

Verdsettelse av Grieg Seafood ASA



Susanne Olderkjær Bøthun & Karen Østhus

Veileder: Marius Sikveland

Masteroppgave regnskap og revisjon

Universitetet i Stavanger



**HANDELHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Master i regnskap og revisjon

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Verdsettelse av Grieg Seafood ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Grieg Seafood ASA

FORFATTER(E)

VEILEDER:

Marius Sikveland

Kandidatnummer:

4008

.....

4004

.....

Navn:

Susanne Olderkjær Bøthun

.....

Karen Østhus

.....

Sammendrag

Formålet med oppgaven var å estimere egenkapitalverdien til Grieg Seafood ASA per 31.12.2019. Beregningen har blitt utledet ved bruk av en fundamental verdsettelsesteknikk, en teknikk som baserer seg på å finne verdiestimatet ved hjelp av nåverdimetoden. For å styrke påliteligheten til verdiestimatet, valgte vi også å supplere med en komparativ verdivurdering.

Utredningen startet ved å gjennomføre en kvalitativ strategisk analyse, hvor hensikten var å undersøke både interne og eksterne forhold for å opparbeide en forståelse for selskapets underliggende økonomiske forhold. Oppdrettsbransjen ble konkludert til å være moderat attraktiv å konkurrere i, mens den interne analysen indikerte at Grieg Seafood hadde konkurranseparitet i markedet. Videre utførte vi en strategisk regnskapsanalyse ved bruk av forholdstall, hvor de kvantitative forholdene var i fokus.

Basert på den kvalitative og kvantitative analysen utarbeidet vi deretter framtidregnskap og framtidskrav. Dette dannet grunnlaget for å utlede det første verdiestimatet basert på budsjetterte vekter. Det første verdiestimatet ga en gjennomsnittlig verdi på kr 275,46 per aksje. Vi gjennomførte deretter en konvergering mot et felles verdiestimat, som resulterte i et verdiestimat på kr 181,49. Verdiestimatet ble deretter justert for konkurrisiko, hvor det endelige fundamentale verdiestimatet ble redusert til kr 181,13 per aksje. Ved å utføre en simulering- og sensitivitetsanalyse viste det seg at det knyttet seg en nevneverdig usikkerhet til verdiestimatet, samt at estimatet var svært sensitivt ovenfor endringer i netto driftsmargin og driftsinntektsvekst.

Ved å supplere den fundamentale verdivurderingen med en komparativ verdivurderingsteknikk, endte vi opp med et endelig verdiestimat på kr 175,95 per aksje. Til slutt sammenlignet vi vårt verdiestimat med børskurs, som indikerte at aksjekursen var undervurdert i markedet. Vi ga derfor en kjøps-anbefaling på Grieg Seafood aksjen per 31.12.2019.

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som et ledd i den toårige masterutdanningen innen regnskap og revisjon ved Universitetet i Stavanger.

Valget av oppgave falt på verdsettelse, ettersom temaet indikerer et stort interessefelt for begge undertegnede. Valget av selskapet Grieg Seafood ASA baserte seg først og fremst på at vi ønsket å se nærmere på lakseoppdrettsbransjen, da dette er en bransje som representerer en viktig og stor del av næringslivet i Norge. Deretter valgte vi selskapet Grieg Seafood, som er et stort og veletablert selskap, men som for mange kanskje er mindre velkjent og følgelig syntes interessant å analysere.

Arbeidet med oppgaven har vært spennende, utfordrende og lærerikt. Videre anser vi kunnskapen vi har opparbeidet oss gjennom utredningen som verdifull å ha med seg videre i arbeidslivet.

Avslutningsvis ønsker vi å rette en spesiell takk til vår veileder, Marius Sikveland, for gode og verdifulle tilbakemeldinger gjennom arbeidet med oppgaven.

Stavanger, juni 2020

Susanne Olderkjær Bøthun

Karen Østhus

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	1
FORORD	2
TABELLER	9
FIGURER	13
FORMLER	15
1 INNLEDNING	17
1.1 Formål og motivasjon	17
1.2 Avgrensning	17
1.3 Struktur	18
2 PRESENTASJON AV BRANSJE OG VIRKSOMHET	20
2.1 Oppdrettsbransjen	20
2.1.1 Presentasjon	20
2.1.2 utfordringer i bransjen	21
2.1.3 Produksjonsprosessen	22
2.2 Grieg Seafood ASA	23
2.2.1 Historie	23
2.2.2 Konsernstruktur	24
2.2.3 Eierstruktur	27
2.3 Konkurrenter	28
2.3.1 Mowi ASA	28
2.3.2 SalMar ASA	29
2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA	29
2.3.4 Norway Royal Salmon ASA	30
3 VERDSETTELSESMETODER	32
3.1 Oversikt over verdsettelsesmetoder	32
3.1.1 Fundamental verdsettelse	32

3.1.2	Komparativ verdsettelse	33
3.1.3	Opsjonsbasert verdsettelse	34
3.2	Valg av verdsettelsesmetode	35
3.3	Rammeverk for verdsettelsen	36
4	STRATEGISK ANALYSE	38
4.1	Ekstern bransjeorientert analyse	38
4.1.1	PESTEL	38
4.1.1.1	Politiske faktorer	39
4.1.1.2	Økonomiske faktorer	42
4.1.1.3	Sosiokulturelle faktorer	46
4.1.1.4	Teknologiske faktorer	48
4.1.1.5	Miljømessige faktorer	49
4.1.1.6	Juridiske faktorer	50
4.1.2	Femkraftsmodellen	51
4.2	Intern ressursbasert analyse	59
4.2.1	VRIO-modellen	59
4.2.2	Konklusjon intern ressursbasert analyse	63
4.3	Oppsummering av den strategiske analysen	64
4.3.1	SWOT	65
5	REGNSKAPSANALYSE	67
5.1	Rammeverk for regnskapsanalysen	67
5.1.1	Valg av analysenivå	67
5.1.2	Valg av analyseperiode	68
5.1.3	Valg av komparative selskap	68
5.2	Rapporterte regnskapstall	69
5.3	Omgruppering for analyse	70
5.3.1	Omgruppering av resultatet	71
5.3.2	Omgruppering av balansen	78
5.3.3	Omgruppering av kontantstrøm	83
5.4	Justering av målefeil	83
5.4.1	Justering av målefeil: Biologiske eiendeler	84

5.5	Omgruppert resultatregnskap og balanse etter justering	85
6	ANALYSE AV RISIKO	87
6.1	Likviditetsanalyse	87
6.1.1	Likviditetsgrad 1	88
6.1.2	Likviditetsgrad 2	89
6.1.3	Finansiell gjeldsdekningsgrad	90
6.1.4	Rentedekningsgrad	92
6.1.5	Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm	93
6.2	Soliditetsanalyse	94
6.2.1	Egenkapitalprosent	95
6.2.2	Netto driftsrentabilitet	96
6.3	Syntetisk rating	97
7	HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV	101
7.1	Avkastningskrav til egenkapital	102
7.1.1	Risikofri rente	103
7.1.2	Egenkapitalbeta	104
7.1.3	Markedets risikopremie	106
7.1.4	Illikviditetspremie	107
7.2	Finansielle krav	107
7.2.1	Finansielt gjeldskrav	108
7.2.2	Krav til avkastning på finansielle eiendeler	109
7.2.3	Krav til avkastning på netto finansiell gjeld	110
7.2.4	Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld	110
7.3	Netto driftsbeta og egenkapitalbeta	113
7.4	Oppsummering egenkapitalkrav og minoritetskrav	114
7.5	Selskapskrav	115
7.6	Oppsummering historiske avkastningskrav	115
8	LØNNSOMHETSANALYSE	116
8.1	Superrentabilitet	116

8.2	Driftsfordel	117
8.2.1	Bransjefordel	118
8.2.2	Ressursfordel	118
8.2.3	Gearingfordel	120
8.2.4	Oppsummering driftsfordel	120
8.3	Finansieringsfordel	121
8.3.1	Netto finansiell gjeld	122
8.3.2	Minoritetsinteresser	123
8.3.3	Oppsummering finansieringsfordel	124
8.4	Oppsummering lønnsomhetsanalyse	124
9	FRAMTIDSREGNSKAP	127
9.1	Rammeverk for framtidsregnskap	127
9.1.1	Valg av budsjetthorisont	127
9.1.2	Valg av budsjettmodell	128
9.1.3	Valg av framskrivningsteknikk	129
9.2	Vekstanalyse	130
9.2.1	Driftsinntektsvekst	130
9.2.2	Egenkapitalvekst	132
9.3	Budsjettering av driftsinntekter	133
9.4	Budsjettering av netto driftseiendeler	135
9.5	Budsjettering av netto driftsresultat	136
9.6	Budsjettering av netto finansiell gjeld	137
9.6.1	Finansiell gjeldsdel	138
9.6.2	Finansielle eiendeler	139
9.6.3	Oppsummering netto finansiell gjeld	139
9.7	Budsjettering av netto finanskostnad	140
9.7.1	Netto finanskostnad	140
9.7.2	Netto finansinntekt	140
9.7.3	Oppsummering netto finanskostnad	141
9.8	Budsjettering av minoritetsinteresser	141

9.9	Budsjettering av netto minoritetsresultat	142
9.10	Framtidsregnskap	143
10	FRAMTIDSKRAV	145
10.1	Egenkapitalkrav og minoritetskrav	145
10.1.1	Risikofri rente	145
10.1.2	Markedets risikopremie i framtiden	146
10.1.3	Egenkapitalbeta i framtiden	147
10.1.4	Illikviditetspremie	148
10.1.5	Egenkapitalkrav og minoritetskrav	148
10.2	Finansielle krav	148
10.2.1	Syntetisk framtidsrating	148
10.2.2	Finansielt gjeldskrav	149
10.2.3	Finansielt eiendelskrav	149
10.2.4	Netto finansielt gjeldskrav	150
10.3	Finansiell beta	150
10.4	Selskapskrav	152
10.5	Strategisk fordel i framtiden	152
11	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	155
11.1	Egenkapitalmetoden	156
11.1.1	Utbyttemodellen	156
11.1.2	Fri kontantstrøm-modellen	156
11.1.3	Superprofittmodellen	157
11.1.4	Superprofittvekstmodellen	157
11.2	Selskapskapitalmetoden	158
11.2.1	Sysselsatt kapitalmetoden	158
11.2.2	Netto driftskapitalmetoden	159
11.3	Første verdiestimat	159
11.3.1	Oppsummering av første verdiestimat	163
11.4	Konvergens mot fundamentalt verdiestimat	163
11.5	Analyse av usikkerhet i verdiestimatet	167

11.5.1 Konkursrisiko	167
11.5.2 Simulering	168
11.5.2.1 Resultat fra Monte Carlo-simulering	171
11.5.3 Sensitivitetsanalyse	173
11.6 Oppsummering av fundamentalt verdiestimat	175
12 KOMPARATIV VERDSETTELSE	177
12.1 Multiplikatormodellen	177
12.1.1 Valg av multiplikatormodell	178
12.1.2 Komparative selskap	178
12.1.3 Multiplikatorer	179
12.2 Det komparative verdiestimatet	183
13 OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI	185
13.1 Oppsummering	185
13.2 Handlingsstrategi	187
LITTERATURLISTE	188

Tabeller

Tabell 2-1: Nøkkeltall for Grieg Seafood ASA 2019	26
Tabell 4-1: Resultater fra femkraftsmodellen	58
Tabell 4-2: VRIO-rammeverket.....	59
Tabell 4-3: Konklusjon VRIO-modell	64
Tabell 5-1: Resultatregnskap for Grieg Seafood 2013-2019	69
Tabell 5-2: Konsernbalanse for Grieg Seafood 2013-2019	70
Tabell 5-3: Endring i egenkapital (majoritet) Grieg Seafood 2013-2019.....	70
Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat Grieg Seafood 2013-2019.....	71
Tabell 5-5: Fullstendig driftsresultat før skatt for Grieg Seafood 2013-2019	72
Tabell 5-6: Fullstendig finansresultat før skatt for Grieg Seafood 2013-2019.....	72
Tabell 5-7: Unormalt driftsresultat før skatt for Grieg Seafood 2013-2019	74
Tabell 5-8: Unormalt finansresultat før skatt for Grieg Seafood 2013-2019.....	74
Tabell 5-9: Selskapsskattesats 2013-2019	75
Tabell 5-10: Netto finanskostnad for Grieg Seafood 2013-2019.....	75
Tabell 5-11: Netto finansinntekt for Grieg Seafood 2013-2019	75
Tabell 5-12: Unormalt netto finansresultat for Grieg Seafood 2013-2019.....	76
Tabell 5-13: Driftsskattesats for Grieg Seafood 2014-2019	76
Tabell 5-14: Netto driftsresultat for Grieg Seafood 2013-2019.....	77
Tabell 5-15: Unormalt netto driftsresultat for Grieg Seafood 2013-2019	77
Tabell 5-16: Rapportert skattekostnad for Grieg Seafood 2013-2019.....	77
Tabell 5-17: Omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood 2013-2019.....	78
Tabell 5-18: Omgruppert totalbalanse for Grieg Seafood 2013-2019	81
Tabell 5-19: Sysselsatt kapital for Grieg Seafood 2013-2019	82
Tabell 5-20: Netto driftskapital for Grieg Seafood 2013-2019	83
Tabell 5-21: Omgruppert kontantstrøm Grieg Seafood 2014-2019.....	83
Tabell 5-22: Justering av målefeil i resultatregnskapet for Grieg Seafood 2013-2019	85
Tabell 5-23: Justering av målefeil i balansen for Grieg Seafood 2013-2019	85
Tabell 5-24: Omgruppert resultatregnskap etter justering for Grieg Seafood 2013-2019.....	86
Tabell 5-25: Omgruppert og justert balanse (sysselsatt kapital) for Grieg Seafood 2013-2019	86

Tabell 5-26: Omgruppert og justert balanse (netto driftskapital) for Grieg Seafood 2013-2019	86
Tabell 6-1: Tidsvektning av analyseperioden 2014-2019.....	87
Tabell 6-2: Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019.....	88
Tabell 6-3: Likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen	90
Tabell 6-4: Finansiell gjeldsdekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019	91
Tabell 6-5: Rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019	92
Tabell 6-6: Omgruppert kontantstrøm Grieg Seafood 2014-2019.....	94
Tabell 6-7: Egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019	95
Tabell 6-8: Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019	97
Tabell 6-9: Rammeverk for syntetisk rating	98
Tabell 6-10: Syntetisk rating for Grieg Seafood 2014-2019	98
Tabell 6-11: Syntetisk rating for bransjen 2014-2019	99
Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt 2014-2019.....	103
Tabell 7-2: Regresjonsanalyse av Grieg Seafood og OSEBX.....	105
Tabell 7-3: Beta bransjesnitt	105
Tabell 7-4: Estimert markedets risikopremie 2014-2019.....	106
Tabell 7-5: Normal KRP etter skatt basert på rating.....	108
Tabell 7-6: Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood 2014-2019	109
Tabell 7-7: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood 2014-2019.....	109
Tabell 7-8: Krav til netto finansiell gjeld for Grieg Seafood 2014-2019	110
Tabell 7-9: Finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood 2014-2019.....	111
Tabell 7-10: Finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood 2014-2019	112
Tabell 7-11: Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood 2014-2019.....	113
Tabell 7-12: Netto driftsbeta og egenkapitalbeta for Grieg Seafood 2014-2019.....	114
Tabell 7-13: Egenkapitalkrav og minoritetskrav for Grieg Seafood 2014-2019	114
Tabell 7-14: Netto driftskrav for Grieg Seafood 2014-2019	115
Tabell 7-15: Krav til sysselsatt kapital for Grieg Seafood 2014-2019	115
Tabell 7-16: Oppsummering historiske avkastningskrav for Grieg Seafood 2014-2019	115
Tabell 8-1: Egenkapitalrentabilitet for Grieg Seafood 2014-2019	116
Tabell 8-2: Superrentabilitet (strategisk fordel) for Grieg Seafood 2014-2019	117
Tabell 8-3: Bransjefordel drift 2014-2019	118
Tabell 8-4: Ressursfordel for Grieg Seafood 2014-2019.....	119
Tabell 8-5: Marginfordel for Grieg Seafood 2014-2019	119

Tabell 8-6: Omløpsfordel for Grieg Seafood 2014-2019	120
Tabell 8-7: Gearingfordel Grieg Seafood 2014-2019	120
Tabell 8-8: Driftsfordel Grieg Seafood 2014-2019	121
Tabell 8-9: Finansieringsfordel finansiell gjeld for Grieg Seafood 2014-2019.....	123
Tabell 8-10: Finansieringsfordel finansielle eiendeler for Grieg Seafood 2014-2019	123
Tabell 8-11: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld for Grieg Seafood 2014-2019.....	123
Tabell 8-12: Finansieringsfordel minoritetsinteresser for Grieg Seafood 2014-2019	124
Tabell 8-13: Finansieringsfordel for Grieg Seafood 2014-2019.....	124
Tabell 8-14: Strategisk fordel for Grieg Seafood 2014-2019	125
Tabell 9-1: Driftsinntektsvekst for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019.....	131
Tabell 9-2: Egenkapitalvekst for Grieg Seafood 2014-2019	133
Tabell 9-3: Driftsinntekter over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	135
Tabell 9-4: Netto driftseiendeler over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	136
Tabell 9-5: Netto driftsresultat over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	137
Tabell 9-6: Finansiell gjeld over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	138
Tabell 9-7: Finansielle eiendeler over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood.....	139
Tabell 9-8: Netto finansiell gjeld over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	139
Tabell 9-9: Netto finanskostnad over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	140
Tabell 9-10: Netto finansinntekt over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	141
Tabell 9-11: Netto finansresultat over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood.....	141
Tabell 9-12: Minoritetsinteresser over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	142
Tabell 9-13: Netto minoritetsresultat over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	142
Tabell 9-14: Fremtidsresultat 2020-2031 for Grieg Seafood.....	143
Tabell 9-15: Framtidsbalanse 2020-2031 for Grieg Seafood	143
Tabell 9-16: Framtidig fri kontantstrøm 2020-2031 for Grieg Seafood	144
Tabell 10-1: Beregnet egenkapitalbeta og netto driftsbeta for budsjettperioden 2020-2031 for Grieg Seafood	147
Tabell 10-2: Beregnet egenkapitalkrav og minoritetskrav for budsjettperioden 2020-2031 for Grieg Seafood	148
Tabell 10-3: Syntetisk framtidrating for Grieg Seafood 2020-2031	149
Tabell 10-4: Finansielt gjeldskrav over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood...	149
Tabell 10-5: Finansielt eiendelskrav over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	150

Tabell 10-6: Netto finansielt gjeldskrav over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	150
Tabell 10-7: Finansiell gjeldsbeta over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood ...	151
Tabell 10-8: Finansiell eiendelsbeta over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	151
Tabell 10-9: Netto finansiell gjeldsbeta over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	151
Tabell 10-10: Sysselsatt kapitalkrav over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood	152
Tabell 10-11: Netto driftskrav over budsjettthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood.....	152
Tabell 10-12: Strategisk fordel i fremtiden for Grieg Seafood	153
Tabell 10-13: Dekomponert strategisk fordel i fremtiden for Grieg Seafood	154
Tabell 11-1: Første verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av egenkapitalmetoden	160
Tabell 11-2: Første verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av selskapskapitalmetoden, herunder netto driftskapitalmetoden	161
Tabell 11-3: Første verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av selskapskapitalmetoden, herunder sysselsatt kapitalmetoden.....	162
Tabell 11-4: Oppsummering første verdiestimat for Grieg Seafood	163
Tabell 11-5: Konvergens mot fundamentalt verdiestimat	164
Tabell 11-6: Verdiestimat per aksje etter konkurrisiko	168
Tabell 11-7: Sannsynlighetsfordeling for budsjettdriveren driftsinntektsvekst.....	169
Tabell 11-8: Sannsynlighetsfordeling for budsjettdriveren onde.....	170
Tabell 11-9: Sannsynlighetsfordeling for budsjettdriveren netto driftsmargin.....	171
Tabell 11-10: Statistikk fra Monte Carlo-simulering.....	172
Tabell 11-11: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst i budsjettpunkt M.....	174
Tabell 11-12: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 2	174
Tabell 11-13: Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i budsjettpunkt M	175
Tabell 11-14: Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i budsjettpunkt M	175
Tabell 12-1: Verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av justert P/B-multippel.....	180
Tabell 12-2: Verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av P/F-multippel	181
Tabell 12-3: Verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av EV/EBIT-multippel	182
Tabell 12-4: Verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av EV/EBITDA multippel	182
Tabell 12-5: Det komparative verdiestimatet	183

Figurer

Figur 2-1: Konsernoversikt Grieg Seafood ASA.....	24
Figur 2-2: Geografiske posisjoner for aksjonærer i Grieg Seafood ASA.....	27
Figur 2-3: Nøkkeltall bransje 2019	31
Figur 3-1: Oversikt over verdsettelsesmetoder	32
Figur 3-2: Verdsettelsesproblemer gjennom livssyklusen	36
Figur 4-1: Oversikt over PESTEL makroanalyse faktorer	39
Figur 4-2: Forholdet mellom den globale verdien og det globale volumet av laks i perioden 2009-2018	43
Figur 4-3: Historisk prisutvikling for laks i perioden 2009-2018.....	44
Figur 4-4: Faktisk styringsrente fra 2014-2020 og Norges Bank sin prognose for fremtidig rentenivå.....	45
Figur 4-5: Utvikling av konsumerte animalske proteinkilder i perioden 1961 til 2011 per person på verdensbasis.....	47
Figur 4-6: Femkraftsmodellen	51
Figur 4-7: Relativ prisutvikling for proteintprodukter 2009-2018	53
Figur 4-8: Kunder i lakseoppdrettsbransjen.....	55
Figur 4-9: Fiskefôr produsenters markedsandel i Norge	56
Figur 4-10: Investeringer for Grieg Seafood ASA 2018	63
Figur 4-11: SWOT-analyse for Grieg Seafood.....	66
Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalysen	67
Figur 5-2: Omgruppering av balansen	79
Figur 5-3: Omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital	81
Figur 5-4: Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.....	82
Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019	89
Figur 6-2: Likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen.....	90
Figur 6-3: Finansiell gjeldsdekning for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019	92
Figur 6-4: Rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019.....	93
Figur 6-5: Egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019.....	96
Figur 6-6: Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019	97
Figur 8-1: Lønnsomhet for lakseoppdrettsbransjen 2008-2018.....	126
Figur 9-1: Rammeverk for fremtidsregnskap	127

Figur 9-2: Rammeverk for fokusert budsjettering	129
Figur 9-3: Historisk driftsinntektsvekst for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019	131
Figur 9-4: Historisk driftsinntektsvekst i kroner for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019	132
Figur 11-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse	155
Figur 11-2: Konvergens mot fundamentalt verdiestimat	165
Figur 11-3: Utvikling av netto driftskrav etter konvergeringsprosedyre	166
Figur 11-4: Utvikling av egenkapitalkrav etter konvergeringsprosess	166
Figur 11-5: Fordeling av verdiestimat etter Monte Carlo-simulering	172
Figur 11-6: Tornadoanalyse av verdiestimatet	173
Figur 12-1: Rammeverk for multiplikatorvurdering	178
Figur 13-1: anbefalt handlingsstrategi	187

Formler

Formel 5-1: Formel for driftsskattesats.....	76
Formel 6-1: Likviditetsgrad 1	88
Formel 6-2: Likviditetsgrad 2	89
Formel 6-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	91
Formel 6-4: Rentedekningsgrad.....	92
Formel 6-5: Egenkapitalprosent.....	95
Formel 6-6: Netto driftsrentabilitet.....	96
Formel 7-1: Formel for totalavkastningskrav	101
Formel 7-2: Kapitalverdimodellen.....	102
Formel 7-3: Justert beta	105
Formel 7-4: Netto finansielt gjeldskrav	107
Formel 7-5: Finansielt gjeldskrav	108
Formel 7-6: Finansielt eiendelskrav.....	109
Formel 7-7: Finansiell gjeldsbeta.....	111
Formel 7-8: Finansiell eiendelsbeta	111
Formel 7-9: Fordringsbeta	112
Formel 7-10: Netto finansiell gjeldsbeta.....	112
Formel 7-11: Netto driftsbeta.....	113
Formel 7-12: Egenkapitalbeta.....	114
Formel 8-1: Normalisert rentabilitet	116
Formel 8-2: Strategisk dekomponering	117
Formel 8-3: Driftsfordel.....	118
Formel 8-4: Ressursfordel.....	119
Formel 8-5: Finansieringsfordel	122
Formel 8-6: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld.....	122
Formel 8-7: Finansieringsfordel minoritetsinteresser	124
Formel 9-1: Driftsinntektsvekst	130
Formel 9-2: Normalisert egenkapitalvekst.....	132
Formel 9-3: Driftsinntekt	133
Formel 9-4: Driftsinntektsvekst første år	133
Formel 9-5: Netto driftseiendeler.....	135

Formel 9-6: Netto driftsresultat	136
Formel 9-7: Netto finansiell gjeld	138
Formel 9-8: Finansiell gjeld	138
Formel 9-9: Finansielle eiendeler	139
Formel 9-10: Netto finanskostnad	140
Formel 9-11: Netto finansinntekt	140
Formel 9-12: Minoritetsinteresser	141
Formel 9-13: Netto minoritetsresultat	142
Formel 10-1: Egenkapitalbeta	147
Formel 11-1: Utbyttmodellen	156
Formel 11-2: Fri kontantstrøm-modellen	157
Formel 11-3: Superprofittmodellen	157
Formel 11-4: Superprofittvekstmodellen	158
Formel 11-5: Sysselsatt kapitalmetoden	158
Formel 11-6: Netto driftskapitalmetoden	159
Formel 11-7: Fundamentalt verdierestimat justert for kortsiktig konkursrisiko	167
Formel 12-1: Multiplikatormodell ved selskapskapitalmetoden	178
Formel 12-2: Pris/Bok multippel	179
Formel 12-3: Justert P/B-multippel	179
Formel 12-4: Pris/Fortjeneste multippel	180
Formel 12-5: Justert Pris/Fortjeneste-multippel	180
Formel 12-6: EV/EBIT multippel	181
Formel 12-7: EV/EBITDA-multippel	182

1 Innledning

I dette kapittelet vil vi presentere formålet og motivasjonen for oppgaven, hvilke avgrensninger vi har gjort og til slutt oppgavens struktur.

1.1 Formål og motivasjon

Formålet med oppgaven er å verdsette egenkapitalverdien til Grieg Seafood ASA per 31.12.2019, for deretter å kunne utarbeide en handlingsstrategi basert på selskapets børskurs. Problemstillingen er derfor som følger:

«Hva er egenkapitalverdien til Grieg Seafood ASA per 31.12.2019?»

Verdsettelsesmetoden vil være en fundamental verdsettelse, supplert med en komparativ verdsettelse. For å kunne gjennomføre en fundamental verdsettelse kreves det at man opparbeider seg dybdekunnskap om både selskap og bransje. I tillegg benyttes kunnskap innen en rekke ulike fag, som revisjon, regnskap, finans og strategi. Læringsutbytte ved å gjennomføre en verdsettelsesoppgave er derfor stor, og underbygger følgelig vår begrunnelse og motivasjon for å velge denne type oppgave.

Valg av selskap ble i hovedsak basert på at vi ønsket å skrive om et selskap innen lakseoppdrettsbransjen. Lakseoppdrettsbransjen i Norge er massiv, og består av en rekke selskap med ulike omfang. En motivasjon for å velge lakseoppdrettsbransjen var også at bransjen er godt representert på Oslo Børs, som følgelig innebærer at informasjon vil være tilgjengelig. Blant selskapene på Oslo Børs falt valget videre på Grieg Seafood, på bakgrunn av at det er et mindre selskap sammenlignet med sine store konkurrenter, som derfor syntes spennende å analysere.

1.2 Avgrensning

Oppgaven baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon, og vil dermed ikke være supplert med intern informasjon. De siste offentlige regnskapstallene i oppgaven er hentet fra

årsrapporten for 2019. På grunn av tidsmessige hensyn er ikke regnskapstall fra første kvartal 2020 hensyntatt i oppgaven, og dermed vil dato for verdsettelse være 31.12.2019.

Som analyseperiode har vi valgt perioden 2014 til 2019. I tillegg inkluderes 2013 for å kunne beregne endringer fra 2014. Analyseperioden synes rimelig da den hensyntar det faktum at Grieg Seafood er en labil virksomhet, samt at oppdrettsbransjen er syklisk.

Verdsettelsen vil videre være på konsernnivå. Dette både fordi regnskapsinformasjon per virksomhet er vanskelig å fremskaffe, samt at konsernregnskapet anses å gi et bedre bilde over virksomhetens omfang. I tillegg er datterselskapene en naturlig del av virksomheten, som ytterligere taler for dette valget.

De komparative selskapene vil være avgrenset til Mowi ASA, Lerøy Seafood ASA, SalMar ASA og Norway Royal Salmon ASA. Bransjetall vil derfor være basert på disse selskapene. I tillegg vil også Grieg Seafood inkluderes i sammenligningsgrunnlaget. Videre vil alle tall være hentet fra selskapenes respektive årsrapporter dersom ikke annet er oppgitt.

1.3 Struktur

Opgaven følger i all hovedsak rammeverket til professor Kjell Henry Knivsflå (2020a) ved Norges Handelshøyskole.

I kapittel 2 presenteres Grieg Seafood og lakseoppdrettsbransjen. I tillegg presenteres også de komparative selskapene som vil utgjøre bransjetallene i utredningen.

Videre, i kapittel 3, gir vi en kort presentasjon over ulike verdsettelsesmetoder hvor vi deretter redegjør for valget av metode. Vi presenterer så rammeverket vi vil benytte for den fundamentale verdsettelsen.

I kapittel 4 gjennomføres det en strategisk analyse som bygger på forholdene presentert i kapittel 2. Kapittelet deles inn i en ekstern- og intern bransjeorientert analyse.

I kapittel 5 til 8 utføres en regnskapsanalyse. I regnskapsanalysen vil regnskapstallene omgrupperes og klargjøres for analyse, samt bli justert for målefeil. I kapittel 6 til 8 følger

analyse av forholdstall. Dette gjøres gjennom en analyse av risiko, beregning av historiske avkastningskrav og en lønnsomhetsanalyse.

Regnskapsanalysen danner det videre grunnlaget for utarbeidelsen av framtidsregnskapet i kapittel 9. Videre utledes framtidskravene i kapittel 10, før vi også redegjør for den strategiske fordelene i framtiden i samme kapittel.

I kapittel 11 utarbeides en fundamental verdivurdering av Grieg Seafood, som bygger på framtidsregnskapet og framtidskravene i de to foregående kapitlene. I dette kapitlet presenteres det første verdiestimatet, som gjennomgår en konvergeringsprosess samt en analyse av usikkerhet. Deretter utføres det en komparativ verdivurdering i kapittel 12.

Avslutningsvis presenteres det endelige verdiestimatet, og basert på estimatet utledes det en handlingsstrategi i kapittel 13.

2 Presentasjon av bransje og virksomhet

I dette kapitlet vil vi gi en presentasjon av oppdrettsbransjen og Grieg Seafood ASA. Avslutningsvis vil vi også velge ut og introdusere Grieg Seafoods konkurrenter.

2.1 Oppdrettsbransjen

Under dette delkapitlet vil vi gi et innblikk i oppdrettsbransjen, herunder bransjens historie og utvikling. Deretter vil vi gjøre rede for utfordringer som eksisterer i bransjen i dag, samt produksjonsprosessen fra rogn til slakting.

2.1.1 Presentasjon

Fiskeoppdrett er definert i store norske leksikon som å fø opp fisk i fangenskap. I tillegg anses også produksjon av rogn og yngel som et naturlig ledd innenfor fiskeoppdrett. Fiskeoppdrett går historisk sett langt tilbake i tid, hvor en kan spore oppdrett av karpe i Kina og Egypt så langt tilbake som fra mellom 4000 til 6000 år siden. Dette har stått seg helt fram til i dag, da oppdrett av karpefisk i Asia er størst av all type fiskeoppdrett på global basis. Kina står i dag for rundt 55% av fiskeoppdrett på verdensbasis (Misund, 2019).

Norges langstrakte kystlinje har gode biologiske forhold, som temperatur og strømminger, som gjør det ideelt å drive oppdrett av laks (Hovland, Haaland, Hersoug, Kolle & Møller, u.å.). Fiskeoppdrett i Norge har likevel ikke i nærheten av samme fartstid som i Asia. Det var først på slutten av 1960-tallet at den første laksesmolten ble satt i sjø, og ti år senere ble den første oppdrettslaksen slaktet. I 1973 ble fiskeoppdrett i Norge konsesjonsbelagt, med andre ord ble det innført krav om hold av tillatelse for å drive innen akvakultur. Fram til 1991, var det kun lov å holde én tillatelse per bedrift. Etter det ble tillatt for bedrifter å holde mer enn én konsesjon per bedrift, ble det en generell omstrukturering av oppdrettsselskapene i Norge. Mange selskaper gjorde oppkjøp eller slo seg sammen, slik at i dag er antall oppdrettsselskaper i Norge redusert til rundt om 150, fra omtrent 1 000 i 1990. Følgelig har det oppstått et sterkt konsentrert eierskap innenfor næringen, hvor de 10 største selskapene i bransjen i dag står for nesten 70% av den totale produksjonen (Misund, 2019).

Norge står i dag for rundt 2% av verdens fiskeoppdrett. Til tross for den relativt lave andelen av fiskeoppdrett generelt, stammer over 50% av verdens oppdrettslaks fra Norge. Salg av laks gir Norge årlige inntekter på rundt 65 milliarder kroner, og anses i tillegg som et av landets viktigste eksportvarer (Misund, 2019).

2.1.2 utfordringer i bransjen

Som alle næringer har fiskeoppdrett sine styrker og utfordringer. En av de største utfordringene bransjen står ovenfor er miljøkonsekvenser knyttet til lakselus og rømming. Lakselus er ødeleggende for fisken, og koster oppdrettsbransjen titalls milliarder i året. Flere organisasjoner har påpekt sin uro for bransjens påvirkning på dyrevelferden til fisken, og de øvrige miljømessige påvirkningene som næringen gir (Misund, 2019).

Til tross for kritikken rettet mot bransjen, har internasjonale organisasjoner som OECD og FAO påpekt oppdrettsbransjens viktige rolle for å kunne dekke matbehovene, og bidra til en gunstig folkehelse, for en stadig økende befolkning. Det er derfor et ønske om mangedobling av fiskeoppdrett i Norge i løpet av de neste 30 årene. Her spiller den teknologiske utviklingen i næringen en stor rolle. Den teknologiske utviklingen i fiskeoppdrettsnæringen over de siste tiårene har vært eksepsjonell. Det utvikles stadig nye produktivitetsforbedringer som viderefører veksten. Noen spesielt nevneverdige forbedringer er vaksiner, som reduserer sykdom, stadig bedre fôr som reduserer produksjonstiden, og avanserte overvåkingsmekanismer (Misund, 2019; Hovland et al., u.å.).

Fangst av villfisk har stagnert på globalt nivå, og dermed har det blitt økt fokus på fiskeoppdrett for å dekke matbehovene. Selv om det er et økt fokus på fiskeoppdrett, har også produksjonen av laksefisk stagnert siden 2012. Dette kan skyldes at det er fokus på at utviklingen innen fiskeoppdrett skal bli foretatt på en bærekraftig måte. Tiltak som underbygger dette er innføring av lover som akvakulturloven, matloven, dyrevelferdsloven og forurensingsloven. Det foreligger også biologiske utfordringer som mer alger, sykdommer, lakselus og ringvirkninger på miljøet, som kan være potensielle hindre for vekst i bransjen. Sammen med utbredte utfordringer som rømming, svinn og framtidig tilbud av fiskefôr er det flere utfordringer som må løses for at veksten kan fortsette (Misund, 2019; Hovland et al., u.å.).

2.1.3 Produksjonsprosessen

Produksjon av laks fra rogn til slakting er en langtrukken prosess som tar omtrent tre år. Av disse tre årene foregår 10-16 måneder av produksjonen i ferskvann, mens 12-24 måneder foregår i sjøvann (Mowi, 2019b). Ferskvannsfasen betegnes settefiskproduksjon og den videre fasen, etter smolten settes i sjøen, er kjent som matfiskproduksjon (Teknologirådet, 2012). Gjennom hele produksjonstiden er gode miljøforhold svært viktig. Man ønsker å få laksen klar til slakting før den er kjønnsmoden, da denne modningen kan føre med seg negative konsekvenser i matfiskproduksjonen. Miljøforhold som riktig vanntemperatur og lys, som kan påvirke den totale produksjonstiden, er dermed avgjørende for produksjonen (Hansen, 2019).

Settefiskproduksjon

Stamfisk er fisk som blir valgt ut på bakgrunn av fordelaktig genetikk, og er en voksen fisk (Teknologirådet, 2012). Stamfisken kan bli bortimot 20 kilo, og er altså betraktelig større enn fisken som blir slaktet (Laks.no, u.å.) Den første delen av produksjonen er å befrukte eggene fra stamfisken, og etter cirka 60 dager klekkes eggene. Omtrent åtte uker etter klekking starter man å føre yngelen (nyklekket laks) i tanker på land (Teknologirådet, 2012; Laks.no, u.å.; Yngel, 2009).

Matfiskproduksjon

Når yngelen har vokst til å bli rundt 60-100 gram betegnes den som smolt og den er klar til å overføres til merder i sjøen (Teknologirådet, 2012). Merder er en innhengning i sjøen som flyter (Merd, 2018). Prosessen i merder i sjøen kaller man vekstfasen, og varer fram til fisken er mellom 3 til 7 kilo (Teknologirådet, 2012).

Slakting

Når laksen har oppnådd den ønskelige størrelsen, overføres den levende til slakteriet hvor det etter slakting foretas en sorteringsprosess basert på størrelse og kvalitet. Deretter sendes fisken videre på is, enten direkte til fiskehandelen, til videre bearbeiding eller eksport til andre land rundt om i verden (Laks.no, u.å.). For atlantisk laks fra Norge, anses de største eksportmarkedene å være til EU, Russland og Asia (Mowi, 2019b).

2.2 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood ASA er et internasjonalt sjømatsekskap, og regnes som en av verdens ledende oppdrettere av atlantisk laks (Grieg Seafood, u.å.). Selskapet er videre, basert på omsetning, rangert som det femte største sjømatsekskapet i Norge (Norsk Fiskerinæring AS, 2018). I det følgende vil vi ta oss gjennom Grieg Seafoods historie, samt gi et overblikk over selskapets struktur.

2.2.1 Historie

Historien til Grieg Seafood ASA starter i 1992 ved etableringen av Grieg Seafood Salmon (trading selskap) og Bioinvest (oppdrettsselskap) (Grieg Seafood, 2019). Fra etableringen i 1992 og fram til børsnoteringen i 2007, går selskapet gjennom en rekke sammenslåinger og oppkjøp.

I 1996 investerer Grieg Seafood i Rogaland (Grieg Seafood, 2019). På 90-tallet hadde selskapet også virksomhet i Nordland, som etterhvert ble en del av Fjord Seafood. Etter hvert selger Grieg Seafood omtrent halvparten av aksjene i Fjord Seafood, og med pengene fra salget kjøper de opp kanadiske Scandic Marine Ltd. - datterselskapet vi i dag kjenner som Grieg Seafood BC Ltd. (Furuset, 2017).

I dag driver Grieg Seafood ASA med oppdrett av atlantisk laks, men på begynnelsen av 2000-tallet var selskapet blant de største torskeoppdretterne i Norge (Furuset, 2017). Det viste seg imidlertid at torskeoppdrett var forut sin tid, ved at utviklingen av produksjonsanleggene på denne tiden ikke var kommet langt nok (Johansen, 2019). I samme periode hadde selskapet også virksomhet i Chile og Danmark, hvor de drev med henholdsvis lakseoppdrett og røykeri (Furuset, 2017).

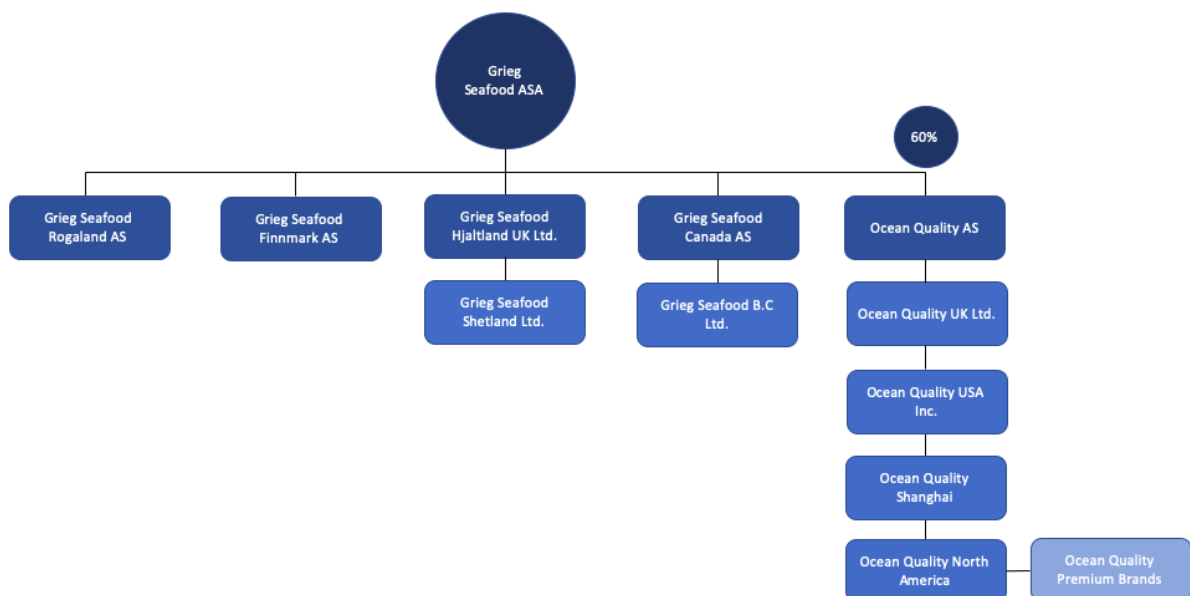
I 2006 slår selskapet seg sammen med Volden Gruppen i Finnmark, et selskap som på denne tiden hadde mye ledig kapasitet etter kjøp av konsesjoner fra Stolt Sea Farm (Furuset, 2017). I dag anses Grieg Seafood Finnmark AS som det største av datterselskapene, basert på både slaktevolum og inntekt (Grieg Seafood, 2019).

Samme år som Grieg Seafood blir notert på børs, kjøper de også Hjalmland Ltd., Shetlands største lakseoppdretter. I 2016, etter en strategisk gjennomgang, gikk det rykter om at Grieg ville selge dette selskapet. Grieg valgte dog å beholde virksomheten, da de var misfornøyd med budene de mottok (Furuset, 2017).

I dag har Grieg Seafood dermed oppdrettsanlegg både i Rogaland, Finnmark, Canada og på Shetlandsøyene. I 2019 hadde konsernet et slaktevolum på 83 000 tonn og har et videre mål om 100 000 tonn i 2020. Globalt sett sto Grieg Seafood for 4% av all slaktet atlantisk laks i 2019 (Grieg Seafood, 2020a).

2.2.2 Konsernstruktur

Grieg Seafood ASA består av datterselskapene Grieg Seafood Rogaland AS, Grieg Seafood Finnmark AS, Grieg Seafood Hjalmland UK ltd. og Grieg Seafood Canada AS. I tillegg eier de 60% av Ocean Quality AS, hvorav de resterende prosentene eies av Bremnes Fryseri AS (Grieg Seafood, 2019).



Figur 2-1: Konsernoversikt Grieg Seafood ASA (Fritt etter Grieg Seafood, 2019).

Grieg Seafood Rogaland

Grieg Seafood Rogaland AS driver oppdrettsanlegg av laks, og innehar 20 produksjonslisenser og to smoltlisenser. Selskapet er inndelt i fire avdelinger; stamfisk, settefisk, matfisk og

prosessering. Verdikjeden er dermed komplett i regionen, fra rogn til fullbåren fisk (Grieg Seafood, u.å.(c)).

Regionen har et mål om å øke smoltstørrelsen til et halvt kilo per fisk i 2020. Ved å øke smoltstørrelsen vil laksen i mindre grad være eksponert for lakselus og pankreassykdom, da en slik økning vil redusere produksjonstiden i sjøvann (Grieg Seafood, 2019).

Grieg Rogaland hadde i 2019 et slaktevolum på 25 217 tonn. På grunn av en sterkere biologisk kontroll, resulterte dette i en oppgang på hele 55% fra året før. Dette førte også til lavere kostnader per kg slaktet laks. Regionen kunne videre rapportere om en overlevelsesrate på 93%, og skilte med en inntekt på 1 539 millioner kroner i 2019 (Grieg Seafood, 2020a).

Grieg Seafood Finnmark

Grieg Seafood Finnmark AS driver verdens nordligste oppdrettsanlegg. Selskapet innehar 27 produksjonslisenser i sjø og én smoltlisens, og er således det største produksjonsselskapet av konsernets datterselskaper (Grieg Seafood, u.å.(b)).

På grunn av gode biologiske forhold hadde regionen meget tilfredsstillende resultater i 2019. Selskapet hadde et slaktevolum på 32 362 tonn, fra 29 774 tonn i 2018. De kunne også vise til en inntekt på 1 815 millioner kroner, og en overlevelsesrate på 96%. På tross av dette, opplevde regionen likevel en svak økning i kostnader per kg slaktet laks. Dette skyldtes et år med lavere sjøtemperaturer, som førte til at den gjennomsnittlige størrelsen blant fisk som døde var noe høyere enn tidligere år (Grieg Seafood, 2020a).

Grieg Seafood Shetland

Grieg Seafood Shetland driver med lakseoppdrett på Shetland og Isle of Skye, og er det største selskapet innen lakseproduksjon på Shetland. Selskapet er inndelt i de tre avdelingene settefisk, matfisk og prosessering (Grieg Seafood, u.å.(d)).

På grunn av forskjellige utfordringer på Shetland, som lakselus, alger, gjellesykdommer og vintersår, har selskapet de siste årene redusert produksjonen fra 27 til 17 anlegg. Dette for å kunne opprettholde god biologisk kontroll (Grieg Seafood, 2020a).

Grieg Seafood Shetland hadde i 2019 et slaktevolum på 11 273 tonn, og en inntekt på 732 millioner kroner. Som følge av de biologiske problemene, hadde selskapet i 2019 en overlevelsesrate på 89%. Med disse problemene fulgte også en økning i kostnad per kg slaktet laks sammenlignet med året før (Grieg Seafood, 2020a).

Grieg Seafood British Columbia

Grieg Seafood BC Ltd driver oppdrettsanlegg av laks på vestkysten av Canada (Grieg Seafood, u.å.(a)). Selskapet har 20 produksjonslisenser i sjø og én lisens for smoltproduksjon. De er den eneste av de fire datterselskapene som ikke prosesserer egen laks (Grieg Seafood, 2020a). I tillegg leverer selskapet et kvalitets lakseprodukt, for eksklusive restauranter i Nord-Amerika, under merkevaren “Skuna Bay Salmon” (Grieg Seafood, u.å.(a)).

Selskapet driver med kontinuerlig risikostyring knyttet til skadelig algeoppblomstring, som er en stor utfordring i området. Grunnet de dødelige algene, opplevde selskapet den laveste overlevelsesraten av de fire datterselskapene i 2019, på 88%. Videre førte dette til en økt kostnad per kg slaktet laks. Både slaktevolum og inntekter ble redusert fra året før, og selskapet endte opp med et slaktevolum på 14 120 tonn og en inntekt på 861 millioner kroner i 2019 (Grieg Seafood, 2020a).

I tabell 2-1 følger en oversikt over nøkkeltallene til de ulike datterselskapene.

Nøkkeltall 2019	Rogaland	Finnmark	Shetland	British Columbia
Slaktevolum (tonn)	25 217	32 362	11 273	14 120
Inntekter (NOK mill)	1 539	1 815	732	861
Overlevelsesrate	93 %	96 %	89 %	88 %
Konsesjoner i sjø	19	27	17	20

Tabell 2-1: Nøkkeltall for Grieg Seafood ASA 2019

Ocean Quality AS

All produksjon av laks som foregår i Grieg Seafoods tidligere presenterte datterselskaper, selges gjennom salgsselskapet Ocean Quality AS. Grieg har 60% eierskap i dette selskapet (Grieg Seafood, 2019). I tillegg selger Ocean Quality også laks produsert av Bremnes Fryseri AS, som eier selskapet med 40% (Ocean Quality, u.å.). Av inntektene fra Ocean Quality mottar Grieg Seafood kun overskuddet fra fisk de selv leverer. Selskapets hovedkontor er lokalisert i

Bergen, men selskapet finnes også på Shetland og i Nord-Amerika for å videreselge fisken også fra disse regionene (Grieg Seafood, 2019).

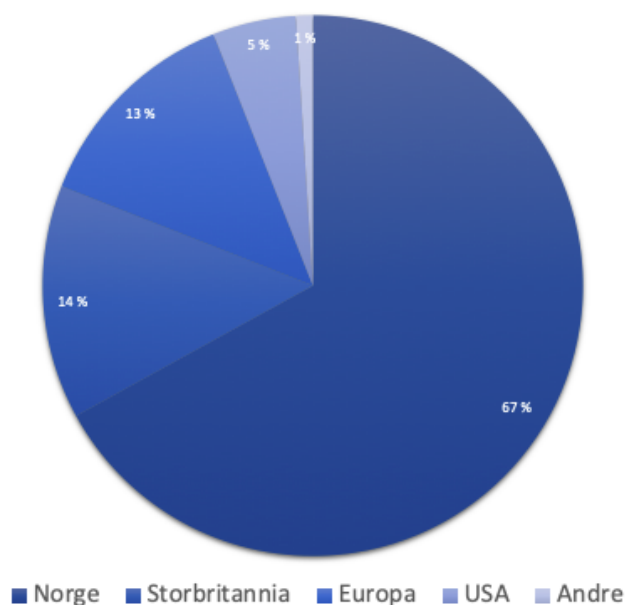
Ocean Quality kjøper fisken av de øvrige Grieg Seafood datterselskapene, og selger den videre til andre aktører enten for videre prosessering eller for direkte konsum. I 2019 solgte selskapet 125 530 tonn laks, hvorav laks fra Grieg Seafood konsernet utgjorde 66% av det totale volumet. Selskapet selger den største andelen av laksen, 65%, til det europeiske markedet. I tillegg selges laks til markeder i Asia, USA og Canada (Grieg Seafood, 2020a).

2.2.3 Eierstruktur

Per årsslutt 2019 hadde Grieg Seafood ASA 4 968 aksjonærer og 110 448 313 utestående aksjer. Per Grieg jr. med familie innehar 52.8% av aksjene, og har med dette den største aksjonærposisjonen i selskapet. Videre eier OM Holding AS 5.5%, mens Folketrygdfondet eier 4.6%. Grieg Seafood ASA eier i tillegg 1.2 millioner av sine egne aksjer (Grieg Seafood, 2020a).

67% av aksjene blir holdt av norske aksjonærer, mens de resterende aksjene holdes av aksjonærer rundt om i hele verden. Den største konsentrasjonen av aksjonærer etter Norge, finner vi i Europa, Storbritannia og USA (Grieg Seafood, 2020a).

Geografiske posisjoner for aksjonærer i Grieg Seafood ASA



Figur 2-2: Geografiske posisjoner for aksjonærer i Grieg Seafood ASA (fritt fra Grieg Seafood, 2020a).

2.3 Konkurrenter

I 2019 sto Norge for 52% av all slaktet laks i verden (Grieg Seafood, 2020a). Totalt slaktevolum nasjonalt var 1 281 827 tonn laks, noe som ble rapportert inn av 142 ulike oppdrettsselskap (Fiskeridirektoratet, 2019b). Bransjen er altså stor, og består av en rekke ulike selskap. Blant disse vil vi velge ut sammenlignbare selskap, som vil bli benyttet videre i vår verdsettelse av Grieg Seafood.

