Fortjeneste	24.03	25.15	7.94	19.70	18.58	21.86
	GSF					
Vektet Pris/Fortjeneste	21.86					
Verdianslag	kr 14 098 862					
Finansiell gjeld	kr 2 104 705					
Minoritetsinteresser	kr 56 632					
Egenkapitalverdi	kr 11 937 525					
Antall aksjer	110 448					
Pris per aksje	kr 108.08					

Tabell 88: Multippel beregning av pris/fortjeneste for Grieg Seafood ASA

Pris/fortjeneste multippelen er en fin multippel å benytte i en verdsettelsessammenheng. Avgrensningen her er at den ignorerer forskjeller i risiko og kapitalbehovet fra selskap til selskap. Dermed vil det være feil å anta at selskaper med samme P/E multippel vil lik priset ettersom ulike gjeldsgrad og lånebetingelser vil slå ut på aksjeprisen.

I denne multiplikatoren har vi valgt å ekskludere NRS fra bransjesnittet ettersom selskapet multippel avviker så mye dette året som følge av salg av datterselskapet NRS region sør, noe som førte til at de fikk et kunstig høyt resultat etter skatt og videre en kunstig lav multippel. Videre ser vi at GSF og MOWI er selskapene som trekker opp det vektete snittet. Dette ser vi i form av et estimat på 108,8 kroner som er lavere enn det vi kom frem til på 134,79 kroner.

12.1.2 Pris/Bok

Pris/Bok er en balanseorientert multiplum som viser oss forholdet mellom den bokførte verdien av selskapet og markedsverdien. Dersom denne multiplum er over verdien av en, indikerer det at markedet forventer at selskapet kommer til å skape merverdi av sine eiendeler, mens en verdi under en indikerer at markedet forventer et tap på verdien av selskapets eiendeler gjennom en svak lønnsomhet.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{markedsverdi av egenkapital}}{\text{bokført verdi av egenkapital}}$$

Formel 31: Formel for beregning av pris/bok

Tall i 1000	GSF	MOWI	NRS	Salmar	LSG	Vektet snitt
Markedsverdi EK	kr 15 495 898	kr 118 002 220	kr 10 422 468	kr 50 905 690	kr 34 733 606	
Bokført EK	kr 4 084 211	kr 28 499 920	kr 3 357 040	kr 9 740 100	kr 17 763 305	
Pris / Bok	3.79	4.14	3.10	5.23	1.96	3.64
	GSF					
Vektet Pris/Bok	3.64					
Verdianslag	kr 14 883 648					
Finansiell gjeld	kr 2 104 705					
Minoritetsinteresser	kr 56 632					
Egenkapitalverdi	kr 12 722 311					
Antall aksjer	110 448					
Pris per aksje	kr 115.19					

Tabell 89: Multiplum beregning av pris/bok for Grieg Seafood ASA

Avgrensningen ved denne multiplum er at den er sensitiv for regnskapsmessige forskjeller. Dette har vi tatt hensyn til i valget av komparative selskaper der alle selskapene måtte oppfylle kriteriet om å IFRS regnskapsføringsmetode. Nok en gang ligger Grieg Seafoods P/B multiplum over snittet og følgelig får vi en lavere pris per aksje på 115,19 kroner.

12.1.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA er utført ved å dele selskapsverdien på resultater før avskrivninger og nedskrivninger som vist nedenfor i formelen.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{driftsresultat før avskrivninger}}$$

Formel 32: Formel for beregning av EV/EBITDA

Tall i 1000		GSF	MOWI	NRS	Salmar	LSG	Vektet snitt
Markedsverdi EK	kr	15 495 898					
Bokført NFG	kr	2 104 705					
Minoritetsinteresser	kr	56 632					
EV	kr	17 657 235					
EBITDA	kr	1 498 157					
EV / EBITDA		11.79	11.90	16.68	14.65	10.55	13.11
		GSF					
Multiplikator		13.11					
EBITDA	kr	1 498 157					
EV	kr	19 645 476					
Bokført NFG	kr	2 104 705					
Minoritetsinteresser	kr	56 632					
Egenkapital verdi	kr	17 484 139					
Antall aksjer		110 448					
Pris per aksje	kr	158.30					

Tabell 90: Multiippel beregning av EV/EBITDA for Grieg Seafood ASA

Vi ser i tabellen ovenfor at Grieg Seafood har en noe lavere multiippel enn bransjesnittet på 11,79 mot 13,11. Dette snittet blir trukket opp av NRS og SalMar som har priset høyt i forhold til resultatene sine. Vi får en pris på kr 158,30 for Grieg Seafood.