Grieg Seafood er blant de største aktørene i bransjen, og det vil derfor være naturlig å basere valget av sammenlignbare selskap på virksomheter med lignende omfang. Grieg Seafood ble som kjent børsnotert i 2007, og et av kriteriene vil derfor være at selskapet må være notert på Oslo Børs. I dag er det ni oppdrettsselskaper notert på Oslo Børs, henholdsvis; Austevoll Seafood, Bakkafrost, Lerøy Seafood Group, Mowi, Norway Royal Salmon, SalMar, Salmones Camanchaca og The Scottish Salmon Company (Oslo Børs, u.å.(a)). Blant disse har vi valgt å utelate Bakkafrost, Salmones Camanchaca og The Scottish Salmon, da disse driver sin virksomhet i utlandet. Til slutt har vi også valgt å utelate Austevoll Seafood, ettersom selskapet ikke har lakseoppdrett som sitt hovedområde.

Grieg Seafood sine komparative selskaper vil derfor være Lerøy Seafood Group, Mowi, Norway Royal Salmon og SalMar. Disse vil bli grundigere presentert i det følgende.

2.3.1 Mowi ASA

Mowi ASA ble etablert i 1964 og har siden opplevd stor vekst etter flere sammenslåinger og oppkjøp. Selskapet er tidligere kjent som Marine Harvest, men byttet i 2019 tilbake til det opprinnelige lanseringsnavnet, Mowi (Mowi, u.å.). Mowi anses i dag som verdens største lakseoppdrettsselskap, målt etter både volum og inntekt. Selskapet opererer i 25 land, mens hovedkontoret er lokalisert i Bergen. Mowi er tilstede langs hele norskekysten, og innehar totalt 231.5 produksjonslisenser i Norge (Mowi, 2019a).

Selskapet består av tre forretningsområder, henholdsvis fôr, oppdrett og salgs-og markedsføring – og har med dette en fullt integrert verdikjede. Produktene blir solgt til rundt 70 ulike land verden over. I 2019 hadde Mowi et slaktevolum på 436 000 tonn laks, hvorav over 60% ble slaktet i Norge (Mowi, 2020).

Mowi og Grieg Seafood er like i det de begge produserer laks, både i Norge og utlandet, og har en fullt integrert verdikjede. Det som skiller Mowi fra Grieg Seafood er først og fremst størrelsen, Mowi's slaktevolum er rundt fem ganger høyere enn Grieg's. Videre er Mowi etablert i flere land (Mowi, 2019a; Grieg Seafood, 2019).

2.3.2 SalMar ASA

SalMar ASA ble etablert i 1991, i det som anses som en krevende tid for oppdrettsbransjen. I dag har selskapet en fullt integrert verdikjede, fra egen produksjon til salg (SalMar, u.å.(a)). Selskapet driver med oppdrett av laks i Midt- og Nord-Norge, og innehar 100 produksjonslisenser i Norge. I tillegg innehar selskapet betydelige eierposisjoner i to utenlandske selskap, henholdsvis på Island og i Skottland. Hovedkontoret er lokalisert på Frøya i Sør-Trøndelag (SalMar, u.å.(b)). I dag er SalMar Norges tredje største lakseoppdrettselskap, etter Mowi og Lerøy Seafood Group, og hadde i 2019 et slaktevolum på 143 300 tonn (SalMar, 2020b).

Grieg Seafood driver sin virksomhet både i Norge, Canada og på Shetland, mens SalMar's virksomhet i hovedsak foregår i Norge. I tillegg skiller de to selskapene seg på størrelsen, hvor SalMar har et omtrent to ganger større produksjonsvolum enn Grieg (SalMar, 2019; Grieg Seafood, 2019).

2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood sin historie går så langt tilbake som til 1899, da fiskebonden Ole Mikkel Lerøen solgte fisk på torget i Bergen (Lerøy Seafood, 2017a). Selskapet ble offisielt etablert i 1939, og hovedkontoret ligger i dag i Bergen – hvor eventyret først startet. Selskapet har for øvrig virksomhet langs hele norskekysten, i tillegg til bearbeiding og distribusjon i åtte ulike land i Europa, samt salgskontorer i USA, Japan og Kina. Selskapet leverer sine produkter til over 70 forskjellige land rundt om i hele verden, og har 4 500 ansatte (Lerøy Seafood, 2019; Lerøy Seafood, 2017b).

Lerøy driver med oppdrett av laks og ørret, og har en fullt integrert verdikjede innenfor disse hovedområdene. Selskapet har totalt 156 laks- og ørretkonsesjoner. I tillegg driver selskapet med fangst av hvitfisk og skalldyr. I 2019 slaktet Lerøy til sammen 158 178 tonn laks og ørret,

og er det nest største oppdrettsselskapet innen laks og ørret i verden (Lerøy Seafood, 2020b; Lerøy Seafood, 2017c).

Lerøy skiller seg fra Grieg Seafood som en større produsent, i tillegg til at de har flere produkter enn kun laks. Mens Grieg Seafood også har oppdrettsanlegg i utlandet, driver Lerøy kun med havbruk i Norge, mens de utenlandske selskapene håndterer videre bearbeiding og distribusjon (Lerøy Seafood, 2019; Grieg Seafood, 2019).

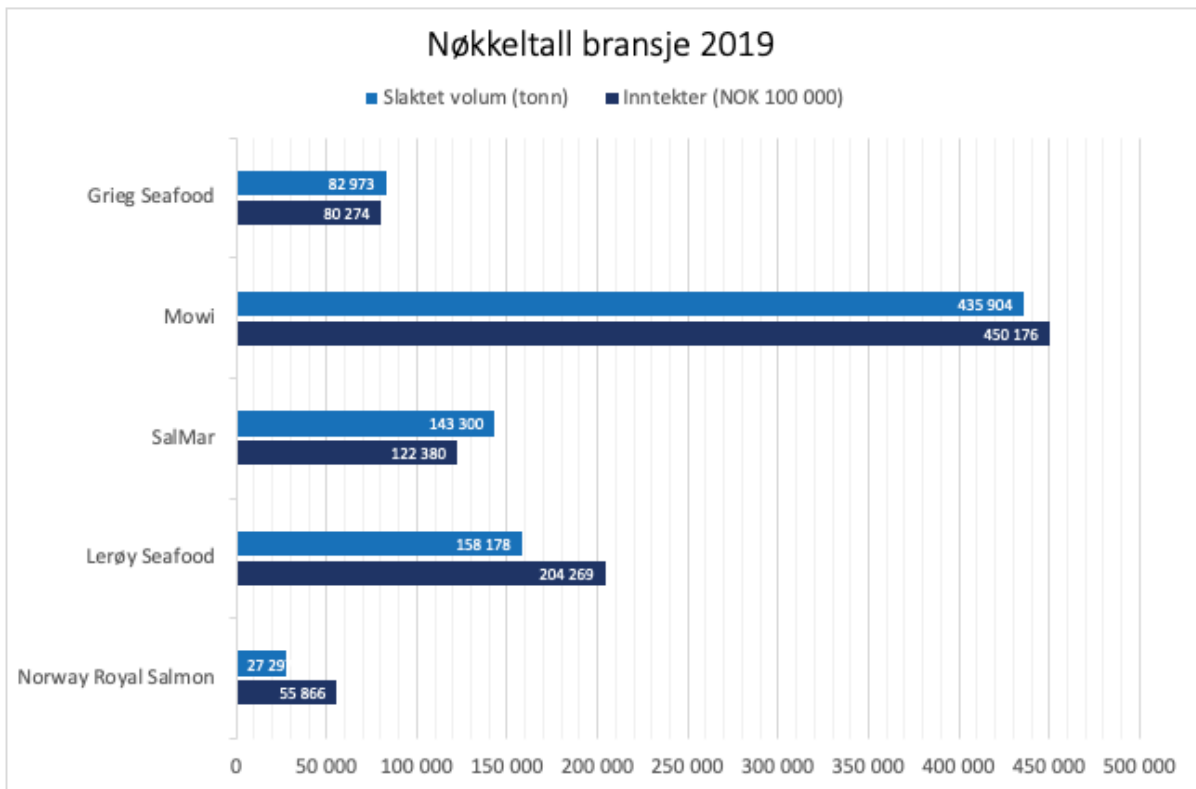
2.3.4 Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon ble etablert i 1992 med formål om å drive med salg og markedsføring av oppdrettslaks. Det var først i 2006 at selskapet besluttet å starte med oppdrett. I dag er hovedsegmentene dermed lakseoppdrett og salg, hvorav 30% av salget i 2019 stammet fra egen virksomhet. NRS driver med oppdrett i Vest-Finnmark, Troms, Hordaland og Rogaland – henholdsvis inndelt som Region Nord og Region Sør. Hovedkontoret er lokalisert i Trondheim. Selskapet eier også 50% av et oppdrettsselskap på Island (Norway Royal Salmon, 2020a).

NRS er involvert i de fleste leddene i verdikjeden, fra smolt til salg. Selskapet innehar totalt 43 konsesjoner, og hadde i 2019 et egenprodusert slaktevolum på 27 297 tonn laks. Solgt fisk (både laks og ørret) var på 89 879 tonn, og ble eksportert til 55 ulike land (Norway Royal Salmon, 2020a).

NRS er muligens det selskapet som ligner mest på Grieg Seafood i forhold til størrelse. Ulikhetene kommer fra det faktum at NRS, i tillegg til lakseoppdrett, også selger fisk kjøpt fra eksterne aktører, mens Grieg Seafood har etablert sin salgsvirksomhet i et eget selskap hvor de kun tjener på eget volum. Selskapene skiller seg også i det at Grieg Seafood også driver oppdrett i utlandet, mens NRS driver hele sin virksomhet i Norge (Grieg Seafood, 2019; Norway Royal Salmon, 2019).

I figur 2-3 presenteres en oversikt over bransjens nøkkeltall:



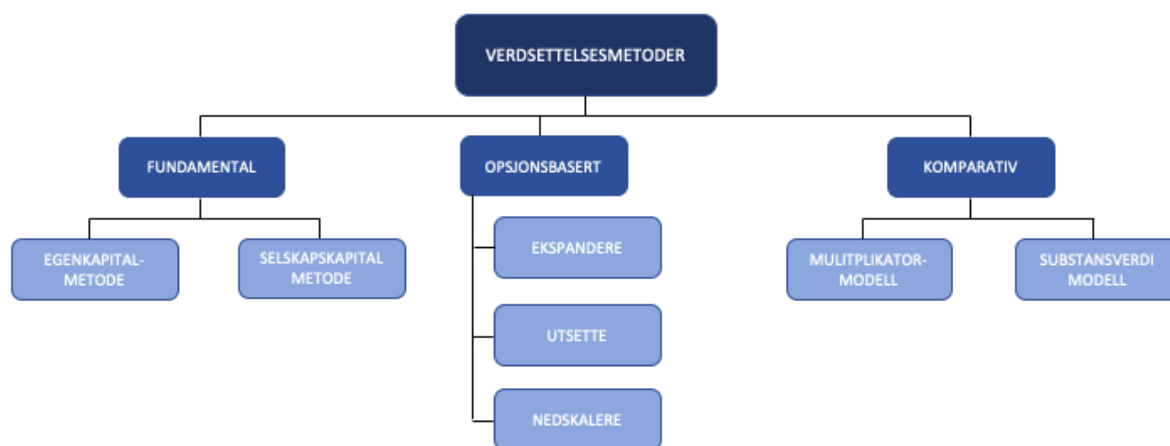
Figur 2-3: Nøkkeltall bransje 2019

3 Verdsettelsesmetoder

I dette kapitlet vil vi kort introdusere ulike verdsettelsesmetoder. Vi vil deretter begrunne vårt valg av metode, og avslutningsvis beskrive rammeverket som skal benyttes for verdsettelsen.

3.1 Oversikt over verdsettelsesmetoder

Det finnes utallige verdsettelsesmodeller, men Damodaran (2012) beskriver generelt sett tre ulike metoder, henholdsvis fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Under disse metodene eksisterer det i tillegg flere underkategorier av metoder. De tre ulike metodene kommer alle med sine fordeler og ulemper, men de er dog ikke gjensidig utelukkende – slik at det vil være mulig å kombinere disse for å komme fram til et mest mulig presist resultat (Damodaran, 2012).



Figur 3-1: Oversikt over verdsettelsesmetoder (Fritt fra Knivsflå, 2020a)

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er ikke den mest brukte metoden for verdsettelse, men den er viktig da den har dannet grunnlaget for hvordan alle andre metoder er bygget opp. Fundamental verdsettelse er en verdsettelsesteknikk som baserer seg på nåverdimetoden, hvor målet er å finne den objektive verdien ved bruk av de beste tilgjengelige estimatene (Damodaran, 2012). Penman (2013) og Knivsflå (2020a) beskriver denne prosessen ved hjelp av fem ulike steg. Det første steget innebærer en analyse av selskapet med den hensikt å forstå selskapet og dets

strategi. Deretter analyseres både kvalitativ og kvantitativ informasjon. Denne informasjonen benyttes videre for å utarbeide prognoser for avkastning. For å ende opp med ett tall, som er verdien, diskonteres prognosen for risiko og tidsverdien av penger. Basert på denne verdsettelsen foretas så en investeringsbeslutning som ender med *kjøp*, *selg* eller *hold*. Fundamental verdsettelse er altså en verdsettelsesmodell som omgjør informasjonen om selskapet til en verdivurdering og handlingsstrategi (Penman, 2013).

Fundamental verdsettelse skiller i hovedsak mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Årsaken til forskjellen mellom disse to metodene, ligger i bruken av ulike kontantstrøm og avkastningskrav (Damodaran, 2012). Ved bruk av egenkapitalmetoden diskonteres forventet kontantstrøm til egenkapital basert på egenkapitalens avkastningskrav. Når man benytter selskapskapitalmetoden diskonteres forventet kontantstrøm til selskapet, ved bruk av vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC) som avkastningskrav. For de to metodene brukes altså ulike tilnærminger, men dersom man er konsistent i anvendelsen av antakelser, vil begge metodene likevel gi like estimater for egenkapitalverdien (Damodaran, 2012). Det finnes også flere metoder under egenkapital- og selskapskapitalmetoden, som vil bli nærmere gjennomgått i kapittel 11.

Fundamental verdsettelse anses som en avansert metode som er både detaljert og kostbar, og krever at man har tilgang på historisk informasjon (Kaldestad & Møller, 2017). Selv om metoden er grundig, har den også sine ulemper som må tas i betraktning. Fundamental verdsettelse egner seg ikke for selskap med økonomiske vanskeligheter, fordi det vil være vanskelig å estimere den framtidige kontantstrømmen til slike selskap. Metoden vil i tillegg være vanskelig å bruke for nyetablerte selskap, selskaper i en restruktureringsfase og sykliske selskap (Damodaran, 2012). Metoden tar heller ikke hensyn til den positive effekten til investeringer, da investeringer vil redusere kontantstrømmen og dermed verdien (Penman, 2013).

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse anses som den mest populære metoden (Damodaran, 2012). Ved denne metoden benyttes sammenlignbare selskap som grunnlag for å estimere verdien (Kaldestad & Møller, 2017). Forutsetningen for metoden er at på gjennomsnittlig basis, er aksjer på markedet korrekt priset, men det kan eksistere feil på enkelt-aksjer (Damodaran,

2012). Metoden er enkel, og er også mindre kostbar i forhold til fundamental verdsettelse. Faren ved å benytte enkle metoder er dog at man risikerer å ignorere betydningsfull informasjon. I tillegg kan det være krevende å identifisere sammenlignbare selskap. Dette fordi ingen selskap er like, og funnet er dermed basert på en subjektiv vurdering. Denne ulempen kan igjen lede til manipulasjon, da man kan velge de selskapene med de mest «passende» multiplene og dermed kan analytikeren dra verdien enten opp eller ned for å oppnå ønsket resultat (Damodaran, 2012; Kaldestad & Møller, 2017).

Komparativ verdsettelse kan deles inn i to modeller, henholdsvis multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Multiplikatormodellen går ut på at det benyttes multipler, det vil si forholdstall, for å verdsette et selskap. Mye brukte multipler er EV/Salg, EV/EBIT og Pris/Bok. Multiplene vil være tilnærmet meningsløse inntil man setter dem opp mot andre selskap. Metoden kan være nyttig å bruke som «benchmark» i forhold til fundamental verdsettelse, ettersom fundamental verdsettelse er mer sensitiv overfor små endringer. Ved bruk av substansverdimodellen verdsettes et selskap ved å trekke rentebærende gjeld og latent skatt fra markedsværdien av selskapets eiendeler. Metoden baserer seg på hva eiendeler kan selges for i markedet. Substansverdimodellen vil således fungere best når det eksisterer et marked med referansepriser, og metoden vil være minst hensiktsmessig for tradisjonelle selskap hvor mange av eiendelene er immaterielle (Kaldestad & Møller, 2017).

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Damodaran (2012) definerer en opsjon som en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge en eiendel til en forhåndsbestemt pris. I fundamental verdsettelse undervurderes ofte fleksibiliteten selskaper har til å ha en rett til å gjøre en investering. Slike fleksibiliteter kan være muligheten til å utsette et prosjekt, muligheten til å utvide et prosjekt og muligheten til å nedskalere et prosjekt. Verdien av et selskap, basert på en opsjonsbasert tilnærming, vil være nåverdien av framtidige kontantstrømmer i et statisk scenario pluss verdien av fleksibilitet. På bakgrunn av undervurderingen av fleksibilitet, kan fundamental verdsettelse anses som å ikke være tilstrekkelig i visse bransjer, og da vil opsjonsbasert verdsettelse være et nyttig supplement (Kaldestad & Møller, 2017).

Metoden vil ikke være hensiktsmessig for virksomheter som opererer i modne og stabile bransjer, men metoden kan være relevant for selskap som står ovenfor en satsning som har

potensiale til å bli enten en stor suksess eller en fiasko. Med andre ord kan opsjonsbasert verdsettelse være nyttig i selskap der framtiden er usikker. På tross av at metoden er lite benyttet i dag, ser det likevel ut til at metoden vil bli mer relevant i framtiden på grunn av ulike trender vi ser i samfunnet i dag, som økt globalisering (Kaldestad & Møller, 2017).

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

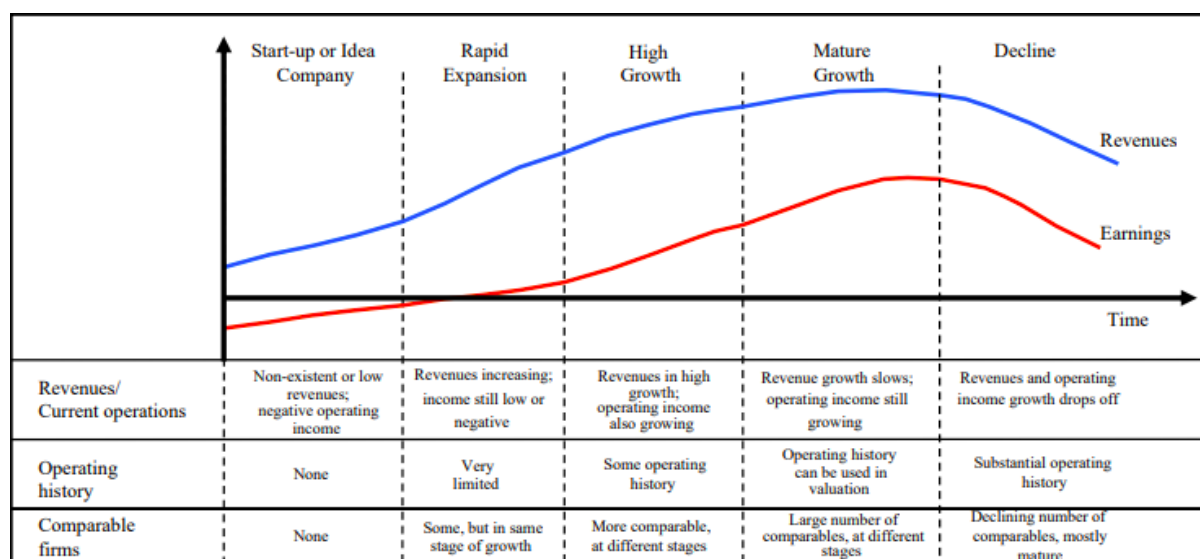
Valg av metode er en kritisk avgjørelse da valget kan påvirke verdien man kommer fram til (Damodaran, 2012). Man må veie ulempene og fordelene med de enkle og mer komplekse metodene mot hverandre basert på et kost-nytte-perspektiv (Penman, 2013). Det er videre tre viktige faktorer man må ta hensyn til når man skal velge metode; tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2017).

Ifølge Kaldestad & Møller (2017) vil det, for et mest mulig pålitelig resultat, lønne seg å kombinere flere metoder i verdsettelsen. Fundamental- og komparativ verdsettelse anses som to metoder som er hensiktsmessige å kombinere, da disse har vist seg å gi de mest pålitelige estimatene (Kaldestad & Møller, 2017).

Ved fundamental verdsettelse forutsettes det at man har tilgang på historisk informasjon. Grieg Seafood ble børsnotert i 2007, og således vil slik informasjon være tilgjengelig. Denne verdsettelsesmetoden anses som den mest tidkrevende, og vil derfor kreve at man har tid til disposisjon. Vi anser tidshorizonten vi har, ett semester, som tilstrekkelig for å kunne gjennomføre en fundamental verdsettelse.

Videre kan selskapets fase i livssyklusen ha innvirkning på valg av metode. Fundamental verdsettelse anses som mest hensiktsmessig å benytte når selskapet og bransjen befinner seg i en moden fase, da dette vil sikre at man har nok informasjon. En stor fare for avvikling bør heller ikke være tilstede når man benytter en fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2020a). For å avgjøre hvor Grieg Seafood befinner seg i livssyklusen, tar vi utgangspunkt i figur 3-2. Grieg har vært børsnotert i 13 år og innehar således god historisk informasjon. Man har også god tilgang på informasjon fra komparative selskap, som i kapittel 2.3 ble utvalgt, blant annet, basert på at de var notert på børs. I tillegg ser man at Grieg Seafood stadig har økende inntekter (Grieg Seafood, 2019). Mye taler derfor for at Grieg befinner seg et sted mellom høy- og stabil

vekst. For selskaper i disse fasene i livssyklusen, anses fundamental- og komparativ verdsettelse som de mest hensiktsmessige metodene (Knivsfå, 2020a).



Figur 3-2: Verdsettelsesproblemer gjennom livssyklusen (Knivsfå, 2020a)

I vår verdsettelse av Grieg Seafood vil fundamental verdsettelse benyttes. Denne metoden er grundig, som vil være en fordel for et mest mulig pålitelig resultat. Metoden er mulig å benytte da vi både har historisk informasjon om selskapet, og tilstrekkelig tidshorisont for å utføre verdsettelsen. I tillegg befinner selskapet seg i en optimal fase i livssyklusen i forhold til å kunne benytte denne metoden. Ettersom påliteligheten til verdsettelsen vil styrkes gjennom bruk av flere metoder, har vi også valgt å supplere verdsettelsen med en komparativ verdsettelse. Dette er som nevnt to metoder som anses som svært hensiktsmessige å kombinere.

3.3 Rammeverk for verdsettelsen

Vår fundamentale verdsettelse av Grieg Seafood ASA vil bygge på rammeverket utarbeidet av Knivsfå (2020a). Som nevnt i kapittel 3.1, består denne prosessen av fem steg som i det følgende vil bli nærmere gjennomgått.

Steg 1: Strategisk analyse

Det første steget innebærer å foreta en kvalitativ analyse for å opparbeide seg en solid forståelse for selskapets underliggende økonomiske forhold. Analysen vil undersøke både intern og

ekstern informasjon, i form av en intern ressursbasert analyse og en ekstern bransjeorientert analyse. Målene vil henholdsvis være å kartlegge om virksomheten innehar en ressursfordel, og om bransjen innehar en bransjefordel (Knivsflå, 2020a). En viktig del av dette steget vil også være å forstå selskapets strategi og hvordan strategien er utarbeidet for å skape verdi (Penman, 2013).

Steg 2: Regnskapsanalyse

Etter man har fått en forståelse for selskapet foretas en kvantitativ analyse som gir innsikt i de underliggende økonomiske forholdene (Knivsflå, 2020a). Regnskapsanalysen tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon som man omgrupperer. Deretter justeres det for eventuelle målefeil, før det utarbeides en analyse av risiko og rentabilitet (Knivsflå, 2020b).

Steg 3: Framtidsregnskap og framtidskrav

Det tredje steget bygger på de to foregående stegene, og innebærer å utarbeide framtidsregnskap og framtidskrav. Man utleder først framtidsregnskapet, hvor valg av tidshorisont (budsjettperioden) er et essensielt steg. Budsjettperioden bør være et par år inn i den stabile utviklingen – også kalt «steady state». Basert på framtidsregnskapet utarbeides det deretter en prognose på den framtidige avkastningen (Knivsflå, 2020c).

Steg 4: Fundamental verdsettelse

Fram til nå har vi prognoser for framtidige avkastninger, og i det fjerde steget gjøres dette om til ett tall - som vil være verdien. Verdien må justeres for risiko og tidsverdien av penger, som til sammen vil utgjøre framtidskravet. Basert på framtidsregnskapet og framtidskravet diskonteres så verdien til nåverdi (Penman, 2013).

Steg 5: Bruk av verdiestimatet

I det siste steget utarbeides det en handlingsstrategi ut fra den fundamentale verdsettelsen, hvor enten kjøp, selg eller hold anbefales. Anbefalingen utledes fra en sammenligning av verdiestimatet mot børskurs (Penman, 2013; Knivsflå, 2020d).

4 Strategisk analyse

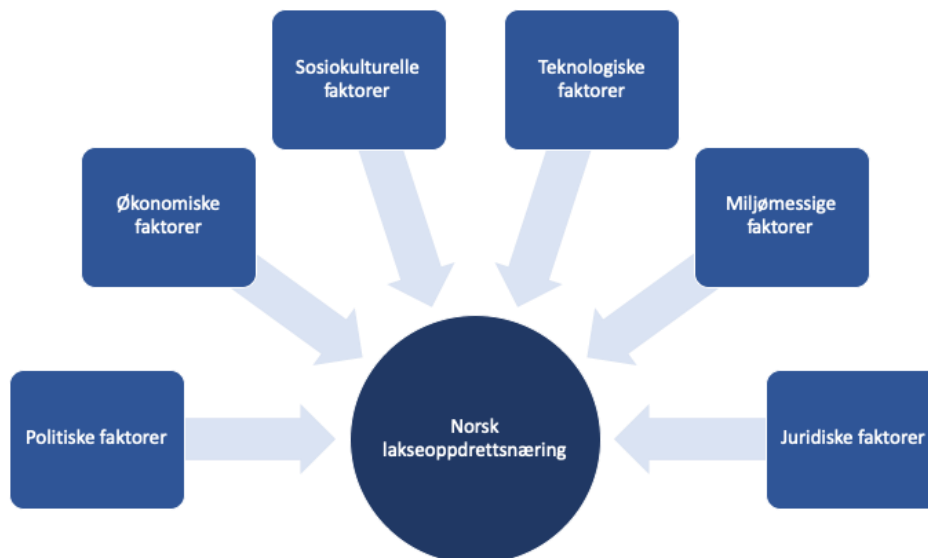
I dette kapittelet vil vi utarbeide en strategisk analyse av Grieg Seafood, hvor formålet vil være å få en kvalitativ innsikt over selskapets underliggende økonomiske forhold (Knivsflå, 2020c). Verdien av et selskap kan påvirkes av selskapets strategi, og den strategiske analysen vil således være et betydningsfullt steg for verdsettelsen (Penman, 2013). Analysen vil bli inndelt i en ekstern og en intern analyse av selskapet, hvor utgangspunktet vil være å vurdere om Grieg Seafood innehar en strategisk fordel.

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

I den eksterne bransjeorienterte analysen vil utgangspunktet være å undersøke hvorvidt oppdrettsnæringen innehar en bransjefordel. Den eksterne analysen vil utarbeides gjennom en PESTEL-analyse, hvor hensikten vil være å undersøke makromiljøet. I tillegg vil Porter's femkraftsmodell benyttes for å vurdere om bransjen er attraktiv (Knivsflå, 2020c).

4.1.1 PESTEL

PESTEL er et anerkjent analyseverktøy som kan brukes til å få en utvidet oversikt over makromiljøet til en organisasjon. PESTEL kategoriserer utenforliggende faktorer som har påvirkning for organisasjonen. Det deles opp i seks ulike kategorier; politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige-, og juridiske faktorer. Ved å splitte opp i disse kategoriene, gir PESTEL en omstendelig oversikt over hvordan de ulike faktorene spiller inn på om en strategi lykkes eller ikke (Johnson, Whittington & Scholes, 2011). Makroanalysen ved bruk av PESTEL, som er utarbeidet under, er en videreføring av forhold som er omtalt i kapittel 2.



Figur 4-1: Oversikt over PESTEL makroanalyse faktorer (Fritt fra Johnson et al., 2011)

4.1.1.1 Politiske faktorer

Grieg Seafood driver som kjent lakseoppdrett både i Norge, Canada og Shetland i Storbritannia. Grieg Seafood er også en internasjonal aktør som selger sine produkter over hele verden. De politiske forholdene i relevante land for både produksjon eller salg vil dermed kunne ha påvirkning for selskapet og suksessnivået av selskapet sin strategi.

Norske reguleringer

Som tidligere nevnt i oppgaven, er fiskeoppdrett i Norge konsesjonsbelagt, med andre ord må det foreligge tillatelse for å drive med fiskeoppdrett. Konsesjoner for oppdrett av laks, ørret og regnbueørret i sjøvann er av begrenset antall, for å hensynta både miljø og marked. Det ble i 2017 innført et trafikklyssystem for tildeling av tillatelser. Tildeling av tillatelser er gjennom dette systemet basert på miljøpåvirkningen som den aktuelle sonen har. Områder som får tildelt grønn farge får anledning til å øke produksjonen, gule soner kan opprettholde produksjonsnivået, og røde soner må redusere produksjonen (Misund, 2019; Fiskeridirektoratet, 2017). Trafikklyssystemet ses nærmere på under 4.1.1 juridiske faktorer.

For hver tillatelse er det en maksimalt tillatt biomasse grense (heretter omtalt som MTB). Denne grensen settes på to nivå; både for selskapet og lokalitet. MTB-grensene regulerer hvor stor bestand et selskap kan ha av levende fisk i sjø per ethvert tidspunkt, samt hvor stor bestand av levende fisk i sjøvann hver lokalitet totalt sett kan inneha på ethvert tidspunkt

(Fiskeridirektoratet, 2017). De seneste årene har man sett en høy etterspørsel etter laks, og derav en stadig økende kapasitetsutnyttelse av biomasse. Ved høyere kapasitetsutnyttelse, kan MTB-reguleringen skape problemer dersom etterspørselen skulle endre seg. På bakgrunn av den lange produksjonstiden i bransjen, er det vanskelig for selskapene å tilpasse seg etterspørselen på kort sikt. For å unngå overtredelse av den tillatte grensen, med tilhørende bot, kan selskapene dermed se seg nødt til å høste fisken tidligere enn planlagt. Dette kan følgelig skape større variasjoner i slaktevolum (Oglend, 2013).

Internasjonale handelsavtaler

Oppdrettslaks er én av de primære eksportvarene i Norge. Det er derfor viktig å forholde seg til gjeldende lands regelverk og politiske situasjon for å hensynta påvirkningene det kan ha for eksport av norsk fisk (Misund, 2019).

Inn under dette, er handelsavtaler mellom Norge og de respektive landene av stor viktighet. Norge har vært medlem av Det europeiske frihandelsforbund, heretter omtalt som EFTA, siden 1960. EFTA er blant de organisasjonene som har etablert flest frihandelsavtaler med tredjepartsland på verdensbasis. Per august 2019 hadde EFTA inngått 29 frihandelsavtaler med over 40 ulike land. Hovedformålet med utarbeidelsen og inngåelsen av disse avtalene var tollfrihet for varer mellom avtalepartene. Fra 1989 ble det inngått tollfrihet for handel av fisk mellom EFTA medlemslandene (Fisk.no, 2019; Melchior, 2019).

EØS-avtalen er en økonomisk samarbeidsavtale som bygger på EU sine prinsipper om fri flyt av varer, personer, tjenester og kapital mellom landene som er omfattet av avtalen. Avtalen er i hovedsak mellom EU, samt EFTA-landene (Knudsen, 2019). Det er av vesentlig betydning for Norge sin eksport av fisk og sjømat at Norge er del av EØS-avtalen. Salg av fisk er annerledes enn salg av andre varer, da forringelsesprosessen for fisk er raskere enn for andre typiske varer. Det er derfor viktig å ha tilgang på mest mulig markedsområder og ha en effektiv handelsflyt (Norges sjømatråd, 2020(a)).

Politiske handelsblokader

Internasjonale politiske uoverensstemmelser har historisk sett hatt påvirkning for både import og eksport av fisk og sjømat. Dette har ved flere tilfeller resultert i handelsblokader mellom ulike nasjoner. Med en pågående urolig verden er det ikke syn til at dette kommer til å endre

seg i nærmeste framtid. For norsk lakseoppdrett har de mest framtreddende handelsblokadene vært fra Russland og Kina. Det har historisk sett vært flere situasjoner med begge de nevnte landene, hvor det har resultert i importstopp fra Norge.

Russland begrunnet importstans av norsk fisk i 2014 som et motsvar på EU sine sanksjoner mot Russland på grunnlag av Russland sin pågående konflikt med Ukraina på denne tiden (Lieungh et al., 2014). Som et resultat av denne handelsblokaden, har norsk laks og ørret i tiden etter blitt importert til Russland gjennom Hviterussland. Denne indirekte importen til Russland har derimot i nylige tider også blitt stanset etter russiske påståtte funn av farlige stoffer i norsk importert fisk (Berge, 2019).

Kina brøt handel med Norge i 2010, etter omstridt utdeling av Nobels fredspris til en kinesisk dissident. Dette gikk spesielt hardt utover eksporten av norsk laks til Kina (NTB, 2016). Kina nektet også import av norsk laks fra Troms, Nordland og Sør- Trøndelag fra 2015, grunnet redsel for smitte av fiske sykdommer til den kinesiske fisken. Dette forbudet vedvarte fram til sommeren 2018 (Bach, Nysveen & Walmann, 2018).

Internasjonale politiske omstruktureringer

I Storbritannia har det den siste tiden vært store politiske endringer, ved at Storbritannia trakk seg ut av EU 31.januar 2020. Denne prosessen blir allment omtalt som Brexit. Dette skiftet til å bli selvstendig fra unionen får påvirkning for en rekke handelsområder, inkludert handel av fisk. Det utarbeides for tiden en handelsavtale mellom Storbritannia og EU, som har frist til utløpet av inneværende år. Det foreligger dermed i inneværende år en overgangsperiode, hvor det ikke er tredd i kraft noen nye forhold som følge av Brexit (Regjeringen, 2020; Mustad, 2020).

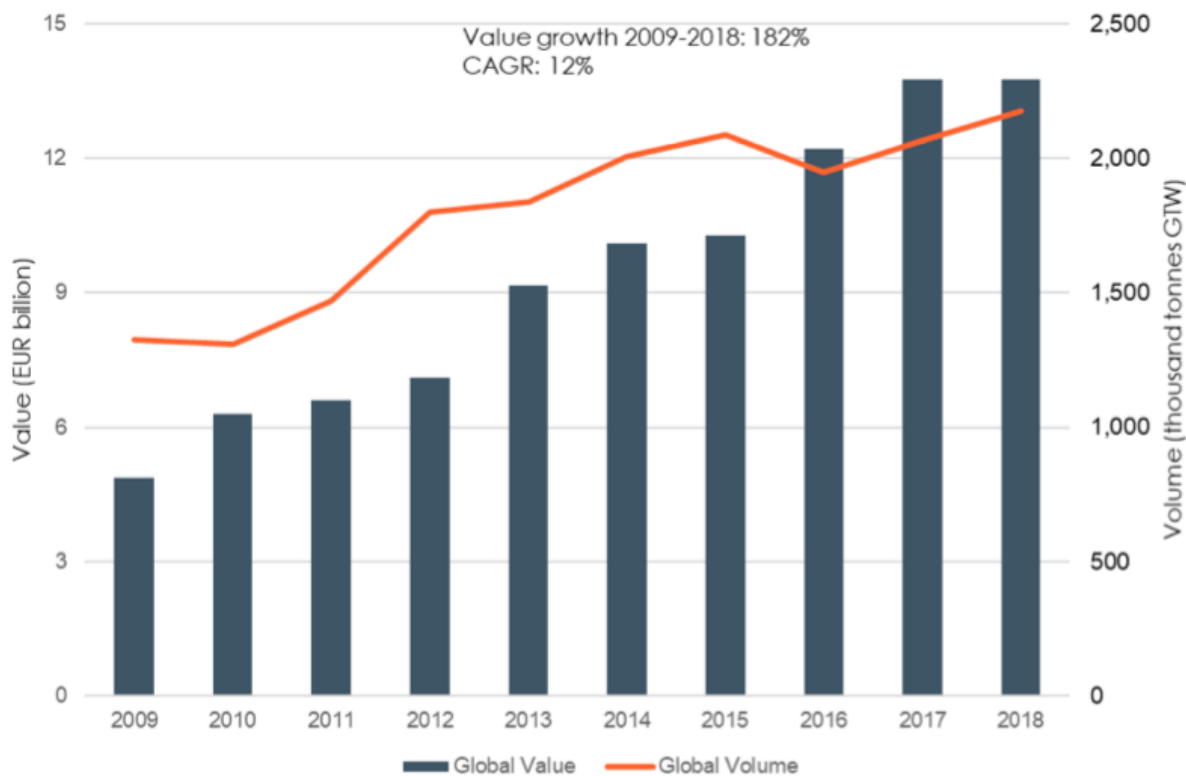
Storbritannia er det femte største markedet for norsk fiskeoppdrett, og endringer i handelsforholdet mellom disse parter kan dermed ha stor betydning for Norge. Norge og EU har fram til nå vært de eneste aktørene for forvaltning av fellesbestandene i Nordsjøen. Det har foreligget en fiskeriavtale som omhandler denne forvaltningen, samt adgang for fiske av ulike fiskearter i andre parts soner og bytte av kvoter. Ved at Storbritannia blir en selvstendig kyststat, vil det bli tre aktører for forvaltning av fiskebestandene i Nordsjøen. Det må dermed utarbeides en ny avtale med rammebetingelser for hvordan fellesbestander skal forvaltes,

hvordan kvotebytter skal foregå og hvilke muligheter det er for å fiske i andre parters farvann (Regjeringen, 2020).

4.1.1.2 Økonomiske faktorer

Tilbud og etterspørsel

De aller fleste økonomiske faktorer kan forklares med forholdet mellom tilbud og etterspørsel. Lønnsomheten av enhver virksomhet vil være et resultat av etterspørselen og tilbudet av produktet i markedet (Rammen, 2018). Lakseoppdrett har historisk sett vist seg å være en veldig lønnsom næring. Lønnsomheten kommer spesielt av faktorer som en sterk og udekket etterspørsel, som driver opp prisen for laks. Den udekkede etterspørselen forsterkes av reguleringer og begrensninger på produsert mengde av oppdrettslaks som er gjort i nyere tid, av hensyn til miljø og dyrevelferd (Misund, 2019). Dette kan vi lese av figur 4-2 under, som er utarbeidet av Mowi. Figuren viser at den globale verdien av laks har mer enn doblet seg fra 2009 til 2018. Samtidig har den globale produksjonen hatt en økning på rundt 60% i samme periode. Verdien av laks har altså hatt høyere vekst enn veksten av produsert mengde (Mowi, 2019b).



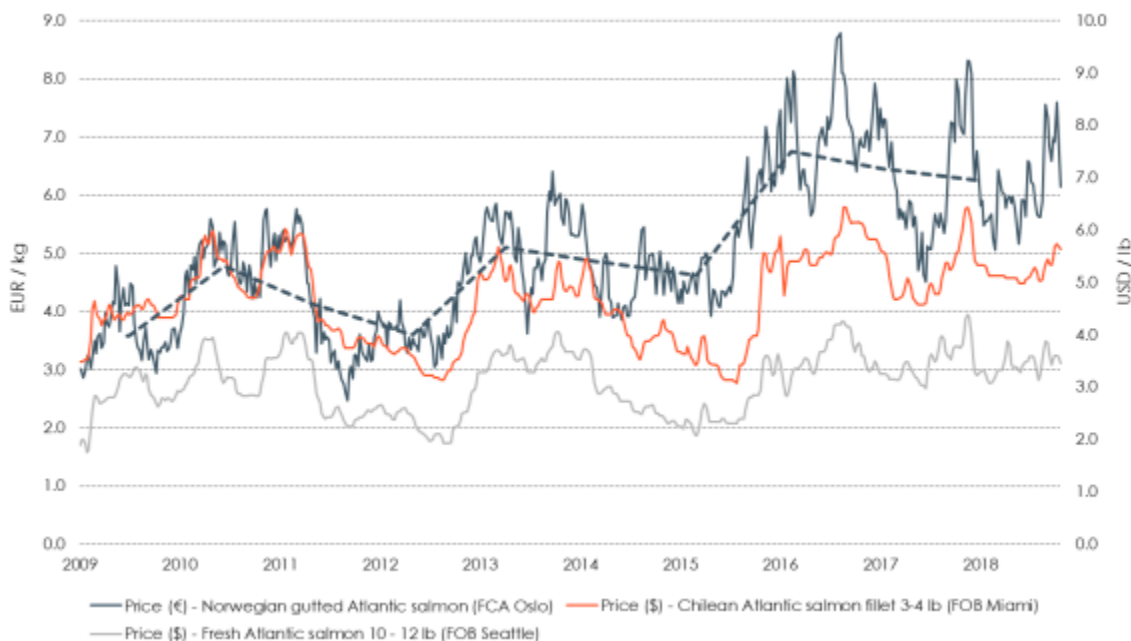
Figur 4-2: Forholdet mellom den globale verdien og det globale volumet av laks i perioden 2009-2018 (Mowi, 2019b).

Kapitalkrav for å møte svingninger i etterspørsel

Laks er et ferskvare produkt som kan sette begrensninger på hvilke markeder man kan operere i. For Norge har hovedmarkedene historisk sett vært til land i EU, Russland og Asia. Disse markedene er et resultat av tidsbruk- og kostnad for transport, samt etterspørsel for produktet (Mowi, 2019b).

Produksjonstiden for et ferdig produkt ved lakseoppdrett er omkring tre år. At laks som nevnt er et ferskvare produkt innebærer at laksen må selges innenfor samme periode som den er ferdig produsert. Disse faktorene sammen gjør at tilbudet av varen er lite fleksibel på kort sikt. Det er vanskelig for oppdretterne å tilpasse produksjonen etter hvordan etterspørselen svinger i et kort tidsrom. Etterspørselen i markedet vil derfor være en avgjørende faktor for verdiskapingen. Sesongsvingninger i etterspørselen fører til volatilitet i markedsprisen gjennom året (Mowi, 2019b). I en studie av Oglend & Sikveland (2008) er det videre påvist at høy volatilitet også proporsjonalt henger sammen med høye laksepriser. Dette ettersom at i perioder med lavere slaktevolum, vil selskapene møte etterspørselen med høyere priser. Dette innebærer at en økning i profitt ofte blir fulgt av en økning i prisrisiko (Oglend & Sikveland, 2008).

Figur 4-3 under viser volatiliteten i lakseprisen. Figuren er utarbeidet av Mowi og viser at lakseprisen svinger vesentlig gjennom hvert enkelt år og fra et år til det neste. Etterspørselen etter laks vil utgjøre en risiko for lønnsomheten i bransjen, da lønnsomheten i hovedsak påvirkes av markedsprisen. For å være en tilbyder i lakseoppdrettsnæringen er det derfor nødvendig å ha sterk kapital, for å kunne møte svingninger i etterspørselen (Mowi, 2019b).



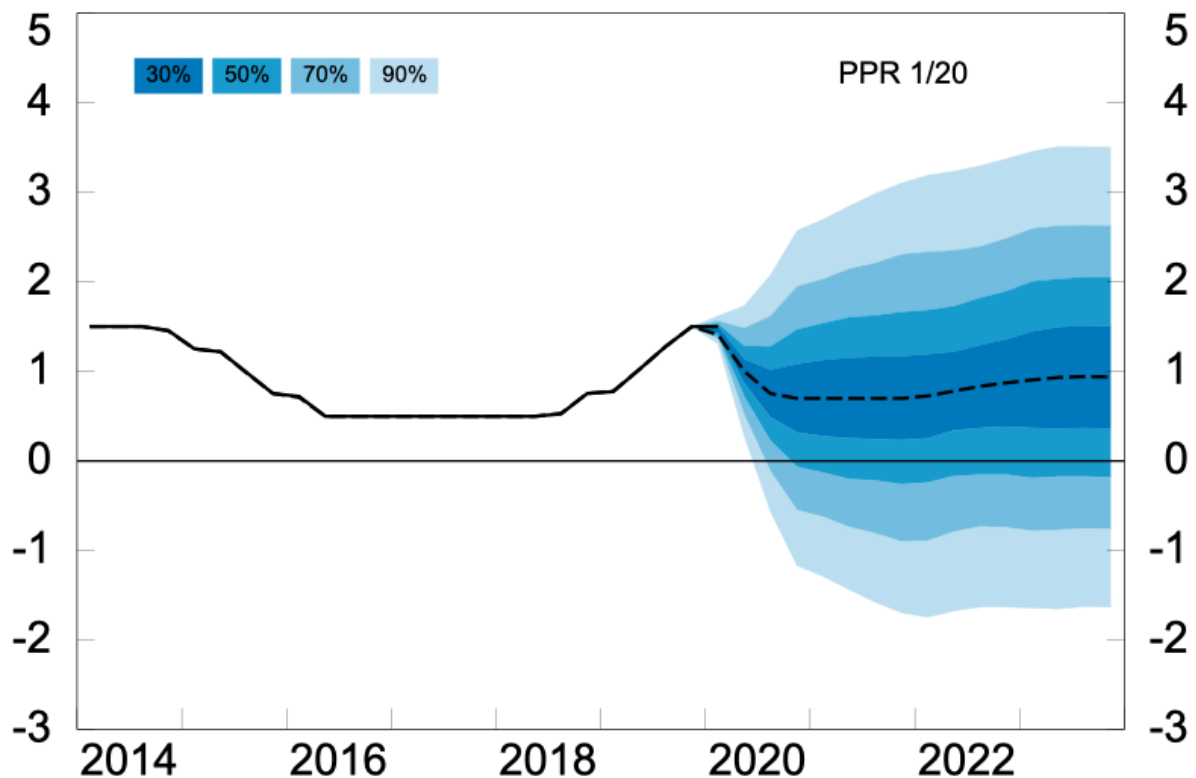
Figur 4-3: Historisk prisutvikling for laks i perioden 2009-2018 (Mowi, 2019b).

For den lange produksjonstiden, før laksen er klar til slakt, påløper det produksjonskostnader uten at tilhørende inntekt kommer inn i denne perioden. Samtidig som at laks er en ferskvare, innebærer at selve salgstiden for hvert enkelt produkt er relativt kort. Dette fører til at det bindes opp mye arbeidskapital i selskapet, som igjen underbygger at lakseoppdretterne må ha en solid kapital. Heldigvis for denne næringen har det vært et historisk mønster med langt høyere salgspris enn produksjonskostnader, slik at netto kontantstrøm vanligvis er høy (Mowi, 2019b).

Rentenivå

Styringsrenten er en viktig faktor for alle næringer å ta høyde for. Styringsrenten settes av Norges bank og av hensyn til prisnivå i markedet og norsk økonomisk utvikling. Styringsrenten kan ha direkte og indirekte påvirkning på en rekke økonomiske størrelser i det norske markedet, som for eksempel direkte innflytelse på banker sitt rentenivå på lån til sine kunder og indirekte påvirkning på utsikter på framtidig inflasjon (Norges bank, u.å.(b)).

Styringsrenten har vært historisk lav over de siste årene, jamfør figur 4-4. En lav styringsrente kommer lakseoppdrettsnæringen til gode, da næringen for øyeblikket er i en fase hvor det er mye fokus på ny teknologi for å sikre næringens bærekraft og møte myndighetenes krav (Misund et al., 2019). Renten har ikke vært over 2% siden 2011 og lå i 2019 mellom 0,75% og 1,5%. Som følge av utbruddet av covid-19 i første kvartal av 2020 ble renten satt ned ytterligere, helt ned til 0,25% (Norges bank, 2020; Norges bank, u.å.(b)).



Figur 4-4: Faktisk styringsrente fra 2014-2020 og Norges Bank sin prognose for framtidig rentenivå (Norges Bank, u.å.(b)).

Valutaeffekter

Norsk lakseoppdrettsnæring vil være utsatt for valutaeksponering ved at de største aktørene i næringen opererer internasjonalt både ved salg og kjøp. Som tidligere nevnt, er EU-landene det største markedet for norsk oppdrettslaks. Funksjonell valuta for handel med disse landene vil være euro. Nest største valuta som det handles i er amerikanske dollar. Dette skyldes i hovedsak at enkelte land utenfor EU foretrekker å handle i amerikanske dollar framfor sin lokale valuta. På kostnadssiden utgjør kostnader til fiskefôr den største delen av totale produksjonskostnader, og blir i hovedsak handlet i enten amerikanske dollar eller euro (Mowi, 2019b).

Ettersom norsk lakseeksport hovedsakelig foretas i utenlandsk valuta, har en svak norsk krone over flere års tid hjulpet den norske oppdrettsnæringen. Motsatt effekt har det for kjøp fra utlandet, som for eksempel for fiskefôrproduzentene (Bach, 2020). For norske eksportaktører ville handel i lokal valuta vært mest fordelaktig, ettersom valutarisikoen da vil tilkomme kjøper. Ved handel i utenlandsk valuta, vil de norske oppdrettsaktørene være eksponert for valutakurssvingningene (Mowi, 2019b).

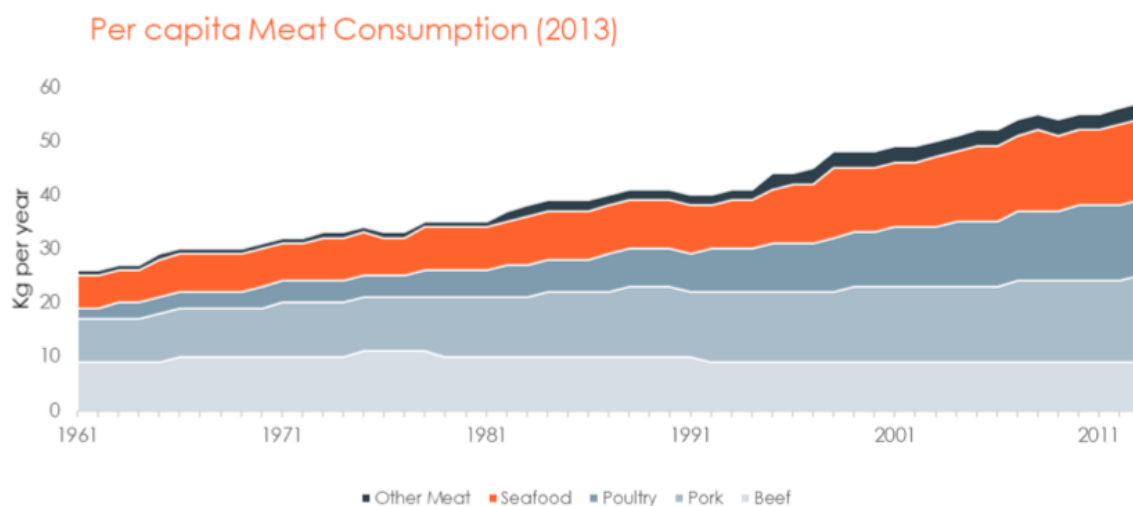
4.1.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Befolkningsvekst

Befolkningen i verden har over de siste hundre årene eksplodert. Antall mennesker i verden passerte 7 milliarder i 2011, og FN spår en videre økning til 9,7 milliarder innen 2050. Denne antatte befolkningsveksten i løpet av 2050 er basert på en prognose om middels befolkningsvekst. Prognosen er et resultat av en vurdering av ulike kriterier som fruktbarhet, migrasjon og levealder. Til tross for at befolkningsveksten i verden har gått vesentlig ned siden 1970-årene, vil det ifølge prognosen være stadig flere munn å mette i fremtiden. Det har derfor blitt et viktig fokusområde at verdens ressurser er bærekraftige til å møte et økende ernæringsbehov (FN-Sambandet, 2019).

FN har satt 17 ulike bærekraftsmål som de jobber for at innen 2030 skal være nådd. Bærekraftsmålene skal fungere som globale retningslinjer for å sikre en bærekraftig verden. En bærekraftig verden innebærer å kunne møte dagens befolkning sine behov, uten at det går utover framtidens befolkning. Det er to bærekraftsmål som er spesielt relevante for fiskeoppdrettsbransjen; mål 2 - utrydde sult og mål 3 - god helse (FN-Sambandet, 2019; FN-Sambandet, 2020).

Animalske proteinkilder blir stadig en viktigere del av menneskers daglige kosthold. I henhold til figur 4-5, som er utarbeidet av Mowi, er det en tydelig økning i konsumert animalsk protein per person på verdensbasis fra 1961 til 2011. Figuren viser også at økning i konsumert mengde sjømat spiller en betydelig rolle i denne utviklingen. Det er tydelig at sjømatnæringen er en viktig bidragsyter for å dekke mennesker sine ernæringsbehov og ønsker (Mowi, 2019b).



Figur 4-5: Utvikling av konsumerte animalske proteinkilder i perioden 1961 til 2011 per person på verdensbasis (Mowi, 2019b).

Helsedirektoratet har i tillegg utarbeidet 12 offisielle kostråd for Norge, hvor ett av rådene er å spise fisk to til tre ganger i uken. Helsedirektoratet spesifiserer videre at rundt om halvparten av dette inntaket bør være fra fet fisk. Fet fisk er en god kilde til viktige omega 3-fettsyrer, samt D-vitamin, proteiner, jod og selen (Nasjonalt råd for ernæring, 2017). Sammen med den globale utviklingen av stadig større mengde konsumert sjømat er det av stor nødvendighet at sjømatnæringen er bærekraftig til å møte behovene for næringsrik mat for en økende befolkning. Bærekraftsutfordringer for fiskeoppdrettsnæringen er omtalt nærmere under kapittel 4.1.1.5.

Sosiokulturelle virkninger for etterspørsel

I desember 2019 brøt det ut et ukjent og veldig smittomt virus i Wuhan i Kina. Viruset spredte seg raskt og ukontrollert til alle verdensdeler, og ble 12. mars 2020 erklært en global pandemi av WHO. Sykdommen, som følger viruset, har fått navnet Covid-19 og er et koronavirus som kan gjøre mennesker syke med luftveisinfeksjoner av ulik grad. Covid-19 har ført til tilfeller av både alvorlig sykdom og dødsfall. Viruset har hatt enorme samfunnskonsekvenser på verdensbasis, som videre har hatt kritiske ringvirkninger på verdensøkonomien (Folkehelseinstituttet, 2020).

Det er enda usikkert hvor stor påvirkning Covid-19 vil ha for norsk lakseoppdrett. Denne pandemien vil ha effekt på bransjen ved flere forhold. Hovedsakelig vil viruset ha innvirkning på etterspørselen etter norsk laks ved endret forbrukerbehov, utvikling i kjøpekraft og

transportmuligheter (Norges sjømatråd, 2020(b)). Videre kan viruset gi negative ringvirkninger hvis nok ansatte blir borte fra arbeid. Mye av arbeidet ved fiskeoppdrett kan ikke gjøres fra hjemmekontor og det er nødvendig å ha noen ansatte fysisk tilstede (Grieg Seafood, 2020c). Dersom kritisk personell uteblir fra jobb er det risiko for både forverring av kvaliteten og overlevelse av laksen. Dette kan for eksempel forekomme hvis det blir opphoping av laks i merdene, som øker risikoen for lakselus og andre fisesykdommer (Misund, 2019).

Myndighetene har under koronakrisen innført en rekke tiltak for å bistå Norge sitt svekkede næringsliv. Det ble vedtatt en økonomisk krisepakke for å dekke noe av tapet som norske bedrifter pådro seg som en konsekvens av koronaviruset, herunder spesielt smitteverntiltakene (Nærø & Myrvang, 2020). I tillegg for havbruksnæringen ble det vurdert om det skulle iverksettes ekstraordinær lemping på mengde biomasse per region for å avhjelpe konsekvensene av koronaviruset. Dette tiltaket skal møte et eventuelt vesentlig skifte i etterspørselen etter norsk oppdrettslaks. Faren ved å godkjenne større mengde biomasse per lokalitet er dog at det kan forekomme en oppblomstring av lakselus og andre fisesykdommer (Sysla, 2020; Misund, 2019).

4.1.1.4 Teknologiske faktorer

Det er ønskelig fra myndighetene å øke produksjonen innen lakseoppdrett for å møte den globale befolkningsveksten med næringsrik mat. Det er derimot vilkår om at denne ekspansjonen av produksjonen må være bærekraftig. Dette innebærer hovedsakelig å finne løsninger på de miljømessige utfordringene, som er omtalt under i kapittel 4.1.1.5. Den norske lakseoppdrettsnæringen er med dette i en periode hvor det gjøres store investeringer i ny teknologi for å redusere den miljømessige påvirkningen som fiskeoppdrettsnæring forårsaker. Nye teknologiske løsninger på dagens umøtte problemer er helt essensielt for næringens framtid og lønnsomhet (Misund, 2019).

Det jobbes stadig med utviklingen av en rekke forhold innenfor lakseoppdrett. En form for teknologisk fremgang er å utvikle nye geografiske områder for å drive fiskeoppdrett, som å drive landbaserte oppdrett eller til en grad lukkede anlegg i sjø. Dette vil bidra til å dekke behovet for bedre biologiske og kjemiske forhold i sjøen. Denne typen utvikling av fiskeoppdrett vil kunne være positiv av hensyn til miljø, men kan også være problematisk på

andre områder. I dette tilfellet, kan landbaserte oppdrettsanlegg være uheldig for norsk fiskeoppdrett over tid, da dette kan åpne for nye konkurrenter i markedet. Ved landbasert oppdrett vil ikke geografiske områder som kystlinje og rette biologiske forhold være nødvendige faktorer for å kunne drive med fiskeoppdrett (Misund, 2019).

4.1.1.5 Miljømessige faktorer

Fiskeoppdrettsnæringen i Norge står overfor en rekke utfordringer når det kommer til bærekraften av næringen. Utfordringene som er viktigst å hensynta for å sikre opprettholdelse av produksjon og ha eventuell vekst, er i hovedsak å sikre nødvendig ressurs, redusere mengden lakselus og rømning, og oppnå høyere overlevelsesrate for oppdrettslaksen (Misund, 2019; Misund et al., 2019; Berglihn, 2020). Nevnte utfordringer er av hensyn både til miljø og dyrevelferd, og er også tidligere omtalt i oppgaven under kapittel 2.1.2.

Lakselus og rømning av laks er utfordringer som knytter seg både til miljø og dyrevelferd. Ved rømning av laks er faren blant annet at den rømte fisken potensielt kan genetisk utvanne villaksen. Rømt laks kan også ha lakselus eller andre fiske sykdommer, som kan smitte villfisk stammene. Lakselusen har også påvirkning for dyrevelferden for laksen. Lakselusen skader og påfører laksen stress, som resulterer i et dårligere produkt. Det finnes flere metoder å fjerne lakselusen på, men ingen av metodene er uten negativ påvirkning på enten laksen eller andre fiskearter. Bruk av rensefisk til å spise lus av laksen er stadig blitt mer brukt, men denne metoden blir etisk kritisert for det enorme antallet rensefisk som blir brukt som en forbruksvare (Misund, 2019; Berglihn, 2020).

Det er problematisk for bærekraften av næringen at trafikklyssystemet, som er dagens system for tildelt produksjonsstørrelsen per sone, kun hensyntar en av disse avgjørende miljøutfordringene. Hvor mye som kan produseres per sone blir kun vurdert ut ifra mengden lakselus som kan påvirke villaks i samme sone (Misund, 2019; Berglihn, 2020). Trafikklyssystemet blir omtalt nærmere under i kapittel 4.1.1.5.

I tillegg til trafikklyssystemet i Norge, finnes det et internasjonalt, uavhengig sertifiseringsprogram som gir miljømerker til selskaper innenfor havbruk som opptre ansvarlig. Sertifiseringsprogrammet heter ASC og er stiftet av WWF (World Wildlife Fund)

og IDH (The Sustainable Trade Initiative). Det finnes ulike kriteriesett for sertifiseringen, hvor det finnes et eget som angår laks. Sertifiseringen setter et fokus på bærekraft av næringen og gir konsumentene en oversikt over hvem som driver ansvarlig i forhold til samfunn og miljø. Denne sertifiseringen kan styre etterspørselen og kan bli en medgjørende faktor i kunder sitt valg av leverandører (Lindahl, 2015; IDH, (u.å.)).

4.1.1.6 Juridiske faktorer

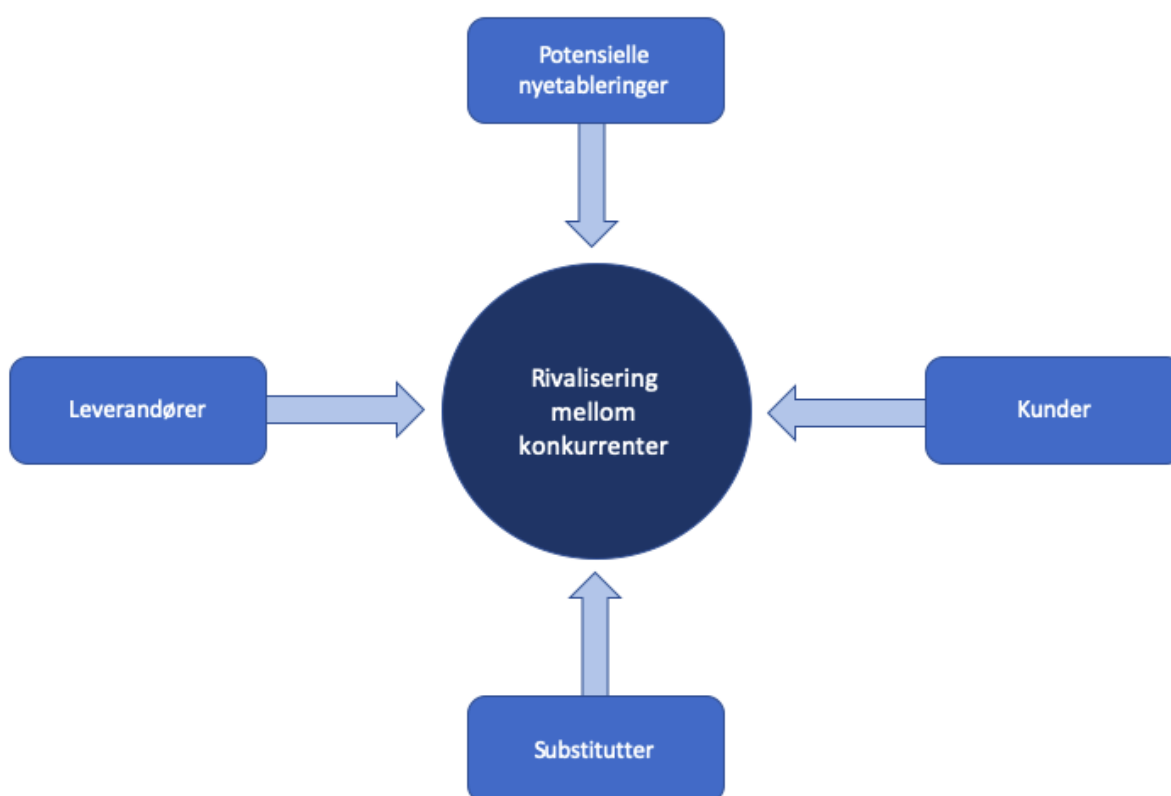
Av hensyn til miljø og dyrevelferd for oppdrettsfisken er en rekke tiltak og reguleringer etablert for å sikre bærekraften til næringen. Oppdrettsnæringen er omfattet i en rekke lover som blant annet akvakulturloven, matloven, dyrevelferdsloven og forurensningsloven. Det er også flere instanser som har myndighet innenfor næringen, som nærings- og fiskeridepartementet, fiskeridirektoratet, mattilsynet, miljødirektoratet, kystverket, Norges vassdrags- og energidirektorat og tilknyttede kommuner (Misund, 2019).

En rekke forhold ved fiskeoppdrett er regulert. Som tidligere nevnt, må det foreligge konsesjon for å drive med fiskeoppdrett. Andre forhold som det foreligger krav til er mengden fisk per oppdrettsanlegg, miljøpåvirkninger, rømming, mengde lakselus, dyrevelferd og geografisk lokasjon for driften (Misund, 2019).

Etter økt oppmerksomhet på de miljømessige påvirkningene som næringen gir, ble det i 2017 etablert et "trafikklyssystem" i Norge. Systemet splitter næringen geografisk opp i 13 ulike områder. Hvert område blir tildelt en status; enten rød, gul eller grønn. Hvilken status som tildeles er avhengig av hvor stor påvirkning fiskeoppdrettet i dette geografiske området har på miljøet. Miljøpåvirkningen blir vurdert på grunnlag av hvor stor påvirkning av lakselus fra oppdrettsanlegg har på vill laksefisk i området. Det er av viktig betydning hvilken farge de ulike områdene tildeles, da dette har innvirkning på hvor mye som kan produseres i områdene. Dersom et område gis grønn status, er det mulighet annen hvert år å øke produksjonen av laksefisk. Gule områder må holde samme produksjonsnivå, mens røde områder må redusere produksjonen (Misund, 2019).

4.1.2 Femkraftsmodellen

Femkraftsmodellen til Porter er en modell utviklet for å få en forståelse av hvor attraktiv en bransje er. Dette gjøres ved hjelp av fem konkurransekrefter, henholdsvis; trusler fra nyetableringer, trusler fra substitutter, kunders forhandlingsstyrke, leverandørens forhandlingsstyrke og rivalisering mellom konkurrenter. En bransje hvor alle de fem kreftene anses som høy, vil ifølge Porter ikke være attraktiv å konkurrere i, da det vil være krevende å oppnå eller opprettholde konkurransefordeler for aktørene i bransjen (Johnson et al., 2011).



Figur 4-6: Femkraftsmodellen (fritt etter Johnson et al., 2011)

Trusler fra nyetableringer

En attraktiv bransje vil være en bransje hvor det er vanskelig for nye selskap å etablere seg, med andre ord en bransje med høye inngangsbarrierer. Dette fordi flere selskap indikerer flere konkurrenter, og desto vanskeligere for de allerede etablerte selskapene å hevde seg (Johnson et al., 2011).

Mange av selskapene i den norske fiskeoppdrettsbransjen er et resultat av flere sammenslåinger og oppkjøp på 90-tallet, som forklart i kapittel 2.1. I dag står de 10 største selskapene i bransjen for rundt 70% av oppdrettsproduksjonen. Dette innebærer at bransjen med høy sannsynlighet har flere selskap med stordriftsfordeler, som vil gjøre det krevende for nye selskap å etablere seg (Johnson et al., 2011). Selskap med stordriftsfordeler kjennetegnes som selskap med høye produksjonsvolum, hvor kostnadene per enhet således vil være mindre. I tillegg har veletablerte selskap fordel av sin erfaring og kunnskap, og dermed en mer effektiv drift. For nyetablerte selskap vil kostnader per enhet derfor være vanskelige å matche (Johnson et al., 2011).

Slik det også ble forklart i kapittel 2.1, er den norske fiskeoppdrettsbransjen konsesjonsbelagt. Kjøp av konsesjon, som er en forutsetning for å etablere seg i bransjen, er svært dyrt. Basert på en lakseauksjon i 2018, kostet en konsesjon i gjennomsnitt 193 000 kroner per tonn, noe som tilsvarer rundt 150 millioner kroner per konsesjon (Berge, 2018). Kjøp av konsesjoner, sammen med andre nødvendige investeringer, tilsier at det vil være vanskelig for nye selskap å etablere seg i bransjen.

Lakseoppdrett kjennetegnes videre som en bransje hvor produksjonen er en langtrukken prosess. Som forklart i kapittel 2.1.3 tar produksjonen av laks, fra rogn til slakting, omtrent tre år. For nyetablerte selskap vil det dermed ta lang tid før man oppnår fortjeneste. Dette er et ytterligere element som taler for at inngangsbarrieren i bransjen er høy.

Konklusjonen er at fiskeoppdrettsbransjen er en bransje med høye inngangsbarrierer på grunn av stordriftsfordeler, kostbare investeringer og lang produksjonstid. Således vil trusselen fra nyetableringer anses som lav.

Trusler fra substitutter

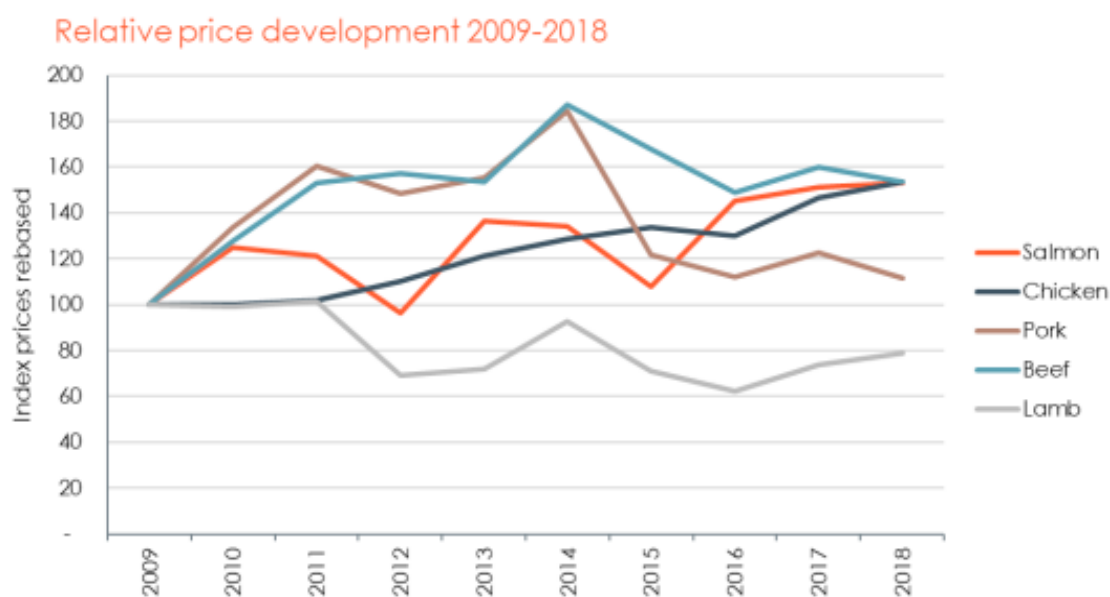
Substitutter er produkter som gir lignende fordeler, og som kan føre til at kunden velger å bytte produkt. Substitutter setter også begrensninger for hvordan et produkt kan prises, da dette kan ha en innvirkning på hva kunden vil velge. En attraktiv bransje vil være en bransje hvor truslene fra substitutter er lav (Johnson et al., 2011).

Laks er rik på proteiner og omega-3, i tillegg til at den inneholder flere andre viktige næringsstoffer (Mowi, 2019b). Substitutter for laks kan være svin, fjærkre og storfe som

erstatter protein, mens andre typer fisk som makrell og ørret kan erstatte omega-3. På verdensbasis er konsumet av svin, fjærkre og storfe betraktelig mye høyere enn for laks. Vi spiser om lag 123 millioner tonn fjærkre, hvor svin og storfe er like bak, mens laks kun utgjør 2.2 millioner tonn (Mowi, 2019b). Blant sjømat er det laks som er best likt i Norge (Norges sjømatråd, 2018).

Ifølge en undersøkelse gjennomført av Norges sjømatråd, er sunnhet det viktigste for nordmenn når de kjøper mat (Norges sjømatråd, 2018). Basert på dette vil ikke proteinerstatningene, og da spesielt rødt kjøtt, være en trussel for laksen. Man ser at konsumet av kjøtt stadig svekkes, både fordi konsumentene streber mot et sunnere kosthold, samt på grunn av miljøutfordringer (Animalia, 2020). Når det gjelder omega-3 erstatninger kan ørret og makrell utgjøre trusler som substitutter, da fisk generelt anses som sunt av forbrukerne. Laks er likevel den mest foretrukne arten i Norge - 42.5% ønsker laks til måltidet. Når det gjelder ørret og makrell, foretrekker henholdsvis 8% og 1,3% av konsumentene disse artene (Norges sjømatråd, 2018).

Etter sunnhet, er det lav pris som er det viktigste for forbrukerne. Kjøtt har hatt en prisøkning på kun 2% de siste årene, mens fisk har økt med hele 30%. Av fiskeartene er det laks som har hatt den største økningen (Norges sjømatråd, 2018). Basert på økningen i pris kan således både kjøtt og andre fiskearter utgjøre en trussel mot laksen.



Figur 4-7: Relativ prisutvikling for proteintprodukter 2009-2018 (Mowi, 2019b)

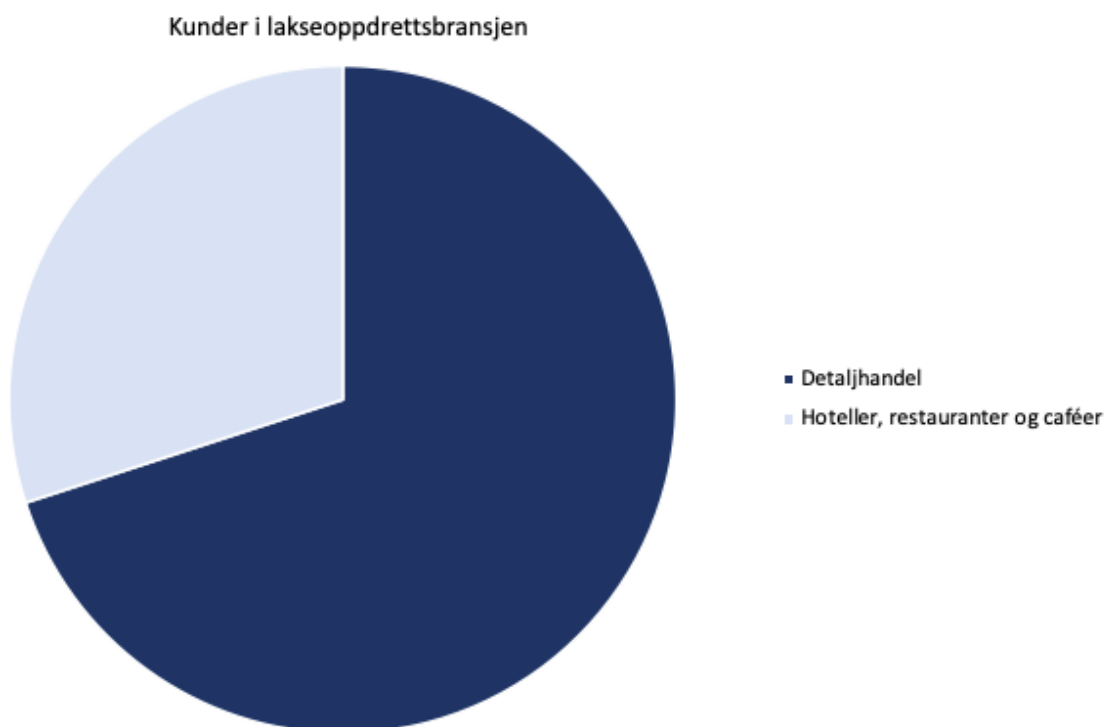
En viktig faktor når det kommer til substitutter er pris/fordels-ratioen. Dette betyr at pris nødvendigvis ikke trenger å ha noe å bety for forbrukeren, så lenge produktet har en fordel i forhold til andre produkter (Johnson et al., 2011). Basert på dette vil mest sannsynlig ikke den høye prisen på fisk i forhold til kjøtt ha en innvirkning på forbrukerne, da det er store helsefordeler med fisk sammenlignet med kjøtt. Prisen kan likevel ha en innvirkning på forbrukerne når de velger mellom fiskearter, da ørret og makrell vil gi nærmest identiske fordeler som laks, men til en rimeligere pris.

Konklusjonen er at trusler fra substitutter er moderat på grunn av trusler fra rimeligere fiskearter.

Kunders forhandlingsmakt

Dersom kundenes forhandlingsmakt er stor, kan det utgjøre en trussel for bransjen. Dette fordi mektige kunder kan nedforhandle prisen, og dermed svekke bransjens lønnsomhet. Det finnes tre viktige forhold som må være tilstede når kundenes forhandlingsmakt anses som høy; konsentrerte kjøpere, lave byttekostnader og kunders konkurransetrussel (Johnson et al. 2011).

I en bransje som består av store, men få kunder – vil kundenes forhandlingsmakt sannsynligvis være høy, da selskapene vil være avhengig av disse kundene (Johnson et al., 2011). I EU blir omtrent 70% av all laks solgt til detaljister, mens de resterende prosentene blir solgt til hoteller og restauranter. Kundene i bransjen antas derfor å være mange, spesielt med tanke på at en stor del av laksen også blir eksportert til kunder i utlandet. I de siste årene har man i tillegg sett en stor prisøkning på laks fordi etterspørselen er større enn tilbudet (Mowi, 2019b). Dette gjør at kundene ikke er i en posisjon hvor de kan forhandle om pris.



Figur 4-8: Kunder i lakseoppdrettsbransjen (Fritt etter Mowi, 2019b)

Videre vil kundenes forhandlingsmakt være høy dersom bransjen kjennetegnes av mange aktører hvor kundene har mulighet til å bytte leverandør (Johnson et al, 2011). Bransjen har flere aktører som leverer identiske varer, noe som gjør det lett for kundene å bytte leverandør dersom de ikke skulle være fornøyd med kvaliteten.

Dersom kundene har mulighet til å kunne produsere produktet selv vil forhandlingsmakten være høy (Johnson et al., 2011). Men på grunn av at trusselen fra nyetableringer ble konkludert til å være lav i tidligere avsnitt, ser mulighetene for egenproduksjon ut til å være lav.

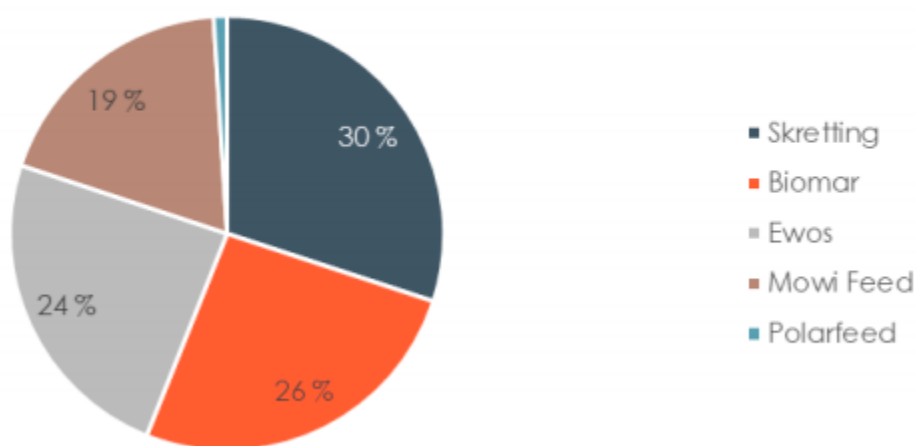
Konklusjonen er at kunders forhandlingsmakt er moderat på grunn av lave byttekostnader, mange kunder og lav mulighet for egenproduksjon.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Dersom leverandørenes forhandlingsmakt er høy, har leverandørene mulighet til å øke prisen på sine varer, slik at bransjens fortjeneste vil svekkes. Det foreligger tre avgjørende faktorer som må vurderes for å bestemme om leverandørenes forhandlingsmakt er høy; konsentrerte leverandører, høye byttekostnader og leverandørers konkurransetrussel (Johnson et al., 2011).

De viktigste leverandørene i bransjen anses å være leverandørene av fiskefôr. I fiskefôr bransjen opereres det med kost-pluss kontrakter, som vil si at det er kunden som påvirkes dersom råvareprisene øker. Produsentene av fiskefôr er få på grunn av økt konsolidering i fiskefôrbransjen, og er i hovedsak dominert av fire store aktører. Disse består av Skretting, Biomar og Ewos. I tillegg startet Mowi egen produksjon av fiskefôr i 2014, som raskt var i besittelse av en stor andel i markedet (Mowi, 2019b). Det faktum at bransjen består av konsentrerte leverandører, taler for at forhandlingsmakten er høy.

Feed producers market share in Norway 2018E



Figur 4-9: Fiskefôr produsenters markedsandel i Norge (Mowi, 2019b)

Det er mange krav som stilles til fiskefôr for å sikre optimal helse og vekst for laksen (Mowi, 2019b). Lakseoppdrettsselskapene har derfor mulighet til å bytte leverandør, selv om det er få aktører i fiskefôrbransjen, dersom kvaliteten på fiskefôret ikke er tilfredsstillende. Det vil ikke være særlige byttekostnader knyttet til dette.

Som tidligere nevnt opprettet Mowi egen produksjon av fiskefôr, noe som tilsier at mange store lakseoppdrettsselskap mest sannsynlig har mulighet til å forsyne seg selv. Dette svekker leverandørenes forhandlingsmakt.

Konklusjonen er at leverandørenes forhandlingsmakt anses som moderat. Det faktum at det er få leverandører trekker forhandlingsmakten opp, mens lave byttekostnader og muligheter for oppdrettsselskapene til å forsyne seg selv trekker ned.

Rivalisering mellom konkurrenter

Dersom det er høy rivalisering mellom konkurrentene i bransjen kan det skape økt press for de eksisterende selskapene innad i bransjen. For å avgjøre om det er høy rivalisering, hensyntas følgende fem faktorer; konkurrentbalanse, bransjens vekstrate, høye faste kostnader, høye utgangsbarrierer og lav differensiering (Johnson et al., 2011).

I Norge finnes det rundt 100 selskap som driver med produksjon av laks. 22 av selskapene står dog for 80% av produksjonen. Bransjen har derfor mange aktører, men hvor det er få aktører som er dominerende. Mowi, det største selskapet, produserer nesten dobbelt så mye som det nest største, Lerøy Seafood (Mowi, 2019b). I en slik bransje vil de mindre selskapene i mindre grad klare å konkurrere mot de største, i form av for eksempel voldsomme priskutt (Johnson et al., 2011).

I bransjer med lav vekstrate vil det ofte være lav fortjeneste på grunn av priskonkurranser. Grunnen er at dersom et selskap vokser når det er lav vekstrate, vil det gå ut over konkurrentene. Dette er noe konkurrentene ikke vil tillate, og derfor vil de iverksette tiltak som priskutt (Johnson et al., 2011). Volumet i lakseoppdrettsbransjen har økt med 64% på 10 år og kategoriseres derfor som en bransje med høy vekst. I tillegg har også prisen på laks fordoblet seg i den samme perioden (Mowi, 2019b). Den høye etterspørselen etter laks minsker således den interne rivaliseringen i bransjen.

Lakseoppdrettsbransjen karakteriseres som en bransje som er svært kapitalintensiv (Mowi, 2019b). Slike bransjer preges ofte av høy rivalisering da selskapene ønsker å redusere kostnader per enhet ved å øke volumet. Dette kan igjen lede til priskonkurranse, som vil svekke fortjenesten i bransjen (Johnson et al., 2011). På grunn av den høye etterspørselen av laks, er denne faren redusert, men faren er likevel høyst aktuell dersom etterspørselen skulle endre seg.

Rivaliseringen kan videre økes på grunn av høye utgangsbarrierer. Dette fordi de eksisterende konkurrentene vil konkurrere om andelen i markedet. Bransjen innehar spesielle eiendeler som vil være vanskelige å selge til andre, og utgangsbarrieren anses derfor som høy. Dog vil dette være mest relevant for bransjer som opplever nedgang (Johnson et al., 2011).

Bransjen består av selskaper hvor produktene er lite differensierte. Dette vil gi økt rivalisering, da det vil være enkelt for kundene å bytte leverandør, og kan således være noe som gir selskapene i bransjen grunnlag til å konkurrere på pris (Johnson et al., 2011).

Konklusjonen er at rivaliseringen mellom konkurrenter er moderat. Den høye etterspørselen i bransjen er med på å redusere mye av rivaliseringen, men høye faste kostnader, høye utgangsbarrierer og lite differensierte produkter er med på å øke rivaliseringen.

Konklusjon femkraftsmodellen

Vi har nå foretatt en analyse av hvor attraktiv bransjen vil være å konkurrere i, ved å benytte Porters femkraftsmodell. En bransje hvor alle kreftene anses som høye, vil ikke være attraktiv å konkurrere i. Trusler fra nyetableringer anses som lav på grunn av de høye inngangsbarrierene som følge av kostbare investeringer og stordriftsfordeler i bransjen. De resterende kreftene er konkludert til å være moderate. Substitutter kan være en trussel mot bransjen i form av rimeligere fiskearter med identiske helsefordeler. Videre kan kundenes forhandlingsmakt utgjøre en trussel da kundene har store muligheter til å bytte leverandør. Også leverandørens forhandlingsmakt kan utgjøre en fare da fiskefôr bransjen har få dominerende aktører og dermed mye makt. Til slutt er høye faste kostnader, høye utgangsbarrierer og lite differensierte produkter med på å øke rivaliseringen i bransjen, som igjen kan utgjøre en trussel mot bransjen.

Totalt sett vil bransjen være moderat attraktiv å konkurrere i, og det vil følgelig være mulig å oppnå eller opprettholde konkurransefordeler i bransjen.

	Lav	Moderat	Høy
Trusler fra nyetableringer	X		
Trusler fra substitutter		X	
Kunders forhandlingsmakt		X	
Leverandørens forhandlingsmakt		X	
Rivalisering mellom konkurrenter		X	

Tabell 4-1: Resultater fra femkraftsmodellen

4.2 Intern ressursbasert analyse

I den interne ressursbaserte analysen vil vi kartlegge om selskapet innehar en ressursfordel, ofte kalt selskapsfordel. Vi vil med andre ord i det følgende vurdere om Grieg Seafood har sterke sider internt, sammenlignet med bransjen (Knivsflå, 2020c). Analysen vil utføres gjennom VRIO-modellen.

4.2.1 VRIO-modellen

VRIO er en modell som, gjennom fire kriterier, avgjør om virksomheten innehar en ressursfordel. Særegne evner (interne ressurser) er nødvendig for å være i besittelse av en slik fordel (Johnson et al., 2011; Knivsflå, 2020c). De fire kriteriene som identifiserer hvorvidt det eksisterer en ressursfordel er følgende:

- Value - Er ressursen verdifull for kundene?
- Rarity - Er ressursen sjelden i markedet eller mellom konkurrentene?
- Inimitability - Er ressursen vanskelig å imitere for konkurrenter?
- Organisational support - Er ressursen effektivt organisert?

Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Effektivt organisert	Vurdering
Nei	Nei	Nei	Nei	Konkurransulempe
Ja	Nei	Nei	↕	Konkurranseparitet
Nei	Ja	Nei	↕	Midlertidig konkurransefordel
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefordel

Tabell 4-2: VRIO-rammeverket (Fritt fra Johnson et al., 2011)

Lokasjonsvalg

Som kjent driver Grieg Seafood sin virksomhet både i Norge, på Shetland og i Canada. Det er få steder i verden som har optimale forhold for produksjon av laks, herav kun Norge, Chile, Storbritannia, Nord-Amerika, Færøyene, Irland, New Zealand og Tasmania (Mowi, 2019b). For Grieg Seafood kan det innebære en selskapsfordel at de også driver i utlandet. Salgselskapet Ocean Quality er organisert på en gunstig måte, ved at de har egne salgsavdelinger på både Shetland og i Nord-Amerika. Disse salgsavdelingene vil i høy grad føre til sparte transportutgifter for selskapet. Grieg selger 17% av sin totale produksjon til Storbritannia. Fra salgsavdelingen i Nord-Amerika kan Grieg selge rimeligere til både

markedet i USA og Asia, som til sammen utgjør 28% av det totale salget til virksomheten (Grieg Seafood, 2019).

Grieg Seafood er det femte største selskapet som driver med lakseoppdrett i Storbritannia. Storbritannia anses som et viktig sjømatmarked både for Grieg Seafood og Norge totalt sett. På grunn av Brexit er det imidlertid usikkert hvordan den nye handelsavtalen vil utvikle seg, og hvilke konsekvenser den vil ha på det norske sjømatmarkedet. For Grieg Seafood kan det derfor være en fordel at de eier et britisk selskap som vil bli lite påvirket av konsekvensene Brexit potensielt kan medføre (Mowi, 2019b; Regjeringen, 2020). På samme måte kan det i framtiden også oppstå andre politiske trusler hvor det kan være fordelaktig for Grieg å ha produksjonen sin spredd på ulike lokasjoner.

Laksebransjen er en bransje som har mange biologiske utfordringer, som lakselus, algeoppblomstring, gjellesykdommer og vintersår (Grieg Seafood, 2019). Som med politiske konflikter, vil det også for biologiske utfordringer være en fordel med spredte lokasjoner. Dette vil gjelde både forskjellige lokasjoner i Norge, men også i utlandet. Dersom man hadde operert ved kun én lokasjon, og blitt kraftig rammet av en av disse biologiske utfordringene, kunne det potensielt skapt svært store problemer for selskapet.

Så nylig som i 2020 fikk man se den positive effekten ved å ha spredte lokasjoner i forbindelse med utbruddet av koronaviruset Covid-19. Som en følge av viruset, sto bransjen overfor utfordringer i forbindelse med flytransport av produktene. Dog var ikke dette kritisk for Grieg Seafood, som på grunn av spredte lokasjoner ikke var avhengig av flybransjen for å få transportert produktene til sine utenlandske kunder (Grieg Seafood, 2020c).

Er ressursen verdifull for kundene?

Grieg Seafoods lokasjoner kan være verdifulle for kundene i det at selskapet har mulighet til å levere kundene ferskere fisk når de er såpass utbredt som de er. Laksen kan også være billigere for kundene når man slipper ekstra kostnader i forbindelse med transport. Ved flere lokasjoner sikrer man også kvaliteten på fisken, slik at dersom et område blir hardt rammet har selskapet fremdeles mulighet til å levere fisk fra andre områder og dermed opprettholde den gode kvaliteten kundene krever.

Er ressursen sjelden?

Ved å sammenligne med konkurrentene i kapittel 2.3, ser vi at også disse selskapene har sine selskaper spredt over flere områder. Dog ser vi at Lerøy Seafood, NRS og SalMar kun driver med oppdrett av laks i Norge. Siden også disse selskapene leverer laks til utlandet, vil de dermed ikke kunne tilby billigere transport og ferskere fisk for sine utenlandske kunder.

Er ressursen vanskelig å imitere for konkurrenter?

Som i Norge, krever også mange av de utenlandske områdene tillatelser for å kunne drive med lakseoppdrett (Mowi, 2019b). Det kan være både kostbart og tidkrevende å få tillatelse. Endog vil nok mange av konkurrentene til Grieg Seafood ha nok kapital til å kunne investere i et utenlandsk område, da alle konkurrentene, utenom NRS, er større enn Grieg (Mowi, 2019b).

Er ressursen effektivt organisert?

Alle de ulike områdene har så godt som fullbårne verdikjeder. Virksomheten i Canada er den eneste som ikke prosesserer egen fisk. Salgsselskapet Ocean Quality er også strukturert slik at det er tilstede ved alle områdene, og derfor får utnyttet fordelene i forbindelse med kortere transportvei. Ved virksomheten i British Columbia har man hatt store utfordringer knyttet til algeoppblomstring som har ført til høyere kostnader per kg laks. Også på Shetland har Grieg hatt biologiske utfordringer, som har medført en reduisering i produksjonen. Selv om Grieg har opplevd problemer knyttet til disse områdene, forsøkes det stadig å oppnå god biologisk kontroll gjennom iverksetting av ulike tiltak. Totalt sett vil ressursen anses som å være effektivt organisert.

Finansielle ressurser

Grieg Seafood viser et svært godt, og et stadig økende, resultat per år. Grieg Seafood har en egenkapitalandel på 53%, som viser at de innehar mye kapital. Grieg har også reduserte kostnader per kilo i 2018 sammenlignet med 2017. Denne er i tillegg ventet å reduseres ytterligere så fort Grieg får kontroll over de biologiske problemene de står ovenfor på Shetland, som stadig er med på å øke kostnadene per kg (Grieg Seafood, 2019).

Grieg Seafoods gode finansielle situasjon er en viktig ressurs som gir muligheter til ytterligere investeringer og ekspansjon. Grieg ser stadig etter muligheter til å ekspandere driften i de

regionene hvor de allerede er etablert. En eventuell ekspansjon kan lede til økt volum og lavere kostnader per kilo, og bidra til ytterligere stordriftsfordeler for selskapet. En eventuell ekspansjon kan også gi muligheter til å forbedre den biologiske kontrollen, som vil bidra til å redusere kostnadene. Grieg har allerede ved flere av områdene oppgradert smoltfasilitetene for å produsere større smolt. Dette er noe som på sikt kan redusere problemer knyttet til lakselus, og gi høyere overlevelsesrate for laksen (Grieg Seafood, 2019).

Er ressursen verdifull for kundene?

De finansielle ressursene er verdifulle i det de kan bidra til å øke kvaliteten på laksen gjennom for eksempel oppgraderingen av smoltfasilitetene. Ressursene gir også økt mulighet til flere gode investeringer som kan ha en positiv innvirkning for kundene. Det er stor etterspørsel i bransjen, slik at investeringer og ekspansjon, og derav høyere produksjonsvolum for å møte etterspørselen, på sikt kan medføre redusert pris på laksen.

Er ressursen sjelden?

Som nevnt i kapittel 4.1.2 anses lakseoppdrettsbransjen å være svært kapitalintensiv, og preget av stordriftsfordeler. Ressursen vil derfor ikke være sjelden sammenlignet med konkurrentene. Vi observerer at for både Lerøy Seafood, Mowi, NRS og SalMar ligger egenkapitalandelen på over 50%, slik at dette ikke vil være noe unikt for Grieg Seafood (Lerøy Seafood, 2019; Mowi, 2019a; Norway Royal Salmon, 2019; SalMar, 2019).

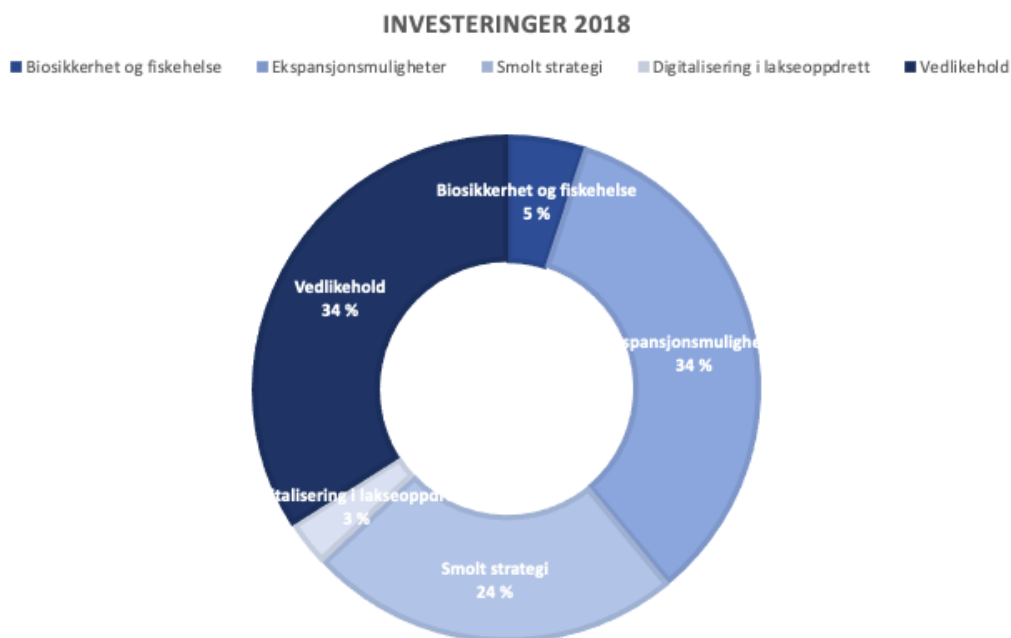
Er ressursen vanskelig å imitere for konkurrenter?

Ressursen vil ikke være vanskelig å imitere for de nylig nevnte konkurrentene. Etersom disse selskapene også er preget av å være kapitalsterke, vil også disse kunne ha store muligheter for ytterligere ekspansjoner og investeringer. For mindre konkurrenter vil ressursen dog vanskelig kunne imiteres, dette på grunn av at det vil være vanskelig å matche kostnader per enhet samt at det vil være krevende å få til ekspansjon på grunn av kostbare konsesjoner. Det er dog Lerøy Seafood, Mowi, NRS og SalMar som anses som de direkte konkurrentene til Grieg Seafood, og konklusjonen vil derfor være at ressursen ikke er vanskelig å imitere.

Er ressursen effektivt organisert?

Ressursen anses som effektivt organisert i det at Grieg Seafood stadig tar fordel av sin sterke kapital gjennom investering. Kontantstrømmen fra investeringsaktiviteter utgjorde i 2018 593

millioner kroner. De mest omfattende enkeltstående investeringene var smoltfasilitetene ved virksomhetene i Finnmark og Rogaland, noe selskapet mest sannsynlig vil se effektene av i nærmeste framtid. I tillegg er ekspansjon av kapasiteten av smolt i British Columbia i gang, hvor virksomheten snarlig vil være selvforsynte med smolt (Grieg Seafood, 2019).



Figur 4-10: Investeringer for Grieg Seafood ASA 2018 (Fritt fra Grieg Seafood, 2019)

4.2.2 Konklusjon intern ressursbasert analyse

I vår intern ressursbaserte analyse av Grieg Seafood har vi tatt utgangspunkt i selskapets direkte konkurrenter, som er konkurrentene gjennomgått i kapittel 2.3. Disse selskapene er ledende i bransjen og tilbyr tilnærmet homogene produkter. I VRIO-modellen har vi derfor tatt utgangspunkt i to av ressursene til Grieg Seafood, som vi har vurdert til å ha potensiale til å kategoriseres som særegne evner for selskapet. Lokasjonsvalget er verdifullt, sjeldent og effektivt organisert. Ressursen vil dog ikke være vanskelig å imitere for konkurrentene, da bransjen består av mange kapitalintensive selskaper som på samme måte vil ha mulighet til å kunne investere i utenlandske områder. Grieg Seafoods lokasjonsvalg vil således gi en midlertidig konkurransefordel. De finansielle ressursene er verdifulle og effektivt organisert. Denne ressursen anses ikke å være sjelden, da også konkurrentene er kapitalsterke og således kan vise til høye egenkapitalandeler. Ressursen vil heller ikke være vanskelig å imitere, dette

fordi konkurrentene vil ha de samme mulighetene til investeringer basert på selskapenes sterke kapital.

	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å imitere	Effektivt organisert	Vurdering
Lokasjonsvalg	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefordel
Finansielle ressurser	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurranseparitet

Tabell 4-3: Konklusjon VRIO-modell

Basert på resultatene fra VRIO-modellen vil Grieg Seafood ligge et sted mellom midlertidig konkurransefordel og konkurranseparitet, men sannsynligvis nærmere konkurranseparitet. Dette betyr at Grieg Seafood ikke vil ha noen fremtredende sterke sider internt, sammenlignet med bransjen, men vil ligge på rundt samme nivå som resten av aktørene.

4.3 Oppsummering av den strategiske analysen

Vi har nå gjennomført en strategisk analyse av Grieg Seafood, hvor vi både har sett på eksterne bransjeorienterte forhold, gjennom PESTEL og femkraftsmodellen til Porter, og interne ressursbaserte forhold gjennom VRIO-modellen. Målet har vært å oppnå en kvalitativ innsikt vedrørende underliggende økonomiske forhold (Knivsflå, 2020c).

Ved å utføre en PESTEL-analyse ble det opparbeidet en større innsikt i lakseoppdrettsbransjen. Bransjen anses å være svært lønnsom, og drives i stor grad av en sterk og udekket etterspørsel etter laks. Konesjonssystemet bidrar i stor grad til opprettholdelse av etterspørselen, da reguleringen setter begrensninger for produksjonen. Videre står bransjen ovenfor en rekke miljømessige utfordringer, hvor lakselus og rømming er blant de mest fremtredende. Noen av de miljømessige utfordringene blir hensyntatt gjennom trafikklyssystemet, hvor produksjonsmengde avhenger av påvirkningen av lakselus. I tillegg står bransjen ovenfor en teknologisk innovasjon, hvor det stadig investeres i ny teknologi for å kunne avhjelpe de biologiske problemene. Hvordan dette spiller seg ut, er en svært viktig faktor for hvorvidt lønnsomheten vil opprettholdes også i framtiden. På den andre siden kan teknologi bidra til økte trusler i bransjen, da utvikling av landbaserte anlegg kan åpne markedet for nye konkurrenter og således redusere bransjens lønnsomhet.

Gjennom femkraftsmodellen konkluderte vi med at bransjen vil være moderat attraktiv å konkurrere i. Den største kilden til konkurransefordeler i bransjen vil være den høye inngangsbarrieren. Bransjen er preget av stordriftsfordeler og er en kapitalintensiv bransje. I tillegg vil de kostbare konsesjonene og den langtrukne produksjonsprosessen gjøre det krevende for nye selskap å etablere seg. Videre er det ulike trusler som vil redusere konkurransefordelene. Substitutter kan utgjøre en trussel, da andre fiskearter med lignende helsefordeler er rimeligere enn laks. Kundene har også god tilgjengelighet til å bytte leverandør, da bransjen består av en rekke ulike selskap med homogene produkter. Tilbudet av de tilnærmet homogene produktene er også med på å øke rivaliseringen i bransjen ved at det kan gi grunnlag for selskapene til å konkurrere på pris. En stor fordel i bransjen er den høye etterspørselen, som er med på å redusere mange av truslene og minsker sannsynligheten for at selskapene i bransjen må konkurrere basert på pris. Den høye etterspørselen er dog en faktor som fort kan endre seg og således redusere konkurranseforholdene i bransjen.

Basert på VRIO-modellen ble det konkludert med at Grieg Seafood verken vil ha en konkurranseulempe eller en konkurransefordel, men vil heller ligge på omtrent samme nivå som bransjen – det vil si konkurransepartiet. Vi valgte ut lokasjonsvalg og finansielle ressurser, som ressurser internt i Grieg Seafood vi mente kunne ha potensiale til å anses som særegne evner for virksomheten. Lokasjonsvalget ble vurdert til å bidra til å gi virksomheten en midlertidig konkurransefordel, da de spredte lokasjonene ble konkludert til å være verdifulle, sjeldne og effektivt organiserte. Dog ble ikke denne ressursen ansett som vanskelig å imitere, da de kapitalsterke konkurrentene på samme måte som Grieg Seafood ville ha samme mulighet til å kunne investere i utenlandske områder – noe som bidro til å redusere konkurransefordelen. De finansielle ressursene ble vurdert til å gi Grieg Seafood konkurranseparitet. Også her bidro den kapitalsterke bransjen til reduksjon av konkurransefordel, da konkurrentene innehar en like stor eller større egenkapitalandel og således ville også disse ha mulighet til større ekspansjoner og investeringer.

4.3.1 SWOT

For å oppsummere den strategiske analysen vil vi gjennomføre en SWOT-analyse. Gjennom SWOT vil vi gi et innblikk i Grieg Seafoods styrker (Strengths) og svakheter (Weaknesses), samt mulighetene (Opportunities) og truslene (Threats). Analysen må ses i sammenheng med selskapets konkurrenter, og kan således ikke stå som en enkeltstående vurdering av selskapets

eksterne og interne forhold. SWOT vil være en nyttig analyse da den danner grunnlaget for videre strategiske valg (Johnson et al., 2011).