12.1.4 EV/EBIT

EV/EBIT i likhet med EV/EBITDA multiippelen er en selskapsmultiplikator som viser et bilde av prestasjonen til selskapet som en helhet og ikke bare ser på prestasjon i isolerte aspekter av selskapet. Formelen for å beregne denne er vist nedenfor.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{driftsresultat}}$$

Formel 33: Formel for beregning av EV/EBIT

Tall i 1000	GSF	MOWI	NRS	Salmar	LSG	Vektet snitt
Markedsverdi EK	kr 15 495 898					
Bokført NFG	kr 2 104 705					
EV	kr 17 600 603					
EBIT	kr 1 087 574					
EV / EBIT	16.18	21.60	19.02	18.11	14.45	17.87
	GSF					
Multiplikator	17.87					
EBIT	kr 1 087 574					
EV	kr 19 437 854					
Bokført NFG	kr 2 104 705					
Minoritetsinteresser	kr 56 632					
Egenkapital verdi	kr 17 276 517					
Antall aksjer	110 448					
Pris per aksje	kr 156.42					

Tabell 91: Multiplere beregning av EV/EBIT for Grieg Seafood ASA

EV/EBIT er en lignende multiplere som EV/EBITDA, hvor forskjellen er avskrivningene og nedskrivningene inkluderes. Videre får vi en aksjepris på 156,42 kroner.

12.2 Oppsummering av komparativ verdsettelse

Nedenfor ser vi resultatene for den komparative verdsettelse med utgangspunkt i de fire multiplikatorene presentert ovenfor.

	Pris per aksje	
Pris / Bok	kr	115.19
Pris / Fortjeneste	kr	108.08
EV / EBITDA	kr	158.30
EV / EBIT	kr	156.42
Gjennomsnitt	kr	134.50

Tabell 92: Gjennomsnitt av alle multiplere lik vektet

Estimatet vårt er settet gjennom en lik vektning for alle multiplikatorene. Dette kan forsvares med at to av dem stammer fra selskapskapitalmetoden, mens de to andre stammer fra egenkapitalmetoden. Videre ser vi at det er skjev vektig på resultatorienterte multiplere, men dette mener vi er hensiktsmessig ettersom den endelige aksjeverdi er basert på verdien av fremtidige kontantstrømmer som i bunn og grunn kommer fra resultatet. Avslutningsvis ser vi at det markedsbaserte estimatet på 134,5 kroner er tilnærmet lik det fundamentale estimatet på 134,79 kroner. Dette fungerer som et fint supplement til den fundamentale verdsettelsen

ettersom den viser at avviket mellom den fundamentale og komparative verdsettelsen er marginalt. Dette er gunstig ettersom det er mange usikkerheter knyttet til begge fremgangsmåter og lignende estimater vil være med på å forsikre at antagelsene har tatt hensyn til en tilstrekkelig andel av variablene som påvirker den endelige aksjeprisen.

13. Oppsummering og handlingsstrategi

Vi har nå fullført hele prosessen og kommet frem til en aksjepris per 31.12.2019 både gjennom det fundamentale og komparative verdsettelsesteknikken. I løpet av dette kapitlet skal vi oppsummere fremgangsmåten og de sentrale resultatene i stegene av rammeverket før vi til slutt vil komme med en handlingsstrategi per 31.12.2019.

13.1 Oppsummering

Hoveddelen av oppgaven var å gjennom en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood ASA. Som en del av dette utførte vi en strategisk analyse for å undersøke de eksterne og interne forholdene til Grieg Seafood. Vi avdekket at bransjen har vært meget lønnsom og at det var mange indikasjoner for at den skulle fortsette å være lønnsom i fremtiden. Vi utførte videre en historisk regnskapsanalyse hvor vi omgrupperte regnskapet til selskap slik at det skulle være mer investororientert. Dette benyttet dette omgrupperte regnskap for å foreta en analyse av selskapet risikoprofil og en lønnsomhetsanalyse. Risikoprofilen viste at selskapet har en gjennomsnittlig syntetisk rating på A, som tilsier en konkurssannsynlighet på 0,08%. Den gode risikoprofilen til selskapet kom også frem gjennom et tidsvektet gjennomsnittlig selskapskrav på kun 3,79%. Gjennom lønnsomhetsanalysen avdekket vi også at Grieg Seafood har hatt en strategisk fordel gjennom analyseperioden på 16,5%. Av denne strategiske fordelten utgjorde bransjefordelen hele 25,4% prosent, noe som ga en intern ressursulempa på -8,2%.