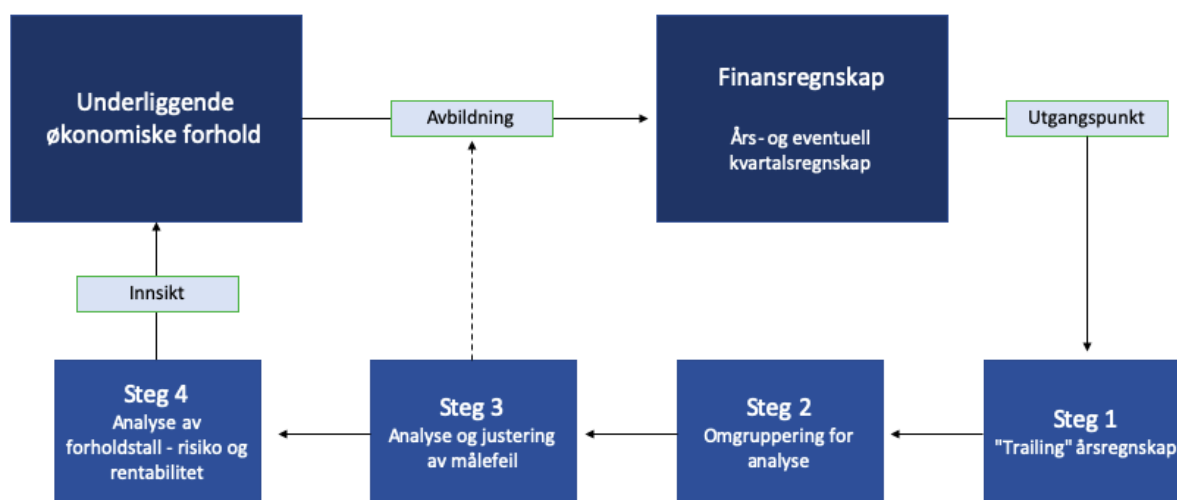
Figur 4-11: SWOT-analyse for Grieg Seafood

5 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet vil det foretas en regnskapsanalyse av Grieg Seafood, med andre ord vil det utarbeides en kvantitativ analyse hvor vi vil kaste lys over selskapets underliggende økonomiske forhold (Knivsflå, 2020b).

5.1 Rammeverk for regnskapsanalysen

Rammeverket vi vil benytte for regnskapsanalysen er utarbeidet av Knivsflå (2020b), og er presentert i figur 5-1. Analysen er inndelt i fire steg. Det første steget, trailing av årsregnskap, innebærer å bygge den seneste tilgjengelige informasjonen inn i regnskapsanalysen basert på kvartalsregnskap. Ettersom årsregnskap for 2019 er tilgjengelig, vil dermed det første steget bli sett bort i fra i vår analyse. Steg 4, analyse av forholdstall, vil bli gjennomgått i de påfølgende kapitlene 6, 7 og 8. Før vi kan utarbeide regnskapsanalysen, må det gjennomføres noen praktiske valg vedrørende analysenivå, analyseperiode og komparative selskap.



Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalysen (Fritt fra Knivsflå, 2020b)

5.1.1 Valg av analysenivå

Grieg Seafood er et konsern, hvor de ulike virksomhetene for det meste driver innen samme forretningsområde. Dog skiller datterselskapet Ocean Quality seg ut i forhold til de andre, da dette selskapet driver med salgsvirksomhet. Ifølge Knivsflå (2020b), vil det være mest

hensiktsmessig for virksomheter som driver innen ulike forretningsområder, å analyseres hver for seg. Dog vurderer vi det slik at salgsvirksomheten anses som et naturlig ledd innenfor virksomheten, og vi vil derfor analysere Grieg Seafood som en samlet enhet. Det faktum at regnskapsinformasjon fordelt på de forskjellige virksomhetene er vanskelig å fremskaffe, forsterker dette valget. Videre vil vi benytte Grieg Seafoods konsernregnskap, og ikke selskapsregnskap, i analysen. Dette begrunnes ved at konsernregnskapet vil gi et bedre bilde av omfanget på virksomheten (Knivsfå, 2020b).

5.1.2 Valg av analyseperiode

For en stabil virksomhet vil det lønne seg å ha en analyseperiode på rundt 10 år, altså en relativt lang periode. For labile virksomheter bør analyseperioden derimot være kort ettersom regnskapstallene fra langt tilbake i tid ikke vil vise et reflektert bilde over dagens virksomhet. Videre bør man for virksomheter som opererer i sykliske bransjer ha en så lang periode at man får inkludert både en oppgangs- og en nedgangskonjunktur (Knivsfå, 2020b).

Grieg Seafood har, som forklart i kapittel 2.2.2, vært gjennom mange sammenslåinger og oppkjøp. Selskapet utvikles også stadig, både gjennom ekspanderinger for de allerede etablerte selskapene og utvikling av fasilitetene. Dette tyder på at Grieg Seafood er en labil virksomhet, og at en kort analyseperiode derfor bør velges. Videre må det hensyntas at lakseoppdrettsbransjen er syklisk, som taler for at analyseperioden bør være noe lenger. I en studie av Asche & Sikveland (2015) ble det funnet indikasjoner på at bransjen følger en 6-årig syklus. Dette innebærer at ved å velge en analyseperiode på seks år, vil man inkludere både en oppgangs- og nedgangskonjunktur – som er viktig for å få et mest mulig nyansert bilde over virksomheten.

I vår regnskapsanalyse av Grieg Seafood vil vi, på bakgrunn av forholdene diskutert, benytte en analyseperiode på seks år. Dette innebærer en analyse fra 2014 til 2019.

5.1.3 Valg av komparative selskap

Liknende selskaper, det vil si bransjen, vil fungere som «benchmark» i regnskapsanalysen (Knivsfå, 2020b). Grieg Seafoods komparative selskap ble presentert i kapittel 2.3, og vil således være; Mowi, SalMar, Lerøy Seafood og Norway Royal Salmon. Utvelgelsen ble basert på at selskapene var notert på Oslo Børs, hadde lakseoppdrett som sitt hovedområde og at de

måtte ha sin virksomhet i Norge. I tillegg vil vi også inkludere Grieg Seafood i sammenligningsgrunnlaget. Dette fordi vi skal sammenligne mot bransjegenomsnittet, og Grieg bør således utgjøre en del av dette (Knivsflå, 2020b).

5.2 Rapporterte regnskapstall

Vi vil her presentere Grieg Seafoods resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital for å klargjøre tallene for forholdstallsanalyse. Dette vil si at postene skiller mellom drifts- og finansposter samt normale og unormale poster (Knivsflå, 2020b). Analyseperioden vil være fra 2014 til 2019, men i det følgende vil også 2013 inkluderes for å kunne beregne endringer fra 2014 til 2013. Alle tall er presentert i NOK 1000, og er hentet fra Grieg Seafoods årsrapporter.

Resultatregnskap for Grieg Seafood	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	61 941	44 921	58 405	21 771	52 010	30 342
= Driftsinntekter	2 425 042	4 161 484	4 653 588	6 603 592	7 039 227	7 552 326	8 303 934
- Varekostnader	968 978	2 198 901	2 634 400	3 069 907	3 591 775	3 645 139	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	404 895
= Driftsresultat før unormale kostnader	342 648	433 903	206 687	1 377 957	1 038 889	1 308 862	1 284 957
+ Verdijustering biologiske eiendeler	267 450	- 123 737	33 209	515 741	- 91 463	256 097	- 220 714
- Nedskrivning	-	-	46 195	- 6 472	-	-	-
- Tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	-	-	15 218	-	1 514	-	-
- Andre unormale driftskostnader	-	94 378	104 526	217 252	132 425	207 716	191 694
= Driftsresultat	610 098	215 788	73 957	1 682 918	813 487	1 357 243	872 549
+ Nettoresultat tilknyttede selskap	7 889	6 441	10 136	12 652	- 550	2 328	211
+ Unormalt nettoresultat tilknyttede selskap	-	-	-	-	-	-	-
+ Finansinntekt - normal	2 752	10 777	5 002	11 192	17 202	18 864	51 309
- Finanskostnad - normal	98 172	95 114	125 928	83 849	54 601	65 950	71 814
+ Unormalt finansresultat	22 004	34 061	38 624	- 62 077	22 944	- 30 905	- 5 728
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	544 931	171 953	- 9 209	1 560 836	798 482	1 276 924	846 527
- Skattekostnad - normal	113 945	27 561	- 13 574	338 505	197 581	279 805	195 718
- Skattekostnad - unormal	-	-	-	-	-	-	-
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	430 986	144 392	4 365	1 222 331	600 901	997 119	650 809
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	-	-	-
- Netto minoritetsresultat	-	5 588	10 992	38 850	30 362	24 615	25 398
- Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
= Årsresultat	430 986	138 804	- 6 627	1 183 481	600 901	997 119	625 411
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	44 314	94 705	46 867	- 76 914	25 090	- 3 729	70 513
+ Andre finansielle resultatelement	28	26	31	19	295	11	107
= Totalresultat	475 328	233 535	40 271	1 106 586	625 696	993 401	695 817
→ Foreslått utbytte	-	55 000	-	331 000	221 000	220 900	220 900

Tabell 5-1: Resultatregnskap for Grieg Seafood 2013-2019

Konsernbalanse Grieg Seafood	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
Tilknyttede selskap	41 190	22 379	25 947	-	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	74 015	91 016	90 867	89 164	92 262	126 092	177 847
Biologiske eiendeler	1 766 332	1 844 097	1 929 115	2 459 625	2 698 352	3 195 142	3 437 948
Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	177 814	504 110	581 904	800 591	761 407	925 232	459 897
Finansielle fordringer	54 015	93 371	145 767	163 246	198 527	166 432	334 625
Kontanter, bank og lignende	164 431	181 498	392 020	552 607	319 947	140 663	221 865
Omløpsmidler	2 236 607	2 714 092	3 139 673	4 065 233	4 070 495	4 553 561	4 632 182
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	-	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
Avsetning for krav	557 960	555 215	535 845	680 918	727 224	876 030	873 019
Annen langsiktig rentefri gjeld	24 056	23 640	22 379	15 963	15 353	14 047	13 240
Langsiktig rentebærende gjeld	1 020 897	1 202 895	1 797 968	1 235 452	1 396 899	1 601 174	2 206 624
Langsiktig gjeld	1 602 913	1 781 750	2 356 192	1 932 333	2 139 476	2 491 251	3 092 883
Kortsiktig rentefri gjeld	416 914	578 464	840 911	960 613	1 007 031	972 564	1 317 298
Kortsiktig rentebærende gjeld	582 209	749 932	501 161	668 141	658 202	795 165	383 660
Kortsiktig gjeld	999 123	1 328 396	1 342 072	1 628 754	1 665 233	1 767 729	1 700 958
Sum gjeld	2 602 036	3 110 146	3 698 264	3 561 087	3 804 709	4 258 980	4 793 841
Egenkapital og gjeld	4 590 593	5 351 597	5 935 775	6 768 038	7 152 614	8 142 491	8 934 684

Tabell 5-2: Konsernbalanse for Grieg Seafood 2013-2019

Endring i egenkapital (majoritet)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapital 01.01	1 513 230	1 988 014	2 222 097	2 207 163	3 150 683	3 304 367	3 834 055
Totalresultat	475 327	234 083	40 272	1 109 138	595 332	968 765	689 916
Betalt utbytte	0	0	-55 206	-165 618	-441 648	-439 077	-441 764
Netto kapitalinnskudd	0	0	0	0	0	0	0
Driftsrelatert "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
Finansielt "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
Egenkapital 31.12	1 988 558	2 222 097	2 207 163	3 150 683	3 304 367	3 834 055	4 084 211

Tabell 5-3: Endring i egenkapital (majoritet) Grieg Seafood 2013-2019

5.3 Omgruppering for analyse

I det følgende vil vi omgruppere resultatet og balansen til Grieg Seafood hvor målet vil være å skreddersy regnskapstallene for videre analyse. Utgangspunktet før omgrupperingen er at regnskapet er kreditororientert, og gjennom omgrupperingen vil vi gjøre regnskapet mer investororientert. En viktig del av omgrupperingen vil derfor være å skille mellom driftsrelaterte eiendeler og finansiell kapital (Knivsflå, 2020d).

5.3.1 Omgruppering av resultatet

Omgrupperingen av resultatet kan inndeles i fire steg, som vil være; å identifisere fullstendig nettoresultat, fordele fullstendig nettoresultat, identifisere normale- og unormale poster og fordele skattekostnaden på alle resultatene (Knivsflå, 2020d).

Steg 1: Identifisere fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat vil være det rapporterte årsresultatet i tillegg til annet fullstendig resultat, samt eventuell «dirty surplus». Grieg Seafood er børsnotert og er således underlagt IFRS, som betyr at årsresultatet kan hentes direkte fra resultatoppstillingen. Også annet fullstendig resultat (AFR) kan hentes fra resultatoppstillingen. Dette i motsetning til NGRS, hvor AFR ikke eksisterer som en egen post. Dirty surplus er når inntekter og kostnader føres direkte mot egenkapitalen, noe som er et brudd på kongruensprinsippet. Etter IFRS er dirty surplus i utgangspunktet lik null. Dog kan likevel enkelte inntekter og kostnader være dirty surplus, som emisjonskostnader og prinsippendringer (Knivsflå, 2020d).

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Årsresultat	430 985	138 806	-6 626	1 186 032	570 537	972 506	610 510
Annet fullstendig resultat	44 342	95 276	46 898	-76 895	24 794	-3 740	70 513
Rapportert fullstendig nettoresultat	475 327	234 082	40 272	1 109 137	595 331	968 766	681 023
"Dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til EK	475 327	234 082	40 272	1 109 137	595 331	968 766	681 023

Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat Grieg Seafood 2013-2019

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Det fullstendige nettoresultatet fordeles på finanskostnader, skattekostnader, minoritetsresultat og resultat til egenkapital. Før fullstendig nettoresultat fordeles, må man finne opphavet – det vil si om det tilhører driftsresultat eller finansinntekter. Fullstendig nettoresultat fordeles på en måte som gjør at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt (Knivsflå, 2020d). I det følgende vil vi se nærmere på tilknyttede selskap og annet fullstendig resultat, da dette er poster hvor det ikke nødvendigvis er «rett fram» hvordan klassifiseringen mellom drift og finans skal være.

Tilknyttede selskap

Resultatet fra tilknyttede selskap anses oftest som å inngå under drift. Dette fordi tilknyttede selskap vanligvis henger sammen med driften til eierselskapet (Knivsflå, 2020d). I Grieg Seafood er tilknyttede selskap, som er nært knyttet til driften og samtidig inngår i verdikjeden, klassifisert på egen linje under «Tilknyttede selskaper hvor resultatandel inngår i Konsernets driftsresultat» (Grieg Seafood, 2019). Fra 2013 og fram til 2016, er det kun resultatandelen fra det tilknyttede selskapet Salten Stamfisk AS som ikke klassifiseres som drift. I 2016 blir aksjene i Salten Stamfisk AS solgt, som er årsaken til at det etter 2016 ikke er resultatandeler som inngår under resultat fra finanstilknyttet virksomhet (Grieg Seafood, 2016).

Annet fullstendig resultat

Annet fullstendig resultat vil vanligvis være en god blanding av både driftsrelaterte og finansielle resultatelement (Knivsflå, 2020d). For Grieg Seafood har vi klassifisert verdiendring aksjer holdt for salg som finansielt annet fullstendig resultat, mens de resterende resultatpostene klassifiseres som driftsrelaterte.

I tabell 5-5 og 5-6 presenteres fullstendig drifts- og finansresultat før skatt basert på diskusjonen ovenfor.

Drift	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	2 425 042	4 161 484	4 653 588	6 603 592	7 039 227	7 552 326	8 303 723
- Driftskostnader	1 814 944	3 945 696	4 579 631	4 920 674	6 225 740	6 195 083	7 437 074
= Driftsresultat fra egen virksomhet	610 098	215 788	73 957	1 682 918	813 487	1 357 243	866 649
+ Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	5 645	3 576	6 994	569	-550	-2 328	211
+ Driftsrelatert AFR	44314	94 705	46 867	-76 914	25 090	-3 729	70 513
= Fullstendig driftsresultat før skatt	660 057	314 069	127 818	1 606 573	838 027	1 351 186	937 373

Tabell 5-5: Fullstendig driftsresultat før skatt for Grieg Seafood 2013-2019

Finans	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Finansinntekt	33 381	57 245	38 056	20 479	42 333	18 874	51 309
Finanskostnad	106 437	107 521	131 357	155 213	56 789	96 865	77 542
Resultat fra finanstilknyttet virksomhet	2 244	2 865	3 142	12 083	0	0	0
Finansielt AFR	28	26	31	19	-295	11	-107
Fullstendig finansresultat før skatt	-70 784	-47 385	-90 128	-122 632	-14 751	-77 980	-26 340

Tabell 5-6: Fullstendig finansresultat før skatt for Grieg Seafood 2013-2019

Steg 3: Identifisere normale og unormale poster

I dette steget vil det fullstendige resultatet fordeles mellom normalt- og unormalt resultat. Normalresultatet vil være viktig for den senere verdivurderingen ettersom det er svært relevant for prediksjon. Normale poster defineres som poster som er stadig tilbakevendende, og kan også betegnes som varige eller permanente poster. Disse postene vil følgelig være relevante for prediksjon. Unormale poster er poster som sjeldent oppstår, det vil si én eller få ganger. De unormale postene vil således ikke være relevante for framtiden. De normale og unormale postene kan være vanskelige å skille. I tillegg er ofte ikke selskapets egne inndelinger pålitelige, da de kan ha bakenforliggende incentiver til å klassifisere poster som enten det ene eller det andre. Klassifiseringen vil derfor her i stor grad være basert på skjønn (Knivsflå, 2020d).

Unormale poster driftsresultat

Postene vi har klassifisert som unormale innen drift er; verdijustering biologiske eiendeler, nedskrivning, andre gevinst/tap, driftsrelatert AFR og andre unormale driftskostnader.

Biologiske eiendeler måles til virkelig verdi, og er regulert av IAS 41 Landbruk. Den virkelige verdien baseres i hovedsak på laksepris. Verdijustering av biologiske eiendeler varierer mye fra år til år, og følger ikke et fast mønster (Grieg Seafood, 2019). Vi anser derfor ikke denne posten som relevant i forhold til prediksjon, og den klassifiseres dermed som unormal.

Posten nedskrivning anses som engangstilfelle, og vil således være en unormal post.

I 2015 og 2017 har Grieg Seafood «andre tap», som i notene blir beskrevet som å gjelde salg av aksjer og driftsmidler, samt verdiendringer på valutaterminkontrakter (Grieg Seafood, 2015; 2018). Posten varierer fra år til år, og man vet ikke med sikkerhet hva posten egentlig inneholder. Denne posten er derfor klassifisert som unormal.

Andre unormale driftskostnader dreier seg om reduksjon som følge av unormal dødelighet eller svinn. Posten er tilstede i nesten hele analyseperioden. Den er dog varierende og anses som uforutsigbar, og betegnes derfor som en unormal post.

Til slutt er driftsrelatert AFR klassifisert som unormal, da det er store svingninger mellom periodene.

Unormalt driftsresultat	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Verdijustering biologiske eiendeler	267 450	-123 737	33 209	515 741	-91 463	256 097	-220 714
- Nedskrivning	0	0	46 195	-6 472	0	0	0
+ Andre gevinst/tap	0	0	-15 218	0	-1 514	0	0
+ Driftsrelatert AFR	44 314	94 705	46 867	-76 914	25 090	-3 729	70 513
- Andre unormale driftskostnader	0	94 378	104 526	217 252	132 425	207 716	191 694
= Unormalt driftsresultat før skatt	311 764	-123 410	-85 863	228 047	-200 312	44 652	-341 895

Tabell 5-7: Unormalt driftsresultat før skatt for Grieg Seafood 2013-2019

Unormale poster finansresultat

For finansresultatet er følgende poster blitt vurdert som å være unormale; finansinntekter, finanskostnader og finansielt AFR.

Under finansinntekter anses utbytte, endring urealisert gevinst/tap, netto endring i virkelig verdi på derivater og netto valutagevinster som å være unormale finansinntekter. Dette er fordi de er varierende fra år til år, samt at informasjonen i noten er utydelig.

For finanskostnader er andre finanskostnader, endring urealisert gevinst/tap for valutaterminer og rentebytteavtaler, netto endring i virkelig verdi på derivater og netto valutagevinster ansett som unormale. Også disse endrer seg mye og er uklare i notene, og er således klassifisert som unormale finanskostnader.

Finansielt AFR er verdiendring av eiendeler tilgjengelig for salg. Denne posten følger ingen stabil trend, og vil derfor være vanskelig å predikere. Posten klassifiseres dermed som unormal.

Unormalt finansresultat	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Unormale finansinntekter	30 629	46 468	33 054	9 287	25 132	10	32 590
- Unormale finanskostnader	8 265	12 407	5 430	71 364	2 188	30 915	5 728
+ Finansielt AFR	28	26	31	19	295	11	107
= Unormalt finansresultat før skatt	22 392	34 087	27 655	62 058	22 649	30 894	26 755

Tabell 5-8: Unormalt finansresultat før skatt for Grieg Seafood 2013-2019

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

I det følgende vil skattekostnaden bli fordelt på normalt driftsresultat, unormalt driftsresultat, normalt finansresultat og unormalt finansresultat. Selskapsskattesatsen har endret seg i løpet

av analyseperioden, hvor den var 28% i 2013 og redusert til 22% i 2019 (Knivsflå, 2020d). Endringen er presentert i tabell 5-9.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Selskapsskattesats	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %

Tabell 5-9: Selskapsskattesats 2013-2019 (Fritt fra Knivsflå, 2020d)

Netto finanskostnad

I tabell 5-10 er netto finanskostnad beregnet som finanskostnad redusert med finanskostnadsskatten. Skattesatsen her vil være selskapsskattesatsen. Rentekostnader utgjør en betydelig del av finanskostnaden, slik at finanskostnadsskatten egentlig vil være en skatteinntekt hvor rentefradraget reduserer skatten (Knivsflå, 2020d).

Netto finanskostnad	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Finanskostnad - normal	98 172	95 114	125 928	83 849	54 601	65 950	71 814
- Finanskostnadsskatt	27 488	25 681	34 001	20 962	13 104	15 169	15 799
= Netto finanskostnad	70 684	69 433	91 927	62 887	41 497	50 782	56 015

Tabell 5-10: Netto finanskostnad for Grieg Seafood 2013-2019

Netto finansinntekter

På grunn av uttaksmodellen i skatteloven, hvor utbytte og aksjegevinst ikke skattlegges, vil finansinntektsskatten bli beregnet med 2/3 av selskapsskattesatsen. Denne forenklete beregningen benyttes for å redusere selskapsskattesatsen, for å hensynta konsekvensen av uttaksmodellen (Knivsflå, 2020d).

Netto finansinntekt	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Finansinntekt - normal	2 752	10 777	5 002	11 192	17 202	18 864	18 719
- Finansinntektsskatt	514	1 940	900	1 865	2 752	2 892	2 745
+ Resultat fra finanstilknyttet virksomhet	2 244	2 865	3 142	12 083	-	-	-
= Netto finansinntekt	4 482	11 702	7 244	21 410	14 450	15 972	15 974

Tabell 5-11: Netto finansinntekt for Grieg Seafood 2013-2019

Unormalt netto finansresultat

For de unormale finansinntektene vil det gjelde de samme regler som for de normale finansinntektene ovenfor. For en mest mulig nøyaktig beregning, er derfor skatt på unormalt finansresultat beregnet ved bruk av den samme forenklede modellen som i forrige avsnitt. Finansielt annet fullstendig resultat er netto i resultatregnskapet, som er årsaken til at det ikke beregnes skatt på denne posten (Knivsflå, 2020d).

Unormalt netto finansresultat	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Unormale finansinntekter	30 629	46 468	33 054	9 287	25 132	10	32 590
- Unormale finanskostnader	8 265	12 407	5 430	71 364	2 188	30 915	5 728
= Unormalt finansresultat	22 364	34 061	27 624	-62 077	22 944	-30 905	26 862
- Skatt på unormalt finansresultat	4 175	6 131	4 927	-10 346	3 671	-4 739	3 940
+ Finansielt annet fullstendig resultat	28	26	31	19	-295	11	-107
= Unormalt netto finansresultat	18 217	27 956	22 728	-51 712	18 978	-26 155	22 815

Tabell 5-12: Unormalt netto finansresultat for Grieg Seafood 2013-2019

Netto driftsresultat

For å finne netto driftsresultat, reduseres driftsresultat fra egen virksomhet med driftsskattesatsen. Denne skattesatsen vil ikke være den samme som selskapsskattesatsen på grunn av forhold som særskatt, fremførbart underskudd, permanente forskjeller og lignende. For driftsskattesatsen har vi dermed benyttet formel 5-1, og beregnet driftsskattesatsen for 2014 til og med 2019 – det vil si analyseperioden. Vi har deretter beregnet gjennomsnittet og medianen. Av disse anses gjennomsnittet som den «minst ekstreme», som vil si at den avviker minst fra selskapsskattesatsen (Knivsflå, 2020d). Skattesatsen som benyttes for driftsresultatet vil dermed være 21,1%.

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{NSK} - \left(\frac{2}{3}\right) * \text{sss} * (\text{FI} + \text{UFR}) + \text{sss} * \text{FK}}{\text{DR} + \text{UDR}}$$

hvor,
NSK = skattekostnad – unormal skattekostnad, FI = normale finansinntekter,
UFR = unormalt finansresultat, FK = normale finanskostnader,
DR = normalt driftsresultat, UDR = unormalt driftsresultat

Formel 5-1: Formel for driftsskattesats (Knivsflå, 2020d)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt	Median
Driftsskattesats	14,5 %	12,0 %	22,9 %	24,4 %	21,9 %	30,6 %	21,1 %	23,6 %

Tabell 5-13: Driftsskattesats for Grieg Seafood 2014-2019

Netto driftsresultat	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	2 425 042	4 161 484	4 653 588	6 603 592	7 039 227	7 553 326	8 303 934
- Driftskostnader	2 082 394	3 727 581	4 446 901	5 225 635	6 000 338	6 243 464	7 018 977
= Driftsresultat fra egen virksomhet	342 648	433 903	206 687	1 377 957	1 038 889	1 309 862	1 284 957
- Driftsrelatert skattekostnad	72 984	92 421	44 024	293 505	221 283	279 001	273 696
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	269 664	341 482	162 663	1 084 452	817 606	1 030 861	1 011 261
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	5 645	3 576	6 994	569	-550	-2 328	211
= Netto driftsresultat	275 309	345 058	169 657	1 085 021	817 056	1 028 533	1 011 472

Tabell 5-14: Netto driftsresultat for Grieg Seafood 2013-2019

Unormalt netto driftsresultat

Når man skal beregne unormalt netto driftsresultat, må man beregne både skatt på unormalt driftsresultat og unormal driftsskatt på normalt driftsresultat. Skatt på unormalt driftsresultat vil være driftsskattesatsen for hver av de forskjellige årene. Unormal driftsskatt vil være driftsskattesatsavviket, altså avviket mellom driftsskattesatsen og normal driftsskattesats (Knivsflå, 2020d).

Unormalt netto driftsresultat	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Verdijustering biologiske eiendeler	267 450	-123 737	33 209	515 741	-91 463	256 097	-220 714
- Nedskrivning	0	0	46 195	-6 472	0	0	0
+/- Andre gevinst/tap	0	0	-15 218	0	-1 514	0	0
- Andre unormale driftskostnader	0	94 378	104 526	217 252	132 425	207 716	191 694
= Unormalt driftsresultat før skatt	267 450	-218 115	-132 730	304 961	-225 402	48 381	-412 408
- Skatt på unormalt driftsresultat	55 886	-31 732	-15 988	69 869	-54 904	10 610	-127 082
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	44 314	94 705	46 867	-76 914	25 090	-3 729	70 513
- Unormal driftsskatt på normalt driftsre:	-1 385	-29 297	-19 128	22 196	31 771	8 240	121 697
- Unormal skattekostnad	0	0	0	0	0	0	0
= Unormalt netto driftsresultat	257 263	-62 382	-50 747	135 982	-177 179	25 802	-336 510

Tabell 5-15: Unormalt netto driftsresultat for Grieg Seafood 2013-2019

Fordeling av skattekostnad

Etter de foregående beregningene, vises i tabell 5-16 den fullstendige fordelingen av skattekostnaden.

Fordeling av skattekostnad	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Normal driftsskattekostnad	72 984	92 421	44 024	293 505	221 283	278 788	272 439
+ Skatt på finansinntekt	514	1940	900	1865	2752	2892	2745
- Skatt på finanskostnad	27488	25681	34001	20962	13104	15169	15799
+ Skatt på unormalt driftsresultat	55 886	-31 732	-15 988	69 869	-54 904	10 610	-127 082
+ Unormal skatt på normal drift	-1 385	-29 297	-19 128	22 196	31 771	8 240	121 697
+ Skatt på unormalt finansresultat	4 175	6 131	4 927	-10 346	3 671	-4 739	3 940
= Rapportert skattekostnad	104 686	13 783	-19 265	356 126	191 469	280 622	257 941

Tabell 5-16: Rapportert skattekostnad for Grieg Seafood 2013-2019

Omgruppert resultatregnskap

Etter å ha gjennomført de fire stegene for omgrupperingen av resultatet, presenteres her omgrupperingen i tabell 5-17.

Omgruppert resultatregnskap	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	61 941	44 921	58 405	21 771	53 010	30 342
= Driftsinntekter	2 425 042	4 161 484	4 653 588	6 603 592	7 039 227	7 553 326	8 303 934
- Varekostnader	968 978	2 198 901	2 634 400	3 069 907	3 591 775	3 645 139	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	404 895
= Driftsresultat i egen virksomhet	342 648	433 903	206 687	1 377 957	1 038 889	1 309 862	1 284 957
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	72 984	92 421	44 024	293 505	221 283	279 001	273 696
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	269 664	341 482	162 663	1 084 452	817 606	1 030 861	1 011 261
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksc	5 645	3 576	6 994	569	-550	-2 328	211
= Netto driftsresultat	275 309	345 058	169 657	1 085 021	817 056	1 028 533	1 011 472
+ Netto finansinntekt	4 482	11 702	7 244	21 410	14 450	15 972	15 974
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	279 791	356 760	176 900	1 106 431	831 505	1 044 505	1 027 446
- Netto finanskostnad	70 684	69 433	91 927	62 887	41 497	50 782	56 015
- Netto minoritetsresultat	0	5 588	10 992	38 850	30 362	24 615	25 398
= Nettoresultat til egenkapital	209 107	281 739	73 981	1 004 694	759 647	969 108	946 033
+ Unormalt netto driftsresultat	257 263	-62 382	-50 747	135 982	-177 179	26 016	-335 207
+ Unormalt netto finansresultat	18 217	27 956	22 728	-51 712	18 978	-26 155	22 815
= Fullstendig nettoresultat til egenkapit	484 587	247 313	45 962	1 088 964	601 446	968 969	633 641
- Netto betalt utbytte	0	0	55 206	165 618	441 648	441 691	441 764
= Endring i egenkapital	484 587	247 313	-9 244	923 346	159 798	527 278	191 877

Tabell 5-17: Omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood 2013-2019

5.3.2 Omgruppering av balansen

Balansen etter både NGRS og IFRS vil være mer kreditororientert, da balansen i stor grad fokuserer på likviditeten til eiendeler samt forfallstiden på gjeld. Balansen må derfor omgrupperes til et investororientert perspektiv. Dette vil si at man skiller mellom drift og finansiering, ettersom verdiskapningen oppstår gjennom investering. Omgrupperingen av balansen vil skje gjennom fire steg; eventuelt avsatt utbytte er lik egenkapital, klargjøre hva som er drift og finansiering, fra total kapital til sysselsatt kapital og fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsflå, 2020e).

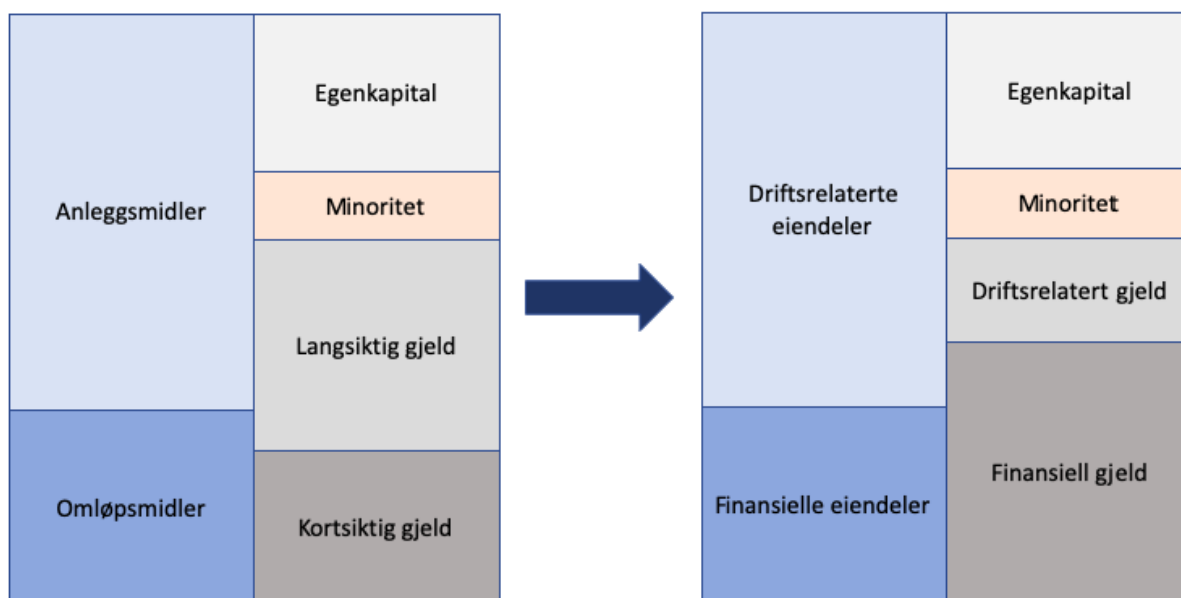
Steg 1: Avsatt utbytte er lik egenkapital

Etter NGRS føres avsatt utbytte som kortsiktig gjeld. Fra et investororientert perspektiv vil det dog være feil å kategorisere avsatt utbytte som gjeld, da utbytte er penger som skal betales

tilbake til eierne - og eierne kan således ikke ha krav på penger fra seg selv. Grieg Seafood følger som kjent IFRS, og etter IFRS blir ikke avsatt utbytte klassifisert som kortsiktig gjeld, da generalforsamlingen må vedta utbytte før man kan avsette. For Grieg Seafood vil det dermed ikke være nødvendig å omgruppere utbytte (Knivsflå, 2020e).

Steg 2: Klargjøring av hva som er drift og finansiering

Som tidligere forklart, må den omgrupperte balansen skille mellom drift og finansiering for å gjøre den mer investororientert. Dette skille er vist i figur 5-2, hvor vi ser at man skiller mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler, og driftsrelatert og finansiell gjeld (Knivsflå, 2020e).



Figur 5-2: Omgruppering av balansen (Fritt fra Knivsflå, 2020e)

Driftsrelaterte eiendeler

De driftsrelaterte eiendelene vil være de eiendelene som inngår i driften av virksomheten, med andre ord de operasjonelle aktivitetene (Knivsflå, 2020e). Vi har kategorisert immaterielle eiendeler, varige driftsmidler, utsatt skattefordel og andre langsiktige fordringer som driftsrelaterte anleggsmidler. Investeringer i tilknyttede selskap vil i perioden fra 2013 til 2015 være fordelt mellom både driftsrelaterte og finansielle anleggsmidler. Dette vil være konsistent med resultatet, hvor resultatandelen fra Salten Stamfisk AS inngikk under resultat fra finanstillknyttet virksomhet. Videre har vi klassifisert varelager, biologiske eiendeler,

kundefordringer, andre kortsiktige fordringer og derivater som driftsrelaterte omløpsmidler. Derivater har vi forutsatt at sikrer en driftsposisjon (Knivsflå, 2020e).

Finansielle eiendeler

De finansielle eiendelene er eiendeler som ikke blir benyttet i driften av virksomheten, eller er pengeplasseringer (Knivsflå, 2020e). Finansielle eiendeler tilgjengelige for salg har blitt kategorisert som finansielle anleggsmidler. I tillegg kommer også en del av investeringer i tilknyttede selskap inn her, som forklart ovenfor. De finansielle omløpsmidlene vil være kontanter og kontantekvivalenter. Kontanter er problematiske å fordele mellom drift og finans, og vi har derfor som en forenkling valgt å klassifisere disse som finansielle (Knivsflå, 2020e).

Driftsrelatert gjeld

Driftsrelatert gjeld blir definert som gjeld som virksomheten ikke betaler renter på (Knivsflå, 2020e). Langsiktig driftsrelatert gjeld vil være utsatte skatteforpliktelser, pensjonsforpliktelser, kontantopsjoner og annen langsiktig gjeld. Pensjonsforpliktelser er mangelfullt omtalt i notene hos Grieg Seafood, men vi velger å plassere denne som driftsrelatert gjeld da vi anser forpliktelsen som nært relatert til driften (Knivsflå, 2020e). Kontantopsjoner, leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldig lønn, annen kortsiktig gjeld og derivater og andre finansielle instrumenter har blitt klassifisert som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Finansiell gjeld

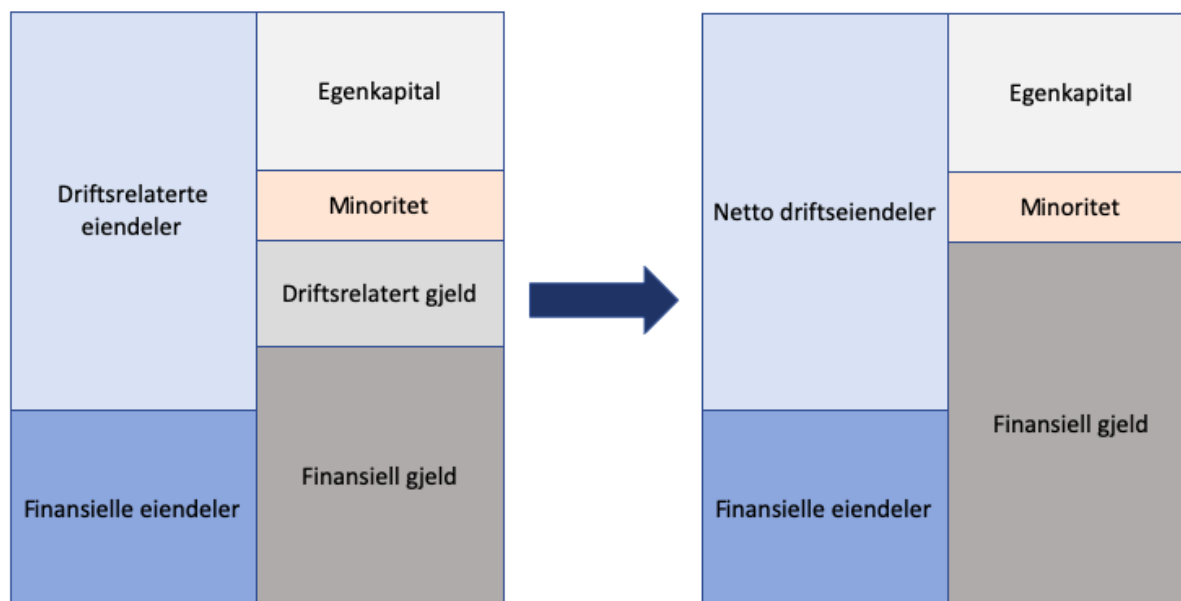
Finansiell gjeld vil være det omvendte av driftsrelatert gjeld, altså er det gjeld som er rentebærende (Knivsflå, 2020e). Forpliktelser finansielle leiekontrakter og lån er klassifiserte som langsiktig finansiell gjeld, mens kortsiktige lånefasiliteter, kortsiktig del av langsiktige lån, kortsiktig del av forpliktelser finansielle leiekontrakter og factoring gjeld vil være kortsiktig finansiell gjeld.

Omgruppert totalbalanse	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsrelaterte anlegg i egen virksomhet	2 311 403	2 613 608	2 768 732	2 701 361	3 071 519	3 550 647	4 220 378
+ investering i driftstilknyttet og felleskontrollert	36 275	14 599	15 025	-	9 450	37 122	81 071
= Driftsrelaterte anleggsmidler	2 347 678	2 628 207	2 783 757	2 701 361	3 080 969	3 587 769	4 301 449
+ 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	4 420 372	5 160 801	5 531 410	6 262 981	6 879 749	8 003 410	8 719 133
Finansielle anleggsmidler	6 307	9 298	12 348	1 445	1 150	1 160	1 053
+ Finansielle omløpsmidler	163 913	181 498	392 020	503 613	271 715	137 920	214 497
= Finansielle eiendeler	170 220	190 796	404 368	505 058	272 865	139 080	215 550
TOTALE EIENDELER	4 590 592	5 351 597	5 935 778	6 768 039	7 152 614	8 142 490	8 934 683
Egenkapital	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 053	4 084 211
Minoritetsinteresser	-	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	972 563	1 317 298
= Driftsrelatert gjeld	998 930	1 178 433	1 405 874	1 662 620	1 752 923	1 872 742	2 213 581
Langsiktig finansiell gjeld	1 020 897	1 195 258	1 791 229	1 230 326	1 393 587	1 591 071	2 196 601
+ Kortsiktig finansiell gjeld	582 209	736 455	501 161	668 141	658 202	795 166	383 661
= Finansiell gjeld	1 603 106	1 931 713	2 292 390	1 898 467	2 051 789	2 386 237	2 580 262
TOTALKAPITAL	4 590 593	5 351 597	5 935 775	6 768 038	7 152 617	8 142 490	8 934 686

Tabell 5-18: Omgruppert totalbalanse for Grieg Seafood 2013-2019

Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er innskutt kapital. For å omgruppere fra totalkapital til sysselsatt kapital flytter man driftsrelatert gjeld til netto driftseiendeler. Dette fordi driftsrelatert gjeld i driftssyklusen ikke vil bli sett som på gjeld, men heller som en korleksjon til driftseiendeler fordi den ikke er direkte rentebærende (Knivsflå, 2020e). Figur 5-3 viser denne omgrupperingen.



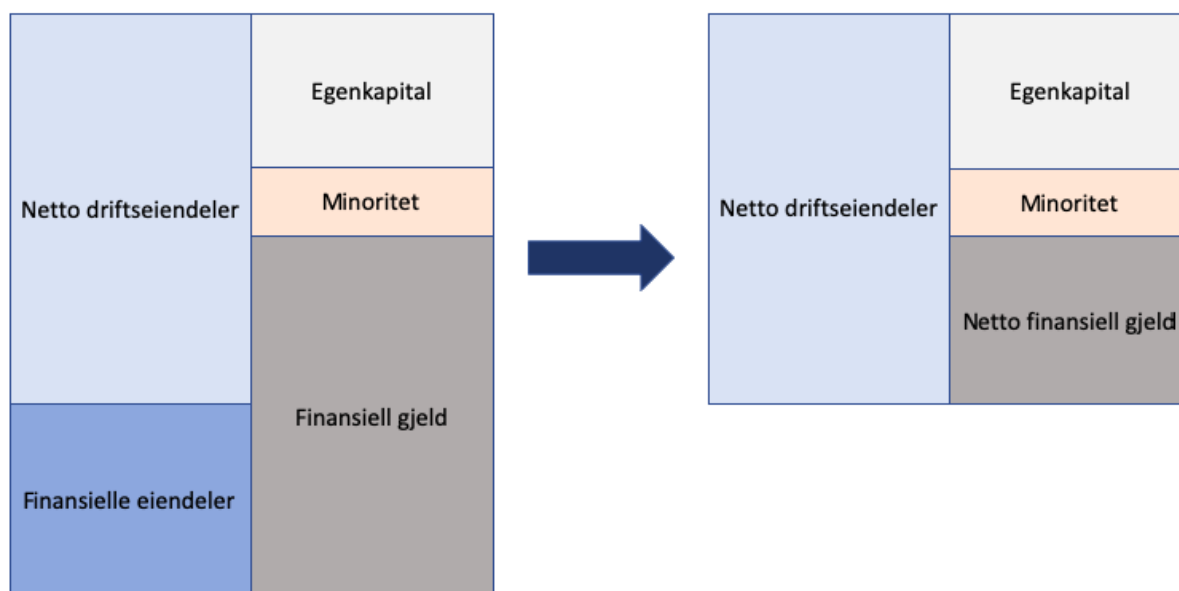
Figur 5-3: Omgruppering fra totalkapital til sysselsatt kapital (Fritt fra Knivsflå, 2020e)

Sysselsatt kapital	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmiddel	1 765 662	2 041 715	2 218 794	1 999 354	2 335 079	2 687 590	3 405 166
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 655 780	1 940 653	1 906 742	2 601 007	2 791 747	3 443 078	3 100 386
= Netto driftseiendeler	3 421 442	3 982 368	4 125 536	4 600 361	5 126 826	6 130 668	6 505 552
+ Finansielle eiendeler	170 220	190 796	404 368	505 058	272 865	139 080	215 550
= Sysselsatte eiendeler	3 591 662	4 173 164	4 529 904	5 105 419	5 399 691	6 269 748	6 721 102
Egenkapital	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 053	4 084 211
+ Minoritetsinteresser	-	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	2 386 237	2 580 262
= Sysselsatt kapital	3 591 663	4 173 164	4 529 901	5 105 418	5 399 694	6 269 748	6 721 105

Tabell 5-19: Sysselsatt kapital for Grieg Seafood 2013-2019

Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

I det fjerde steget flytter vi finansielle eiendeler over på gjeldssiden, slik at vi får netto finansiell gjeld. Finansielle eiendeler er i realiteten ikke eiendeler som er nødvendige for driften i virksomheten, men kan heller benyttes for rask nedbetaling av finansiell gjeld. Netto driftskapital er altså ikke investert i finansielle eiendeler, men i driften (Knivsflå, 2020e). Høyresiden i balansen i figur 5-4 vil dermed være netto driftskapital.



Figur 5-4: Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Fritt fra Knivsflå, 2020e)

Netto driftskapital	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 765 662	2 041 715	2 218 794	1 999 354	2 335 079	2 687 590	3 405 166
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 655 780	1 940 653	1 906 742	2 601 007	2 791 747	3 443 078	3 100 386
= Netto driftseiendeler	3 421 442	3 982 368	4 125 536	4 600 361	5 126 826	6 130 668	6 505 552
Egenkapital	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 053	4 084 211
+ Minoritetsinteresser	-	19 357	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632
+ Netto finansiell gjeld	1 432 886	1 740 917	1 888 022	1 393 409	1 778 924	2 247 157	2 364 712
= Netto driftskapital	3 421 443	3 982 368	4 125 533	4 600 360	5 126 829	6 130 668	6 505 555

Tabell 5-20: Netto driftskapital for Grieg Seafood 2013-2019

5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm

Kontantstrømmen som er oppstilt etter IFRS vil være mest kreditororientert, da den har fokus på likviditet. Vi må derfor omgruppere kontantstrømmen slik at den blir mer investororientert. Kontantstrømmen vil dermed etter omgrupperingen heller ha fokus på kontanter som stammer fra drift (Knivsflå, 2020e).

Omgruppering kontantstrøm	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsresultat	345 058	169 657	1 085 021	817 056	1 028 533	1 011 472
+ Unormalt netto driftsresultat	- 62 382	- 50 747	135 982	- 177 179	25 802	- 336 510
- Endring i netto driftseiendeler	560 926	233 168	474 825	526 465	1 003 842	374 884
= Fri kontantstrøm fra drift	- 278 250	- 114 258	746 178	113 412	50 493	300 078
+ Netto finansinntekt	11 702	7 244	21 410	14 450	15 972	15 974
+ Unormal netto finansinntekt	27 956	22 728	- 51 712	18 978	- 26 155	22 815
- Endring i finansielle eiendeler	20 576	213 572	100 690	- 232 193	- 133 785	76 740
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	- 259 168	- 297 858	615 186	379 033	174 095	262 127
- Netto finanskostnad	69 433	91 927	62 887	41 497	50 782	56 015
+ Endring i finansiell gjeld	328 607	360 677	- 393 923	153 322	334 448	194 025
- Netto minoritetsresultat	5 588	10 992	38 850	30 362	24 615	25 398
- Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	19 357	10 992	25 921	- 12 729	5 917	7 174
= Fri kontantstrøm til egenkapital	13 775	- 29 108	145 447	447 767	439 063	381 913

Tabell 5-21: Omgruppert kontantstrøm Grieg Seafood 2014-2019

5.4 Justering av målefeil

I dette kapittelet vil vi justere eventuelle målefeil i regnskapet til Grieg Seafood. Dette innebærer at man faktisk endrer på regnskapstallene, til forskjell fra omgrupperingen i kapittel 5.3. Grunnen til at man foretar justeringer er fordi finansregnskapet kan inneholde såkalte målefeil. Dette betyr at det rapporterte regnskapet ikke stemmer overens med «virkeligheten». Målet med regnskapsanalysen er som tidligere nevnt å avdekke underliggende økonomiske

forhold, som vil si at vi ønsker å måle de virkelige økonomiske forholdene. Derfor vil vi her justere regnskapet for å gi en bedre avbildning over virksomheten (Knivsflå, 2020f; 2020g).

Målefeil kan deles inn i tre ulike typer, type 1, 2 og 3, eller “the good”, “the bad”, og “the ugly”. Målefeil av type 1 anses som «the good» fordi den er et mål for strategisk fordel. Den strategiske fordel avhenger av om man benytter historisk kost eller virkelig verdi. Målefeilen vil være «god» ettersom superrentabilitet måler strategisk fordel til investeringer, og finansregnskapet vil således gi en riktig avbildning av de underliggende økonomiske forholdene. Målefeil av type 2, «the bad», oppstår som følge av at god regnskapsskikk gir rom for «dårlig» måling. Det eksisterer tre typiske kilder for denne type målefeil; manglende balanseføring, feil målemodell og feilperiodisering. Den tredje type målefeil, omtalt som «the ugly», er feil som følge av at man unnlater å rapportere etter god regnskapsskikk. Det vil si enten kreativ regnskapsføring eller ubevisste feil. Enkelte virksomheter vil manipulere tallene for å fremstille virksomheten som bedre enn hva den egentlig er (Knivsflå, 2020f).

Justering av regnskapet kan være krevende å gjennomføre for eksterne brukere av regnskapet, da man ikke innehar like mye informasjon som de interne. Man kan derfor ved å foreta justering, risikere at man bare tilfører mer «støy» i regnskapet. I tillegg kan man risikere at kostnaden ved justering overstiger nytten. Det vanligste er derfor å kun justere for de viktigste målefeilene. Videre vil det kun være relevant å justere for målefeil av type 2 og type 3, da målefeil av type 1 anses som «god» (Knivsflå, 2020g). I regnskapet til Grieg Seafood har vi ikke identifisert noen målefeil av type 3, dog må det være klart at disse type feil ofte er svært godt skjult og dermed vanskelige å oppdage. Man kan derfor ikke være helt sikre på at denne type feil ikke eksisterer. Regnskapet er dog revidert av statsautorisert revisor, og vi anser det derfor som lite sannsynlig at målefeil av type 3 er tilstede. Vi vil derfor kun justere for målefeil av type 2 i det følgende.

5.4.1 Justering av målefeil: Biologiske eiendeler

Netto driftseiendeler bør rapporteres til historisk kost. Enkelte driftseiendeler rapporteres likevel til virkelig verdi, og blant annet vil dette for biologiske eiendeler være en alvorlig kilde til målefeil av type 2 (Knivsflå, 2020f). Grieg Seafood anvender IAS 41 Landbruk for sine biologiske eiendeler, hvor det går fram at eiendeler skal vurderes til virkelig verdi. Den virkelige verdien måles etter både forward priser og etter relevant prisinformasjon for fisken i

perioden (Grieg Seafood, 2019). Som kjent fra kapittel 4.1.1.2, er lakseprisen svært volatil. Virkelig verdi vil derfor heller gjenspeile etterspørselen etter produktet enn foredlingskostnadene til ferdigstilling av produktet. Vi har derfor valgt å reversere verdijusteringen av de biologiske eiendelene for å gi en bedre avbildning over virksomheten. De biologiske eiendelene utgjør en del av det unormale driftsresultatet, etter omgrupperingen i kapittel 5.3.1, og unormalt netto driftsresultat må derfor justeres. Således justeres også egenkapitalen. Samtidig må også netto driftseiendeler bli justert.

Justering resultatregnskap	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Unormalt netto driftsresultat	257 263	- 62 382	- 50 747	135 982	- 177 179	26 016	- 335 207
- Reversering netto verdijustering av biologiske eiendeler	210 483	- 97 381	26 135	405 888	- 71 981	201 548	- 173 702
= Unormalt netto driftsresultat etter justering	46 780	34 999	- 76 882	- 269 906	- 105 198	- 175 532	- 161 505

Tabell 5-22: Justering av målefeil i resultatregnskapet for Grieg Seafood 2013-2019

Justering netto driftseiendeler	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftseiendeler	3 421 442	3 982 368	4 125 536	4 600 361	5 126 826	6 130 668	6 505 552
- Netto justering	210 483	-97 381	26 135	405 888	-71 981	201 548	-173 702
= Netto driftseiendeler etter justering	3 210 959	4 079 749	4 099 401	4 194 473	5 198 807	5 929 120	6 679 254
Egenkapital	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 053	4 084 211
- Netto justering	210 483	-97 381	26 135	405 888	-71 981	201 548	-173 702
= Egenkapital etter justering	1 778 074	2 319 475	2 181 027	2 744 793	3 376 345	3 632 505	4 257 913
+ Minoritetsinteresser	0	19 357	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632
+ Netto finansiell gjeld	1 432 886	1 740 917	1 888 022	1 393 409	1 778 924	2 247 157	2 364 712
= Netto driftskapital	3 210 960	4 079 749	4 099 398	4 194 472	5 198 810	5 929 120	6 679 257

Tabell 5-23: Justering av målefeil i balansen for Grieg Seafood 2013-2019

5.5 Omgruppert resultatregnskap og balanse etter justering

I det følgende presenteres endelig omgruppert resultatregnskap og balanse etter justeringen av målefeil som ble foretatt i kapittel 5.4.

Omgruppert og justert resultatregnskap	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	61 941	44 921	58 405	21 771	53 010	30 342
= Driftsinntekter	2 425 042	4 161 484	4 653 588	6 603 592	7 039 227	7 553 326	8 303 934
- Varekostnad	968 978	2 198 901	2 634 400	3 069 907	3 591 775	3 645 139	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	404 895
= Driftsresultat i egen virksomhet	342 648	433 903	206 687	1 377 957	1 038 889	1 309 862	1 284 957
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	72 984	92 421	44 024	293 505	221 283	279 001	273 696
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	269 664	341 482	162 663	1 084 452	817 606	1 030 861	1 011 261
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomhet	5 645	3 576	6 994	569	-550	-2 328	211
= Netto driftsresultat	275 309	345 058	169 657	1 085 021	817 056	1 028 533	1 011 472
+ Netto finansinntekt	4 482	11 702	7 244	21 410	14 450	15 972	15 974
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	279 791	356 760	176 901	1 106 431	831 506	1 044 505	1 027 446
- Netto finanskostnad	70 684	69 433	91 927	62 887	41 497	50 782	56 015
- Netto minoritetsresultat	0	5 588	10 992	38 850	30 362	24 615	25 398
= Nettoresultat til egenkapital	209 107	281 739	73 982	1 004 694	759 647	969 108	946 033
+ Unormalt netto driftsresultat	46 780	34 999	-76 882	-269 906	-105 198	-175 532	-161 505
+ Unormalt netto finansresultat	18 217	27 956	22 728	-51 712	18 978	-26 155	22 815
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	274 104	344 694	19 828	683 076	673 427	767 421	807 343
- Netto betalt utbytte	9 260	-196 707	158 276	119 310	41 875	511 261	181 935
= Endring i egenkapital	264 844	541 401	-138 448	563 766	631 552	256 160	625 408

Tabell 5-24: Omgruppert resultatregnskap etter justering for Grieg Seafood 2013-2019

Omgruppert og justert balanse	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftseiendeler	3 210 959	4 079 749	4 099 401	4 194 473	5 198 807	5 929 120	6 679 254
+ Finansielle eiendeler	170 220	190 796	404 368	505 058	272 865	139 080	215 550
= Sysselsatte eiendeler	3 381 179	4 270 545	4 503 769	4 699 531	5 471 672	6 068 200	6 894 804
Egenkapital	1 778 074	2 319 475	2 181 027	2 744 793	3 376 345	3 632 505	4 257 913
+ 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	2 386 237	2 580 262
= Sysselsatt kapital	3 381 180	4 270 545	4 503 766	4 699 530	5 471 675	6 068 200	6 894 807

Tabell 5-25: Omgruppert og justert balanse (sysselsatt kapital) for Grieg Seafood 2013-2019

Omgruppert og justert balanse	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftseiendeler	3 210 959	4 079 749	4 099 401	4 194 473	5 198 807	5 929 120	6 679 254
Egenkapital	1 778 074	2 319 475	2 181 027	2 744 793	3 376 345	3 632 505	4 257 913
+ Minoritetsinteresser	0	19 357	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632
+ Netto finansiell gjeld	1 432 886	1 740 917	1 888 022	1 393 409	1 778 924	2 247 157	2 364 712
= Netto driftskapital	3 210 960	4 079 749	4 099 398	4 194 472	5 198 810	5 929 120	6 679 257

Tabell 5-26: Omgruppert og justert balanse (netto driftskapital) for Grieg Seafood 2013-2019

6 Analyse av risiko

I dette kapittelet vil vi analysere kredittrisikoen til Grieg Seafood. Kredittrisiko defineres som den risikoen en kreditor har for at lånet, og renter, ikke blir betalt, og som dermed vil påføre kreditoren et tap. Kredittrisiko anses som en systematisk risiko for kreditoren, som følgelig ikke kan elimineres gjennom diversifisering (Knivsflå, 2020h). Systematisk og usystematisk risiko vil bli nærmere forklart i kapittel 7.1.

Analysen av kredittrisiko vil bli gjennomført gjennom en analyse av likviditet og en analyse av soliditet, som til slutt vil munne ut i en syntetisk rating av selskapet (Knivsflå, 2020h). Vi vil benytte tidsserieanalyse og bransjeanalyse som teknikker for å forklare hva forholdstallene forteller. Tidsvekten er presentert i tabell 6-1, hvor vi har valgt å ha tyngst vektlegging på de seneste årene. Dette fordi Grieg Seafood stadig endrer seg gjennom ytterligere ekspansjoner og anses som et innovativt selskap, jamfør kapittel 4. Den samme tidsvekten vil også bli benyttet for bransjeanalysen. Bransjen vil i det følgende fungere som «benchmark» for å vurdere hvorvidt forholdstallene er gode (Knivsflå, 2020h). Alle tall presentert vil være hentet fra selskapenes årsrapporter.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tidsvektning	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %

Tabell 6-1: Tidsvektning av analyseperioden 2014-2019

6.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen vil dreie seg om den kortsiktige kredittrisikoen, med andre ord vil vi undersøke Grieg Seafoods evne til å dekke kortsiktige krav som forfaller til betaling. Det vil være positivt jo mer likviditet selskapet innehar, da det gir økt mulighet for å dekke kravene. Gjennomførelsen av likviditetsanalysen er inndelt i to steg; gjeldsdekning i balansen og gjeldsdekning mellom resultat og kontantstrøm. Gjennom disse to stegene vil vi analysere fire ulike forholdstall (Knivsflå, 2020h).

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 indikerer forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og denne bør være på minst 2 (Knivsflå, 2020h). Dersom likviditetsgraden er under 1 betyr det at selskapet har mer kortsiktig gjeld enn omløpsmidler som kan genereres til kontanter (Damodaran, 2012). Ved en likviditetsgrad lik 1, vil omløpsmidlene være større enn kortsiktig gjeld, og det vil således være dekning. Det beste målet på likviditetsgrad 1 anses dog å være å måle mot bransjegjennomsnittet, hvor likviditetsgraden vil være tilstrekkelig dersom den er høyere enn bransjens (Knivsflå, 2020h).

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

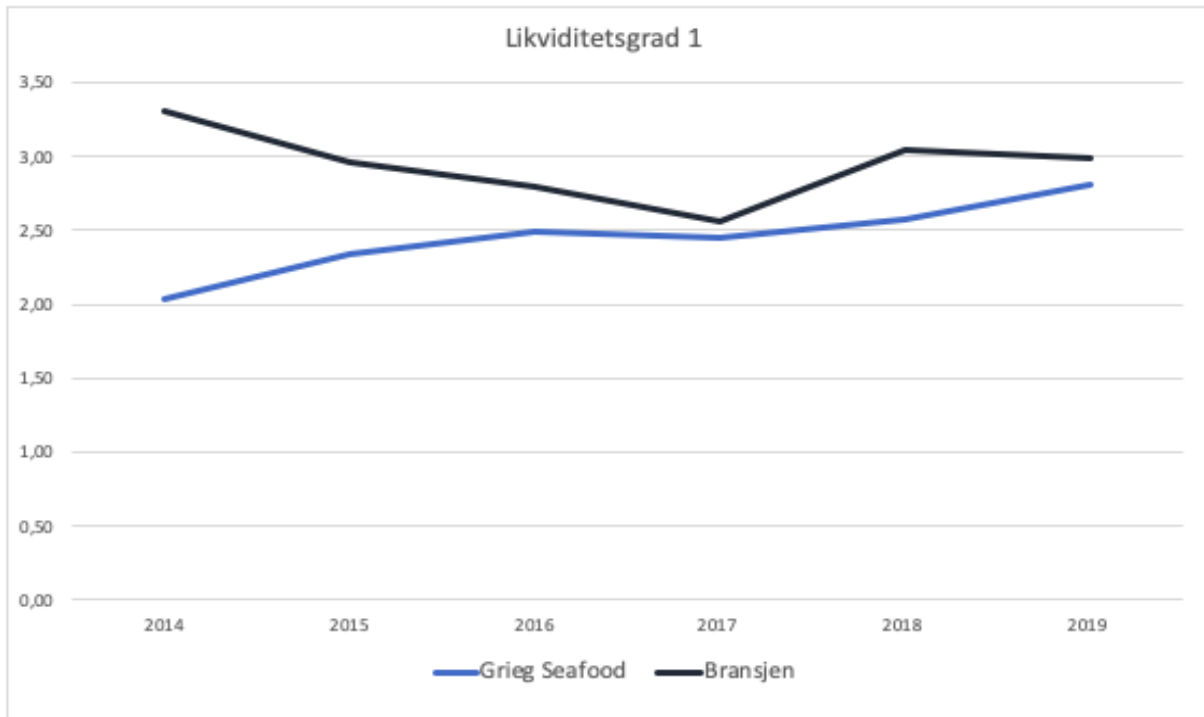
Formel 6-1: Likviditetsgrad 1 (Knivsflå, 2020h)

Likviditetsgraden vil beregnes ved hjelp av formel 6-1. For bransjen er likviditetsgraden beregnet som sum omløpsmidler i bransjen dividert med sum kortsiktig gjeld i bransjen for hver av årene (Knivsflå, 2020h). Resultatet av beregningen er presentert i tabell 6-2.

Likviditetsgrad 1	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Grieg Seafood	2,04	2,34	2,50	2,44	2,58	2,80	2,54
Bransjen	3,30	2,96	2,80	2,57	3,05	3,00	2,91

Tabell 6-2: Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019

Beregningen viser at Grieg Seafood har en lavere tidsvektet likviditetsgrad sammenlignet med bransjen. Den årlige likviditetsgraden for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen kommer til syne i figur 6-1. Vi observerer at likviditetsgraden til Grieg Seafood har nærmet seg bransjen de seneste årene, men at den fremdeles ligger noe lavere enn bransjen. Dette kan være en indikasjon på et rødt flagg, og at Grieg Seafood har problemer med å dekke den kortsiktige gjelden (Knivsflå, 2020h). Dog synes Grieg Seafoods likviditetsgrad å være godt over 2, som likevel indikerer at selskapet har god dekning. At Grieg Seafoods likviditetsgrad ligger under bransjenivået trenger således ikke å være enstydig med at Grieg Seafood har likviditetsproblemer.



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 skiller seg fra likviditetsgrad 1 ved at den tar hensyn til de finansielle omløpsmidlene, det vil si de omløpsmidlene som er mest likvide (Knivsflå, 2020h). For Grieg Seafood, og bransjen ellers, utgjør de biologiske eiendelene størstedelen av de totale omløpsmidlene. Likviditetsgrad 2 vil derfor gi et bedre, og mer representativt, bilde over virksomhetens likviditet sammenlignet med likviditetsgrad 1.

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

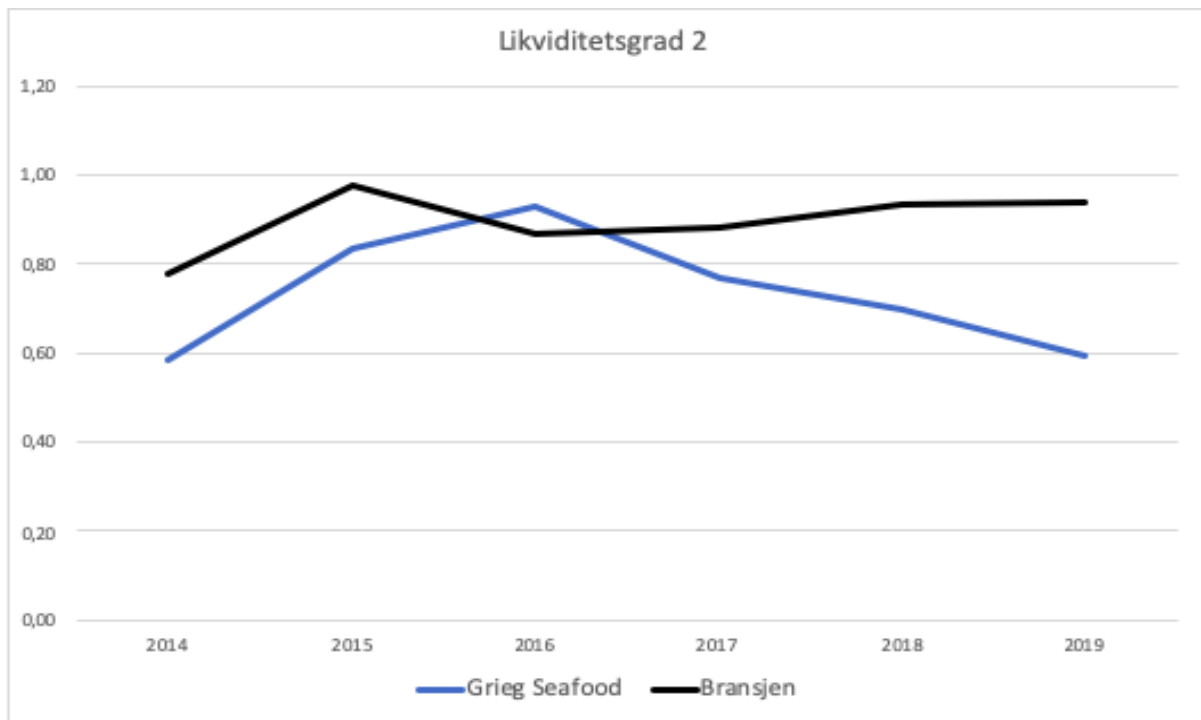
Formel 6-2: Likviditetsgrad 2 (Knivsflå, 2020h)

Tommelfingerregelen tilsier at likviditetsgrad 2 bør være minst 1, men også her vil vi i tillegg måle opp mot bransjegjennomsnittet (Knivsflå, 2020h). Beregningen er presentert i tabell 6-3, hvor vi har beregnet finansielle omløpsmidler som totale omløpsmidler redusert med biologiske eiendeler og varelager.

Likviditetsgrad 2	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,59	0,83	0,93	0,77	0,70	0,59	0,73
Bransjen	0,78	0,98	0,87	0,88	0,93	0,94	0,91

Tabell 6-3: Likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen

Den tidsvektede likviditetsgraden for Grieg Seafood er noe lavere enn for bransjen. I figur 6-2 observerer vi at den årlige likviditetsgraden for Grieg Seafood var høyere enn bransjen i 2016, før den har hatt en årlig reduksjon i de tre påfølgende årene. Likviditetsgraden overstiger heller ikke målet på minst 1. Totalt sett kan forholdene presentert indikere at en likviditetsrisiko er tilstede. Dog kan nok mye av forklaringen ligge i at Grieg Seafood har betydelige investeringsaktiviteter, som fører til at de finansielle omløpsmidlene reduseres mens anleggsmidlene øker.



Figur 6-2: Likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Den finansielle gjeldsdekningen vil vise forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld, med andre ord om selskapet innehar netto finansielle eiendeler. Den finansielle gjeldsdekningen skiller videre mellom kort og lang sikt. Den kortsiktige finansielle

gjeldsdekningen vil være lik likviditetsgrad 2 (Knivsflå, 2020h). Beregningen av den langsiktige finansielle gjeldsdekningen er vist i formel 6-3.

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

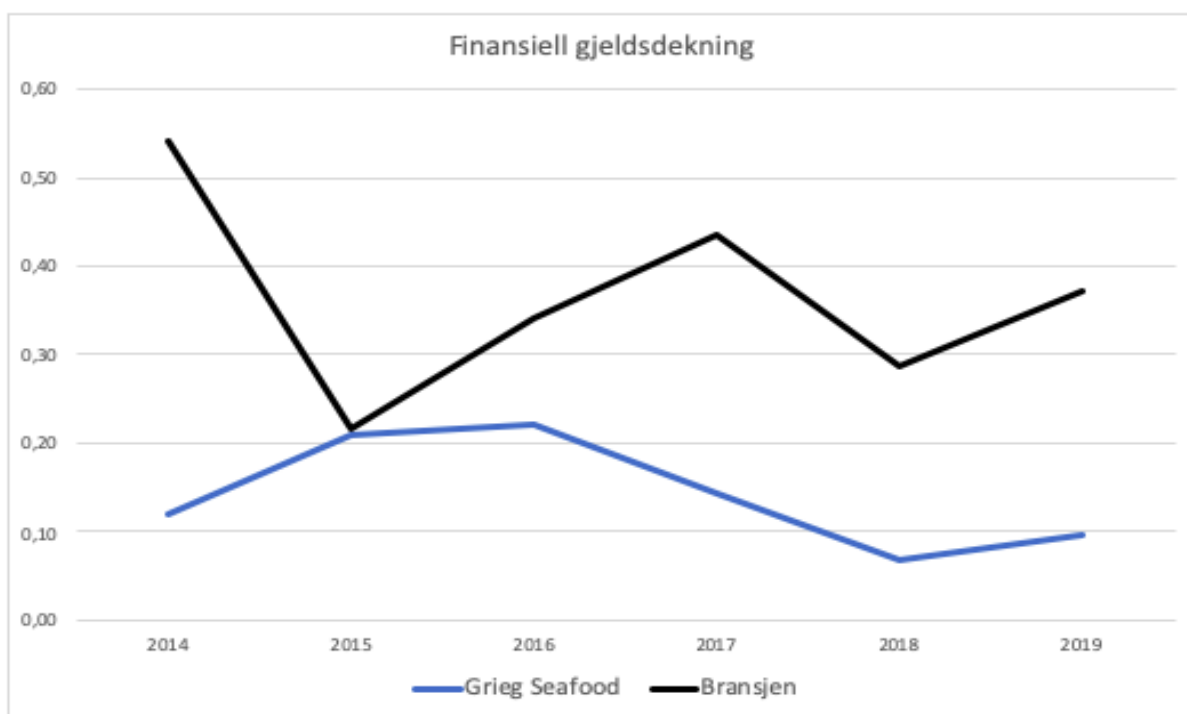
Formel 6-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad (Knivsflå, 2020h)

Den finansielle gjeldsdekningsgraden bør være større enn 1, da likviditetsrisikoen vil øke i takt med jo mindre finansielle eiendeler selskapet innehar (Knivsflå, 2020h). Resultatet i tabell 6-4 viser at både Grieg Seafood og bransjen ligger under kravet på 1. Videre ligger Grieg Seafood under bransjen igjen, som innebærer at Grieg Seafood vil ha en høyere likviditetsrisiko.

Finansiell gjeldsdekningsgrad	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,12	0,21	0,22	0,14	0,07	0,10	0,13
Bransjen	0,54	0,22	0,34	0,44	0,29	0,37	0,35

Tabell 6-4: Finansiell gjeldsdekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019

Gjennom hele analyseperioden ser vi at Grieg Seafood ligger under bransjen, men nærmet seg bransjenivået i 2015. Fra konsernbalansen til Grieg Seafood kan vi se at mellom 2016 til 2019 har kontantbeholdningen redusert seg kraftig. For bransjen ser man dog det motsatte, kontantbeholdningen har økt. Totalt sett kan vi si at den lave finansielle gjeldsdekningsgraden til Grieg Seafood indikerer et rødt flagg.



Figur 6-3: Finansiell gjeldsdekning for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019

6.1.4 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden er et forholdstall mellom nettoresultat fra sysselsatt kapital og netto finanskostnad, og sier noe om selskapet er i stand til å møte rentekostnadene. Et problem med rentedeckningsgraden er dog at den ikke hensyntar avdrag (Knivsflå, 2020h).

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

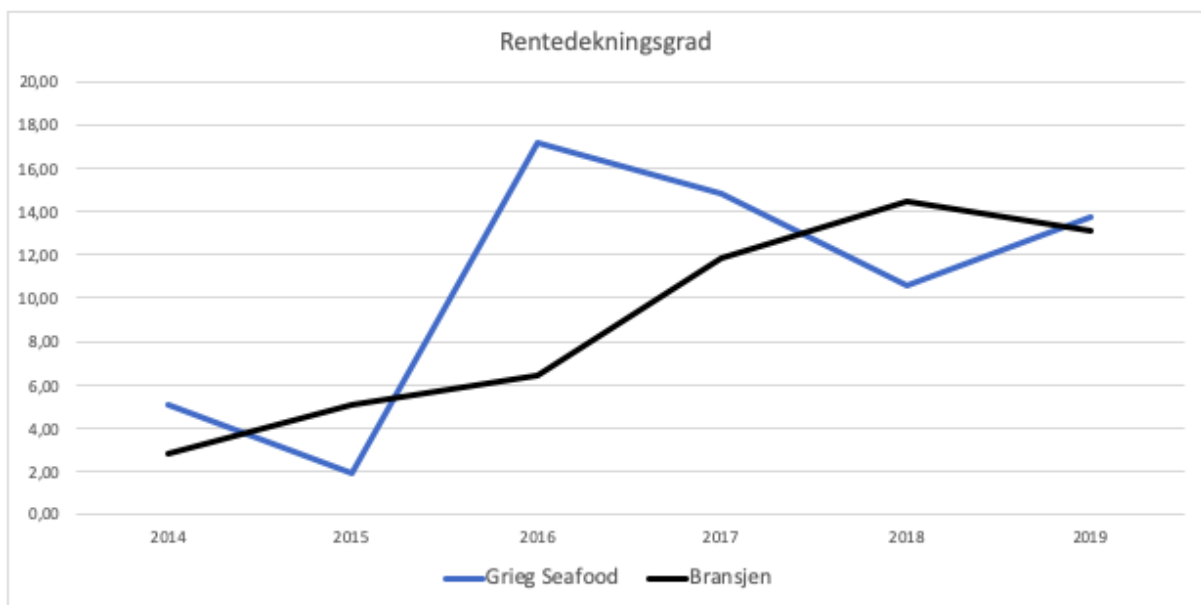
Formel 6-4: Rentedeckningsgrad (Knivsflå, 2020h)

Resultatet er presentert i tabell 6-5, og vi observerer at Grieg Seafood har et høyere tidsvektet gjennomsnitt i forhold til bransjen. Tallene indikerer hvor mange ganger selskapet kan dekke netto finanskostnader med sysselsatt kapital (Penman, 2013).

Rentedeckningsgrad	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Grieg Seafood	5,04	1,89	17,23	14,84	10,60	13,74	12,08
Bransjen	2,80	5,01	6,45	11,84	14,46	13,09	10,87

Tabell 6-5: Rentedeckningsgrad for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019

Totalt sett indikerer resultatene at Grieg Seafood har en lavere likviditetsrisiko sammenlignet med bransjen. Som vi ser av figur 6-4 hadde Grieg Seafood et kraftig bykst i 2016 som skyldes at dette var et rekordår med svært høy etterspørsel etter laks. En annen grunn til det markante “hoppet” skyldes at 2015 på den andre siden var et utfordrende år for selskapet, blant annet på grunn av lave laksepriser i Nord-Amerika (Grieg Seafood, 2016; 2017). I en studie gjennomført av Misund (2017), underbygges påstanden om at lakseprisene vil kunne påvirke rentedekningsgraden og således selskapets kredittrisiko. Lakseprisene har vist seg å være en betydelig faktor for hvorvidt et selskap er lønnsomt eller ikke, og lønnsomheten vil videre ha innvirkning på selskapets finansielle situasjon. Bransjen vil derfor være svært sensitiv overfor langvarige prisfall for laks, da dette vil kunne øke bransjens kredittrisiko. Videre påpekes det i studien at bransjen utgjør et godt sammenligningsgrunnlag, hvor selskap med høyere kredittrisiko indikerer et rødt flagg (Misund, 2017).



Figur 6-4: Rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019

6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

I det følgende vil vi analysere kontantstrømmen til Grieg Seafood, og undersøke om det er finansiell gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm. I tabell 6-6 er den omgrupperte kontantstrømmen til Grieg Seafood fra kapittel 5.3.3 presentert.

Omgruppering kontantstrøm (tall i NOK 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsresultat	345 058	169 657	1 085 021	817 056	1 028 533	1 011 472
+ Unormalt netto driftsresultat	-62 382	-50 747	135 982	-177 179	25 802	-336 510
- Endring i netto driftseiendeler	560926	233 168	474 825	526 465	1 003 842	374 884
= Fri kontantstrøm fra drift	-278 250	-114 258	746 178	113 412	50 493	300 078
+ Netto finansinntekt	11 702	7 244	21 410	14 450	15 972	15 974
+ Unormal netto finansinntekt	27 956	22 728	-51 712	18 978	-26 155	22 815
- Endring i finansielle eiendeler	20576	213 572	100 690	-232 193	-133 785	76 740
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-259 168	-297 858	615 186	379 033	174 095	262 127
- Netto finanskostnad	69 433	91 927	62 887	41 497	50 782	56 015
+ Endring i finansiell gjeld	328607	360 677	-393 923	153 322	334 448	194 025
- Netto minoritetsresultat	5 588	10 992	38 850	30 362	24 615	25 398
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	19 357	10 992	25 921	-12 729	5 917	7174
= Fri kontantstrøm til egenkapital	13 775	-29 108	145 447	447 767	439 063	381 913

Tabell 6-6: Omgruppert kontantstrøm Grieg Seafood 2014-2019

Grieg Seafood har positiv kontantstrøm fra driftsaktivitetene i alle årene med unntak av 2014 og 2015. Den negative kontantstrømmen i 2014 skyldes i hovedsak endring i netto driftseiendeler i form av investeringer. Også i 2017 og 2018 ble det gjennomført betydelige investeringer, men selskapet klarte likevel å generere positive frie kontantstrømmer i disse årene som følge av gode driftsresultater. Videre ser vi at Grieg Seafood ikke har klart å skape kontanter gjennom drift og sysselsatt kapital i 2014 og 2015. Likevel er fri kontantstrøm til egenkapital positiv nesten gjennom hele analyseperioden, som betyr at selskapet betaler netto utbytte, noe som anses som positivt for selskapet (Knivsflå, 2020h).

6.2 Soliditetsanalyse

Gjennom likviditetsanalysen undersøkte vi Grieg Seafoods kortsiktige kredittrisiko, mens soliditetsanalysen vil være en analyse av den langsiktige risikoen til selskapet. Målet vil være å undersøke hvorvidt selskapet har midler til å dekke framtidige tap. En høy soliditetsrisiko vil således bety at selskapet står i fare for å ikke klare seg i en lengre periode med tap. Ettersom eventuelle tap vil bli ført mot egenkapitalen, vil egenkapitalen stå sentralt i dette delkapittelet. Vi vil utarbeide analyser over egenkapitalprosenten og netto driftsrentabiliteten til selskapet i det følgende (Knivsflå, 2020h).

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er et forholdstall mellom egenkapital og totalkapital. Jo mer egenkapital selskapet har i forhold til totalkapital, jo bedre er det. En høy egenkapitalprosent vil gjøre kreditorene bedre rustet ved et eventuelt tap, da egenkapitalen fungerer som en «buffer» (Knivsflå, 2020h). Egenkapitalprosenten beregnes ved hjelp av formel 6-5. Som man ser av formelen vil minoritetsinteresse tillegges egenkapitalen, da vi skal beregne egenkapitalprosenten for hele konsernet.

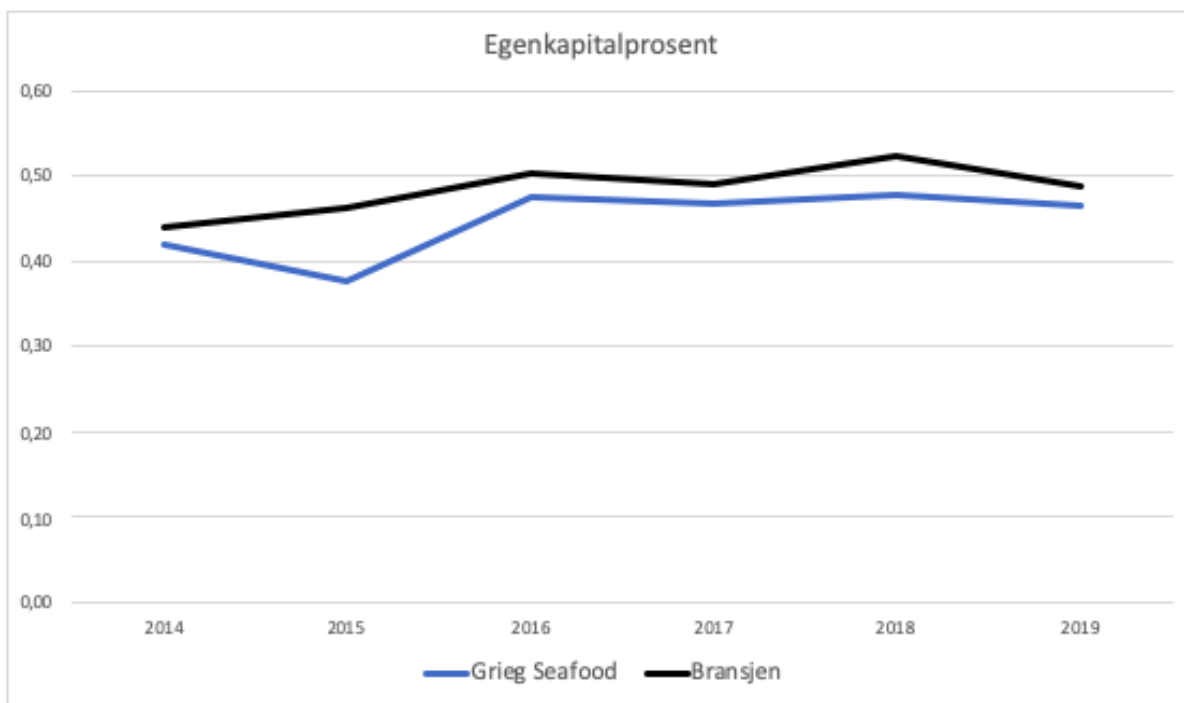
$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresse}}{\text{Totalkapital}}$$

Formel 6-5: Egenkapitalprosent (Knivsflå, 2020h)

Den tidsvektede egenkapitalprosenten til Grieg Seafood og bransjen er presentert i tabell 6-7. Grieg Seafood har en noe lavere egenkapitalprosent i forhold til bransjen, men egenkapitalen er likevel høy og må anses som god. Fra figur 6-5 ser vi også at egenkapitalprosenten har en jevn positiv utvikling gjennom analyseperioden. Grunnen til den reduserte egenkapitalen i 2015, skyldes det tidligere nevnte utfordrende året for Grieg Seafood. Totalt sett anses egenkapitalprosenten til Grieg Seafood å være god målt mot bransjen, i tillegg til den positive utviklingen.

Egenkapitalprosent	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,42	0,38	0,47	0,47	0,48	0,46	0,46
Bransjen	0,44	0,46	0,50	0,49	0,52	0,49	0,49

Tabell 6-7: Egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019



Figur 6-5: Egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Analyse av lønnsomhet vil være en del av soliditetsanalysen, da lønnsomheten vil påvirke egenkapitalen. I det følgende vil derfor netto driftsrentabilitet beregnes, som er et måletall på underliggende lønnsomhet i selskapet (Knivsflå, 2020h).

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

hvor,

NDR = netto driftsresultat, NDE = netto driftseiendeler

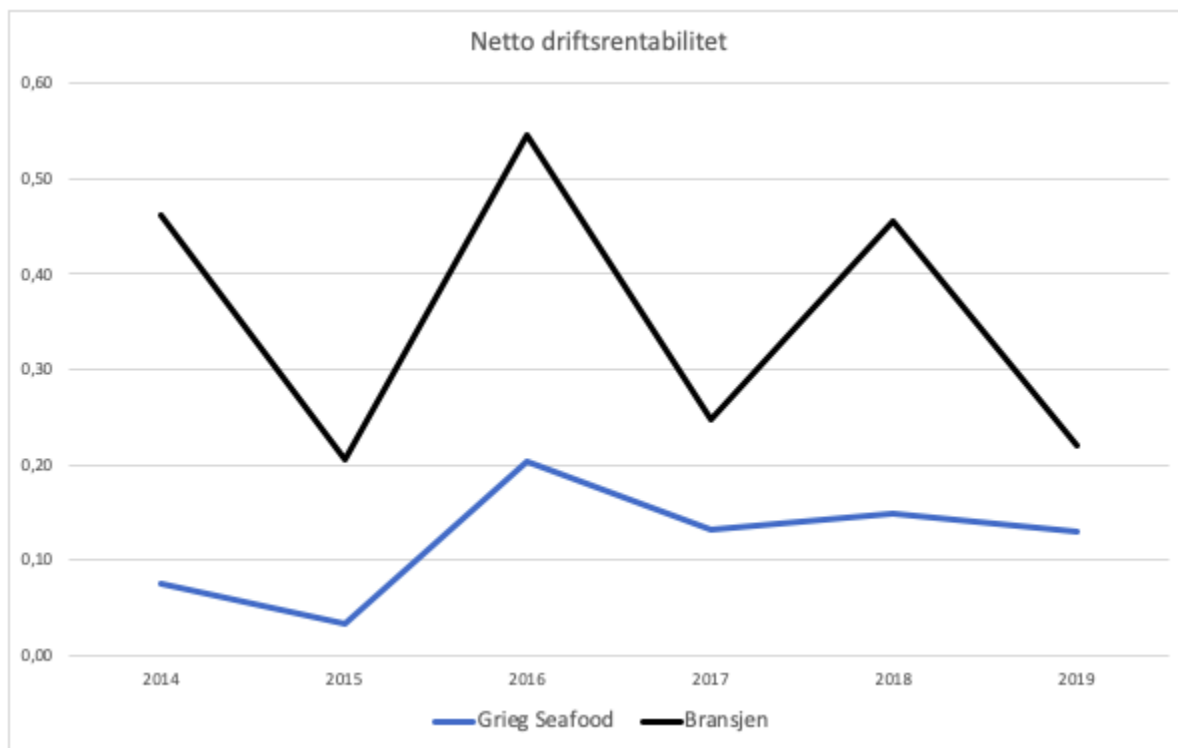
Formel 6-6: Netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2020h)

Den gjennomsnittlige netto driftsrentabiliteten, presentert i tabell 6-8, i analyseperioden indikerer at Grieg Seafood har en svakere soliditet sammenlignet med bransjen. Fra figur 6-6 ser vi dog at Grieg Seafood og bransjen følger samme konjunktur. Unntaket er i 2017, hvor det har vært en stor reduksjon i driftsrentabiliteten i bransjen sammenlignet med hos Grieg Seafood. Dette skyldes at 2017 var et år med biologiske utfordringer og således lavere overlevelsesrate for laksen. Grieg Seafood ble også påvirket av dette, men hadde likevel økt produksjon. Dette skyldtes utvidelse av settefiskanleggene i både Rogaland og Finnmark, som

resulterte i en svak økning i netto driftseiendeler sammenlignet med bransjen - hvor netto driftseiendeler ble redusert (Grieg Seafood, 2018).

Netto driftsrentabilitet	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,07	0,03	0,20	0,13	0,15	0,13	0,13
Bransjen	0,46	0,21	0,55	0,25	0,46	0,22	0,34

Tabell 6-8: Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019



Figur 6-6: Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019

6.3 Syntetisk rating

I dette delkapittelet vil likviditetsanalysen og soliditetsanalysen oppsummeres gjennom en syntetisk rating av selskapet. Den syntetiske ratingen innebærer å gi selskapet en karakter på risikoen. Karakterene er gitt på en skala fra AAA til D, hvor AAA vil være den beste karakteren mens BBB anses som den vanligste. Ratingen vil være basert på de fire forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2020h). Ratingen basert på forholdstallene vil bestemmes gjennom rammeverket til Knivsflå (2020h), presentert i tabell 6-9.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 6-9: Rammeverk for syntetisk rating (Fritt fra Knivsflå, 2020h)

I tabell 6-10 og 6-11 har vi utarbeidet en syntetisk rating for Grieg Seafood og bransjen basert på det presenterte rammeverket. Forholdstallene har indikert en tidsvektet rating på A for Grieg Seafood, og A/AA for bransjen. Ratingene anses som svært gode og indikerer en sannsynlighet for konkurs på henholdsvis 0,1% og 0,05% (Knivsflå, 2020h).

Grieg Seafood	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	2,04	2,34	2,50	2,44	2,58	2,80	2,54
Rating	BBB	BBB	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	5,04	1,89	17,23	14,84	10,60	13,74	12,08
Rating	AA	BBB	AAA	AAA	AA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	0,42	0,38	0,47	0,47	0,48	0,46	0,46
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,07	0,03	0,20	0,13	0,15	0,13	0,13
Rating	BB	B	A	BBB	A	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB/A	BBB/BB	A/AA	A	A	A	A

Tabell 6-10: Syntetisk rating for Grieg Seafood 2014-2019

Bransjen	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	3,30	2,96	2,80	2,57	3,05	3,00	2,91
Rating	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	2,80	5,01	6,45	11,84	14,46	13,09	10,87
Rating	A	AA	AA	AAA	AAA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	0,44	0,46	0,50	0,49	0,52	0,49	0,49
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,24	0,21	0,55	0,25	0,46	0,22	0,33
Rating	AA	A	AAA	AA	AAA	AA	AAA
Gjennomsnittsrating	A	A	A/AA	A/AA	A/AA	A/AA	A/AA

Tabell 6-11: Syntetisk rating for bransjen 2014-2019

Det videre spørsmålet som reiser seg er hvorvidt den syntetiske ratingen er rimelig. Ratingen er kun basert på fire forholdstall, hvor blant annet likviditetsgrad 1 som nevnt ikke vil gi et representativt bilde over virksomhetens likviditet. Som rimelighetsvurdering ville det derfor vært hensiktsmessig å sammenligne resultatet med ratinger utarbeidet fra store ratingsvirksomheter, dog har verken Standard & Poor's eller Moody's rating for Grieg Seafood.

Ettersom sammenligningsgrunnlag ikke er tilgjengelig, vil vi se nærmere på forholdstallene til Grieg Seafood for å kunne konkludere på kredittratingen. Gjennom likviditetsanalysen konkluderte vi med at Grieg Seafood totalt sett hadde en høyere likviditetsrisiko sammenlignet mot bransjegjennomsnittet. Rentedekningsgraden skilte seg dog ut, hvor Grieg presterte bedre enn bransjen. Dette skyldtes «rekordåret» i 2016, noe som også påvirket det tidsvektede snittet. Likviditetsgrad 2 og finansiell gjeldsdekning er ikke inkludert i beregningen av den syntetiske ratingen, men står begge fram som svake forholdstall for Grieg Seafood. Forholdstallene var svake i forhold til bransjen, samtidig som ingen av dem oppnådde de satte kravene. Dette er følgelig noe som bør hensyntas i den totale vurderingen av ratingen. Ved soliditetsanalysen ble det konkludert med at Grieg Seafood ligger jevnt med bransjen når det kom til egenkapitalprosenten, mens netto driftsrentabiliteten var betraktelig svakere enn bransjens. Totalt sett viser analysen av risiko at Grieg Seafood presterer svakere på de fleste forholdstallene sammenlignet med bransjen, og selskapet bør således ha en lavere rating enn bransjen.

Selv om Grieg Seafood har en noe høyere kredittrisiko i forhold til bransjen, anses kredittrisikoen for seg selv likevel ikke som *høy*. Vi anser dog karakteren A som noe for sterk, da vi ønsker å hensynta likviditetsgrad 2 og den finansielle gjeldsdekningsgraden i ratingen.

Karakter BBB anses derfor som et rimelig estimat på kredittratingen av Grieg Seafood. Denne karakteren vil også være i passende “avstand” fra kredittratingen av bransjen på A/AA.

7 Historiske avkastningskrav

Penman (2013) definerer avkastningskrav som den avkastningen investoren krever som kompensasjon for risikoen han tar samt for tidsverdien av penger. Avkastningskravet kan anses som en «alternativkostnad» for å forbigå en tilsvarende investering med lik risiko (Penman, 2013). Avkastningskravet kan benyttes både som en målestokk for rentabilitet og som diskonteringsrente for verdi. I det følgende vil vi benytte avkastningskravet til å beregne nåverdi.

Ved beregning av avkastningskravet benyttes det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet, også kjent som WACC. En virksomhet vil som regel være finansiert på ulike måter, og WACC vil hensynta den ulike risikoen til de ulike finansieringskildene. Beregningen består av tre ulike komponenter; selskapets egenkapitalkostnad, selskapets gjeldskostnad og vekting av disse to kostnadene. Ved å vekte disse kostnadene basert på deres markedsverdi, estimeres selskapets avkastningskrav til totalkapitalen, som i teorien er avkastningskravet til sysselsatt kapital (Kaldestad & Møller, 2017). I de følgende delkapitlene vil det redegjøres for komponentene som utgjør totalavkastningskravet.

$$skk = ekk * \left(\frac{EK}{SSK}\right) + mik * \left(\frac{MI}{SSK}\right) + fgk * \left(\frac{FG}{SSK}\right)$$

$$ndk = ekk * \left(\frac{EK}{NDK}\right) + mik * \left(\frac{MI}{NDK}\right) + nfgk * \left(\frac{NFG}{NDK}\right)$$

hvor,

skk = sysselsattkapitalkravet, ekk = egenkapitalkrav, EK = egenkapital,

SSK = sysselsatt kapital, mik = minoritetskrav, MI = minoritet, fgk = finansielt gjeldskrav,

FG = finansiell gjeld, ndk = netto driftskrav, NDK = netto driftskapital,

nfgk = netto finansielt gjeldskrav, NFG = netto finansiell gjeld

Formel 7-1: Formel for totalavkastningskrav (Knivsflå, 2020h)

7.1 Avkastningskrav til egenkapital

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen, vil vi benytte kapitalverdimodellen (CAPM), som er modellen som er mest brukt i praksis (Kaldestad & Møller, 2017). Ved å benytte denne formelen antas det at kapitalmarkedet er «perfekt», slik at investorene kun vil bli kompensert for den systematiske risikoen (Knivsflå, 2020i). Når man skal investere i en aksje har man to ulike risikoer; systematisk risiko og usystematisk risiko. Den systematiske risikoen knytter seg til faktorer som konjunktur, rentenivå og inflasjon, og vil således kunne påvirke alle selskap. Den usystematiske risikoen dreier seg om bedriftsspesifikke faktorer, som dermed kan elimineres ved diversifisering. Som følge av dette vil en investor kun kreve en risikopremie for den systematiske risikoen (Kaldestad & Møller, 2017). En ulempe med kapitalverdimodellen er dog at den ikke hensyntar bransjespesifikke risikoelementer, da det i en nyere studie er blitt påvist at avkastningen i lakseindustrien blant annet er sensitiv ovenfor lakseprisen. På tross av at markedsspesifikk risiko står som den mest sentrale faktoren for avkastningen, kan utelatelsen av bransjespesifikke forhold følgelig innebære en svakhet ved anvendelse av kapitalverdimodellen (Misund, 2018).

Formelen for kapitalverdimodellen er presentert under. Formelen vil også hensynta skatt, samt en illikviditetspremie. Illikviditetspremien er en ekstra faktorpremie, som hensyntar det faktum at kapitalmarkedet innehar en viss «markedssvikt» (Knivsflå, 2020i).

$$ekk = r_f * (1 - s) + \beta_{EK} * mrp + ilp_{EK}$$

hvor,
 r_f = risikofri rente, β_{EK} = selskapets egenkapitalbeta,
 mrp = markedets risikopremie, ilp = illikviditetspremien

Formel 7-2: Kapitalverdimodellen (Knivsflå, 2020i)

Kapitalverdimodellen anses som en enkel modell med stor forklaringskraft (Kaldestad & Møller, 2017). Som vi ser består modellen av risikofrirente, egenkapitalbeta, markedets risikopremie og illikviditetspremie. Komponentene vil redegjøres for i de følgende delkapitlene.

7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten defineres som en hypotetisk avkastning på et verdipapir som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko. Den risikofrie renten danner således «grunnlaget», da alle risikofylte investeringer må kunne gi en høyere avkastning enn denne. For den risikofrie renten benyttes ofte statsobligasjoner, da dette er det nærmeste man kommer risikofritt. Lengden på den risikofrie renten kan ofte ha en innvirkning på avkastningskravet, og man står følgelig over en problemstilling over hvorvidt man skal velge en kort eller lang rente. I praksis velges endog ofte en lang rente, hvor fordelene vil være et mer stabilt avkastningskrav. Dog vil ulempen være at renten kan inneholde både en likviditetspremie og en inflasjonsrisiko-premie, som vil resultere i at renten ikke vil være risikofri (Kaldestad & Møller, 2017).

Ifølge Knivsflå (2020i) sitt rammeverk bør man velge Nibor-renten som et mål på den risikofrie renten. Nibor-renten er en kort lånerente mellom banker med en gjennomsnittlig bankrating på AA. Den årlige 3-måneders Nibor-renten er beregnet som et gjennomsnitt fra månedlige verdier hentet fra Statistisk sentralbyrå (u.å.), mens kredittrisikopremien er basert på tall fra Knivsflå (2020i). Den beregnede risikofrie renten etter skatt er vist i tabell 7.1.

Risikofri rente	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Nibor-rente, 3M	0,017	0,013	0,011	0,008	0,01	0,016	0,013
- Kredittrisikopremie	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,012	0,008	0,006	0,003	0,005	0,011	0,008
- Skatt	0,003	0,002	0,002	0,001	0,001	0,002	0,002
= Risikofri rente etter skatt	0,009	0,006	0,004	0,002	0,004	0,009	0,006

Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt 2014-2019

Som presentert i tabellen, er den risikofrie renten etter skatt 0,6%. Til sammenligning vil den risikofrie renten være 1,49% ved bruk av 10-årig statsobligasjonsrente (Norges Bank, u.å.(a)). Statsobligasjonsrenten vil ikke bli fratrukket kredittrisikopremie, da den norske stat har kredittrating AAA og en kredittrisiko på tilnærmet null (S&P Global, u.å.). Vi observerer altså at den risikofrie renten etter Nibor-renten er betraktelig lavere enn statsobligasjonsrenten.

Basert på en undersøkelse gjennomført av PwC (2019), benyttet 16% av de norske selskapene i undersøkelsen Nibor-renten som risikofrirente. 34% benyttet på den andre siden 10-årig statsobligasjon, og var det mest brukte målet på risikofri rente blant norske selskap. Dette taler

for at man bør benytte 10-årig statsobligasjon. Videre arbeides det kontinuerlig med å utlede en alternativ referanserente i Norge, og det er blitt konkludert med at man skal gå bort i fra Nibor-renten. Dette fordi den har vært svært volatil, og reflekterer ikke virkeligheten. Den nye anbefalingen som referanserente er Nowa-renten (Haram, 2019; PwC, u.å.). Dette er også noe som taler i retning for at man bør benytte statsobligasjonsrenten fremfor Nibor-renten.

Basert på diskusjonen har vi valgt å benytte 10-årig statsobligasjonsrente som mål på den risikofrie renten. Den risikofrie renten vi vil benytte vil derfor være 1,49%.

7.1.2 Egenkapitalbeta

Selskapets egenkapitalbeta er et mål på den systematiske risikoen, og vil med andre ord gi en indikasjon på hvor eksponert selskapet er for risiko sammenlignet med markedet. Man antar at den gjennomsnittlige betaen i markedet er 1, altså svinger markedet i takt med seg selv. En beta mindre enn 1 vil således indikere at aksjen svinger mindre enn markedet, og beta større enn 1 tyder på at aksjen svinger mer. Selskapets beta vil derfor bestemmes av aksjens volatilitet sammenlignet med aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2017).

For et børsnotert foretak kan beta estimeres ved bruk av historiske aksjekurser, eller man kan benytte allerede beregnede betaer fra andre kilder (Knivsflå, 2020i). Ettersom historiske aksjekurser er tilgjengelige for Grieg Seafood, vil vi velge å beregne betaen basert på disse. OSEBX-indeksen vil være sammenligningsgrunnlaget, og vil således utgjøre aksjemarkedet i vår analyse. Regresjonsanalysen gjennomføres dermed mellom avkastningen for Grieg Seafood og avkastning på OSEBX-indeksen (Damodaran, 2012). Månedlige data fra 2014 til 2019 uthentes fra Yahoo Finance (2020a; 2020b).

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,19507216
R-kvadrat	0,03805315
Justert R-kvadrat	0,02411189
Standardfeil	0,10409161
Observasjoner	71

Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,02957468	0,02957468	2,72953448	0,103051936
Residualer	69	0,7476193	0,01083506		
Totalt	70	0,77719398			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,02633106	0,01280037	2,05705411	0,04346328	0,000795014	0,0518671	0,000795014	0,051867097
X-variabel 1	0,70497295	0,42670542	1,65213028	0,10305194	-0,14628108	1,55622698	-0,146281075	1,556226978

Tabell 7-2: Regresjonsanalyse av Grieg Seafood og OSEBX

Betaen for Grieg Seafood vil etter regresjonsanalysen, presentert i tabell 7-2, være 0,7, som innebærer at Grieg Seafood-aksjen svinger mindre enn markedet. Det er her viktig å være klar over at Equinor utgjør en betydelig del av Oslo Børs, som medfører at de fleste andre selskap på børsen vil ha en beta under 1 (Kaldestad & Møller, 2017). Det er videre vanlig å justere betaen, da betaer generelt sett har som vane å tendere mot den gjennomsnittlige betaen (Damodaran, 2012). Justering av beta beregnes ved hjelp av formel 7-3.

$$\text{Justert beta} = \text{Ujustert beta}(0,67) + 1,00(0,33)$$

Formel 7-3: Justert beta (Damodaran, 2012)

Betaen etter justeringen vil være 0,8. Dagens Næringsliv (2020) beregner beta med 1 år, og for Grieg Seafood er betaen estimert til 0,91 per mars 2020 for sammenligning. Vi observerer dermed at DN's beregning indikerer at Grieg Seafood aksjen svinger noe mer enn markedet enn etter vår beregning. Videre har vi gjennomført en regresjonsanalyse for Grieg Seafoods komparative selskap, hvor bransjegjennomsnittet er beregnet ved å justere for virksomhetenes finansieringsgrad (Kaldestad & Møller, 2017). Deretter er beta-gjennomsnittet justert for å få en mindre «ekstrem» beta (Knivsflå, 2020i). Resultatet er presentert i tabell 7-3.