Etter lønnsomhetsanalysen hadde vi tilstrekkelig med historiske informasjon for å kunne estimere et fremtidsregnskap for Grieg Seafood og videre de fremtidige avkastningskravene. Dette la grunnlaget for en verdiestimering gjennom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ved å estimere aksjeprisen ved å regne ut egenkapitalen direkte, fikk vi en pris på 137,21 kroner og en aksjepris ved å regne ut egenkapitalen indirekte på 132,37 kroner. Dette ga oss en gjennomsnittlig fundamental aksjeverdi på 134,79 kroner. Ettersom dette var et estimat for aksjeprisen per 31.12.2019, indikerte det at selskapet var noe overvurdert på markedet. Dette mistenker vi dog var grunnet en overreaksjon i markedet som følge av både utbytte som ble utbetalt 25.11.2019 og et veldig sterkt Q3 rapport som ble publisert 07.11.2019. Aksjeprisen før disse hendelsene lå på omtrent 115 kr. Per 31.12.2019 lå aksjeprisen på 140,3 kroner. Til tross for estimatet som indikerer at selskapet er overvurdert, har vi fremdeles et optimistisk syn på Grieg Seafood og bransjen generelt.

Vi utførte følgelig en sensitivitetsanalyse hvor vi så at den endelige aksjeprisen var mest sensitiv overfor endringer i driftsmarginen i terminalåret hvor en 10% endring fører til et gjennomsnitt endring i aksjeprisen på 52%. Dette tilsvarer en 5 dobet effekt fra endringer i driftsmarginen til aksjeprisen. Endringer i selskapet avkastningskrav hadde den nest største effekten hvor 10% endring førte til en endring i aksjeprisen på -20%.

Vi utførte videre en komparativ verdsettelse som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Dette er en hensiktsmessig tilleggsfaktor ettersom det knytter seg store usikkerheter til de sentrale inputfaktorene i den fundamentale verdsettelse og denne metoden verdsetter selskapet fra et annet perspektiv. Vi inkluderte multiplene: Pris/fortjeneste, Pris/Bok, EV/EBIT og EV/EBITDA. Dette ga oss en gjennomsnittlig pris på 134,50 kroner.

Vi avslutter verdsettelsen ved å finne en vekting for den komparative aksjeprisen og den fundamentale aksjeprisen i det endelige estimatet. Ettersom hovedfokuset har vært på den fundamentale verdsettelsen velger vi å vekte den tyngre i det endelige estimatet. Dette er fordi denne metoden ble gjort grundigere og vil da inkludere estimater som er nærmere de ekte verdiene. Vi ender da en 75% vekting av den fundamentale verdsettelsen og 25% av den komparative. Vi får da en endelig aksjepris per 31.12.2019 på 134,72 kroner.

13.2 Handlingsstrategi

Vi har nevnt tidligere at det foreligger en del usikkerheter knyttet til estimatet vårt av aksjeprisen til Grieg Seafood ASA. Dette så vi i hvor sensitiv den endelige prisen var for de sentrale inputvariablene som ble fastsatt av skjønnsmessige vurderinger av vår beste evne. Det opereres hovedsakelig med en pluss-minus 10% usikkerhetsintervall, hvor aksjepriser lavere enn dette intervallet tildeles en salgsanbefaling og aksjepriser høyere enn det intervaller tildeles en kjøpsanbefaling. Videre vil aksjepriser innenfor dette intervallet tildeles et hold anbefaling.

Ettersom det endelige estimatet vårt ligger innenfor intervallet beskrevet ovenfor, vil vi derfor anbefale en hold-strategi av aksjen per 31.12.2019. Dette tilsvarer en midlertidig hold-kostnad på 4,14% og 5,58 kroner per aksje.