	Grieg Seafood	MOWI	SalMar	NRS	Lerøy Seafood	Bransjesnitt
Egenkapitalbeta	0,70	-0,06	-0,09	0,78	-0,47	0,24
Justert beta	0,80	0,29	0,27	0,86	0,02	0,49

Tabell 7-3: Beta bransjesnitt

Bransjesnittet er estimert til å være 0,49, som vil si at aksjene svinger mindre enn markedet. Som vi ser er tre av egenkapitalbetaene negative. Ifølge Damodaran (2009), er det svært sjeldent at negative betaer er “sanne”. Som regel oppstår negative betaer som følge av at noe forbigående har skjedd i løpet av analyseperioden, og vil derfor ikke reflektere selskapenes systematiske risiko på en korrekt måte eller være representative for fremtiden (Damodaran, 2009). Vi velger derfor å utelate de negative betaene, og får dermed et bransjesnitt på 0,69. Denne betaen virker fornuftig, da det allerede er blitt diskutert at OSEBX-indeksen i realiteten reflekterer oljeindustrien (Kaldestad & Møller, 2017). Den årlige egenkapitalbetaen vil bli beregnet i kapittel 7.3.

7.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den avkastningen en investor forventer å få utover den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2017). Kaldestad & Møller (2017) beskriver tre ulike metoder for beregning av markedets risikopremie; historisk premie, implisitt premie og spørreundersøkelse. Den mest brukte metoden i praksis er historisk premie, hvor man setter avkastningen på en markedsindeks opp mot avkastningen på statsobligasjoner (Kaldestad & Møller, 2017). Estimater for markedets risikopremie vi vil benytte er utarbeidet av Knivsflå (2020i), og er presentert i tabell 7-4.

Den gjennomsnittlige risikopremien på kort sikt er 4,1% hvert år, og er beregnet fra 1995 til år T (2019). På lang sikt er gjennomsnittet beregnet fra 1958 til 2019, og er 7%. Over denne perioden er de mest «ekstreme» risikopremiene sett bort i fra, for å oppnå et normalisert resultat. Ekstreme verdier har blitt kategorisert som de 5% høyeste og 5% laveste. Dette fordi egenkapitalrentabiliteten er normalisert, som vi vil komme tilbake til i kapittel 8 (Knivsflå, 2020i).

t	2014	2015	2016	2017	2018	2019	14-19
Årlig risikopremie 95-t	0,042	0,043	0,042	0,042	0,041	0,038	0,041
* Vekt	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667
+ Årlig risikopremie 58-t	0,069	0,069	0,07	0,072	0,07	0,07	0,07
* Vekt	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Løpende risikopremie	0,051	0,051	0,051	0,052	0,051	0,049	0,051

Tabell 7-4: Estimat markedets risikopremie 2014-2019 (Fritt fra Knivsflå, 2020i)

Den gjennomsnittlige normaliserte risikopremien etter skatt vil være 5,1%. Estimater etter Knivsflå (2020i) stemmer godt overens med PwC (2019) sin studie, hvor markedspremien i det norske markedet ble konkludert til å være 5% basert på spørreundersøkelse i markedet.

7.1.4 Illikviditetspremie

Den siste komponenten i kapitalverdimodellen vil være en illikviditetspremie, som er en ekstra faktorpremie (Knivsflå, 2020i). Denne premien kan ses på som en «korreksjon» til avkastningskravet, og anses som en kompensasjon for blant annet markedssvikt og innlåsningsrisiko (Knivsflå, 2020i; Kaldestad & Møller, 2017). Fastsettelsen av illikviditetspremien vil være basert på skjønn, da det ikke eksisterer en enkel metode for beregning (Knivsflå, 2020i).

Grieg Seafood inngår som en av de mest omsatte aksjene på Oslo Børs, noe som burde indikere en illikviditetspremie på 0. Vi ønsker endog ikke å operere med en illikviditetspremie på 0, da vi ønsker å hensynta den selskapsspesifikke risikoen (Knivsflå, 2020i). Illikviditetspremien til majoritet settes derfor til 0,2%. Risikoen for innlåsing for minoriteten kan dog være tilstede, da Per Grieg Jr. med familie innehar over 50% av aksjene i selskapet, jmfør kapittel 2.2.3. Illikviditetspremie for minoritet er derfor satt til 2,5%.

7.2 Finansielle krav

I dette kapitlet vil vi beregne netto finansielt gjeldskrav, presentert i formel 7-4, og komponentene som utgjør denne.

$$\text{Netto finansielt gjeldskrav} = fgk * \left(\frac{FG}{NFG}\right) - fek * \left(\frac{FE}{NFG}\right)$$

hvor,

fgk = finansielt gjeldskrav, FG = finansiell gjeld, NFG = netto finansiell gjeld,
 fek = finansielt eiendelskrav, FE = finansielle eiendeler

Formel 7-4: Netto finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2020i)

7.2.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet vil være risikofri rente etter skatt i tillegg til kredittrisikopremie, jamfør formel 7-5. Risikofri rente ble satt til 10-årig statsobligasjonsrente i kapittel 7.1.1. Kredittrisiko er risikoen kreditor har for at lånet blir misligholdt og anses som en ensidig risiko. Kreditor krever derfor en kredittrisikopremie som reflekterer sannsynligheten og tapsprosenten for konkurs (Knivsflå, 2020i).

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = \text{Risikofri rente} * (1 - s) + \text{kredittrisikopremie}$$

Formel 7-5: Finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2020i)

Kredittrisikopremien vil bli estimert på bakgrunn av den syntetiske ratingen til selskapet i kapittel 6.3. Sammenhengen mellom kredittrisikopremie og rating er presentert i tabell 7-5, hvor vi vil benytte den langsiktige kredittrisikopremien.

Rating	Kort KRP etter skatt	Langtillegg etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,004	0,006
AA	0,004	0,004	0,008
A	0,006	0,004	0,010
BBB	0,010	0,004	0,014
BB	0,027	0,004	0,031
B	0,040	0,004	0,044
CCC	0,070	0,004	0,083
CC	0,145	0,004	0,149
C	0,210	0,004	0,214
D	0,276	0,004	0,280

Tabell 7-5: Normal KRP etter skatt basert på rating (Knivsflå, 2020i)

Det finansielle gjeldskravet er beregnet i tabell 7-6, hvor vi har kommet fram til et gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav på 3,1% for Grieg Seafood. Estimater synes å være noe lavt, da Grieg Seafood gjennom analyseperioden har hatt rentekostnader på omkring 4% til 6%. Dette kan indikere at finansielt gjeldskrav er underestimert, som således vil kunne påvirke avkastningskravet.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,025	0,015	0,013	0,016	0,018	0,014	0,017
Kredittrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Finansielt gjeldskrav	0,039	0,029	0,027	0,03	0,032	0,028	0,031

Tabell 7-6: Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood 2014-2019 (Risikofri rente (Norges Bank, u.å.(a)))

7.2.2 Krav til avkastning på finansielle eiendeler

De finansielle eiendelene består av kontanter, fordringer og investeringer. For å beregne finansielt eiendelskrav vil eiendelene bli vektet, som presentert i formel 7-6.

Finansielt eiendelskrav

$$= r_f * (1 - s) * \left(\frac{KON}{FE}\right) + (r_f * (1 - s) + krp_{FOR}) * \left(\frac{FOR}{FE}\right) + (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp_{INV}) * \left(\frac{INV}{FE}\right)$$

hvor,

r_f = risikofri rente, KON = kontanter, FE = finansielle eiendeler,
 krp = kredittrisikopremie, FOR = fordringer, β_{INV} = investeringsbeta,
 mrp = markedets risikopremie, ilp = illikviditetspremie, INV = investeringer

Formel 7-6: Finansielt eiendelskrav (Knivsflå, 2020i)

Ved beregningen antar man at fordringene har en gjennomsnittlig kreditrisiko, det vil si rating BBB, og dermed en kortsiktig kredittrisikopremie på 1%. Grieg Seafood har ingen finansielle fordringer, og således vil ikke dette bli hensyntatt i vår beregning. Videre forutsettes det at investeringsbetaen er lik 1 og illikviditetspremien er lik 0. Beregningen for investeringskravet vil dermed kun være risikofri rente etter skatt summert med markedets risikopremie (Knivsflå, 2020i).

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Kontantkrav	0,025	0,015	0,013	0,016	0,018	0,014	0,017
* Kontantvekt	0,951	0,969	0,997	0,996	0,992	0,995	0,983
+ Fordringskrav	0,035	0,025	0,023	0,026	0,028	0,024	0,027
* Fordringsvekt	0	0	0	0	0	0	0,000
+ Investeringskrav	0,076	0,066	0,064	0,067	0,069	0,065	0,068
* Investeringsvekt	0,049	0,031	0,003	0,004	0,008	0,005	0,017
= Finansielt eiendelskrav	0,027	0,017	0,013	0,016	0,018	0,014	0,018

Tabell 7-7: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood 2014-2019

Det gjennomsnittlige finansielle eiendelskravet er beregnet til 1,8% i tabell 7-7. Som nevnt består beregningen kun av kontanter og investeringer. Årsaken til høyere finansielt eiendelskrav i begynnelsen av perioden, er at investering i det tilknyttede selskapet Salten Stamfisk inngår i investeringene fram til aksjene blir solgt i 2016. I 2018 halveres nesten kontantene, som er grunnen til det økte eiendelskravet også i dette året.

7.2.3 Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Basert på formel 7-4 har vi etter de foregående beregningene nå grunnlag for å utlede netto finansielt gjeldskrav. Det finansielle gjeldskravet og finansielle eiendelskravet vektet mot henholdsvis finansiell gjeld og finansielle eiendeler, som er hentet fra omgrupperingen av balansen i kapittel 5.3.2. Gjennomsnittlig netto finansielt gjeldskrav er beregnet til 3,3%, som presentert i tabell 7-8.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Krav til finansiell gjeld	0,039	0,029	0,027	0,030	0,032	0,028	0,031
* Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	1,110	1,214	1,362	1,153	1,062	1,107	1,168
- Krav til finansielle eiendeler	0,027	0,017	0,013	0,016	0,018	0,014	0,018
* Finansielle eiendeler/netto finansiell g	0,110	0,214	0,362	0,153	0,062	0,107	0,168
= Krav til netto finansiell gjeld	0,040	0,032	0,032	0,032	0,033	0,030	0,033

Tabell 7-8: Krav til netto finansiell gjeld for Grieg Seafood 2014-2019

7.2.4 Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld

I det følgende vil vi beregne betaestimer for finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Etter å ha beregnet disse vil vi ha grunnlag til å kunne beregne beta til netto finansiell gjeld, som vil benyttes videre til beregning av den årlige egenkapitalbetaen i kapittel 7.3.

Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta er markedsrisikodel multiplisert med kredittrisikopremie delt på markedsrisikopremie, som presentert i formel 7-7. Markedsrisikodelen utgjør markedsdelen av kredittrisikopremien, og vil ligge på mellom 0 og 1. Den resterende delen av kredittrisikopremien vil således være selskapsspesifikk (Knivsflå, 2020i).

$$\beta_{FG} = \left(\frac{\text{markedsrisikodel} * \text{kreditrisikopremie}}{\text{markedets risikopremie}} \right)$$

Formel 7-7: Finansiell gjeldsbeta (Knivsflå, 2020i)

Markedsrisikopremien og kreditrisikopremien ble estimert i henholdsvis kapittel 7.1.3 og 7.2.1. For å finne markedsrisikodelen til egenkapital benytter vi R-kvadraten på 0,038 fra kapittel 7.1.2. Basert på denne finner vi også markedsrisikodelen til finansiell gjeld ved å benytte en justeringsfaktor på 1/3 (Knivsflå, 2020i). Den gjennomsnittlige finansielle gjeldsbetaen vil etter beregningen være 0,003, presentert i tabell 7-9.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kreditrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
/ Markedspremie	0,051	0,051	0,051	0,052	0,051	0,049	0,051
= Finansiell gjeldsbeta	0,275	0,275	0,275	0,269	0,275	0,286	0,275
Makedsriskodel EK	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038
* Justeringsfaktor til gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedsrisikodel FG	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013
= Finansiell gjeldsbeta	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,004	0,003

Tabell 7-9: Finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood 2014-2019

Beta til finansielle eiendeler

Beregningen for finansiell eiendelsbeta er presentert i formel 7-8. Ved beregning hensyntar man tre ulike forutsetninger. Den første forutsetningen er at kontanter er risikofrie, slik at kontantbeta vil være lik null. Deretter antar man at finansielle fordringer innehar en kreditrisiko. Den siste forutsetningen innebærer at finansielle investeringer har en beta lik 1, slik vi også kom fram til i kapittel 7.2.2 (Knivsflå, 2020i).

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

hvor,
KON = kontanter, *FOR* = fordringer,
INV = investeringer, *FE* = finansielle eiendeler

Formel 7-8: Finansiell eiendelsbeta (Knivsflå, 2020i)

Etter at forutsetningene er hensyntatt, sitter vi kun igjen med fordringsbetaen, presentert i formel 7-9.

$$\beta_{FOR} = \left(\frac{\text{Kredittrisikopremie for fordringer} * \text{Markedsrisikodel}}{\text{Markedsrisikopremie}} \right)$$

Formel 7-9: Fordringsbeta (Knivsflå, 2020i)

Den gjennomsnittlige finansielle eiendelsbeta er beregnet til 0,016 i tabell 7-10. Som følge av at Grieg Seafood ikke har finansielle fordringer vil således eiendelsbetaen være lik investeringsvekten.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Kort kredittrisikopremie	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
/ Markedsrisikopremie	0,051	0,051	0,051	0,052	0,051	0,049	0,051
= Fordringsbeta når mrd=1	0,196	0,196	0,196	0,192	0,196	0,204	0,197
* Markedsrisikodel	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013
= Fordringsbeta	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,003	0,002
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,951	0,969	0,997	0,996	0,992	0,967	0,979
+ Fordringsbeta	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,003	0,002
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,049	0,031	0,003	0,004	0,008	0,000	0,016
= Finansiell eiendelsbeta	0,049	0,031	0,003	0,004	0,008	0,000	0,016

Tabell 7-10: Finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood 2014-2019

Beta til netto finansiell gjeld

Etter å ha beregnet finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta, kan beta til netto finansiell gjeld beregnes gjennom vektning av disse. Beregningen utledes gjennom formel 7-10.

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \left(\frac{FG}{NFG} \right) - \beta_{FE} * \left(\frac{FE}{FG} \right)$$

hvor,

β_{NFG} = netto finansiell gjeldsbeta, β_{FG} = finansiell gjeldsbeta, FG = finansiell gjeld,
 NFG = netto finansiell gjeld, β_{FE} = finansiell eiendelsbeta, FE = finansielle eiendeler

Formel 7-10: Netto finansiell gjeldsbeta (Knivsflå, 2020i)

Den gjennomsnittlige netto finansielle gjeldsbetaen er beregnet til 0,002. Fra tabell 7-11 observerer vi at for 2014 og 2015 er finansiell eiendelsbeta høyere enn finansiell gjeldsbeta, som fører til negativ beta i disse årene.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,004	0,003
* Finansiell gjeldsvekt	1,110	1,214	1,362	1,153	1,062	1,107	1,168
- Finansiell eiendelsbeta	0,049	0,031	0,003	0,004	0,008	0,000	0,016
* Finansiell eiendelsvekt	0,110	0,214	0,362	0,153	0,062	0,107	0,168
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,001	-0,002	0,004	0,003	0,003	0,004	0,002

Tabell 7-11: Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood 2014-2019

7.3 Netto driftsbeta og egenkapitalbeta

I det følgende vil vi beregne netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta. Den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen ble beregnet i kapittel 7.1.2, hvor den ble estimert til 0,80. Med denne som base vil vi kunne beregne den årlige egenkapitalbetaen. Vi må da først beregne netto driftsbeta som er utledet av formel 7-11.

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \left(\frac{EK + MI}{NDK} \right) + \beta_{NFG} * \left(\frac{NFG}{NDK} \right)$$

hvor,

β_{NDK} = netto driftsbeta, β_{EK} = egenkapitalbeta,
 EK = egenkapital, MI = minoritet, NDK = nett driftskapital,
 β_{NFG} = netto finansiell gjeldsbeta, NFG = netto finansiell gjeld

Formel 7-11: Netto driftsbeta (Knivsflå, 2020i)

Ved hjelp av formelen beregner vi den gjennomsnittlige driftsbetaen til 0,501. For å beregne den årlige driftsbetaen tar vi utgangspunkt i Miller & Modigliani's «Proposition 1». Proposisjonen sier at verdien av et selskap vil være uavhengig av kapitalstrukturen, som innebærer at også netto driftsbeta vil være uavhengig. Dermed forutsette det at netto driftsbeta vil være konstant over perioden, med andre ord 0,501 i alle årene (Knivsflå, 2020i). Etter å ha funnet den årlige netto driftsbetaen, kan årlig egenkapitalbeta utledes gjennom formel 7-12.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \left(\frac{NFG}{EK + MI}\right)$$

hvor,

β_{EK} = egenkapitalbeta, β_{NDK} = netto driftsbeta,

β_{NFG} = netto finansiell gjeldsbeta, NFG = netto finansiell gjeld,

EK = egenkapital, MI = minoritet

Formel 7-12: Egenkapitalbeta (Knivsflå, 2020i)

Den årlige egenkapitalbetaen gjennom analyseperioden er presentert i tabell 7-12. Vi ser her at egenkapitalbetaen øker i takt med finansiell gearing. Dette fordi egenkapitalbetaen vil være avhengig av selskapets kapitalstruktur, ifølge Miller & Modigliani's «Proposition 2» (Knivsflå, 2020i).

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Egenkapitalbeta	0,891	0,926	0,717	0,765	0,789	0,749	0,800
* EK/NDK	0,558	0,535	0,685	0,645	0,625	0,658	0,618
+ Egenkapitalbeta	0,891	0,926	0,717	0,765	0,789	0,749	0,800
* MI/NDK	0,005	0,007	0,012	0,008	0,008	0,009	0,008
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,001	-0,002	0,004	0,003	0,003	0,004	0,002
* NFG/NDK	0,437	0,458	0,303	0,347	0,367	0,333	0,374
= Netto driftsbeta	0,501	0,501	0,501	0,501	0,501	0,501	0,501

Tabell 7-12: Netto driftsbeta og egenkapitalbeta for Grieg Seafood 2014-2019

7.4 Oppsummering egenkapitalkrav og minoritetskrav

Etter de foregående beregningene har vi nå grunnlag for å beregne egenkapitalkravet og minoritetskravet etter kapitalverdmodellen i kapittel 7.1. Det gjennomsnittlige egenkapitalkravet er beregnet til 6%, mens minoritetskravet er 8,3%. Dette følger av tabell 7-13.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,025	0,016	0,013	0,016	0,019	0,015	0,017
+ Justert beta	0,891	0,926	0,717	0,765	0,789	0,749	0,806
* Risikopremie etter skatt	0,051	0,051	0,051	0,052	0,051	0,049	0,051
= Egenkapitalkrav - CAPM	0,070	0,063	0,050	0,056	0,059	0,052	0,058
+ Illikviditetspremie majoritet	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
= Egenkapitalkrav etter skatt	0,072	0,065	0,052	0,058	0,061	0,054	0,060
Illikviditetspremie minoritet	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
= Minoritetskrav etter skatt	0,095	0,088	0,075	0,081	0,084	0,077	0,083

Tabell 7-13: Egenkapitalkrav og minoritetskrav for Grieg Seafood 2014-2019

7.5 Selskapskrav

Til slutt kan vi utlede beregningen av totalavkastningskravet, det vil si WACC.

Totalavkastningskravet består av netto driftskrav og krav til sysselsatt kapital, som presentert innledningsvis i kapittelet, og er beregnet i henholdsvis tabell 7-14 og 7-15. Netto driftskrav er beregnet til 0,050, mens krav til sysselsatt kapital vil være 0,049.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Egenkapitalkrav	0,072	0,065	0,052	0,058	0,061	0,054	0,060
* EK/NDK	0,558	0,535	0,685	0,645	0,625	0,658	0,618
+ Minoritetsinteressekrav	0,095	0,088	0,075	0,081	0,084	0,077	0,083
* MI/NDK	0,005	0,007	0,012	0,008	0,008	0,009	0,008
+ Netto finansiell gjeldskrav	0,039	0,032	0,032	0,032	0,033	0,030	0,033
* NFG/NDK	0,437	0,458	0,303	0,347	0,367	0,333	0,374
= Netto driftskrav	0,058	0,050	0,046	0,049	0,051	0,046	0,050

Tabell 7-14: Netto driftskrav for Grieg Seafood 2014-2019

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Krav til egenkapital	0,072	0,065	0,052	0,058	0,061	0,054	0,060
* Egenkapital/sysselsatt kapital	0,543	0,484	0,585	0,617	0,599	0,635	0,577
+ Krav til minoritet	0,095	0,088	0,075	0,081	0,084	0,077	0,083
* Minoritetsinteresser/sysselsatt kapital	0,005	0,007	0,012	0,008	0,008	0,009	0,008
+ Krav til finansiell gjeld	0,040	0,032	0,032	0,032	0,033	0,030	0,033
* Finansiell gjeld/sysselsatt kapital	0,453	0,509	0,403	0,375	0,393	0,356	0,415
= Krav til sysselsatt kapital	0,058	0,048	0,044	0,049	0,050	0,045	0,049

Tabell 7-15: Krav til sysselsatt kapital for Grieg Seafood 2014-2019

7.6 Oppsummering historiske avkastningskrav

I tabell 7-16 oppsummerer vi avkastningskravene vi har utledet gjennom kapittel 7. Avkastningskravene vil komme til anvendelse i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8.

Historiske avkastningskrav Grieg Seafood	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Egenkapitalkrav	0,072	0,065	0,052	0,058	0,061	0,054	0,060
Minoritetskrav	0,095	0,088	0,075	0,081	0,084	0,077	0,083
Finansielt gjeldskrav	0,039	0,032	0,032	0,032	0,033	0,030	0,033
Finansielt eiendelskrav	0,027	0,017	0,013	0,016	0,018	0,014	0,018
Netto finansielt gjeldskrav	0,040	0,032	0,032	0,032	0,033	0,030	0,033
Netto driftskrav	0,058	0,050	0,046	0,049	0,051	0,046	0,050
Sysselsatt kapitalkrav	0,058	0,048	0,044	0,049	0,050	0,045	0,049

Tabell 7-16: Oppsummering historiske avkastningskrav for Grieg Seafood 2014-2019

8 Lønnsomhetsanalyse

Det siste steget i analyse av forholdstall vil være å utføre en analyse av selskapets rentabilitet. Rentabilitet er forholdet mellom resultat til kapital og kapital, og kan benyttes til måling av lønnsomhet. Ved videre framskrivning og verddivurdering vil normalisert rentabilitet være foretrukket framfor fullstendig rentabilitet, ettersom den normaliserte rentabiliteten anses som mer framtidsrettet (Knivsflå, 2020j).

$$\text{Normalisert rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{\text{Inngående kapital} + \Delta\text{Kapital i perioden}/2}$$

Formel 8-1: Normalisert rentabilitet (Knivsflå, 2020j)

I det følgende vil vi gjennomføre en strategisk rentabilitetsanalyse av Grieg Seafood, hvor man tar utgangspunkt i superrentabilitet til egenkapital. Superrentabiliteten, eller strategisk fordel, vil bli dekomponert til drifts- og finansieringsfordel (Knivsflå, 2020j).

8.1 Superrentabilitet

Superrentabilitet defineres som avviket mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav, og vil være en strategisk fordel for eierne i selskapet. For å kunne beregne superrentabiliteten må således egenkapitalrentabiliteten beregnes først (Knivsflå, 2020j). Denne er presentert i tabell 8-1, hvor den tidsvektede egenkapitalrentabiliteten er beregnet til 26,2%.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	Tidsvektet
NRE	281 739	73 982	1 004 649	759 647	969 108	946 033	802897
/ EK	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 053	3067452
= Egenkapitalrentabilitet	0,142	0,033	0,455	0,241	0,293	0,247	0,262

Tabell 8-1: Egenkapitalrentabilitet for Grieg Seafood 2014-2019

Etter beregning av egenkapitalrentabiliteten, har vi grunnlag for å beregne superrentabiliteten og dermed undersøke om selskapet innehar en strategisk fordel.

Strategisk fordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	0,142	0,033	0,455	0,241	0,293	0,247	0,262
- Egenkapitalkrav	0,072	0,065	0,052	0,058	0,061	0,055	0,061
= Strategisk fordel	0,069	-0,032	0,404	0,183	0,232	0,191	0,203

Tabell 8-2: Superrentabilitet (strategisk fordel) for Grieg Seafood 2014-2019

Vi observerer at Grieg Seafood har en tidsvektet strategisk fordel på 20,3%, og selskapet vil dermed fra et økonomisk perspektiv anses som svært lønnsomt. Selskapet har hatt en strategisk fordel over hele analyseperioden, med et unntak for 2015 – som tidligere nevnt var et svakt år for selskapet.

En videre dekomponering av superrentabilitet vil gjennomføres for å opparbeide en større innsikt over den strategiske fordelen (Knivsflå, 2020j). Som vi ser av formel 8-2, er den strategiske fordelen inndelt i driftsfordel og finansieringsfordel. I de følgende delkapitlene vil vi gå nærmere inn på kildene som utgjør den strategiske fordelen.

$$\begin{aligned}
 & \text{Strategisk fordel} = \text{ekr} - \text{ekk} \\
 & = \underbrace{(\text{ndr} - \text{ndk}) * (1 + \text{nfgg} + \text{mig})}_{\text{Driftsfordel}} + \underbrace{((\text{nfgk} - \text{nfggr}) * \text{nfgg} + (\text{mik} - \text{mir}) * \text{mig})}_{\text{Finansieringsfordel}}
 \end{aligned}$$

hvor,
ndr = netto driftsrentabilitet, *ndk* = netto driftskrav,
nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, *mig* = minoritetsgrad,
nfgk = netto finansielt gjeldskrav,
nfggr = netto finansiell gjeldsrente,
mik = minoritetskrav, *mir* = minoritetsrentabilitet

Formel 8-2: Strategisk dekomponering (Knivsflå, 2020j)

8.2 Driftsfordel

Selskapets driftsfordel kan dekomponeres til strategisk driftsfordel og gearingfordel. I tillegg kan den strategiske driftsfordelen ytterligere dekomponeres til bransjefordel og ressursfordel, som presentert i formel 8-3.

$$DF = \underbrace{(ndr_B - ndk_B)}_{\text{Bransjefordel}} + \underbrace{+ ndr - ndr_B + ndk_B - ndk}_{\text{Ressursfordel}} + \underbrace{(ndr - ndk) * nfgg}_{\text{Gearingfordel}}$$

Formel 8-3: Driftsfordel (Knivsflå, 2020j)

For å beregne selskapets driftsfordel summeres altså bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Vi vil videre i delkapittelet se nærmere på de tre komponentene som utgjør selskapets driftsfordel.

8.2.1 Bransjefordel

Bransjefordel oppnås dersom netto driftsrentabilitet i bransjen er større enn driftskravet, og vil øke i takt med muligheter i bransjen. Ved beregning av netto driftskravet til bransjen, benytter vi netto driftskravet til Grieg Seafood, hentet fra kapittel 7.5. Dette ettersom driften til bransjen er tilnærmet lik vårt selskap, og således bør selskapene operere med omtrentlige samme krav (Knivsflå, 2020k). Netto driftsrentabilitet for bransjen er beregnet i kapittel 6.3.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto driftsrentabilitet bransje	0,24	0,21	0,55	0,25	0,46	0,22	0,34
- Netto driftskrav i bransje	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
= Bransjefordel drift	0,18	0,16	0,50	0,20	0,41	0,17	0,29

Tabell 8-3: Bransjefordel drift 2014-2019

Fra tabell 8-3 ser vi at bransjen innehar en solid bransjefordel på 29%. Gjennom den strategiske analysen i kapittel 4 ble bransjen ansett som moderat attraktiv å konkurrere i, i tillegg har bransjen store muligheter i forbindelse med blant annet ny teknologi og en sterk etterspørsel etter laks.

8.2.2 Ressursfordel

Ressursfordel er selskapets fordeler i form av særegne interne ressurser, og oppnås dersom netto driftsrentabiliteten til selskapet er større enn netto driftsrentabiliteten til bransjen (Knivsflå, 2020k).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	0,07	0,03	0,20	0,13	0,15	0,13	0,13
- Netto driftsrentabilitet i bransje	0,24	0,21	0,55	0,25	0,46	0,22	0,33
= Ressursfordel drift	-0,17	-0,18	-0,35	-0,12	-0,31	-0,09	-0,20

Tabell 8-4: Ressursfordel for Grieg Seafood 2014-2019

Grieg Seafood har en tidsvektet ressursulempa på -20%, og vi ser for øvrig at en ressursfordel ikke er oppnådd i noen av årene i analyseperioden. For å nærmere undersøke hva som forårsaker ressursulempen, vil denne dekomponeres til marginfordel og omløpsfordel.

$$\begin{aligned}
 \text{Ressursfordel} &= ndr - ndr_B \\
 &= \underbrace{(ndm - ndm_B) * onde}_{\text{Marginfordel}} + \underbrace{ndm_B * (onde - onde_B)}_{\text{Omløpsfordel}}
 \end{aligned}$$

hvor,
 $ndm = \text{netto driftsmargin}, onde = \text{omløpet til netto driftseiendeler}$

Formel 8-4: Ressursfordel (Knivsflå, 2020k)

Marginfordel

Marginfordel er et mål på lønnsomheten i selskapet, og måler driftsinntektene i forhold til netto driftsresultat. Som vi ser fra tabell 8-5, har Grieg Seafood en tidsvektet marginulempa på 7,8%. Marginulempen følger gjennom hele analyseperioden, og indikerer at Grieg Seafood har svak evne til å generere netto driftsresultat per omsatte krone (Knivsflå, 2020k).

Marginfordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Netto driftsmargin	0,083	0,036	0,164	0,116	0,136	0,122	0,120
- Netto driftsmargin i bransjen	0,153	0,124	0,293	0,153	0,264	0,163	0,202
= Uvekta marginfordel	-0,070	-0,088	-0,129	-0,037	-0,128	-0,041	-0,081
* Omløpet til netto driftskapital	0,806	0,841	1,054	1,023	0,944	0,952	0,961
= Marginfordel	-0,057	-0,074	-0,136	-0,038	-0,121	-0,039	-0,078

Tabell 8-5: Marginfordel for Grieg Seafood 2014-2019

Omløpsfordel

Omløpet til netto driftskapital er et effektivitetsmål, og måler hvorvidt selskapet klarer å skape driftsinntekter per investerte krone i drift (Knivsflå, 2020k). Også omløpsfordelen er negativ i hele analyseperioden, og har en tidsvektet omløpsulempa på 12%. Dette indikerer at Grieg

Seafood har dårlig effektivitet. Således er det omløpsulempen som utgjør den største delen av den totale ressursulempen.

Omløpsfordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Omløpet til netto driftskapital	0,806	0,841	1,054	1,023	0,944	0,952	0,961
- Omløpet i bransjen	2,817	1,613	1,666	1,404	1,531	1,391	1,563
= Uvektet omløpsfordel	-2,011	-0,772	-0,611	-0,381	-0,587	-0,439	-0,602
* Netto driftsmargin i bransjen	0,153	0,124	0,293	0,153	0,264	0,163	0,202
= Omløpsfordel	-0,308	-0,096	-0,179	-0,058	-0,155	-0,072	-0,120

Tabell 8-6: Omløpsfordel for Grieg Seafood 2014-2019

8.2.3 Gearingfordel

Den siste komponenten som utgjør driftsfordelen, er gearingfordel. Gearingfordel indikerer fordelene eierne vil oppnå ved å låne penger som blir benyttet i driften av selskapet, og vil kun være lønnsomt dersom netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskrav. Gearingfordel er med andre ord kun en «skalering» av den strategiske driftsfordelen. Fra tabell 8-7 ser vi at Grieg Seafood har en tidsvektet gearingfordel på 4,6%. Dette indikerer at selskapet øker driftsfordelen. Gearingfordelen innebærer dog ikke økt verdiskapning for eierne, da gjelden vil føre til økt risiko og således høyere avkastningskrav (Knivsflå, 2020k).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	0,070	0,030	0,200	0,130	0,150	0,130	0,133
- Netto driftskrav	0,058	0,050	0,046	0,049	0,051	0,046	0,049
= Strategisk fordel drift	0,012	-0,020	0,154	0,081	0,099	0,084	0,084
* Gearing	0,792	0,869	0,460	0,552	0,599	0,593	0,604
= Gearingfordel drift	0,010	-0,017	0,071	0,045	0,059	0,050	0,046

Tabell 8-7: Gearingfordel Grieg Seafood 2014-2019

8.2.4 Oppsummering driftsfordel

Grieg Seafood har en tidsvektet driftsfordel på 20,9%, og innehar en driftsfordel gjennom hele analyseperioden. Det er dog den strategiske driftsfordelen som er den mest interessante (Knivsflå, 2020k). Vi har gjennom analysen observert at Grieg Seafood har en ressursulempen og en bransjefordel, hvor bransjefordelen er stor nok til at selskapet totalt sett innehar en strategisk driftsfordel på 16,4%. I tillegg øker gearingfordelen den totale driftsfordelen.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Marginfordel	-0,057	-0,074	-0,136	-0,038	-0,121	-0,039	-0,078
+ Omløpsfordel	-0,308	-0,096	-0,179	-0,058	-0,155	-0,072	-0,120
= Ressursfordel	-0,364	-0,096	-0,179	-0,058	-0,155	-0,072	-0,199
+ Bransjefordel	0,182	0,160	0,504	0,201	0,409	0,174	0,287
= Strategisk driftsfordel	-0,182	0,064	0,325	0,143	0,254	0,102	0,164
+ Gearingfordel	0,010	-0,017	0,071	0,045	0,059	0,050	0,046
= Driftsfordel	-0,173	0,047	0,396	0,187	0,313	0,152	0,209

Tabell 8-8: Driftsfordel Grieg Seafood 2014-2019

Gjennom dekomponeringen av ressursfordelen så vi at omløpsulempen var den største årsaken til at Grieg Seafood ikke var i besittelse av en ressursfordel. Dette kan indikere at Grieg Seafood har dårlig effektivitet når det gjelder de interne ressursene. Gjennom VRIO-modellen, i kapittel 4.2.1, ble lokasjonsvalg og finansielle ressurser trukket fram som særegne interne ressurser for Grieg Seafood, som hadde størst potensiale til å kunne gi Grieg Seafood ressursfordel. Begge ressursene ble konkludert til å være effektivt organiserte, dog kan analysen gjennomført i dette kapitlet indikere at selskapets øvrige interne ressurser ikke er effektivt organiserte. Bransjefordelen indikerer at bransjen har flere muligheter i forhold til trusler. Gjennom SWOT-analysen i kapittel 4.3.1 konkluderte vi med at bransjen har muligheter i forhold til ny teknologi, befolkningsvekst, lav styringsrente og sterk etterspørsel etter laks.

8.3 Finansieringsfordel

Vi skal nå se nærmere på selskapets finansieringsfordel, som sammen med driftsfordel utgjør den strategiske fordelen. Eierne vil ha en finansieringsfordel dersom renten som betales er lavere enn kravet. Det vil her ikke være hensiktsmessig å dekomponere til bransjefordel og ressursfordel, slik det ble gjort for driftsfordel. Finansieringsfordelen vil bli behandlet samlet, og består av fordel netto finansiell gjeld og fordel minoritetsinteresser, som presentert i formel 8-5 (Knivsflå, 2020j).

$$\text{Finansieringsfordel} = \underbrace{(nfgk - nfgr) * nfgg}_{\text{Finansieringsfordel Netto finansiell gjeld}} + \underbrace{(mik - mir) * mig}_{\text{Finansieringsfordel Minoritetsinteresser}}$$

Finansieringsfordel
Finansieringsfordel
Netto finansiell gjeld
Minoritetsinteresser

hvor,

nfgk = netto finansielt gjeldskrav, nfgr = netto finansiell gjeldsrente,
nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mik = minoritetskrav,
mir = minoritetsrentabilitet, mig = minoritetsgrad

Formel 8-5: Finansieringsfordel (Knivsflå, 2020j)

8.3.1 Netto finansiell gjeld

Finansieringsfordel finansiell gjeld splittes ytterligere opp i finansieringsfordel finansiell gjeld og finansieringsfordel finansielle eiendeler, som uttrykt i formel 8-6 (Knivsflå, 2020j). Komponentene vil redegjøres for i det følgende.

$$\text{FFNFG} = \underbrace{(fgk - fgr) * fgg}_{\text{Finansieringsfordel Finansiell gjeld}} + \underbrace{(fer - fek) * feg}_{\text{Finansieringsfordel Finansielle eiendeler}}$$

Finansieringsfordel
Finansieringsfordel
Finansiell gjeld
Finansielle eiendeler

hvor,

FFNFG = Finansieringsfordel netto finansiell gjeld,
fgk = finansielt gjeldskrav, fgr = finansiell gjeldsrente,
fgg = finansiell gjeldsgrad, fer = finansiell eiendelsrentabilitet,
fek = finansielt eiendelskrav, feg = finansiell eiendelsgrad

Formel 8-6: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2020j)

Finansiell gjeld

Finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld er beregnet til et tidsvektet snitt på -0,1%, med andre ord eksisterer det en finansieringsulempe. Dette innebærer at gjeldskravet er mindre enn lånerenten, som vil være en ulempe for eierne i virksomheten. For kreditorene vil dette på den andre siden være en fordel (Knivsflå, 2020j). Den finansielle gjeldsrenteulempen på 0,5% kan videre indikere at finansiell gjeld er noe undervurdert (Knivsflå, 2020m).

FFFG	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Finansielt gjeldskrav	0,039	0,029	0,027	0,03	0,032	0,028	0,030
- Finansiell gjeldsrente	0,040	0,053	0,046	0,025	0,029	0,033	0,035
= Finansiell gjeldsrentefordel	-0,001	-0,024	-0,019	0,005	0,003	-0,005	-0,005
* Finansiell gjeldsgrad	0,882	0,213	0,061	-0,119	0,096	0,116	0,104
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,001	-0,005	-0,001	-0,001	0,000	-0,001	-0,001

Tabell 8-9: Finansieringsfordel finansiell gjeld for Grieg Seafood 2014-2019

Finansielle eiendeler

Finansieringsfordel finansielle eiendeler har et tidsvektet snitt på 0,4%. Dette betyr at finansiell eiendelsrentabilitet overstiger eiendelskravet, noe som indikerer en lønnsom forvaltning av eiendelene i selskapet (Knivsflå, 2020j).

FFFE	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,067	0,025	0,048	0,038	0,081	0,094	0,064
- Finansielt eiendelskrav	0,027	0,017	0,013	0,016	0,018	0,014	0,016
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	0,040	0,008	0,035	0,022	0,062	0,080	0,016
* Finansiell eiedelsgrad	0,089	0,135	0,204	0,134	0,064	0,049	0,104
= Finansieringsfordel finansielle eiendele	0,004	0,001	0,007	0,003	0,004	0,004	0,004

Tabell 8-10: Finansieringsfordel finansielle eiendeler for Grieg Seafood 2014-2019

Netto finansiell gjeld

Etter å ha beregnet de to komponentene finansiell gjeld og finansielle eiendeler, kan vi beregne finansieringsfordel netto finansiell gjeld.. Denne er beregnet til et tidsvektet snitt på 0,3%, som innebærer at gjeldskravet er større enn lånerenten og medbringer følgelig en fordel for eierne (Knivsflå, 2020j).

FFNFG	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Finansieringsfordel FG	-0,001	-0,005	-0,001	-0,001	0,000	-0,001	-0,001
+ Finansieringsfordel FE	0,004	0,001	0,007	0,003	0,004	0,004	0,004
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,003	-0,004	0,006	0,002	0,004	0,003	0,003

Tabell 8-11: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld for Grieg Seafood 2014-2019

8.3.2 Minoritetsinteresser

Dersom minoritetsinteressekravet overstiger rentabiliteten, vil det medbringe en fordel for majoritetseierne i selskapet å ha minoritetsinteresser. Dette fordi eventuelle tap i datterselskap da kan fordeles mellom majoritet og minoritet (Knivsflå, 2020j).

$$FFMI = (mik - mir) * mig$$

hvor,

$mik = \text{minoritetskrav}$, $mir = \text{minoritetsrentabilitet}$, $mig = \text{minoritetsgrad}$

Formel 8-7: Finansieringsfordel minoritetsinteresser (Knivsflå, 2020j)

FFMI	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Minoritetskrav	0,095	0,088	0,075	0,081	0,084	0,078	0,082
- Minoritetsrentabilitet	0,812	0,568	1,627	0,874	0,720	0,630	0,854
= Minoritetsrentabilitetsfordel	-0,716	-0,480	-1,552	-0,793	-0,636	-0,551	-0,772
* Minoritetsgrad	0,004	0,009	0,011	0,012	0,011	0,012	0,011
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,003	-0,004	-0,017	-0,010	-0,007	-0,006	-0,008

Tabell 8-12: Finansieringsfordel minoritetsinteresser for Grieg Seafood 2014-2019

Fra tabell 8-12 ser vi at finansieringsfordel minoritetsinteresser har et tidsvektet snitt på -0,8%, altså en finansieringsulempe. For Grieg Seafood vil det dermed ikke være en fordel knyttet til å ha minoritetsinteresser i konsernet (Knivsflå, 2020j).

8.3.3 Oppsummering finansieringsfordel

Etter å ha beregnet finansieringsfordel netto finansiell gjeld og finansieringsfordel minoritetsinteresser, har vi grunnlag for å beregne finansieringsfordel. Finansieringsfordel er beregnet til et tidsvektet snitt på -0,5%, altså foreligger det en finansieringsulempe.

FF	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Finansiell gjeld	-0,001	-0,005	-0,001	-0,001	0,000	-0,001	-0,001
+ Finansielle eiendeler	0,004	0,001	0,007	0,003	0,004	0,004	0,004
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,003	-0,004	0,006	0,002	0,004	0,003	0,003
+ Minoritet	-0,003	-0,004	-0,017	-0,010	-0,007	-0,006	-0,008
= Finansieringsfordel	0,000	-0,008	-0,011	-0,007	-0,003	-0,003	-0,005

Tabell 8-13: Finansieringsfordel for Grieg Seafood 2014-2019

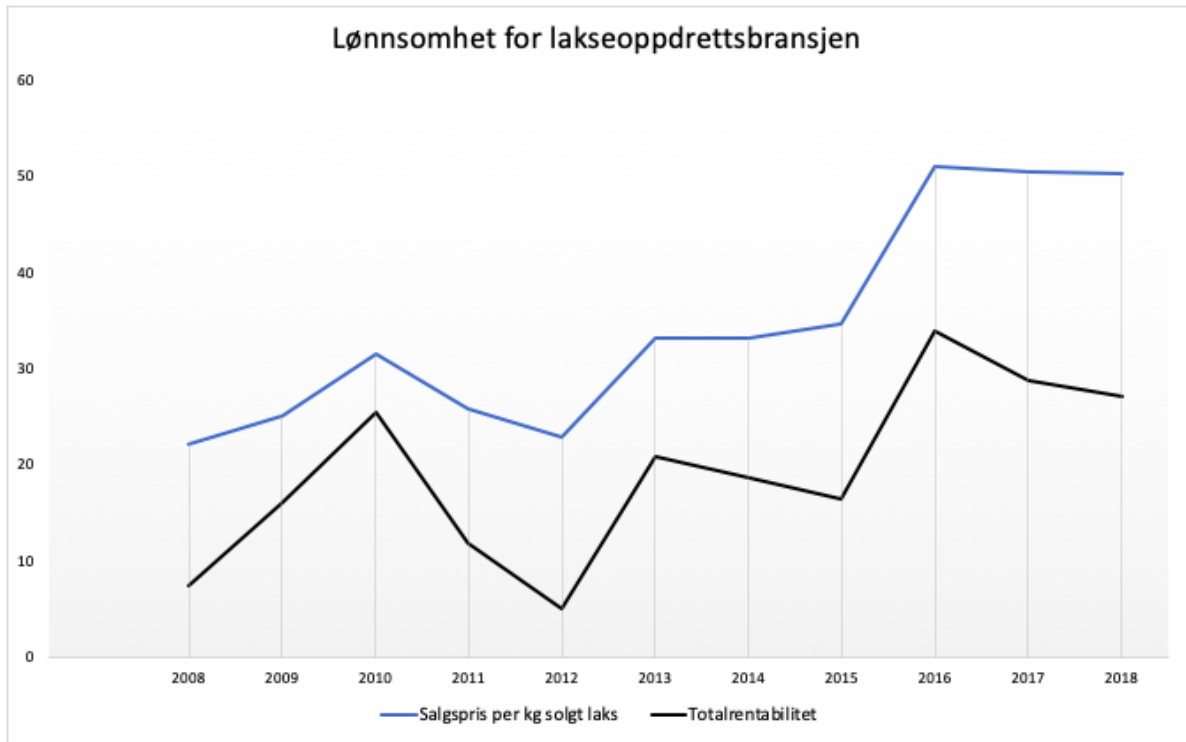
8.4 Oppsummering lønnsomhetsanalyse

Etter å ha dekomponert den strategiske fordelene, har vi nå opparbeidet bedre innsikt i hva som gjør de store utslagene. Den strategiske fordelene ble beregnet til 20,3% i kapittel 8.1, og i tabell 8-14 presenteres komponentene som utgjør den strategiske fordelene.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Marginfordel	-0,057	-0,074	-0,136	-0,038	-0,121	-0,039	-0,078
+ Omløpsfordel	-0,308	-0,096	-0,179	-0,058	-0,155	-0,072	-0,120
= Ressursfordel	-0,364	-0,096	-0,179	-0,058	-0,155	-0,072	-0,199
+ Bransjefordel	0,182	0,160	0,504	0,201	0,409	0,174	0,287
= Strategisk driftsfordel	-0,182	0,064	0,325	0,143	0,254	0,102	0,164
+ Gearingfordel	0,010	-0,017	0,071	0,045	0,059	0,050	0,046
= Driftsfordel	-0,173	0,047	0,396	0,187	0,313	0,152	0,209
Finansiell gjeld	-0,001	-0,005	-0,001	-0,001	0,000	-0,001	-0,001
+ Finansielle eiendeler	0,004	0,001	0,007	0,003	0,004	0,004	0,004
= Finansieringsfordel netto finansiell	0,003	-0,004	0,006	0,002	0,004	0,003	0,003
+ Minoritet	-0,003	-0,004	-0,017	-0,010	-0,007	-0,006	-0,008
= Finansieringsfordel	0,000	-0,008	-0,011	-0,007	-0,003	-0,003	-0,005
= Strategisk fordel	-0,173	0,039	0,385	0,180	0,310	0,149	0,203

Tabell 8-14: Strategisk fordel for Grieg Seafood 2014-2019

Driftsfordelen utgjør 20,9% av den strategiske fordelten, mens finansiering bidrar med en negativ effekt på 0,5%. Av driftsfordelen er det bransjefordelen som utgjør størstedelen, og står omtrent for hele den strategiske fordelten til Grieg Seafood. Som kjent fra kapittel 4.1.1.2 er bransjen preget av en sterk etterspørsel og derav høy laksepris, noe som sannsynligvis vil forklare mye av bakgrunnen for lønnsomheten i bransjen. I en studie gjennomført av Asche, Sikveland & Zhang (2018), ble det påpekt hvordan en høy laksepris henger sammen med en høyere lakseprisvolatilitet. Videre i studien ble det funnet ut at lakseprisvolatiliteten i markedet har en tendens til å øke selskapenes lønnsomhet (Asche et al., 2018). Dette underbygger følgelig hvordan lakseprisen kan ha innvirkning på lønnsomheten. Basert på en lønnsomhetsundersøkelse for laks, gjennomført av Fiskeridirektoratet (2019a), kan man i figur 8-1 observere hvordan lønnsomheten i stor grad følger lakseprisen. Lønnsomheten er i figuren målt som totalrentabilitet.



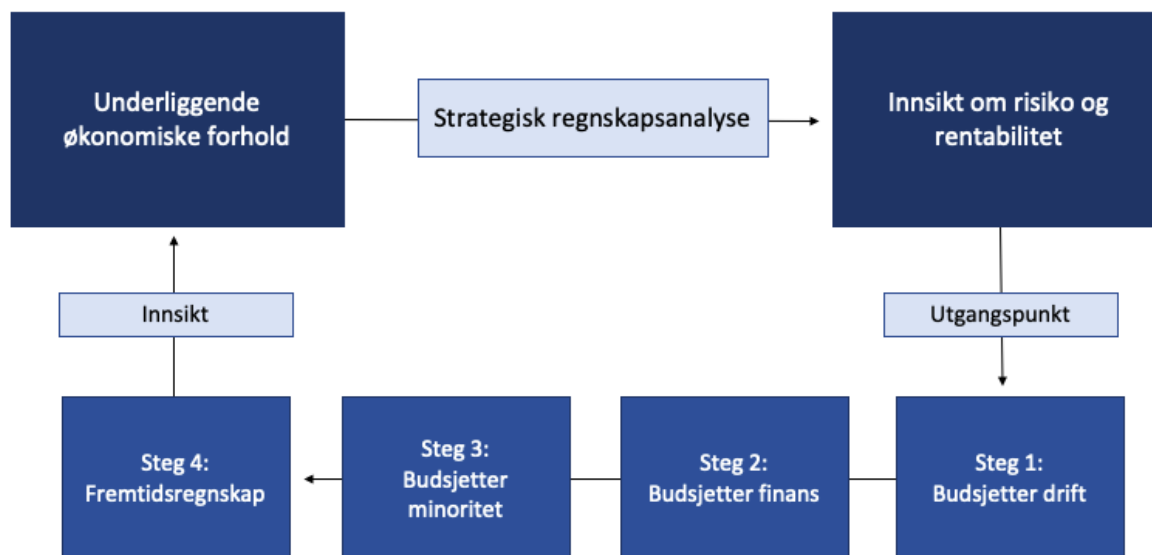
Figur 8-1: Lønnsomhet for lakseoppdrettsbransjen 2008-2018 (Tall hentet fra Fiskeridirektoratet, 2019a)

9 Framtidsregnskap

I dette kapitlet vil vi utarbeide framtidsregnskapet til Grieg Seafood, som sammen med kapittel 10 utgjør det tredje steget i den fundamentale verdsettelsen. Utarbeidelsen av framtidsregnskapet tar utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen gjennomført i kapittel 5 til 8 (Knivsflå, 2020l).

9.1 Rammeverk for framtidsregnskap

Rammeverket er presentert i figur 9-1 og består av fire steg. Stegene vil være budsjettering av drift, finans og minoritet – før man til slutt setter opp det endelige framtidsregnskapet. Før vi starter på det første steget må det foretas noen praktiske valg vedrørende budsjettthorisont, budsjettmodell og framskrivningsteknikk (Knivsflå, 2020l).



Figur 9-1: Rammeverk for framtidsregnskap (Fritt fra Knivsflå, 2020l)

9.1.1 Valg av budsjettthorisont

Man må først bestemme hvor langt fram i tid man bør utarbeide budsjettet. Ettersom Grieg Seafood ikke er forventet å bli avviklet, bør man velge en budsjettthorisont et par år inn i det som betegnes «steady state». Steady state vil være den tilstanden virksomheten befinner seg i

når veksten er konstant. Budsjetthorisonen avhenger dermed av hvor nærme selskapet er fra konstant vekst (Knivsflå, 2020).

I kapittel 3.2 slo vi fast at Grieg Seafood befinner seg et sted mellom høy- og stabil vekst. Med andre ord nærmer Grieg Seafood seg steady state, som følgelig innebærer en kortere budsjetthorison. Kvaliteten på regnskapsføringen bør også tas hensyn til ved valg av budsjetthorison (Knivsflå, 2020). Grieg Seafood følger som kjent IFRS, som er en anerkjent standard og derav god regnskapskvalitet.

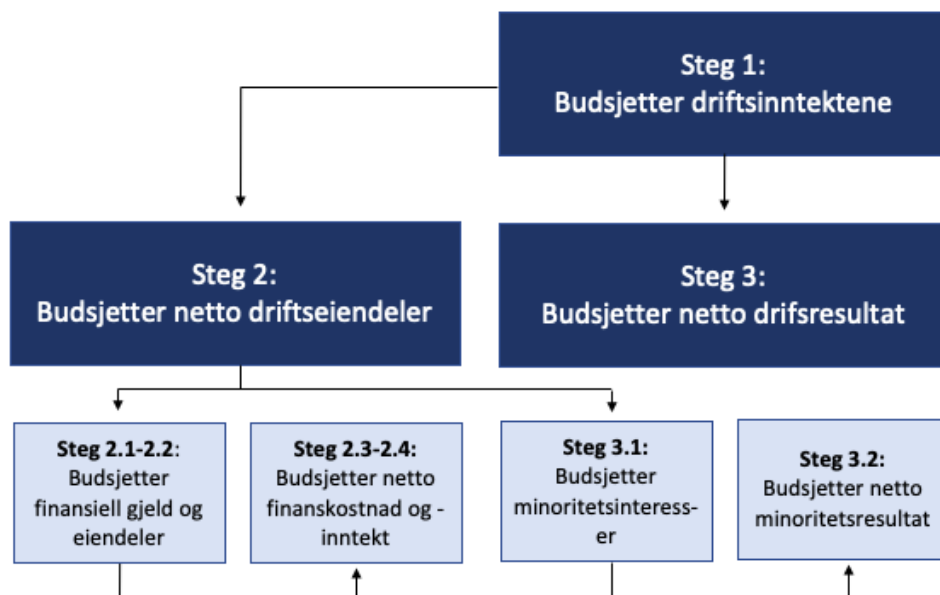
Oppdrettsbransjen anses videre som en syklisk bransje, jamfør kapittel 5.1.2, og budsjetthorisonen bør derfor være noe lenger for å kunne inkludere både oppgangs- og nedgangskonjunkturer. Bransjen står også overfor mange muligheter, som ny teknologi og en sterk etterspørsel, slik at veksten i bransjen ikke antas å avta med det første.

Basert på forholdene diskutert, ønsker vi å operere med en budsjetthorison på 10 år. År 2029 vil dermed være år T. I tillegg inkluderer vi 2030 og 2031, da budsjettet bør være et par år inn i steady state (Knivsflå, 2020).

9.1.2 Valg av budsjettmodell

Videre må vi velge budsjettmodell som skal benyttes, som innebærer valg av detaljnivå. Detaljnivået avhenger av den valgte budsjetthorisonen. En kort budsjetthorison taler for en mer detaljrik budsjettmodell, og vice versa. Vår budsjetthorison anses som mellomlang, og dette vil således medbringe en viss usikkerhet i budsjetteringen. Etersom et høyere detaljnivå ikke er entydig med et mer presist budsjett, velger vi derfor å avgrense antall budsjett drivere og fokusere på de viktigste (Knivsflå, 2020).

Etersom vi har valgt å benytte oss av et fokusert detaljnivå, vil vi benytte ni budsjett drivere, og vi vil benytte rammeverket presentert i figur 9-2 for den videre utarbeidelsen.



Figur 9-2: Rammeverk for fokusert budsjettering (Fritt fra Knivsflå, 2020)

9.1.3 Valg av framskrivningsteknikk

Den historiske utviklingen til budsjettdriverne legger det videre grunnlaget for framskrivningen. Framskrivningen vil deles inn i fire ulike budsjettpunkter, og det vil benyttes lineær framskrivning mellom hver av disse punktene. De to første punktene vil være kortsiktige, det vil si et par år fram i tid, og her vil den historiske utviklingen enten fortsette eller reversere. Fra budsjettpunkt to og videre, altså et langsiktig perspektiv, kan utviklingen enten være optimistisk, nøktern eller pessimistisk. Den langsiktige framskrivningen vil således være vanskeligere å predikere i forhold til den kortsiktige (Knivsflå, 2020).

Usikkerheten knyttet til framtiden kan hensyntas enten gjennom en scenariobudsjettering eller en simulering- og sensitivitetsanalyse. Simulering- og sensitivitetsanalyse er mest brukt i praksis, og denne type usikkerhetsanalyse vil derfor gjennomføres i kapittel 11 (Knivsflå, 2020).

9.2 Vekstanalyse

Den historiske utviklingen av driftsinntektene danner grunnlaget for framtiden, og budsjetteringen vil derfor starte med en vekstanalyse. Gjennom vekstanalysen vil vi analysere både driftsinntektsvekst og egenkapitalvekst (Knivsflå, 2020l).

9.2.1 Driftsinntektsvekst

Vekst i driftsinntekter er som regel hovedårsaken til eventuell vekst i resultatet, og er derfor interessant å analysere (Knivsflå, 2020l). Driftsinntektsveksten er uttrykt i formel 9-1.

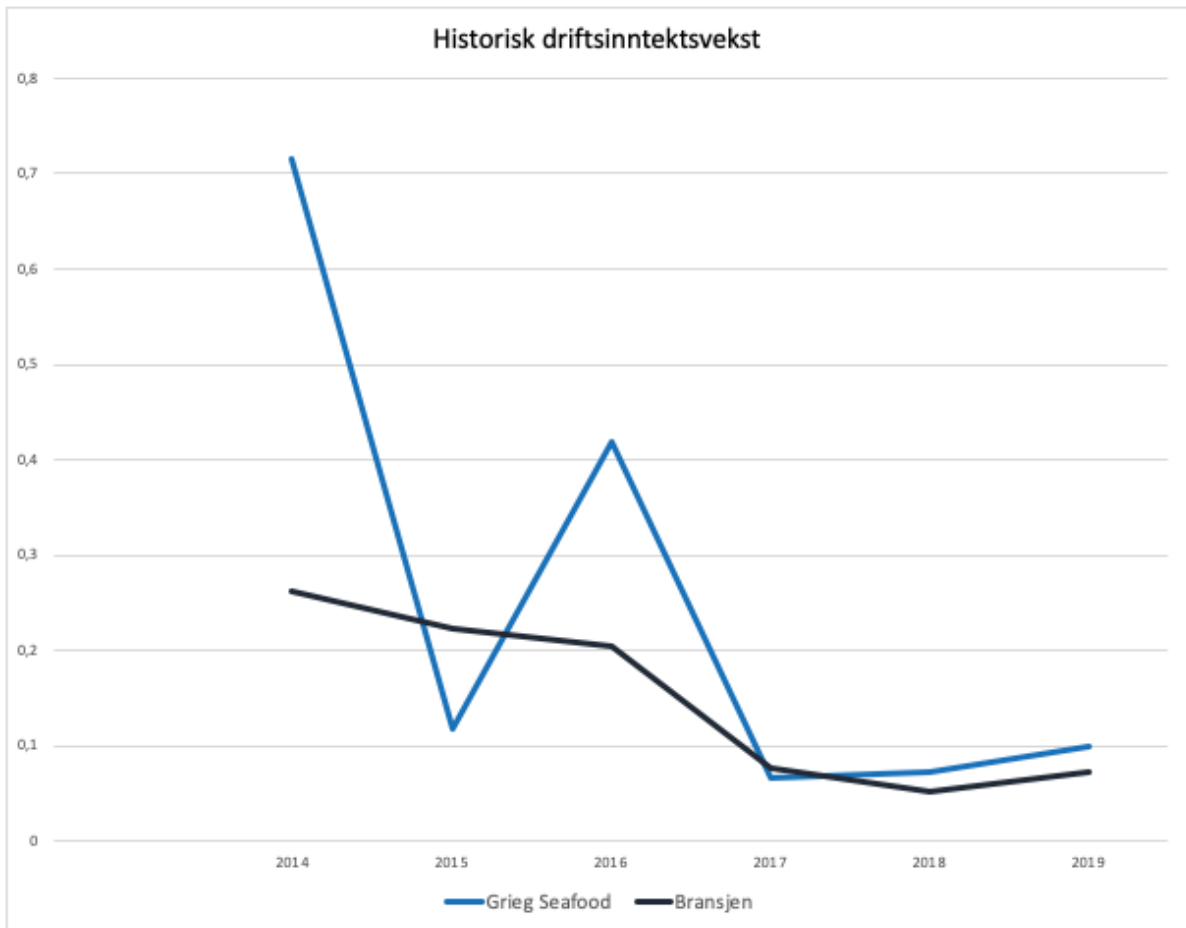
$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

hvor,

div = driftsinntektsvekst, DI = driftsinntekter

Formel 9-1: Driftsinntektsvekst (Knivsflå, 2020l)

Basert på formelen presenteres driftsinntektsveksten for analyseperioden i figur 9-3 og tabell 9-1. Grieg Seafood har en tidsvektet høyere driftsinntektsvekst i forhold til bransjen, henholdsvis på 16,7% i forhold til 11,2%. Når Grieg Seafood vokser mer enn bransjen kan dette indikere fordelsmessige interne ressurser. Det må dog være klart at veksten kan være noe misvisende da Grieg Seafood er et lite selskap sammenlignet med de komparative selskapene som utgjør bransjen. Dette kan illustreres med at for eksempel i 2014 vokste driftsinntektene til Grieg Seafood fra 2,4 til 4,1 millioner, som gir en vekst på 71,6%. Mowi, på den andre siden, vokste fra 19 til 25 millioner, som kun vil gi et utslag på 32% i vekst. Vi observerer videre at det er vekst gjennom hele analyseperioden, men veksten framstår som relativt ustabil.

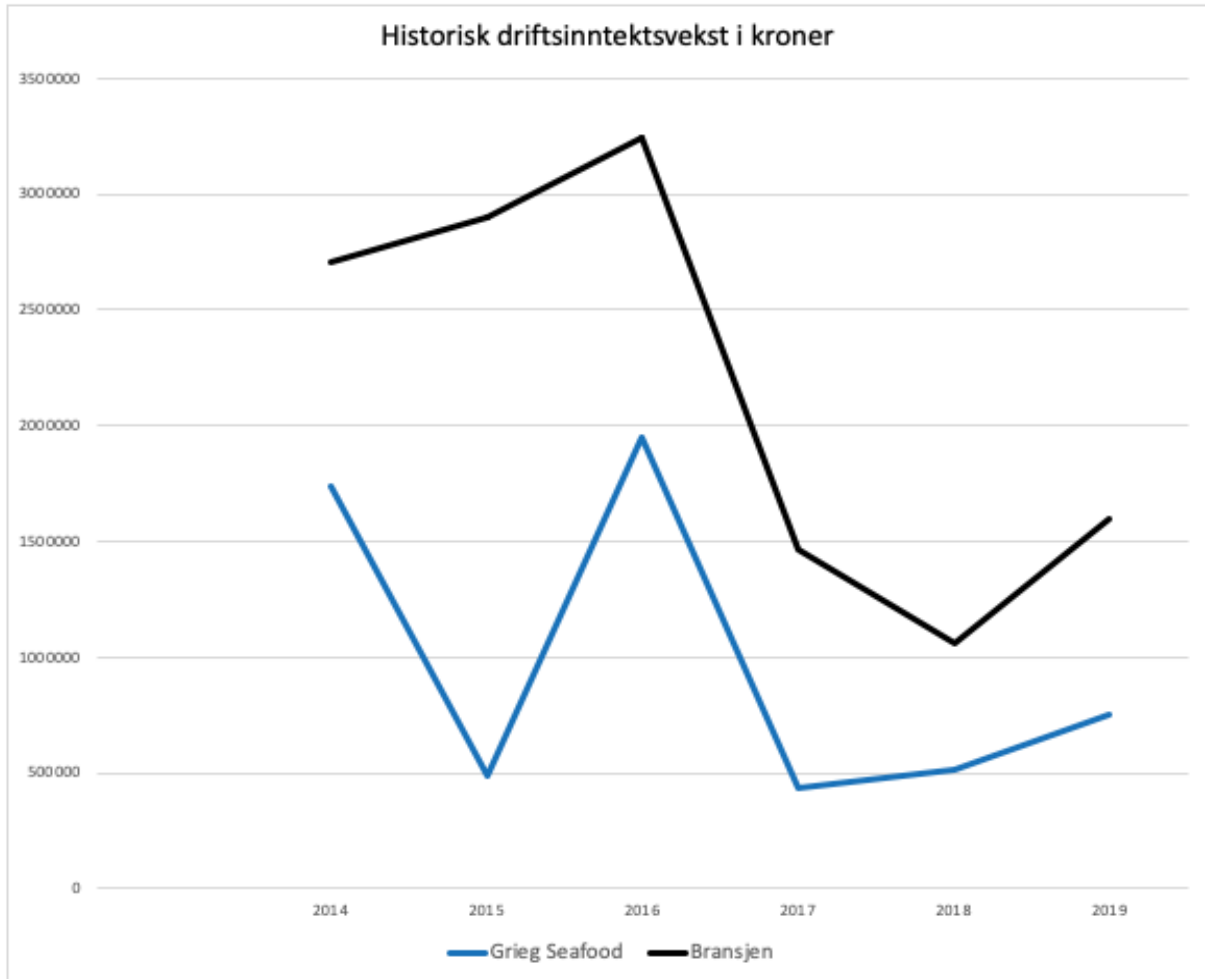


Figur 9-3: Historisk driftsinntektsvekst for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019

Driftsinntektsvekst	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,716	0,118	0,419	0,066	0,073	0,099	0,167
Bransjen	0,262	0,223	0,204	0,076	0,051	0,074	0,112

Tabell 9-1: Driftsinntektsvekst for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019

Ettersom den prosentvise driftsinntektsveksten til Grieg Seafood anses som noe misvisende sammenlignet med bransjen, har vi i figur 9-4 presentert den absolutte driftsinntektsveksten. Her ser vi at bransjen kommer klart bedre ut, og illustrerer godt det faktum at jo større et selskap er - desto lavere prosentvis vekst klarer det å levere.



Figur 9-4: Historisk driftsinntektsvekst i kroner for Grieg Seafood og bransjen 2014-2019

9.2.2 Egenkapitalvekst

Egenkapitalveksten vil være mer stabil sammenlignet med driftsinntektsveksten, og det vil dermed være interessant å også analysere denne (Knivsflå, 20201). Egenkapitalveksten er uttrykt i formel 9-2.

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

hvor,

ekv = egenkapitalvekst (normal), eku = egenkapitalutdeling, ekr = egenkapitalrentabilitet

Formel 9-2: Normalisert egenkapitalvekst (Knivsflå, 20201)

Egenkapitalveksten vil oppstå enten av resultatet, eller ved kapitalinnskudd. På samme måte reduseres egenkapitalen ved utdeling (Knivsflå, 20201). Fra tabell 9-2, ser vi at Grieg Seafood

har en tidsvektet tilbakeholdsgrad på 55,4%. Dette betyr at selskapet holder tilbake 55,4% av egenkapitalrentabiliteten på 26,2%, og dermed vil egenkapitalveksten være 15,8%.

Vekst i egenkapital	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	0,142	0,033	0,455	0,241	0,293	0,247	0,262
Tilbakeholdsgrad	1,000	0,254	0,835	0,419	0,544	0,533	0,554
Egenkapitalvekst	0,142	0,008	0,380	0,101	0,160	0,132	0,158

Tabell 9-2: Egenkapitalvekst for Grieg Seafood 2014-2019

9.3 Budsjettering av driftsinntekter

Den første budsjettdriveren vil være driftsinntektsveksten. Utvikling i driftsinntektene er presentert i formel 9-3, og bygger på den framskrevne driftsinntektsveksten utarbeidet i kapittel 9.2.1 (Knivsflå, 2020l).

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

hvor,

$$DI = \text{driftsinntekter}, div = \text{driftsinntektsvekst}$$

Formel 9-3: Driftsinntekt (Knivsflå, 2020l)

Den tidsvektede driftsinntektsveksten til Grieg Seafood i perioden 2014 til 2019, ble under vekstanalysen beregnet til å være 16,9%. Driftsinntektsveksten følger i stor grad lakseprisen, jamfør figur 4-3, hvor man for eksempel i 2016 ser en stor vekst i driftsinntektsveksten samtidig som lakseprisen øker.

For å beregne utviklingen i driftsinntektene må vi først estimere driftsinntektsveksten i 2020, altså det første året i budsjetthorisonten. Denne vil bli estimert indirekte gjennom følgende formel:

$$div_1 = \frac{DI_1 - DI_0}{DI_0} = \frac{onde_1 * NDE_0 - DI_0}{DI_0}$$

hvor,

onde = omløpet til netto driftseiendeler, NDE = netto driftseiendeler

Formel 9-4: Driftsinntektsvekst første år (Knivsflå, 2020l)

Driftsinntektsveksten blir etter formelen indirekte fastsatt ved å framskrive omløpet til netto driftseiendeler (onde), ettersom onde anses som mer stabil enn driftsinntektsveksten. I kapittel 9.4 fastsettes onde i 2020 til 1,20. Basert på formelen vil dermed driftsinntektsveksten i 2020 være 9,65%. Dette anses som rimelig, da Grieg Seafood forventes å vokse de kommende årene grunnet mål om økt slaktevolum, samtidig som det stadig foretas ytterlige investeringer og ekspanderinger.

Det må videre påpekes at Covid-19 kan ha innvirkninger på driftsinntektene i 2020. Per april 2020 er etterspørselen i markedet opprettholdt, som følge av at redusert etterspørsel blant restauranter og hoteller er jevnet ut av økt etterspørsel blant detaljister. Videre fungerer foreløpig også produksjonen som normalt i Grieg Seafood (Grieg Seafood, 2020c). Som kjent styres driftsinntektene også i stor grad av lakseprisen. I 2020 var lakseprisen på 77,11 kroner i januar, og redusert til 53,86 kroner i april. Ifølge estimater utført av Fish Pool Index, forventes lakseprisen å ytterlige reduseres til 49,20 kroner i august (Fish Pool, 2020a; 2020b). Mye tyder derfor på at man kan forvente en reduksjon i driftsinntektene i 2020. Grunnet stor usikkerhet rundt den totale påvirkningen av Covid-19 per årsslutt, velger vi likevel å holde oss til den estimerte veksten på 9,65% i 2020.

I 2019 oppnådde Grieg Seafood et rekordhøyt slaktevolum på 82 000, med et videre mål om 150 000 tonn i 2025. Videre kjøpte Grieg Seafood i februar 2020 selskapet Grieg Newfoundland i Canada, som forventes å bidra til økt slaktevolum. Som følge av teknologisk innovasjon har selskapet også vært i bedre stand til å takle de biologiske utfordringene, og følgelig oppnådd en høyere overlevelsesrate for laksen (Grieg Seafood, 2020a). Som nevnt har lakseprisen i 2020 blitt redusert som følge av Covid-19. Utsiktene framover er ifølge Fish Pool Index en gjennomsnittlig laksepris på kr 57,90 og kr 59,00 for henholdsvis 2021 og 2022. Dette ligger noe lavere enn nivået man har sett de siste årene. Fra 2015 til 2016 var det et massivt hopp i lakseprisen fra kr 42,09 til kr 63,13. Siden 2016 har lakseprisen holdt seg relativt stabil rundt 60 kr, og endte på kr 59,15 i 2019 (Fish Pool, 2020a; 2020b). Forholdene beskrevet taler for at lakseprisen vil reduseres noe i framtiden, som følgelig kan påvirke driftsinntektene. Vi har fastsatt driftsinntektsveksten til 9% i 2021, som er noe lavere enn den historiske veksten fra 2019, jamfør tabell 9-1.

På lang sikt kan ikke veksten være større enn 5%. 5% er forventet realvekst i verdensøkonomien i tillegg til forventet global inflasjon, og følgelig kan ikke den langsiktige veksten til Grieg Seafood overstige dette (Knivsflå, 2020). Som en følge av dette velger vi å sette driftsinntektsveksten i år T (2029) til 4%. Dette betyr at driftsinntektsveksten til Grieg Seafood på et tidspunkt må forventes å avta, og vi har derfor antatt at Grieg Seafood vil nå et toppunkt i 2024 på 13%.

Utvikling i driftsinntekter er presentert i tabell 9-3. Mellom de fastsatte budsjettene har vi beregnet en lineær utvikling (Knivsflå, 2020).

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Dlt-1	8 303 934	8 015 105	8 736 464	9 639 232	10 763 809	12 163 105	13 525 372	14 796 757	15 921 311	16 844 747	17 518 537	18 219 278
* 1+divt	0,965	1,090	1,103	1,117	1,130	1,11	1,094	1,076	1,058	1,040	1,040	1,040
= Dlt	8 015 105	8 736 464	9 639 232	10 763 809	12 163 105	13 525 372	14 796 757	15 921 311	16 844 747	17 518 537	18 219 278	18 948 049

Tabell 9-3: Driftsinntekter over budsjetthorisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

9.4 Budsjettering av netto driftseiendeler

Etter å ha budsjetterert driftsinntektene i forrige delkapittel, kan vi benytte driftsinntektene til budsjettering av netto driftseiendeler gjennom formel 9-5.

$$NDE_{t-1} = DI_t / onde_t$$

hvor,

$$NDE = \text{netto driftseiendeler}$$

Formel 9-5: Netto driftseiendeler (Knivsflå, 2020m)

Historisk tidsvektet omløp til netto driftseiendeler er beregnet til 0,961 for Grieg Seafood, og 1,563 for bransjen, jmfør kapittel 8.2.2. Omløpet til netto driftseiendeler er forholdet mellom driftsinntekter og netto driftseiendeler. Således vil onde øke når netto driftseiendeler reduseres eller driftsinntekter øker. Av driftseiendelene er det biologiske eiendeler som utgjør størstedelen. Selskapet har utarbeidet en strategi, hvor målet er et slaktevolum på 100 000 tonn i 2020, sammenlignet med 83 000 i 2019. Dersom strategien fører fram, vil dette innebære økt produksjon, og således økte netto driftseiendeler. På den andre siden forventer man også økt salg, og dermed reduserte biologiske eiendeler. Disse to faktorene jevner derfor ut endring i de biologiske eiendelene. Etersom vi har forventet at driftsinntektene vil øke, vil vi følgelig

forvente en økning også i onde fra 2019 til 2020. På bakgrunn av dette har vi fastsatt onde i 2020 til 1,2.

Ifølge rammeverket til Knivsflå (2020I), bør onde konvergere mot onde i bransjen over tid. Dette fordi bransjens onde ofte anses som et rimelig estimat på onde i «steady state». Tidsvektet onde i bransjen er 1,563, men vi anser det som mer sannsynlig at Grieg Seafood vil ha en varig omløpsulempe og at onde i bransjen derfor bør være større enn selskapet. Vi har derfor valgt å overstyre nivået i år T til 1,30. Ettersom driftsinntektsveksten forventes å avta fra 2024, vil onde i 2024 settes til 1,25 – slik at den største økningen i onde derfor vil skje på mellomlang sikt.

Utviklingen i netto driftseiendeler beregnet etter formel 9-5, er presentert i tabell 9-4:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Dlt+1	8 816 615	9 786 443	10 960 816	12 385 722	13 772 923	15 067 578	16 212 714	17 153 051	17 839 173	18 552 740	19 294 850	20 066 644
/ ondet+1	1,2	1,150	1,183	1,217	1,25	1,26	1,27	1,28	1,29	1,3	1,3	1,3
= NDEt	7 347 179	8 509 950	9 262 662	10 180 046	11 018 338	11 958 395	12 765 916	13 400 821	13 828 816	14 271 339	14 842 192	15 435 880

Tabell 9-4: Netto driftseiendeler over budsjett horisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

9.5 Budsjettering av netto driftsresultat

De prognoserte driftsinntektene benyttes videre ved budsjetteringen av netto driftsresultat, som her vil multipliseres med netto driftsmargin som uttrykt i formel 9-6:

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Netto driftsmargin}_t * \text{Driftsinntekter}_t$$

Formel 9-6: Netto driftsresultat (Knivsflå, 2020m)

For å beregne netto driftsresultat må vi estimere en prognose for netto driftsmargin. I kapittel 8.2.2 ble historisk tidsvektet netto driftsmargin for Grieg Seafood beregnet til 0,12, og 0,202 for bransjen. Både selskapet og bransjen hadde sine sterkeste netto driftsmarginer i 2016, som tidligere nevnt var et sterkt år for lakseoppdrett grunnet høye laksepriser.

Vi forventer at både inntektene og kostnadene vil øke i 2020. Av produksjonskostnadene utgjør kostnadene til fôr en betydelig del, og anses som en sensitiv kostnad som påvirkes av både

produksjonen og valutasvingninger. Økt produksjon vil følgelig lede til økte kostnader til fôr. I 2019 var det en sterk vekslingskurs mellom USD til NOK, som førte til stabile kostnader. I 2020 er derimot den norske kronen på et historisk lavt nivå, som kan føre til økte kostnader til fôr. Også for kostnadene spiller således Covid-19 en betydelig rolle for den videre utviklingen. Videre øker en stor del av produksjonskostnadene som en følge av biologiske utfordringer, hvor kostnadene benyttes til behandling av sykdommer og teknologi knyttet til behandling og utvikling (Grieg Seafood, 2019; Andersen, 2020).

På kort sikt antar vi at driftsinntektene vil øke mer enn kostnadene, og vi velger dermed å fastsette driftsmarginen i 2020 til 0,135. På lengre sikt forventer vi at driftskostnadene vil stige mer, da det vil investeres ytterligere i teknologi. Ved ny teknologi og bedre behandling av biologiske utfordringer som lakselus, vil derav også produksjonsvolumet og produksjonskostnadene øke. Driftsmargin i 2021 fastsettes således til 0,11.

Som ved onde, vil også netto driftsmargin på lang sikt bevege seg mot bransjesnittet (Knivsflå, 2020m). Vi vil dog ikke anse at bransjesnittet på 0,202 vil representere «steady state». På lang sikt forventer vi at konkurransen i markedet vil bli hardere på grunn av ny teknologi, som landbaserte oppdrettsanlegg, som diskutert i kapittel 4.1.1.4. Dette vil følgelig redusere lønnsomheten til bransjen. Driftsmarginen i budsjettthorisonten fastsettes dermed til 0,055, og til 0,08 i 2024.

Utviklingen i netto driftsresultat over budsjettthorisonten er presentert i tabell 9-5:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Dit	8 015 105	8 816 615	9 786 443	10 960 816	12 385 722	13 772 923	15 067 578	16 212 714	17 153 051	17 839 173	18 552 740	19 294 850
* ndm t	0,135	0,110	0,100	0,090	0,080	0,075	0,070	0,065	0,060	0,055	0,055	0,055
= NDR t	1 082 039	969 828	978 644	986 473	990 858	1 031 592	1 051 717	1 048 963	1 022 322	972 235	1 011 124	1 051 569

Tabell 9-5: Netto driftsresultat over budsjettthorisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

9.6 Budsjettering av netto finansiell gjeld

Framskrivningen av netto driftseiendeler benyttes videre ved beregning av netto finansiell gjeld, og blir multiplisert med netto finansiell gjeldsdel som uttrykt i formel 9-7:

$$\text{Netto finansiell gjeld}_t = \text{Netto finansiell gjeldsdel}_t * \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Formel 9-7: Netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2020m)

Ved beregning av netto finansiell gjeldsdel må man framskrive både finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel, og beregning av disse vil skje i de to følgende delkapitlene (Knivsflå, 2020m).

9.6.1 Finansiell gjeldsdel

Budsjettering av finansiell gjeld er uttrykt i formel 9-8:

$$\text{Finansiell gjeld}_t = \text{Finansiell gjeldsdel}_t * \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Formel 9-8: Finansiell gjeld (Knivsflå, 2020m)

Grieg Seafood har gjennom analyseperioden hatt en tidsvektet historisk finansiell gjeldsdel på 42%, hvor det høyeste nivået på 56% var i 2015, og deretter har nivået ligget stabilt på mellom 39% og 40% de siste tre årene i perioden. I følge Knivsflå (2020m), vil finansiell gjeldsdel på lang sikt være nær den «normale» finansielle gjeldsdelen, som på Oslo Børs er rundt 50%.

På kort sikt forventer vi ikke store endringer i den finansielle gjeldsdelen til Grieg Seafood, og fastsetter dermed denne til 40% i 2020. At dette har vært nivået de siste tre årene, taler ytterligere for denne konklusjonen. Deretter forventer vi en økning, dersom gjeldsdelen skal gå mot normalen i markedet. Vi anser dog 50% som noe for høyt, da det tidsvektede bransjesnittet i analyseperioden var 42%. Vi velger derfor å fastsette den finansielle gjeldsdelen til 48% i 2029. En økning anses som rimelig, da Grieg Seafood investerer i stor grad.

Framskrivningen av finansiell gjeld er presentert i tabell 9-6:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NDE	7 347 179	8 509 950	9 262 662	10 180 046	11 018 338	11 958 395	12 765 916	13 400 821	13 828 816	14 271 339	14 842 192	15 435 880
* FGD	0,400	0,409	0,418	0,427	0,436	0,444	0,453	0,462	0,471	0,480	0,480	0,480
= FG	2 938 872	3 479 624	3 869 734	4 343 486	4 799 099	5 314 842	5 787 215	6 194 157	6 514 909	6 850 243	7 124 252	7 409 222

Tabell 9-6: Finansiell gjeld over budsjetthorisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

9.6.2 Finansielle eiendeler

Budsjettering av finansielle eiendeler kommer til uttrykk i formel 9-8:

$$\text{Finansielle eiendeler}_t = \text{Finansiell eiendelsdel}_t * \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Formel 9-9: Finansielle eiendeler (Knivsflå, 2020m)

Gjennom analyseperioden har Grieg Seafood hatt en tidsvektet finansiell eiendelsdel på 5,5%, hvor den de siste tre årene har vært mellom 5,2% og 2,3%. Det høyeste nivået var i 2016 på 12%. For den finansielle eiendelsdelen i budsjett horisonten, anses det tidsvektede snittet i bransjen som et godt estimat (Knivsflå, 2020m).

Det tidsvektede snittet i bransjen gjennom analyseperioden var på 11,8%. Det tidsvektede snittet er i stor grad påvirket av et svært godt 2016. Et rimelig estimat synes å være på 4,8% i budsjett horisonten, da vi ikke forventer at eiendelsdelen vil stige så mye som til 11,8%. På kort sikt vil vi fastsette den finansielle eiendelsdelen til 3%, som samsvarer med nivået de seneste årene.

Framskrivningen av finansielle eiendeler er presentert i tabell 9-7:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NDE	7 347 179	8 509 950	9 262 662	10 180 046	11 018 338	11 958 395	12 765 916	13 400 821	13 828 816	14 271 339	14 842 192	15 435 880
* FED	0,030	0,032	0,034	0,036	0,038	0,040	0,042	0,044	0,046	0,048	0,048	0,048
= FE	220 415	272 318	314 930	366 482	418 697	478 336	536 168	589 636	636 126	685 024	712 425	740 922

Tabell 9-7: Finansielle eiendeler over budsjett horisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

9.6.3 Oppsummering netto finansiell gjeld

Etter å ha beregnet framskrevet finansiell gjeld og finansielle eiendeler, har vi nå grunnlag for å utarbeide utviklingen i netto finansiell gjeld over budsjett horisonten. Resultatet er presentert i tabell 9-8:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FG	2 938 872	3 479 624	3 869 734	4 343 486	4 799 099	5 314 842	5 787 215	6 194 157	6 514 909	6 850 243	7 124 252	7 409 222
- FE	220 415	272 318	314 930	366 482	418 697	478 336	536 168	589 636	636 126	685 024	712 425	740 922
= NFG	2 718 456	3 207 306	3 554 804	3 977 005	4 380 402	4 836 506	5 251 047	5 604 521	5 878 784	6 165 218	6 411 827	6 668 300

Tabell 9-8: Netto finansiell gjeld over budsjett horisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

9.7 Budsjettering av netto finanskostnad

Netto finanskostnadene vil budsjetteres indirekte etter fratrekk av netto finansinntekter, og vi vil derfor også her dele budsjetteringen inn i to separate delkapitler (Knivsflå, 2020m).

9.7.1 Netto finanskostnad

Budsjettering av netto finanskostnad vil bli beregnet ved hjelp av formel 9-10:

$$\text{Netto finanskostnad}_t = \text{Finansiell gjeldsrente}_t * \text{Finansiell gjeld}_{t-1}$$

Formel 9-10: Netto finanskostnad (Knivsflå, 2020m)

Vi vil her benytte oss av finansiell gjeld, som ble estimert like ovenfor, i tillegg må vi estimere den framskrevne finansielle gjeldsrenten. Den finansielle gjeldsrenten vil fra 2020 være lik finansielt gjeldskrav, noe som anses som en rimelig forutsetning. Det finansielle gjeldskravet er beregnet i kapittel 10.2.2.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FG t-1	2 580 262	2 938 872	3 479 624	3 869 734	4 343 486	4 799 099	5 314 842	5 787 215	6 194 157	6 514 909	6 850 243	7 124 252
* FGR	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029
= NFK	64 249	73 178	86 643	96 356	108 153	119 498	132 340	167 251	179 011	188 281	197 972	205 891

Tabell 9-9: Netto finanskostnad over budsjetthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood

9.7.2 Netto finansinntekt

Budsjettering av netto finansinntekt er presentert i formel 9-11:

$$\text{Netto finansinntekt}_t = \text{Finansiell eiendelsrentabilitet}_t * \text{Finansielle eiendeler}_{t-1}$$

Formel 9-11: Netto finansinntekt (Knivsflå, 2020m)

Ved beregningen benytter vi finansielle eiendeler beregnet i kapittel 9.6.2, som videre multipliseres med finansiell eiendelsrentabilitet. Vi forutsetter her at finansiell eiendelsrentabilitet er lik finansielt eiendelskrav, som blir beregnet i kapittel 10.2.3. Netto finansinntekt over budsjetthorisonen er presentert i tabell 9-10.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FE t-1	215 550	220 415	272 318	314 930	366 482	418 697	478 336	536 168	589 636	636 126	685 024	712 425
* FER	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,016	0,016	0,016	0,016	0,016	0,016
= NFI	3 264	3 353	4 161	4 833	5 649	6 482	7 437	8 372	9 247	10 019	10 789	11 221

Tabell 9-10: Netto finansinntekt over budsjetthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood

9.7.3 Oppsummering netto finanskostnad

Etter å ha beregnet netto finanskostnad og netto finansinntekt, presenteres her netto finanskostnad i tabell 9-11.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NFK	64 249	73 178	86 643	96 356	108 153	119 498	132 340	167 251	179 011	188 281	197 972	205 891
- NFI	3 264	3 353	4 161	4 833	5 649	6 482	7 437	8 372	9 247	10 019	10 789	11 221
= NFK	60 984	69 825	82 482	91 524	102 504	113 016	124 902	158 878	169 764	178 262	187 183	194 670

Tabell 9-11: Netto finansresultat over budsjetthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood

9.8 Budsjettering av minoritetsinteresser

Budsjettering av minoritetsinteresser utledes gjennom følgende formel:

$$\text{Minoritetsinteresser}_t = \text{Minoritetsdel}_t * \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Formel 9-12: Minoritetsinteresser (Knivsflå, 2020m)

Netto driftseiendeler er beregnet i kapittel 9.4, og videre må utviklingen i minoritetsdel estimeres for å kunne beregne minoritetsinteresser. Minoritetsdelen har vært på 0,8% de siste tre årene i analyseperioden, og har gjennom perioden hatt et tidsvektet snitt på 0,9%. Det tidsvektede snittet anses ofte som et godt estimat på den optimale langsiktige minoritetsdelen (Knivsflå, 2020m).

I lønnsomhetsanalysen i kapittel 8, konkluderte vi med at minoritetsrentabiliteten ikke oversteg minoritetskravet – slik at det ikke ville være fordeler for Grieg Seafood knyttet til å ha minoritetsinteresser i konsernet. De ikke-kontrollerende eierinteressene i konsernet er Bremnes Fryseri AS, som eier 40% av datterselskapet Ocean Quality AS. Vi forventer ikke at Bremnes Fryseri AS vil bli «presset ut», og anser derfor en videreføring av minoritetsdelen på 0,8% fra 2019 som et godt estimat for 2020 og 2021. Deretter vil vi fastsette minoritetsdelen til det

tidsvektede snittet på 0,9% i budsjetthorisonen, ettersom det tidsvektede snittet i selskapet vil være et godt mål for framtiden (Knivsflå, 2020m).

Utvikling i minoritetsinteresser over budsjetthorisonen er presentert i tabell 9-12:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NDEt	7 347 179	8 509 950	9 262 662	10 180 046	11 018 338	11 958 395	12 765 916	13 400 821	13 828 816	14 271 339	14 842 192	15 435 880
* MID t	0,0080	0,0080	0,0081	0,0083	0,0084	0,0085	0,0086	0,0088	0,0088	0,0090	0,0090	0,0090
= MI t	58 777	68 080	75 259	83 985	92 279	101 646	110 106	117 257	121 002	128 442	133 580	138 923

Tabell 9-12: Minoritetsinteresser over budsjetthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood

9.9 Budsjettering av netto minoritetsresultat

Budsjettering av netto minoritetsresultat utledes gjennom følgende formel:

$$\text{Netto minoritetsresultat}_t = \text{Minoritetsrentabilitet}_t * \text{Minoritetsinteresser}_{t-1}$$

Formel 9-13: Netto minoritetsresultat (Knivsflå, 2020m)

Ved budsjetteringen av netto minoritetsresultat benyttes minoritetsinteresser utarbeidet i forrige delkapittel, samt må framskrevet minoritetsrentabilitet estimeres. I følge Knivsflå (2020m) vil minoritetskravet være et godt estimat på minoritetsrentabiliteten dersom majoriteten vil klare å «presse ut» minoriteten, eller dersom minoritetsinteresser er tilnærmet lik virkelig verdi. I vårt tilfelle anser vi ikke dette som rimelig. I analyseperioden hadde minoritetsrentabiliteten et tidsvektet snitt på 85,4%, og har gjennom hele analyseperioden vært mye høyere enn minoritetskravet – som indikerer at minoritetsinteressene kan være undervurdert. Et bedre estimat på minoritetsrentabilitet synes derfor å være minoritetskravet tillagt strategisk fordel. For 2020 vil vi derfor operere med en strategisk fordel på 70%, som tillagt minoritetskravet beregnet i kapittel 10.1.5, vil gi en minoritetsrentabilitet på 77,8%. På lang sikt synes det rimelig at minoritetsrentabiliteten vil reduseres, og fastsetter derav strategisk fordel til 10%. I steady state vil dermed minoritetsrentabiliteten være 18%, og følger en lineær utvikling mellom budsjettene:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
MI t-1	56 632	58 777	68 080	75 259	83 985	92 279	101 646	110 106	117 257	121 002	128 442	133 580
* mir t	0,778	0,712	0,645	0,579	0,512	0,446	0,379	0,313	0,246	0,180	0,180	0,180
= NMR t	44 060	41 823	43 919	43 550	43 019	41 136	38 558	34 451	28 897	21 780	23 120	24 044

Tabell 9-13: Netto minoritetsresultat over budsjetthorisonen 2020-2031 for Grieg Seafood

9.10 Framtidsregnskap

Det siste steget vil være å sette opp det endelige framtidsregnskapet, som innebærer framtidsresultat, framtidbalanse og framtidig fri kontantstrøm (Knivsflå, 2020m).

Framtidsresultatet over budsjetthorisonten er presentert i tabell 9-14. Det endelige framtidsresultatet bygger på foregående beregninger, dog vil fullstendig nettoresultat og netto betalt utbytte være beregnet residualt (Knivsflå, 2020m).

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
DI	8 303 934	8 015 105	8 816 615	9 786 443	10 960 816	12 385 722	13 772 923	15 067 578	16 212 714	17 153 051	17 839 173	18 552 740	19 294 850
NDR	1 011 472	801 510	969 828	978 644	986 473	990 858	1 031 592	1 051 717	1 048 963	1 022 322	972 235	1 011 124	1 051 569
+ NFI	15 974	3 264	3 353	4 161	4 833	5 649	6 482	7 437	8 372	9 247	10 019	10 789	11 221
= NRS	1 027 446	804 775	973 180	982 805	991 306	996 506	1 038 074	1 059 154	1 057 335	1 031 569	982 254	1 021 913	1 062 790
- NFK	56 015	64 249	73 178	86 643	96 356	108 153	119 498	132 340	167 251	179 011	188 281	197 972	205 891
- NMR	25 398	44 060	41 823	43 919	43 550	43 019	41 136	38 558	34 451	28 897	21 780	23 120	24 044
= NRE	946 033	696 466	858 179	852 243	851 400	845 334	877 440	888 257	855 634	823 660	772 193	800 822	832 855
+ UNDR	-161 505	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ UNFR	22 815	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- UNMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= FNR	807 343	696 466	858 179	852 243	851 400	845 334	877 440	888 257	855 634	823 660	772 193	800 822	832 855
- NBU	181 935	384 434	193 560	454 210	364 943	418 732	402 856	503 736	581 354	673 672	623 545	481 715	500 983
= ΔEK	625 408	312 033	664 619	398 034	486 457	426 602	474 584	384 521	274 279	149 988	148 647	319 107	331 871

Tabell 9-14: Framtidsresultat 2020-2031 for Grieg Seafood

I framtidbalansen vil egenkapital være fastsatt residualt, og i tabell 9-15 følger den endelige presentasjonen:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NDE	6 679 254	7 347 179	8 509 950	9 262 662	10 180 046	11 018 338	11 958 395	12 765 916	13 400 821	13 828 816	14 271 339	14 842 192	15 435 880
+ FE	215 550	220 415	272 318	314 930	366 482	418 697	478 336	536 168	589 636	636 126	685 024	712 425	740 922
= SSE	6 894 804	7 567 595	8 782 269	9 577 592	10 546 527	11 437 035	12 436 731	13 302 085	13 990 457	14 464 942	14 956 363	15 554 617	16 176 802
EK	4 257 913	4 569 946	5 234 565	5 632 599	6 119 056	6 545 658	7 020 242	7 404 763	7 679 043	7 829 031	7 977 678	8 296 785	8 628 657
+ MI	56 632	58 777	68 080	75 259	83 985	92 279	101 646	110 106	117 257	121 002	128 442	133 580	138 923
+ FG	2 580 262	2 938 872	3 479 624	3 869 734	4 343 486	4 799 099	5 314 842	5 787 215	6 194 157	6 514 909	6 850 243	7 124 252	7 409 222
= SSK	6 894 807	7 567 595	8 782 269	9 577 592	10 546 527	11 437 035	12 436 731	13 302 085	13 990 457	14 464 942	14 956 363	15 554 617	16 176 802

Tabell 9-15: Framtidbalanse 2020-2031 for Grieg Seafood

Framtidig fri kontantstrøm er presentert i tabell 9-16. Som vi ser av tabellen vil fri kontantstrøm til egenkapital være lik netto betalt utbytte (Knivsflå, 2020m).

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NDR	1 011 472	801 510	969 828	978 644	986 473	990 858	1 031 592	1 051 717	1 048 963	1 022 322	972 235	1 011 124	1 051 569
+ UNDR	-161 505	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- ΔNDE	750 134	667 925	1 162 771	752 711	917 384	838 293	940 057	807 521	634 905	427 995	442 522	570 854	593 688
= FKD	99 833	133 585	- 192 943	225 933	69 089	152 565	91 535	244 196	414 058	594 327	529 713	440 271	457 882
+ NFI	15 974	3 264	3 353	4 161	4 833	5 649	6 482	7 437	8 372	9 247	10 019	10 789	11 221
+ UNFI	22 815	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- ΔFE	76 470	4 865	51 903	42 612	51 551	52 215	59 639	57 833	53 468	46 489	48 899	27 401	28 497
= FKS	62 152	131 984	- 241 494	187 482	22 371	105 998	38 378	193 800	368 962	557 084	490 833	423 659	440 605
- NFK	56 015	64 249	73 178	86 643	96 356	108 153	119 498	132 340	167 251	179 011	188 281	197 972	205 891
+ ΔFG	194 025	358 610	540 752	390 110	473 752	455 612	515 744	472 373	406 942	320 752	335 333	274 010	284 970
- NMR	25 398	44 060	41 823	43 919	43 550	43 019	41 136	38 558	34 451	28 897	21 780	23 120	24 044
- UNMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ ΔMI	7 174	2 145	9 302	7 180	8 726	8 293	9 368	8 460	7 151	3 745	7 440	5 138	5 343
= FKE	181 938	384 431	193 560	454 210	364 943	418 732	402 856	503 736	581 354	673 672	623 545	481 715	500 983

Tabell 9-16: Framtidig fri kontantstrøm 2020-2031 for Grieg Seafood

10 Framtidskrav

I dette kapittelet vil vi estimere framtidige avkastningskrav, som sammen med kapittel 9 utgjør det siste nødvendige steget før den fundamentale verdsettelsen. Framtidskrav har hovedsakelig anvendelse som diskonteringsrente ved nåverdiberegning, og vil typisk variere over budsjettorisonten. Beregningsmetodene i dette kapittelet og kapittel 7 er tilnærmet like, og for fremgangsmåte for relevante utregninger henvises det derfor til kapittel 7 for nærmere utdypning (Knivsflå, 2020n).

Vektene som anvendes ved beregning av framtidskrav skal i utgangspunktet være estimerte verdivekter. Ettersom vi ikke kjenner til verdiene til Grieg Seafood før de blir estimert, må vi imidlertid benytte budsjetterte vekter. Budsjetterte vekter vil ikke medføre riktighet, og vil derfor hensyntas gjennom en løpende oppdatering av vektene, kalt konvergens, i kapittel 11. Bruk av budsjetterte vekter medbringer på den annen side en fordel i det at kravet kan benyttes for sammenligning med rentabilitet. Etter at framtidskravene er blitt beregnet vil vi derfor vurdere om det foreligger en framtidig strategisk fordel eller ulempe (Knivsflå, 2020n).

10.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Som nevnt i kapittel 7, benytter vi kapitalverdimodellen (CAPM) for å beregne egenkapitalkravet. Egenkapitalkravet er et resultat av fire faktorer; risikofri rente, egenkapitalbeta, markedsrisikopremie og illikviditetspremie. Vi vil i de følgende delkapitlene ta for oss hver enkelt av komponentene, før vi til slutt estimerer selve kravene til egenkapital og minoritet.

10.1.1 Risikofri rente

Knivsflå sitt rammeverk bygger på en framskrivingsfilosofi, som innebærer at den risikofrie renten vil være tilbakevendende til en gjennomsnittsrente over tid. Dette innebærer at en nåtids lav rente vil gå mot en normalrente når man inntreer en konstant vekstperiode (Knivsflå, 2020n). Videre anbefaler Knivsflå (2020i) sitt rammeverk å benytte Nibor-renten som mål på risikofri rente, som tidligere nevnt i kapittel 7.1.1. For å beregne den langsiktige renten benytter Knivsflå en formel basert på et vektet historisk snitt mellom gjennomsnittlig månedlig Nibor-

rente og 10-årig norsk og amerikansk statsobligasjon samt 30-årig amerikansk statsobligasjon (Knivsflå, 2020n).

Til tross for anbefalingen om å anvende Nibor-renten, valgte vi i kapittel 7.1.1 å benytte 10-årig statsobligasjonsrente som mål på risikofri rente. Dette på bakgrunn av utarbeidelsen av en alternativ referanserente i Norge og en konklusjon om at Nibor-renten skal gå bort ifras (Haram, 2019; PwC, u.å.). Det vises til kapittel 7.1.1 for denne argumentasjonen. Den 10-årige statsobligasjonsrenten som vi har hentet inn er 1,49% (Norges Bank, u.å.(a)). Ettersom vi anvender 10-årig statsobligasjonsrente istedenfor Nibor-rente, vil ikke Knivsflå sin formel for å beregne langsiktig rente komme til anvendelse.

Ifølge Damodaran (2012) er den 10-årige statsobligasjonsrenten som er innhentet nå, det beste estimatet på den langsiktige renten. Vi tar også med i vurdering av risikofri rente at styringsrenten i Norge over de siste årene har vært historisk lav, jamfør figur 4-4 i kapittel 4.1.1.2. Renten ble satt ytterligere ned i 2020 som følge av Covid-19 pandemien som inntraff i første kvartal av 2020. Norges bank sin prognose for styringsrenten i årene fram til 2023 viser at renten vil fortsette å holde seg lav. Prognosen fram til 2023 viser et konstant rentenivå under 1%, jamfør kapittel 4.1.1.2. Det foreligger dermed ikke utsikter til at styringsrenten kommer til å ha noe vesentlige svingninger og vi vurderer det slik at den 10-årige statsobligasjonsrenten i 2020 vil være det mest nærliggende målet på langsiktig risikofri rente. Langsiktig risikofri rente blir dermed skjønnsmessig satt til 1,49%.

10.1.2 Markedets risikopremie i framtiden

Den beste prediksjonen for framtidig markedsrisikopremie vil være dagens nivå, i følge Knivsflå (2020n). I kapittel 7.1.3 fastsatte vi markedets risikopremie til 5,1%. Markedsrisikopremien i Norge har hatt en median på 5% de siste åtte årene, og synes derfor å være svært stabil (PwC, 2019). Vi anser derfor 5% som et godt estimat på framtiden, og velger å fastsette markedets risikopremie til 5% gjennom hele budsjettperioden.

10.1.3 Egenkapitalbeta i framtiden

I kapittel 7.3 omtalte vi Miller & Modigliani sine to proposisjoner. I korte trekk omhandler proposisjonene at verdien av et selskap er uavhengig av valget av finansieringsmidler, derav uavhengig netto driftsbeta, og at jo høyere gjeldsgrad gir desto høyere finansiell risiko og dermed høyere egenkapitalbeta. Gjennomsnittlig driftsbeta ble beregnet til å være 0,501 i kapittel 7.3. Ettersom netto driftsbeta vil være uavhengig i henhold til Miller & Modigliani sine to proposisjoner, vil netto driftsbeta på 0,501 være konstant for budsjettperioden.

Vi benytter videre den beregnede netto driftsbetaen som en av faktorene ved beregning av årlig egenkapitalbeta over budsjettperioden, jamfør formel 10-1. Netto finansiell gjeldsbeta blir beregnet i kapittel 10.2.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \left(\frac{NFG}{EK + MI} \right)$$

hvor,

β_{EK} = egenkapitalbeta, β_{NDK} = netto driftsbeta, β_{NFG} = netto finansiell gjeldsbeta,

NFG = netto finansiell gjeld, EK = egenkapital, MI = minoritet

Formel 10-1: Egenkapitalbeta (Knivsflå, 2020n)

Tabell 10-1 viser beregnet egenkapitalbeta over budsjettperioden. Vi ser av tabellen under at egenkapitalbeta holder seg relativt stabil og godt under 1 i hele budsjettperioden. At egenkapitalbetaen er under 1 innebærer at aksjekursen svinger mindre enn markedet (Kaldestad & Møller, 2017)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalbeta	0,794	0,803	0,812	0,821	0,830	0,840	0,850	0,859	0,870	0,880	0,880	0,880
* Egenkapitalvekt	0,622	0,615	0,608	0,601	0,594	0,587	0,580	0,573	0,566	0,559	0,559	0,559
+ Minoritetsbeta	0,794	0,803	0,812	0,821	0,830	0,840	0,850	0,859	0,870	0,880	0,880	0,880
* Minoritetsvekt	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
+ Netto finansiell gjeldsbe	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,003	0,002	0,002	0,002	0,002
* Netto finansiell gjeldsve	0,370	0,377	0,384	0,391	0,398	0,404	0,411	0,418	0,425	0,432	0,432	0,432
= Netto driftsbeta	0,501	0,501	0,501	0,501	0,501	0,501	0,501	0,501	0,501	0,501	0,501	0,501

Tabell 10-1: Beregnet egenkapitalbeta og netto driftsbeta for budsjettperioden 2020-2031 for Grieg Seafood

10.1.4 Illikviditetspremie

På samme måte som i kapittel 7.1.4, må også illikviditetspremien i framtiden fastsettes basert på skjønn (Knivsflå, 2020n). Illikviditetspremien til majoritet ble fastsatt til 0,2% for å hensynta selskapsspesifikk risiko, mens illikviditetspremien til minoritet ble satt til 2,5% på bakgrunn av risiko for innlåsning i selskapet. Vi velger å opprettholde disse estimatene for hele budsjettperioden.