Litteraturliste

Litteratur

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. New Jersey: Wiley

Penman, S.H. (2013). *Accounting analysis and security assessment*. New York: McGraw-Hill

Kotler, P. (2002). *Marketing, Management, Millenium Edition*. New Jersey: Prentice-Hall

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. Oslo: Fagbokforlaget

Årsrapporter

Alle årsrapporter er hentet fra de respektive selskapene sine nettsider:

Grieg Seafood ASA: <https://www.griegseafood.no/invest/arsrapporter/>

Mowi ASA: <https://mowi.com/investors/reports/>

Norwegian Royal Salmon ASA: <https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

Lerøy Seafood Group ASA: <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Artikler og rapporter

Kostnader for lakseoppdrett I konkurrentland. Drivkrefter og betydning for konkurransesituasjonen <https://nofima.no/publikasjon/1391295/>

<https://www.intrafish.no/kommentarer/hva-er-verdien-av-en-konsesjon-/2-1-228300>

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/Skatteloven/id449197/>

Risikopremien i det norske markedet <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>

<https://www.regjeringen.no/globalassets/departementene/nfd/dokumenter/rapporter/kart-til-pressemelding-fargelegging.pdf>

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset-i-havbruksnaringen/id2688939/>

Nettsider

<https://www.nrk.no/vestland/dette-er-kartet-som-avgjer-vekst-og-kutt-i-oppdrettsnaeringa-1.13758224>

Misund, Bård. (2019). fiskeoppdrett. I Store norske leksikon

<https://snl.no/fiskeoppdrett>

<https://e24.no/naeringsliv/i/50lpG6/lakse-gigantene-maa-betale-mer-skatt-men-disse-pengene-boer-bli-igjen-langs-kysten>

<https://e24.no/boers-og-finans/i/vQ1qrB/hevder-lakseskatt-truer-norges-eksportmaal-kan-legges-i-skuffen>

<https://estudie.no/rammeverk-fundamental-verdsettelse/>

<https://www.finansleksikon.no/Finansleksikon/L/Likviditetspremie.html>

<https://e24.no/boers-og-finans/i/jd1W5e/meglerhus-tror-vedvarende-uvaer-vil-holde-lakseprisen-oppe>

<https://www.vg.no/nyheter/meninger/i/p6jnAw/selskapsskatten-ned-til-20-prosent>

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/NOU-2014-13/id2342691/?fbclid=IwAR0fJBgDgLO-m8If0TiPKAMuTEb4C0rQ79NNZ60LAXQX5cAr4xAK52aY3Aw>

<https://www.ssb.no/statbank/table/03024>

<https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Homepage>

<https://www.griegseafood.no/nb/>

<https://nokkeltall.seafood.no/>

Presentasjoner

Knivsfå, K.H. (2018a). Forelesning 18: SK-metoden og verdikonvergens. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2018%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K.H. (2018b). Forelesning 17: Fundamental verddivurdering - egenkapitalmetoden. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2017%20-%202018.pdf>

- Knivsvflå, K. H. (2018c). Forelesning 1: Innledning. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2001%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K. H. (2018d). Forelesning 2: Strategi, Rekneskap og Verdi. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2002%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K.H (2018e). Forelesning 4: Omgruppering for analyse. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2004%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K.H. (2018f). Forelesning 5: Omgruppering balanse og kontantstrøm. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2005%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K.H. (2018g). Forelesning 7: Målefeil. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2007%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K.H. (2018i). Forelesning 9: Kredittvurdering syntetisk rating. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2009%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K.H (2018j). Forelesning 10: Avkastningskrav = målestokk for rentabilitetsanalyse. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2010%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K.H. (2018k). Forelesning 11: Strategisk rentabilitetsanalyse. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2011%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K.H. (2018l). Forelesning 12: Strategisk driftsanalyse. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2012%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K. H. (2018m). Forelesning 14: Framtidsrekneskap - Ramme og driftsinntekter. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2014%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K.H. (2018n). Forelesning 15: Framtidsrekneskap - Andre budsjett drivarar. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2015%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K.H. (2018o). Forelesning 16: Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2016%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K.H. (2018p). Forelesning 17: Fundamental verdivurdering egenkapitalmetoden. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2017%20-%202018.pdf>
- Knivsvflå, K.H. (2018q). Forelesning 18: SK-metoden og konvergens. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2018%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K.H. (2018r). Forelesning 19: Uvisse i verdiestimatet. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%202019%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K.H. (2018s). Forelesning 23: Komparativ verdivurdering. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%202023%20-%202018.pdf>

Figur-, formel-, og tabelloversikt

Figuroversikt

Figur 1: Lakseeksporten i Norge mellom 2013-2019. (Tall fra SSB.no).....	12
Figur 2: Fremstilling av verdikjeden av et fiskeoppdrett	13
Figur 3: Grieg Group struktur	16
Figur 4: Grieg Seafood ASA sin lokasjon oversikt.....	17
Figur 5: Ledelsen i Grieg Seafood ASA.....	17
Figur 6: Kursutvikling GSF, OSLSFX og OSEBX. Tall fra Oslo Børs.....	20
Figur 7: Selskapets livssyklus (Damodaran 2012 s. 645).....	28
Figur 8: PESTEL rammeverket (Kotler, s. 298)	32
Figur 9: fôrfaktor-rater fra de forskjellige proteinkilder. (Grieg Seafood 2019 årsrapport)	35
Figur 10: Utviklingen av laksepriser 2013-2019 (Priser fra NASDAQ Salmon Index)	37
Figur 11: Trafikklys kart for fiskebransjen (Hentet fra regjeringen.no).....	38
Figur 12: Porters 5-faktor modellen (Selv laget, Kotler som inspirasjon)	39
Figur 13: Pris utvikling av animalske produkter (tall fra SSB)	41
Figur 14: Oversikt over SWOT analysen	48
Figur 15: Utviklingen til likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019	69
Figur 16: Utvikling til likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019	71
Figur 17: Utviklingen av rentedeckningsgraden til Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019	73
Figur 18: Egenkapitalprosenten til Grieg Seafood ASA og bransjen generelt	75
Figur 19: Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019	76
Figur 20: Gjennomsnittlig markedsrisikopremie i 2019 (Hentet fra PWC rapport)	85
Figur 21: Oversikt over utviklingen til lakseprisen og Inntekt/produsert kilo.....	96

Figur 22: Inntekt oversikt per produsert kg i bransjen	97
Figur 23: EBIT-margin for Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene	98
Figur 24: Utviklingen av omløpshastigheten i bransjen fra 2013 til 2019	99
Figur 25: Egenkapitalrentabilitet fremstilling for bransjen og Grieg Seafood	100

Formeloversikt

Formel 1: Formel for utregning av den årlige normaliserte driftsskatten.....	59
Formel 2: Formel for beregning av likviditetsgrad 1	68
Formel 3: Formel for utregning av likviditetsgrad 2 (tradisjonell)	70
Formel 4: Formel for utregning av likviditetsgrad 2 (Knivsflå)	70
Formel 5: Formel for utregning av rentedekningsgrad.....	72
Formel 6: Formel for utregning av gjeldsdekningen i fremtiden	74
Formel 7: Formel til beregning av egenkapitalprosent.....	75
Formel 8: Formel til beregning av netto driftsrentabilitet	76
Formel 9: Formel for egenkapitalkravet	80
Formel 10: Formler for beregning av NDK & SSK.....	81
Formel 11: Formler til finansielle krav.....	81
Formel 12: Formel for beta egenkapital	83
Formel 13: Formel for finansielt gjeldskrav	87
Formel 14: Formelen for den finansielle gjeldsbetaen	88
Formel 15: Formel for finansielt eiendelskrav	89
Formel 16: Formel for finansiell eiendelsbeta	90
Formel 17: Formel for beta netto finansiell gjeld	91
Formel 18: Formel til beregning av beta driftskrav.....	91
Formel 19: Formel for beregning av netto driftskrav (selskapskrav) og sysselsatt kapitalkrav	93
Formel 20: Formel for beregning av resultatgrad	94
Formel 21: Formel for beregning av omløpshastighet	98
Formel 22: Formel for beregning av egenkapitalrentabilitet	100
Formel 23: Formel for Netto driftseiendeler.....	107
Formel 24: Formel for beregning av netto driftsresultat	108
Formel 25: Formler for beregning av Finansiell gjeld og finansielle eiendeler.....	110
Formel 26: Formler for beregning av netto finanskostnader og netto finansinntekter.....	111

Formel 28: Formel for beregning av egenkapital beta	117
Formel 29: Gordons vekstformel for dividende modellen	124
Formel 30: Formel til dividendemodellen	124
Formel 31: Formel for beregning av pris/fortjeneste	132
Formel 32: Formel for beregning av pris/bok.....	133
Formel 33: Formel for beregning av EV/EBITDA	134
Formel 34: Formel for beregning av EV/EBIT.....	134

Tabelloversikt

Tabell 1: Enkel fremstilling av Grieg Seafood sine finansielle prestasjoner for perioden 2013 til 2019	20
Tabell 2: Mowi finansiell oversikt. (Tall hentet fra årsrapportene)	22
Tabell 3: NRS finansiell oversikt. (Tall hentet fra årsrapportene).....	22
Tabell 4: SalMar finansiell oversikt. (Tall hentet fra årsrapportene)	23
Tabell 5: LSG finansiell oversikt. (Tall hentet fra årsrapportene)	23
Tabell 6: Oppsummering VRIO-analyse	47
Tabell 7: Resultatregnskap for Grieg Seafood ASA i perioden 2013-2019 (tall fra Grieg Seafood ASAs årsrapporter)	51
Tabell 8: Balanseoppstilling for Grieg Seafood ASA i perioden 2013-2019 (Tall hentet fra Grieg Seafood ASAs årsrapporter).....	52
Tabell 9: Endring i egenkapitalen til Grieg Seafood ASA i perioden 2013-2019 (Tall hentet fra Grieg Seafood ASAs årsrapporter)	52
Tabell 10: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for Grieg Seafood i perioden 2013-2019	53
Tabell 11: Fullstendig driftsresultat før skatt for Greig Seafood ASA i perioden 2013-2019 .	54
Tabell 12: Unormalt driftsresultat for Grieg Seafood ASA i perioden 2013-2019.....	56
Tabell 13: Unormalt finansresultat for Grieg Seafood ASA i perioden 2013-2019	57
Tabell 14: Utregning av netto finansinntekt til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019. (skattesatser hentet fra finansdepartement, 2017)	57
Tabell 15: Utregning av netto finanskostnad til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019.....	58
Tabell 16: Utregning av unormalt netto finansresultat for Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019	58
Tabell 17: Netto driftsresultat for Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019.....	59

Tabell 18: Unormalt netto driftsresultat for Grieg Seafood ASA i perioden 2013 til 2019	59
Tabell 19: Fordeling av skattekostnaden til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019.....	60
Tabell 20: Oversikten over det omgrupperte resultatregnskapet i perioden 2013 til 2019	60
Tabell 21: Oversikten over den omgrupperte totalbalansen for Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019. Balansen skiller mellom de driftsrelaterte og finansielle eiendeler, og driftsrelatert og finansiell gjeld.....	64
Tabell 22: Omgruppert balanse for Grieg Seafood ASA i perioden 2013 til 2019. Ballansen skiller mellom sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital.....	64
Tabell 23: Omgruppert balanse som skiller mellom Netto driftseiendeler og netto driftskapitalen til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019.	65
Tabell 24: Oversikt over likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019	69
Tabell 25: Oversikten over likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019	72
Tabell 26: Oversikt over rentedekningsgraden til Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019	73
Tabell 27: Egenkapitalprosent fremstilling av Grieg Seafood ASA og bransjen	75
Tabell 28: Oversikt over netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2013 til 2019	76
Tabell 29: Syntetisk rating til bransjen i perioden 2013 til 2019.....	77
Tabell 30: Syntetisk rating til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019.....	78
Tabell 31: Syntetisk rating og konkurssannsynlighet basert på Knivsflå.....	78
Tabell 32: Beregninger av risikofri rente etter skatt for Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019	82
Tabell 33: Grieg Seafood ukentlig regresjon mot OSEBX.....	84
Tabell 34: Grieg Seafood og bransjens beta mot OSEBX.....	84
Tabell 35: Markedets risikopremie i perioden 2012-2019 (Hentet fra PWC rapport)	85
Tabell 36: Estimat av kredittrisikopremie (Hentet fra Knivsflå forelesningspresentasjoner) ..	87
Tabell 37: Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood fra 2013-2019	87
Tabell 38: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019	89
Tabell 39: Finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood i perioden 2014 til 2019.	90
Tabell 40: Netto finansiell gjeldsbeta til Grieg Seafood i perioden 2014 til 2019	91
Tabell 41: Fremstilling av netto driftsbeta til Grieg Seafood i perioden 2014 til 2019	92
Tabell 42: Beregninger til minoritetskrav til Grieg Seafood i perioden 2014 til 2019	92

Tabell 43: Grieg Seafood sitt selskapskrav for perioden 2013 til 2019	93
Tabell 44: Oversikt over lønn- og personalkostnader	95
Tabell 45: Oversikt over avskrivninger	95
Tabell 46: Oversikt over driftskostnader	95
Tabell 47: Oversikt over varekostnader.....	96
Tabell 48: Tabell over omløpshastigheten til netto driftseiendelene til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2019	99
Tabell 49: Omløpshastighet til Grieg Seafood og bransjen	99
Tabell 50: Tidsvektet snitt av egenkapitalrentabilitet til Grieg Seafood	100
Tabell 51: Strategisk Fordel for Grieg Seafood	101
Tabell 52: Bransjefordel med tidsvektet snitt i perioden 2013 til 2019	102
Tabell 53: Resursfordel 1 med tidsvektet snitt for perioden 2013 til 2019	103
Tabell 54: Resursfordel 2 med tidsvektet snitt for perioden 2013 til 2019	103
Tabell 55: Oversikt over den dekomponerte strategiske fordelene	104
Tabell 56: Fremtidige driftsinntekter for Grieg Seafood ASA i perioden 2020 til 2026	107
Tabell 57: Grieg Seafoods netto driftseiendeler i perioden 2020 til 2026.....	108
Tabell 58: Historiske EBIT-margin for Grieg Seafood og bransjen	109
Tabell 59: Driftsmargin og driftsresultat for Grieg Seafood i budsjettperioden.....	109
Tabell 60: Netto finansiell gjeld for Grieg Seafood i periode 2020 til 2026	111
Tabell 61: Estimerte netto finanskostnader for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026.....	111
Tabell 62: Estimerte minoritetsinteresser for Grieg Seafood i budsjettperioden 2020 til 2026	112
Tabell 63: Estimert netto minoritetsresultat for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026	112
Tabell 64: Estimert av endringen i Grieg Seafood sin egen kapital	113
Tabell 65: Grieg Seafood sitt sysselsatt kapital estimat for perioden 2020 til 2026.....	114
Tabell 66: Grieg Seafood sitt estimat for netto driftskapital for perioden 2020 til 2026	114
Tabell 67: Grieg Seafood sine estimater for fri kontant strøm til egenkapital for perioden 2020 til 2026.....	114
Tabell 68: Fremtidsestimat av risiko fri rente etter skatt for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026	116
Tabell 69: Markedsrisikopremie etter estimater fra PWC	117
Tabell 70: Egenkapitalbeta og netto driftsbeta for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026..	118
Tabell 71: Egenkapital og minoritetskrav for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026.....	118
Tabell 72: Syntetisk rating av Grieg Seafood for perioden 2020 til 2026.....	119

Tabell 73: Finansiell gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026	119
Tabell 74: Finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026.....	120
Tabell 75: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026.....	120
Tabell 76: Finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026	121
Tabell 77: Netto finansiell gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026.....	121
Tabell 78: Netto fiansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026.....	121
Tabell 79: Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026	122
Tabell 80: Netto driftskrav estimat for Grieg Seafood i perioden 2020 til 2026.....	122
Tabell 82: Første verdiestimat av Grieg Seafood.....	125
Tabell 83: Verdien av minoritetsinteressene.....	126
Tabell 84: Andre verdi estimat av Grieg Seafood.....	126
Tabell 85: Sensitivitetsanalyse av driftsinntekter.....	128
Tabell 86: Sensitivitetsanalyse av driftsmargin	129
Tabell 87: Sensitivitetsanalyse av driftskrav	129
Tabell 88: Sensitivitetsanalyse av den horisontale veksten	130
Tabell 89: Multippel beregning av pris/fortjeneste for Grieg Seafood ASA.....	132
Tabell 90: Multippel beregning av pris/bok for Grieg Seafood ASA	133
Tabell 91: Multippel beregning av EV/EBITDA for Grieg Seafood ASA	134
Tabell 92: Multippel beregning av EV/EBIT for Grieg Seafood ASA	135
Tabell 93: Gjennomsnitt av alle multipler lik vektet.....	135