10.1.5 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

I tabell 10-2 presenteres egenkapital- og minoritetskravet beregnet etter kapitalverdimodellen. I perioden hvor Grieg Seafood vil ha konstant vekst, er beregnet egenkapitalkrav 6,1% og beregnet minoritetskrav 8,4%.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risikofri rente	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
+ Egenkapitalbeta	0,794	0,803	0,812	0,821	0,830	0,840	0,850	0,859	0,870	0,880	0,880	0,880
* Markedspremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Egenkapitalkrav CAPM	0,055	0,055	0,055	0,056	0,056	0,057	0,057	0,058	0,058	0,059	0,059	0,059
+ Illikviditetspremie maj.	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
= Egenkapitalkrav	0,057	0,057	0,057	0,058	0,058	0,059	0,059	0,060	0,060	0,061	0,061	0,061
+ Illikviditetspremie min.	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
= Minoritetskrav	0,080	0,080	0,080	0,081	0,081	0,082	0,082	0,083	0,083	0,084	0,084	0,084

Tabell 10-2: Beregnet egenkapitalkrav og minoritetskrav for budsjettperioden 2020-2031 for Grieg Seafood

10.2 Finansielle krav

Ved beregning av netto finansielt gjeldskrav inngår kredittrisikopremien som en elementær faktor, jamfør formel 7-4 og 7-5. Kredittrisikopremien avhenger som kjent av selskapets syntetiske rating, og vi må derfor som første steg utføre en rating av Grieg Seafood over budsjettthorisonen for å kunne utlede den videre beregningen (Knivsflå, 2020n).

10.2.1 Syntetisk framtidrating

Den syntetiske ratingen i framtiden utledes tilsvarende som i kapittel 6.3, ved bruk av de fire forholdstallene; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Fra framtidsregnskapet i kapittel 9 har vi ikke grunnlag for å utlede likviditetsgrad 1 etter formel 6-1. Knivsflå (2020n) anbefaler derfor at man benytter

gjennomsnittet til Grieg Seafood og bransjen for å estimere likviditetsgrad i budsjetthorisonten, noe vi har beregnet til 2,73. Likviditetsgraden fra 2019 vil dermed ha en lineær utvikling mot 2,73 i budsjettperioden. De resterende forholdstallene baserer seg på budsjetteringen gjennomført i kapittel 9. Syntetisk framtidsrating for Grieg Seafood er presentert i tabell 10-3.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Likviditetsgrad 1	2,79	2,79	2,78	2,77	2,76	2,76	2,75	2,74	2,73	2,73	2,73	2,73
Rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	18,34	19,00	15,72	14,66	13,63	12,61	12,05	11,51	9,46	9,02	8,58	8,46
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0,48	0,47	0,47	0,46	0,46	0,46	0,45	0,45	0,44	0,44	0,44	0,44
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,192	0,156	0,147	0,137	0,129	0,126	0,123	0,120	0,117	0,113	0,113	0,113
Rating	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	A	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10-3: Syntetisk framtidsrating for Grieg Seafood 2020-2031

Som vi ser fra tabellen har vi kompt fram til en rating på A i perioden fra 2020 til 2026, mens den reduseres til BBB fra 2027 og utover. Dette skyldes en reduksjon i både rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet gjennom perioden.

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav blir beregnet som risikofri rente summert med kredittrisikopremie (Knivsfå, 2020m). Basert på den syntetiske ratingen av selskapet finner vi kredittrisikopremien på samme måte som i kapittel 7.2.1, ved å lese av tabell 7-6. Som følge av redusert rating i 2027, får vi følgelig høyere kredittrisikopremie og dermed høyere finansielt gjeldskrav i de siste fem årene av budsjetthorisonten. Resultatet er presentert i tabell 10-4.

Finansielt gjeldskrav	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Rating	A	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
+ Kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029

Tabell 10-4: Finansielt gjeldskrav over budsjetthorisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Beregning av finansielt eiendelskrav utledes av formel 7-6, altså benyttes samme framgangsmåte og forutsetninger som i kapittel 7.2.2. Kontant-, fordrings-, og investeringsvekt

vil i steady state settes lik de tidsvektede snittene i analyseperioden. Vektene fra 2019 vil således følge en lineær utvikling mot tidsvektet snitt gjennom budsjetthorisonten (Knivsflå, 2020n).

Finansielt eiendelskrav	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kontantkrav	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
* Kontantvekt	0,995	0,994	0,992	0,991	0,990	0,988	0,987	0,986	0,984	0,983	0,983	0,983
+ Fordringskrav	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringskrav	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
* Investeringsvekt	0,005	0,006	0,008	0,009	0,010	0,012	0,013	0,014	0,016	0,017	0,017	0,017
= FEK	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,016	0,016	0,016	0,016	0,016	0,016

Tabell 10-5: Finansielt eiendelskrav over budsjetthorisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

Fra tabell 10-5 har vi beregnet det finansielle eiendelskravet til 1,5% fram til 2025, hvor det deretter øker til 1,6%. Grieg Seafood har ikke hatt finansielle fordringer gjennom analyseperioden, og det synes derfor rimelig å anta dette også for framtiden. Økningen i eiendelskravet vil derfor knytte seg til økning i kontantvekt og investeringsvekt.

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Etter beregning av finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav, har vi nå grunnlag for å utlede netto finansielt gjeldskrav etter formel 7-4. Netto finansielt gjeldskrav er beregnet til 2,6% fram til 2026, og hvor det deretter øker til 3,0% som presentert i tabell 10-6.

Netto finansielt gjeldskrav	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FGK	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029
* FG/NFG	1,081	1,085	1,089	1,092	1,096	1,099	1,102	1,105	1,108	1,111	1,111	1,111
- FEK	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,016	0,016	0,016	0,016	0,016	0,016
* FE/NFG	0,081	0,085	0,089	0,092	0,096	0,099	0,102	0,105	0,108	0,111	0,111	0,111
= NFGK	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030

Tabell 10-6: Netto finansielt gjeldskrav over budsjetthorisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

10.3 Finansiell beta

I det følgende vil vi beregne beta til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og dermed vil vi til slutt ha grunnlag for å kunne beregne betaestimat for netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2020n). Beta til netto finansiell gjeld er benyttet for å utlede egenkapitalbetaen i kapittel 10.1.3. Beregningene vil basere seg på de samme metodene som benyttet i kapittel 7.2.4, og det henvises derfor til dette kapittelet for nærmere redegjørelse av beregningsmetoder.

Finansiell gjeldsbeta består av kredittrisikopremie, markedspremie og markedsrisikodel. Kredittrisikopremie og markedspremie er fastsatt i henholdsvis kapittel 10.2.2 og 10.1.2. I kapittel 7.2.4 estimerte vi markedsrisikodelen til finansiell gjeld til 0,013, som vil videreføres i beregningen av finansiell gjeldsbeta også her. Finansiell gjeldsbeta er presentert i tabell 10-7.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
* Markedsrisikodel	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013
/ Markedspremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Finansiell gjeldsbeta	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004

Tabell 10-7: Finansiell gjeldsbeta over budsjetthorisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

Beregningen av finansiell eiendelsbeta består av kontantbeta, fordringsbeta og investeringsbeta. På bakgrunn av forutsetningene som ble tatt i kapittel 7.2.4, vil kontantbeta følgelig være lik null og investeringsbeta være lik én. Fordringsbetaen er beregnet til 0,003 basert på formel 7-9. Finansiell eiendelsbeta er presentert i tabell 10-8. Den finansielle eiendelsbetaen vil være lik investeringsvekten, ettersom Grieg Seafood ikke innehar finansielle fordringer over budsjetthorisonten.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,995	0,994	0,992	0,991	0,990	0,988	0,987	0,986	0,984	0,983	0,983	0,983
+ Fordringsbeta	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,005	0,006	0,008	0,009	0,010	0,012	0,013	0,014	0,016	0,017	0,017	0,017
= Finansiell eiendelsbeta	0,005	0,006	0,008	0,009	0,010	0,012	0,013	0,014	0,016	0,017	0,017	0,017

Tabell 10-8: Finansiell eiendelsbeta over budsjetthorisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

Etter å ha beregnet finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta, har vi nå grunnlag for å kunne utlede netto finansiell gjeldsbeta gjennom vektning av disse. Beta til netto finansiell gjeld er presentert i tabell 10-9.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto finansiell gjeldsbeta												
FG - beta	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
* Finansiell gjeldsvekt	1,081	1,085	1,089	1,092	1,096	1,099	1,102	1,105	1,108	1,111	1,111	1,111
- FE - beta	0,005	0,006	0,008	0,009	0,010	0,012	0,013	0,014	0,016	0,017	0,017	0,017
* Finansiell eiendelsvekt	0,081	0,085	0,089	0,092	0,096	0,099	0,102	0,105	0,108	0,111	0,111	0,111
= NFG - beta	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,003	0,002	0,002	0,002	0,002

Tabell 10-9: Netto finansiell gjeldsbeta over budsjetthorisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

10.4 Selskapskrav

Etter de foregående beregningene har vi nå grunnlag for å beregne WACC – det vil si selskapskravet. Sysselsatt kapital og netto driftskapital er to forskjellige mål på selskapskapitalen, og vi vil i det følgende estimere sysselsatt kapitalkravet og netto driftskravet (Knivsflå, 2020n).

Sysselsatt kapitalkravet er beregnet i tabell 10-10, ved å benytte vektene for egenkapital, minoritetsinteresse og finansiell gjeld (Knivsflå, 2020n). Som vi ser av tabellen, vil sysselsatt kapitalkravet ha en liten økning gjennom budsjetthorisonten, og ender på 4,6% i steady state.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalkrav	0,057	0,057	0,057	0,058	0,058	0,059	0,059	0,060	0,060	0,061	0,061	0,061
* Egenkapitalvekt	0,604	0,596	0,588	0,580	0,572	0,564	0,557	0,549	0,541	0,533	0,533	0,533
+ Minoritetskrav	0,080	0,080	0,080	0,081	0,081	0,082	0,082	0,083	0,083	0,084	0,084	0,084
* Minoritetsvekt	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,009	0,009	0,009
+ Finansielt gjeldskrav	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029
* Finansiell gjeldsvekt	0,388	0,396	0,404	0,412	0,420	0,427	0,435	0,443	0,450	0,458	0,458	0,458
= Sysselsatt kapitalkrav	0,044	0,044	0,044	0,045	0,045	0,045	0,045	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046

Tabell 10-10: Sysselsatt kapitalkrav over budsjetthorisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

Netto driftskrav er beregnet ved å vekte egenkapital, minoritetsinteresse og netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2020n). Netto driftskravet er estimert til 4,8% i steady state, og resultatet er presentert i tabell 10-11:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalkrav	0,057	0,057	0,057	0,058	0,058	0,059	0,059	0,060	0,060	0,061	0,061	0,061
* Egenkapitalvekt	0,622	0,615	0,608	0,601	0,594	0,587	0,580	0,573	0,566	0,559	0,559	0,559
+ Minoritetskrav	0,080	0,080	0,080	0,081	0,081	0,082	0,082	0,083	0,083	0,084	0,084	0,084
* Minoritetsvekt	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
+ Finansielt gjeldskrav	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
* Finansiell gjeldsvekt	0,370	0,377	0,384	0,391	0,398	0,404	0,411	0,418	0,425	0,432	0,432	0,432
= Netto driftskrav	0,045	0,045	0,045	0,046	0,046	0,046	0,046	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048

Tabell 10-11: Netto driftskrav over budsjetthorisonten 2020-2031 for Grieg Seafood

10.5 Strategisk fordel i framtiden

Som kjent fra lønnsomhetsanalysen i kapittel 8, vil eierne i selskapet inneha en strategisk fordel dersom egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalkravet. I dette delkapittelet vil vi undersøke om Grieg Seafood vil ha en strategisk fordel over budsjetthorisonten.

Gjennom kapittel 8 estimerte vi at Grieg Seafood hadde en tidsvektet strategisk fordel på 20,3%, hvor den tidsvektede driftsfordelen og finansieringsulempen utgjorde henholdsvis 20,9% og 0,5%. Driftsfordelen knyttet seg i hovedsak til en sterk bransjefordel, som skyldtes høy etterspørsel og høye inngangsbarrierer i lakseoppdrettsbransjen.

Nullhypotesen for framtiden vil være at differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet er tilnærmet lik null, som med andre ord innebærer at virksomheten ikke vil være i besittelse av en varig strategisk fordel som følge av økt konkurranse. Alternativhypotesen vil være at selskapet har en varig strategisk fordel, og at høye inngangsbarrierer i bransjen vil opprettholdes (Knivsflå, 2020n).

I tabell 10-12 er den strategiske fordel til Grieg Seafood beregnet. Vi observerer at den strategiske fordel reverserer mot 3,9% i steady state. Vi forventer dermed en varig strategisk fordel, og nullhypotesen forkastes.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalrentabilitet	0,168	0,181	0,170	0,157	0,144	0,137	0,129	0,118	0,109	0,100	0,100	0,100
- Egenkapitalkrav	0,057	0,057	0,057	0,058	0,058	0,059	0,059	0,060	0,060	0,061	0,061	0,061
= Strategisk fordel	0,111	0,124	0,112	0,100	0,085	0,078	0,069	0,058	0,049	0,039	0,039	0,039

Tabell 10-12: Strategisk fordel i framtiden for Grieg Seafood

Ved å dekomponere den strategiske fordel i tabell 10-13, ser vi at fordel kommer fra en driftsfordel på 4,1% i steady state. Vi antar at hoveddelen av driftsfordelen fremdeles vil være relatert til bransjefordel. Som diskutert i kapittel 4.1.1.4, kan ny teknologi som landbaserte oppdrettsanlegg være en trussel for bransjen, og redusere inngangsbarrieren i bransjen i framtiden. På lang sikt vil bransjen endog også ha muligheter i form av befolkningsvekst, som kan bidra til opprettholdelse av etterspørselen. En reduksjon av driftsfordel til 4,1% i konstant vekst synes derfor rimelig.

I kapittel 9 fastsatte vi netto finansielt gjeldsrente lik netto finansielt gjeldskrav, og finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld vil således være lik null. Finansieringsulempen knytter seg derfor til minoritet, og indikerer at det ikke vil være fordeler knyttet til å ha minoritetsinteresser i konsernet også i framtiden. Ulempen må dog anses som ubetydelig.

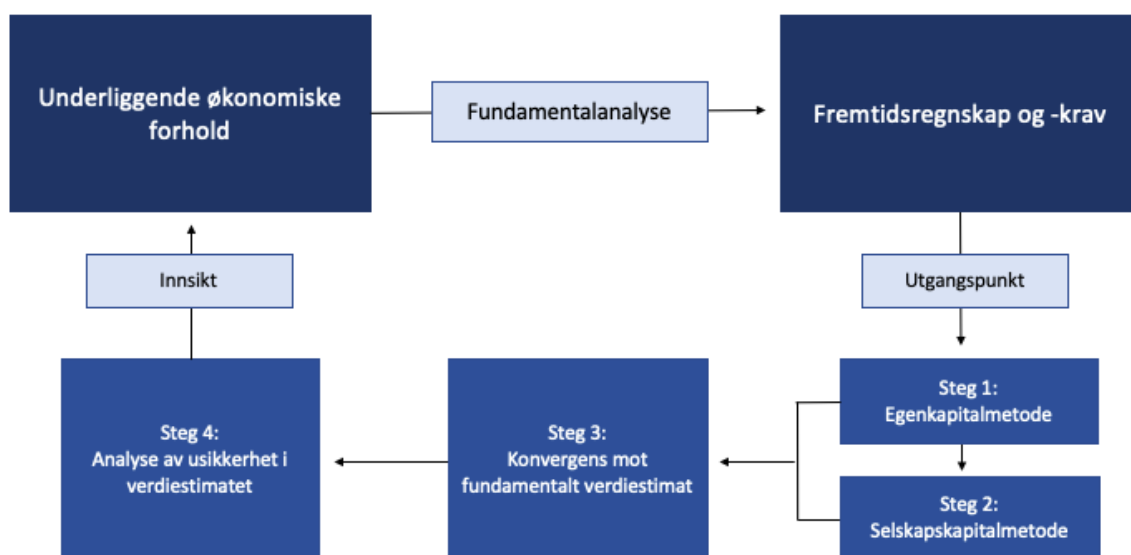
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsrentabilitet	0,120	0,127	0,118	0,110	0,100	0,094	0,089	0,083	0,077	0,071	0,071	0,071
- Netto driftskrav	0,045	0,045	0,045	0,046	0,046	0,046	0,046	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Strategisk driftsfordel	0,075	0,081	0,073	0,064	0,054	0,049	0,043	0,035	0,029	0,023	0,023	0,023
+ Gearingfordel drift	0,045	0,051	0,047	0,042	0,037	0,034	0,031	0,026	0,022	0,018	0,018	0,018
= Driftsfordel	0,120	0,132	0,120	0,106	0,091	0,083	0,074	0,061	0,051	0,041	0,041	0,041
+ Finansieringsfordel	-0,009	-0,008	-0,008	-0,007	-0,006	-0,005	-0,004	-0,004	-0,003	-0,002	-0,002	-0,002
= Strategisk fordel	0,111	0,124	0,112	0,100	0,085	0,078	0,069	0,058	0,049	0,039	0,039	0,039

Tabell 10-13: Dekomponert strategisk fordel i framtiden for Grieg Seafood

11 Fundamental verdsettelse

I det følgende vil vi utarbeide en fundamental verdivurdering av Grieg Seafood, som utgjør det fjerde steget i rammeverket for verdsettelsen. Verdien av egenkapitalen til selskapet vil være diskontert framtidsværdi – en beregning som bygger på framtidregnskapet og framtidskravene i henholdsvis kapittel 9 og 10. Verdiestimatet vil følgelig være et resultat av våre analyser og forutsetninger, og vil dermed ikke representere virkelig verdi - eller virksomhetens børskurs. Ved å sammenligne vårt verdiestimat med selskapets børskurs, vil vi dermed ha grunnlag for å utarbeide en handlingsstrategi (Knivsflå, 2020o).

I figur 11-1 presenteres rammeverket vi vil benytte for den fundamentale verdsettelsen. Vi vil begynne med å introdusere egenkapital- og selskapskapitalmetoden, og de ulike modellene under disse metodene. Vi vil deretter utlede det første verdiestimatet basert på de beskrevne metodene. De ulike metodene vil gi avvikende verdiestimat ettersom de er basert på budsjetterte vekter, og det tredje steget vil derfor være å utføre en konvergeringsprosess mot et felles verdiestimat. Til slutt utføres en analyse av usikkerheten i verdiestimatet (Knivsflå, 2020q).



Figur 11-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse (Fritt fra Knivsflå, 2020o)

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden vil gi et estimat på verdien av selskapets egenkapital i dag, gjennom diskontering av framtidig kontantstrøm ved bruk av egenkapitalkravet. Det finnes fire ulike modeller under egenkapitalmetoden, som vil bli nærmere drøftet i det følgende, og er henholdsvis utbyttmodellen, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Uavhengig av hvilken modell som benyttes vil man ved konsistent bruk ende opp med samme verdiestimat (Knivsflå, 2020o).

11.1.1 Utbyttmodellen

Ved bruk av utbyttmodellen, heretter NBU-modellen, estimeres verdien av egenkapitalen gjennom diskontering av framtidig utbytte. Modellen krever imidlertid at man estimerer nåverdien av horisontverdien, som er et problem da det innebærer at man må framskrive netto betalt utbytte til det uendelige. For å løse dette benyttes *Gordons Growth Model*, hvor man forutsetter konstant vekst i utbytte (Knivsflå, 2020o; Penman, 2013). Verdien av egenkapital utledes således som følger:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

hvor,
VEK = verdien av egenkapital, NBU = netto betalt utbytte,
ekv = egenkapitalvekst, ekk = egenkapitalkrav,

Formel 11-1: Utbyttmodellen (Knivsflå, 2020o)

11.1.2 Fri kontantstrøm-modellen

Under fri kontantstrøm-modellen vil framtidig fri kontantstrøm til egenkapital diskonteres for å finne verdien av egenkapitalen. Fri kontantstrøm til egenkapital vil være kontantstrøm “tilgjengelig” for utdeling, og oppstår dersom egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalveksten. Fri kontantstrøm til egenkapital vil være lik netto betalt utbytte, jamfør kapittel 9, og følgelig vil fri kontantstrøm-modellen være identisk NBU-modellen (Knivsflå, 2020o). Beregningen er presentert i formel 11-2:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

hvor,

*VEK = verdien av egenkapital, FKE = fri kontantstrøm til egenkapital,
ekv = egenkapitalvekst*

Formel 11-2: Fri kontantstrøm-modellen (Knivsflå, 2020o)

11.1.3 Superprofittmodellen

Ved bruk av superprofittmodellen, også omtalt som residuall resultat-modellen, er verdien av egenkapital lik balanseført egenkapital summert med nåverdien av framtidig superprofitt. Superprofitt vil være lik nettoresultatet over resultatkravet multiplisert med egenkapital for foregående periode (Knivsflå, 2020o). Til forskjell fra de to andre beskrevne modellene, anses denne modellen, ifølge Kaldestad & Møller (2017), som relativt krevende å bruke i praksis. Som ved de foregående modellene, forutsetter vi også her konstant vekst:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

hvor,

*VEK = verdien av egenkapital, EK = egenkapital, SPE = superprofitt til egenkapital,
ekv = egenkapitalvekst, ekk = egenkapitalkravet*

Formel 11-3: Superprofittmodellen (Knivsflå, 2020o)

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Under superprofittvekstmodellen er verdien av egenkapital lik kapitalisert verdi av nettoresultatet til egenkapital summert med nåverdi av framtidig superprofittvekst. Superprofittvekst vil være endringen i superprofitt justert for endring i egenkapitalkravet. Dersom egenkapitalkravet er konstant, vil følgelig superprofittvekst kun være endringen i superprofitt (Knivsflå, 2020o). Verdien av egenkapital utledes gjennom følgende formel:

$$VEK_0 = \frac{NRE_t}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right)$$

hvor,

VEK = verdien av egenkapital, NRE = nettoresultat til EK, ekk = egenkapitalkrav,

SPE = superprofittvekst til EK, ekv = egenkapitalvekst

Formel 11-4: Superprofittvekstmodellen (Knivsflå, 2020o)

11.2 Selskapskapitalmetoden

Til forskjell fra egenkapitalmetoden, vil selskapskapitalmetoden gi en indirekte verdsettelse av egenkapitalen i dag. Verdien av egenkapitalen beregnes som verdien av selskapet fratrukket verdien av gjeld og minoritetsinteresser. Verdien av finansiell gjeld vil være den balanseførte verdien, ettersom vi i kapittel 10 fastsatte den finansielle gjeldsrenten lik kravet. Minoritetsinteresser estimeres på bakgrunn av modellene under egenkapitalmetoden. Det eksisterer to underkategorier av selskapskapitalmetoden, henholdsvis sysselsatt kapital-og-netto driftskapitalmetoden – som begge vil være mål på selskapskapitalen (Knivsflå, 2020p). Utfyllende drøfting av de to metodene finner sted i de to følgende delkapitlene.

11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden

Ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden er verdien av egenkapital lik verdien av sysselsatt kapital fratrukket verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser. For å estimere verdiene benyttes modellene under egenkapitalmetoden. Diskonteringsrenten vil, til forskjell fra foregående formler, være sysselsatt kapitalkravet (Knivsflå, 2020p). Verdien av egenkapital etter sysselsatt kapitalmetoden er presentert i følgende formel:

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

hvor,

*VEK = verdien av egenkapital, VSSK = verdien av sysselsatt kapital,
VFG = verdien av finansiell gjeld, VMI = verdien av minoritetsinteresser*

Formel 11-5: Sysselsatt kapitalmetoden (Knivsflå, 2020p)

11.2.2 Netto driftskapitalmetoden

Under netto driftskapitalmetoden beregnes verdien av egenkapital ved å fratrekke verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra verdien av netto driftskapital. På samme måte som under sysselsatt kapitalmetoden, finner man også her verdiene ved hjelp av én av de nevnte modellene under egenkapitalmetoden. Diskonteringsrenten som benyttes vil være kravet til avkastning på netto driftskapital (Knivsflå, 2020p). Under følger formel for beregning:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

hvor,

*VEK = verdien av egenkapital, VNDK = verdien av netto driftskapital,
VNFG = verdien av netto finansiell gjeld, VMI = verdien av minoritetsinteresser*

Formel 11-6: Netto driftskapitalmetoden (Knivsflå, 2020p)

11.3 Første verdiestimat

I dette delkapittelet vil vi utlede det første verdiestimatet for Grieg Seafood basert på budsjetterte vekter. Ved beregning benytter vi de presenterte beregningsmetodene, men utelater NBU-modellen, da den som nevnt vil være identisk fri kontantstrøm-modellen. Ettersom beregningen vil være basert på budsjetterte vekter, og ikke verdivekter, vil de ulike metodene følgelig gi ulike verdiestimer (Knivsflå, 2020p).

	2019	t=1 2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t=T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Fri kontantstrøm til egenkapital		384 431	193 560	454 210	364 943	418 732	402 856	503 736	581 354	673 672	623 545	481 715	500 983
/ Diskonteringsfaktor		1,057	1,117	1,181	1,249	1,322	1,4	1,484	1,572	1,667	1,769	1,877	1,991
= Nåverdien fra 1 til T+1	3 540 610	363 841	173 308	384 581	292 074	316 626	287 676	339 544	369 729	404 042	352 503	256 686	251 625
+ Nåverdi horisontverdi fra T+2	12 760 603											12 760 603	
= Verdien av egenkapital	16 301 214												
Verdiestimat per aksje	147,61												

	2019	t=1 2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t=T 2029	T+1 2030	T+2 2031	T+3 2032
Balanseført egenkapital	4 257 913													
+ Superprofitt til EK		455 507	597 545	551 341	525 014	487 865	491 878	471 255	412 331	359 945	295 247	314 821	327 413	340 510
/ Diskonteringsfaktor		1,057	1,117	1,181	1,249	1,322	1,4	1,484	1,572	1,667	1,769	1,877	1,991	2,112
= Nåverdien fra 1 til T+1	3 703 719	431 110	535 027	466 822	420 183	368 901	351 246	317 651	262 234	215 881	166 909	167 755	164 447	161 204
+ Horisontverdien fra T+2	8 339 585											8 339 585		
= Verdien av egenkapital	16 301 217													
Verdiestimat per aksje	147,61													

	2019	t=1 2020	t=2 2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t=T 2029	T+1 2030	T+2 2031	T+3 2032
Nettoreultat i år 1		696 466												
Kapitalisert verdi	12 307 019													
Superprofittvekst til EK			141 789	-46 669	-26 999	-37 992	2 938	-21 872	-60 198	-53 675	-65 903	18 289	11 257	11 707
/ Diskonteringsfaktor			1,057	1,117	1,181	1,249	1,322	1,4	1,484	1,572	1,667	1,769	1,877	1,991
= Nåverdien år 2 til T+2			134 194	-41 787	-22 860	-30 406	-2 222	-15 619	-40 577	-34 136	-39 526	10 339	5 998	5 880
+ Kapitalisert verdi	-1 275 051													298 192
Horisontverdien fra T+3														
+ Kapitalisert verdi	5 269 249													
= Verdien av egenkapital	16 301 217													
Verdiestimat per aksje	147,61													

Tabell 11-1: Første verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av egenkapitalmetoden

	2019	t=1 2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t=T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Fri kontantstrøm fra drift		133 585	-192 943	225 933	69 089	152 565	91 535	244 196	414 058	594 327	529 713	440 271	457 882
/ Diskonteringsfaktor		1,045	1,093	1,143	1,195	1,249	1,306	1,366	1,431	1,500	1,572	1,647	1,726
= Nåverdi fra 1 til T+1	1 867 808	127 791	-176 556	197 748	57 835	122 137	70 075	178 758	289 302	396 308	337 068	267 342	265 320
+ Horisontverdi fra T+2	35 080 476											35 080 476	
= Verdien av NDK	36 948 284												
- Netto finansiell gjeld	2 364 712												
- Verdi minoritet	402 701												
= Verdien av egenkapital	34 180 870												
Verdiestimat per aksje	309,52												

	2019	t=1 2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t=T 2029	T+1 2030	T+2 2031	T+3 2032
Balansført NDK	6 679 257													
+ Superprofitt fra NDK		498 660	636 148	591 503	564 377	526 175	527 797	504 021	440 005	381 617	309 480	327 161	340 248	353 858
/ Diskonteringsfaktor		1,045	1,093	1,143	1,195	1,249	1,306	1,366	1,431	1,500	1,572	1,647	1,726	1,808
= Nåverdi fra 1 til T+1	4 201 041	477 030	582 118	517 712	472 442	421 234	404 058	368 958	307 432	254 469	196 929	198 659	197 157	195 666
+ Horisontverdien fra T+2	26 067 989												26 067 989	
= Verdien av NDK	36 948 287													
- Netto finansiell gjeld	2 364 712													
- Verdi minoritet	402 701													
= Verdien av egenkapital	34 180 873													
Verdiestimat per aksje	309,52													

	2019	t=1 2020	t=2 2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t=T 2029	T+1 2030	T+2 2031	T+3 2032
Nettoresultat fra NDE		801 510												
Kapitalisert NDR i år 1	17 676 992													
Superprofittvekst NDK			137 444	-44 731	-27 248	-38 356	1 430	-23 997	-65 007	-59 287	-72 900	16 875	12 248	12 737
/ Diskonteringsfaktor			1,045	1,093	1,143	1,195	1,249	1,306	1,366	1,431	1,5	1,572	1,647	1,726
= Nåverdi fra 2 til T+2	-102 080		131 482	-40 932	-23 849	-32 108	1 145	-18 371	-47 587	-41 424	-48 611	10 738	7 437	7 381
+ Kapitalisert verdi av ΔSPE	-2 251 330													
Horisontverdien fra T+3													975 879	
+ Kapitalisert horisont	21 522 622													
= Verdien av NDK	36 948 284													
- Netto finansiell gjeld	2 364 712													
- Verdi minoritet	402 701													
= Verdien av egenkapital	34 180 870													
Verdiestimat per aksje	309,52													

Tabell 11-2: Første verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av selskapskapitalmetoden, herunder netto driftskapitalmetoden

	2019	t=1 2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t=T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Fri kontantstrøm til SSK		131 984	-241 494	187 482	22 371	105 998	38 378	193 800	368 962	557 084	490 833	423 659	440 605
/ Diskonteringsfaktor		1,044	1,091	1,139	1,190	1,243	1,299	1,356	1,419	1,485	1,554	1,626	1,702
= Nåverdi fra 1 til T+1	1 557 342	126 365	-221 367	164 535	18 796	85 262	29 553	142 868	259 949	375 085	315 808	260 487	258 881
+ Horisontverdien fra T+2	41 988 369											41 988 369	
= Verdien av SSK	43 545 712												
- Finansiell gjeld	2 364 712												
- Minoritetsinteresser	402 701												
= Verdien av egenkapital	40 778 298												
Verdiestimat per aksje	369,26												

	2019	t=1 2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t=1 2029	T+1 2030	T+2 2031	T+3 2032
Balanseført SSK	6 894 807													
+ Superprofitt til SSK		498 215	636 578	592 000	564 918	526 768	528 438	504 715	440 790	382 440	310 329	327 161	340 248	353 858
/ Diskonteringsfaktor		1,044	1,091	1,139	1,190	1,243	1,299	1,356	1,419	1,485	1,554	1,626	1,702	1,781
= Nåverdi fra 1 til T+1	4 226 314	477 006	583 525	519 542	474 644	423 718	406 929	372 074	310 554	257 497	199 670	201 156	199 915	198 683
+ Horisontverdien fra T+2	32 424 594												32 424 594	
= Verdien av SSK	43 545 715													
- Finansiell gjeld	2 364 712													
- Minoritetsinteresser	402 701													
= Verdien av egenkapital	40 778 301													
Verdiestimat per aksje	369,26													

	2019	t=1 2020	t=2 2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	t=T 2029	T+1 2030	T+2 2031	T+3 2032
Nettoreultat til SSK		804 775												
Kapitalisert NRS i år 1	18 100 096													
Superprofittvekst til SSK			138 353	-44 599	-27 113	-38 189	1 621	-23 780	-64 720	-59 057	-72 701	16 210	12 440	12 937
/ Diskonteringsfaktor			1,044	1,091	1,139	1,190	1,243	1,299	1,356	1,419	1,485	1,554	1,626	1,702
= Nåverdi fra 2 til T+2	-101 498		132 464	-40 882	-23 795	-32 086	1 304	-18 312	-47 711	-41 608	-48 950	10 430	7 648	7 601
+ Kapitalisert verdi Δ SPS	-2 282 791													
+ Horisontverdien fra T+3													1 232 873	
+ Kapitalisert horisont	27 728 407													
= Verdien av SSK	43 545 712													
- Finansiell gjeld	2 364 712													
- Minoritetsinteresser	402 701													
= Verdien av egenkapital	40 778 298													
Verdiestimat per aksje	369,26													

Tabell 11-3: Første verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av selskapskapitalmetoden, herunder sysselsatt kapitalmetoden

11.3.1 Oppsummering av første verdiestimat

I tabell 11-4 følger oppsummering av resultatene fra den første verdiestimeringen. Verdiestimatet per aksje er beregnet basert på Grieg Seafoods antall utestående aksjer per 31.12.2019, som var 110 448 313 aksjer.

Det første verdiestimatet gir et verdiestimat på kr 275,46 per aksje, som er gjennomsnittet av de ulike metodene. Som forventet er det stor variasjon i verdiestimatet mellom de ulike metodene, mens de forskjellige modellene innenfor de enkelte metodene gir identiske verdier. Egenkapitalmetoden gir den laveste verdien på kr 147,61 per aksje, mens sysselsatt kapitalmetoden resulterer i den høyeste verdien på 369,26 kr per aksje. For å ende opp med ett verdiestimat, vil vi i det påfølgende kapitlet utføre konvergering mot et felles verdiestimat.

	FK-modell	SP-modell	Δ SP-modell	Gjennomsnitt
Egenkapitalmetoden	147,61	147,61	147,61	147,61
Netto driftskapitalmetoden	309,52	309,52	309,52	309,52
Sysselsatt kapitalmetoden	369,26	369,26	369,26	369,26
Gjennomsnitt	275,46	275,46	275,46	275,46

Tabell 11-4: Oppsummering første verdiestimat for Grieg Seafood

11.4 Konvergens mot fundamentalt verdiestimat

Ettersom vi foreløpig har tre ulike verdiestimat etter de tre ulike metodene, vil vi i det følgende gjennomføre en konvergeringsprosess mot et felles verdiestimat. Verdiestimatene i det foregående delkapitlet er beregnet med avkastningskrav basert på budsjetterte vekter, mens i konvergeringsprosessen vil vi basere kravene på vekter til virkelig verdiestimat (Knivsflå, 2020p).

Steg 1 i konvergeringsprosessen vil være å regne ut et gjennomsnittlig verdiestimat, noe vi utledet i forrige delkapittel. Basert på dette verdiestimatet, utarbeides en ny verdibalanse. Deretter beregnes avkastningskravene basert på den oppdaterte balansen, og ved input av de nye kravene i egenkapital- og selskapskapitalmetoden vil man få en ny verdi på gjennomsnittlig

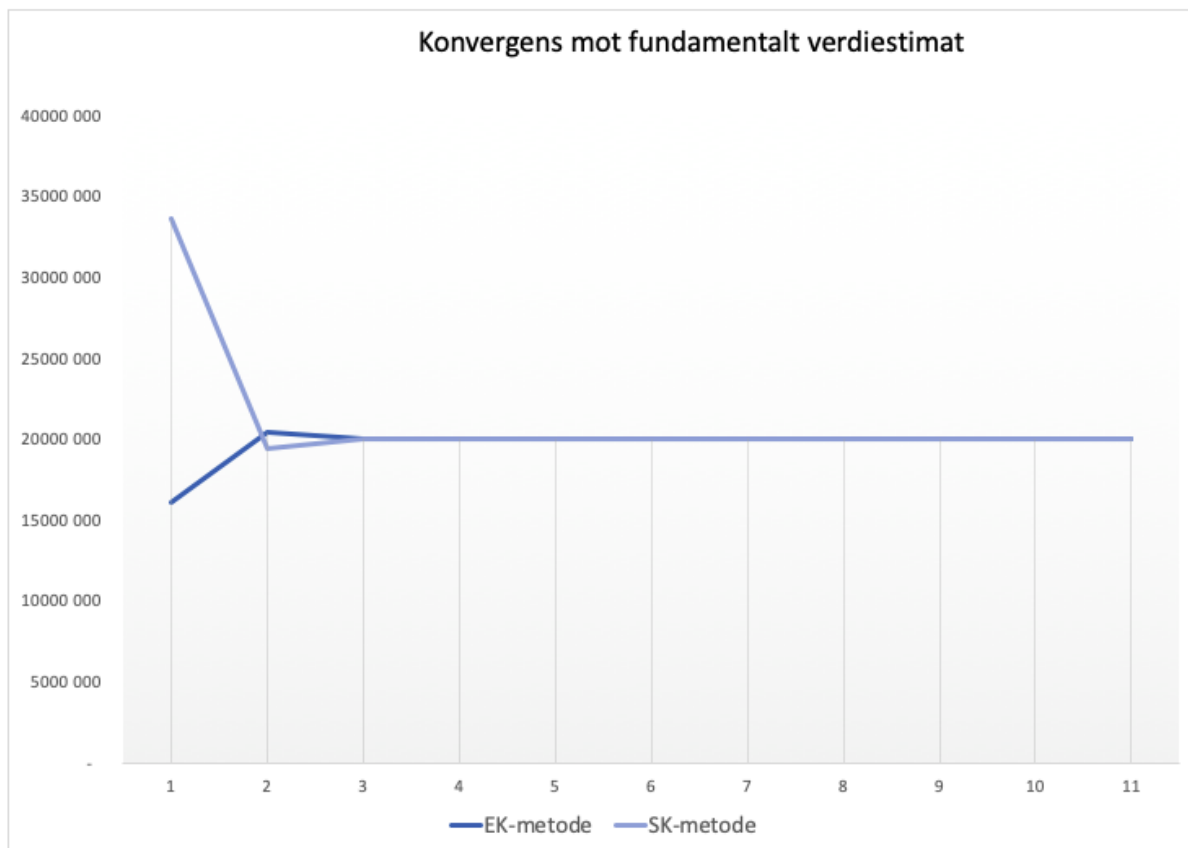
egenkapital. Prosessen gjentar seg til avviket mellom verdiestimatene går mot null (Knivsflå, 2020p).

Resultatet etter konvergeringen er presentert i tabell 11-5, og vi observerer at det fundamentale verdiestimatet har konvergert til kr 20 045 045 etter å ha gjennomført 11 steg. Når antall utestående aksjer er 110 448 313, vil dette gi et verdiestimat per aksje på kr 181,49 per 31.12.2019.

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
EK-metode	16 301 217	20 401 430	20 080 566	20 065 385	20 045 325	20 045 207	20 045 047	20 045 045	20 045 045	20 045 045	20 045 045
SK-metode	34 180 870	19 400 708	20 009 524	20 056 398	20 050 983	20 044 342	20 045 509	20 045 049	20 045 045	20 045 045	20 045 045
Avvik i %	70,84 %	-5,03 %	-0,354 %	-0,045 %	0,028 %	-0,004 %	0,002 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %

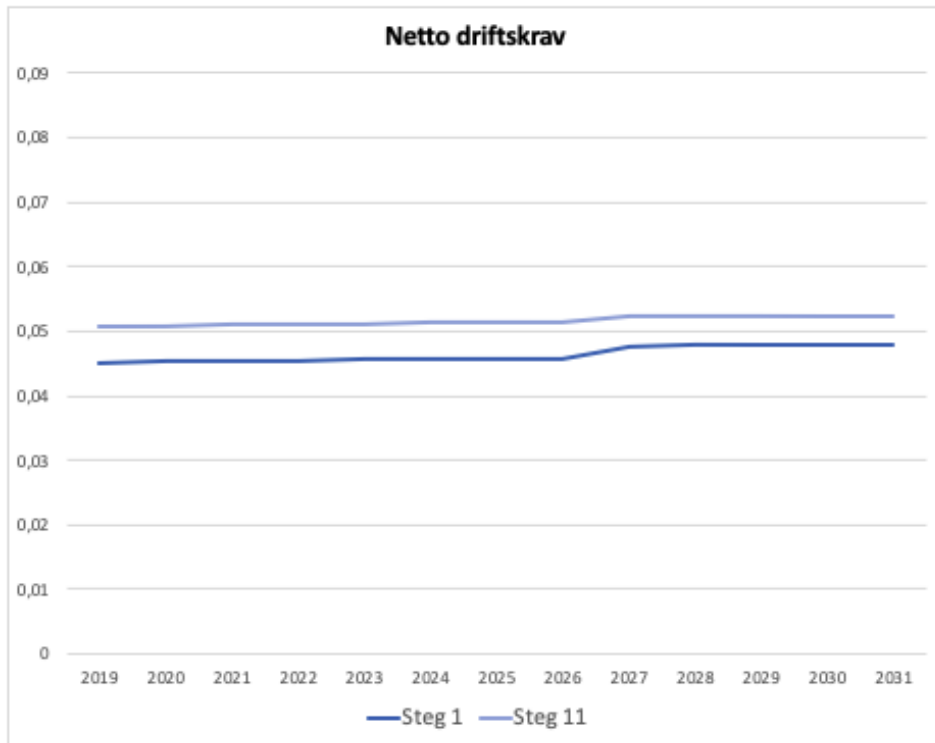
Tabell 11-5: Konvergens mot fundamentalt verdiestimat

Fra figur 11-2 kan vi observere konvergeringsprosessen fra steg 1 til steg 11. Vi observerer at det endelige verdiestimatet ligger nærmere verdiestimatet etter egenkapitalmetoden. Dette skyldes at selskapskapitalmetoden er mer sensitiv ovenfor endringer i avkastningskravene, da metoden i større grad avhenger av vekting (Knivsflå, 2020p).

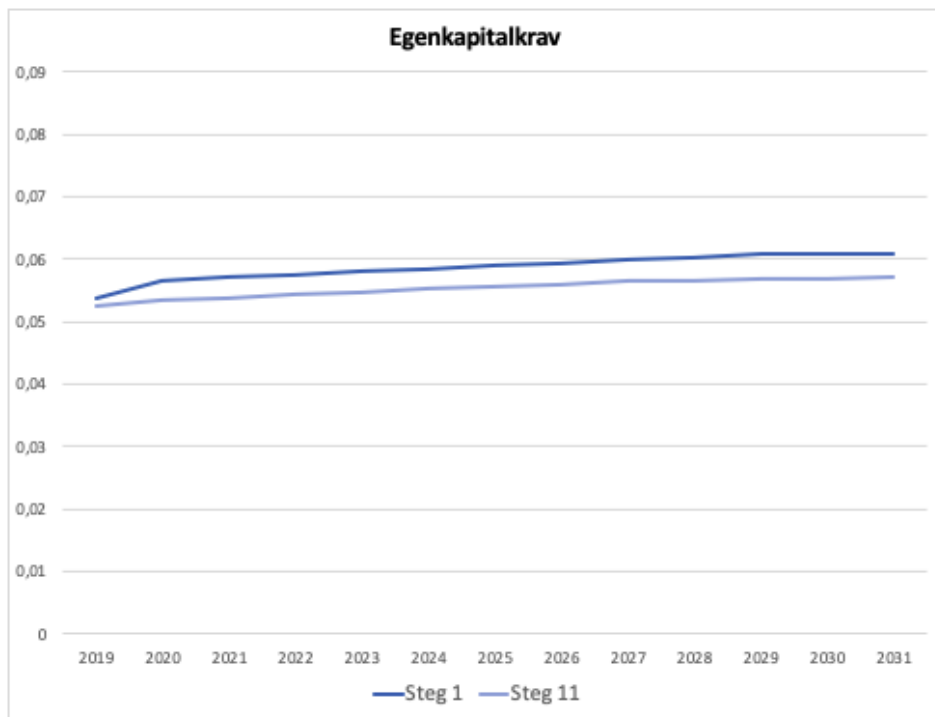


Figur 11-2: Konvergens mot fundamentalt verdiestimat

I figur 11-3 og 11-4 ser vi utviklingen av henholdsvis netto driftskravet og egenkapitalkravet fra steg 1 til steg 11 i konvergeringsprosessen. Netto driftskravet øker som følge av konvergeringen, som skyldes at kravet er underestimert når man benytter budsjetterte verdier ved vekting (Knivsflå, 2020p). Motsatt observerer vi at egenkapitalkravet reduseres fra steg 1 til steg 11. I tillegg er differansen mellom kravene gjennom prosessen, mindre for egenkapitalmetoden i forhold til selskapskapitalmetoden. Dette illustrerer bakgrunnen for at den største endringen i verdiestimatet i steg 2 vil være for selskapskapitalmetoden. Følgelig ligger det endelige verdiestimatet nærmere verdiestimatet etter egenkapitalmetoden.



Figur 11-3: Utvikling av netto driftskrav etter konvergeringsprosedyre



Figur 11-4: Utvikling av egenkapitalkrav etter konvergeringsprosess

Oppsummert er det fundamentale verdiestimatet kr 181,49 per aksje etter gjennomført konvergering. Estimaten baserer seg i all hovedsak på forventet verdi, og det knytter seg derfor

en viss usikkerhet til verdiestimatet (Knivsflå, 2020p). For å håndtere usikkerheten, vil vi i det følgende utføre en analyse av usikkerhet.

11.5 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet

Det fjerde og siste steget i rammeverket for fundamental verdsetting innebærer å utføre en analyse av usikkerhet i verdiestimatet. Verdiestimatet er beregnet på bakgrunn av våre forventninger om utvikling i budsjett horisonten. Forventningene om utvikling baserer seg på tilgjengelig informasjon, og ved ny informasjon kan man følgelig forvente endringer i verdiestimatet. I dette delkapittelet vil vi derfor håndtere usikkerheten i verdiestimatet (Knivsflå, 2020q).

11.5.1 Konkursrisiko

I kapittel 9 utarbeidet vi framtidsregnskapet basert på en forutsetning om fortsatt drift, som innebærer at faren for konkurs ikke er hensyntatt ved utarbeidelsen av verdiestimatet. Dog er konkursrisikoen indirekte reflektert i verdiestimatet ved at vi har innarbeidet en kredittrisikopremie i avkastningskravene. Kredittrisikopremien er en ekstra premie kreditor krever for konkursrisiko, og er basert på selskapets syntetiske rating. Selv om vi indirekte har hensyntatt konkursrisikoen, er den sannsynligvis noe undervurdert. Ved bruk av formel 11-7 vil vi derfor justere verdiestimatet for sannsynligheten for konkurs (Knivsflå, 2020q).

$$VEK = (1 - p_{k\text{ort}}) * FVEK + p_{k\text{ort}} * LVEK$$

hvor,

$VEK = \text{verdi av egenkapital}$, $p_{k\text{ort}} = \text{kortsiktig konkursrisiko}$,
 $FVEK = \text{fundamentalverdi av EK gitt fortsatt drift}$, $LVEK = \text{likvidasjonsverdi}$

Formel 11-7: Fundamentalt verdiestimat justert for kortsiktig konkursrisiko (Knivsflå, 2020q)

Ettersom verdiestimatet delvis inneholder konkursrisiko, vil vi benytte en kortsiktig konkursrisiko for å korrekt innarbeide sannsynligheten. Denne vil fastsettes på bakgrunn av den syntetiske framtidratingen i kapittel 10.2.1. Ratingen til Grieg Seafood ble beregnet til karakter A fra 2020 til 2026, og hvor den deretter ble redusert til karakter BBB. Dette indikerer

en kortsiktig risiko for konkurs på henholdsvis 0,1% og 0,3%. Konkursrisikoen fastsettes derfor til gjennomsnittet på 0,2%. Likvidasjonsverdien vil være lik null ettersom man ved konkurs ofte har en rask realisering av verdien, som innebærer at eiendelene selges til under markedspris og kreditorene ikke mottar full dekning (Knivsflå, 2020q). Beregningen er presentert i tabell 11-6:

Grieg Seafood	
Fundamentalt verdiestimat	181,49
* Sannsynligheten for at virksomheten overlever på kort sikt	0,998
+ Likvidasjonsverdi	0
* Sannsynligheten for konkurs på kort sikt	0,002
= Verdiestimat på egenkapital per aksje	181,13

Tabell 11-6: Verdiestimat per aksje etter konkursrisiko

Ved å hensynta konkursrisiko, vil verdiestimat per aksje reduseres fra kr 181,49 til kr 181,13. Ettersom Grieg Seafood har en god syntetisk rating, er effekten forsvinnende liten. Det kan derfor stilles spørsmål til om justeringen er nødvendig, men vi velger likevel å operere med et verdiestimat på kr 181,13 i det videre.

11.5.2 Simulering

I det følgende vil vi utføre en Monte Carlo simulering ved hjelp av programmet @Risk i Excel. Ved å utføre en simulering vil man synliggjøre usikkerhet i verdiestimatet. Verdiestimatet vi har per nå er et punkttestimat, og ved å gjennomføre en simulering vil vi i stedet få en fordeling av verdiestimatet. For å oppnå en fordeling, vil kritiske budsjett- og verdidrivere gjøres om til stokastiske, eller usikre, variabler (Knivsflå, 2020q).

Før man kan utføre simuleringen, må man først velge ut de kritiske driverne. Ved utarbeidelse av framtidsregnskapet i kapittel 9, benyttet vi ni ulike budsjett drivere som alle må betegnes som usikre. I tillegg vil også kravdriverne estimert i kapittel 10 anses som usikre. Dog er det driverne relatert til drift som vil anses som de mest kritiske (Knivsflå, 2020q). Vi har dermed valgt driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin som tre kritiske budsjett drivere vi ønsker å fokusere på i det følgende. Videre inkluderer vi kravdriveren egenkapitalbeta.

Ved utarbeidelsen av framtidsregnskapet i kapittel 9 benyttet vi fire budsjettpunkter med tilhørende lineær utvikling mellom punktene. For å gjennomføre simuleringen må budsjett-og verdidriverne omgjøres til stokastiske variabler med sannsynlighetsfordeling i de fastsatte budsjett punktene (Knivsflå, 2020q). I det følgende vil vi dermed velge standardavvik og eventuell korrelasjon for hver av de kritiske driverne.

Driftsinntektsvekst

Budsjettdriveren driftsinntektsvekst er benyttet for å estimere driftsinntektene over budsjett horisonten. Driftsinntektsveksten avhenger i stor grad av lakseprisen, og det medfører følgelig en stor usikkerhet for fastsettelsen i framtiden. For nærmere redegjørelse av driftsinntektsveksten henvises det til kapittel 9.3.

For å velge standardavvik på kort sikt, tas det utgangspunkt i det historiske standardavviket i driftsinntektsveksten. Det historiske standardavviket over analyseperioden er beregnet til 0,26, og anses som urimelig høyt. Som diskutert i kapittel 9.2.1 har Grieg Seafood en svært høy driftsinntektsvekst i begynnelsen av analyseperioden, som skyldes lavere driftsinntekter og dermed høyere prosentvis vekst. Dette vil følgelig påvirke standardavviket. På kort sikt benytter vi derfor standardavvik på 5,3% og 6,6% for budsjett punkt 1 og 2. Dette er beregnet som henholdsvis én femtedel og én fjerdedel av det historiske standardavviket.

På mellomlang sikt vil det knytte seg en større usikkerhet til driftsinntektsveksten. Grieg Seafood har en optimistisk strategi vedrørende økt slaktevolum, men både biologiske utfordringer og lakseprisen gjør at veksten i driftsinntektene er vanskelig å predikere. For budsjett punkt M har vi derfor valgt et standardavvik på 9,9%, og vil derfor være 50% mer usikkert sammenlignet med kort sikt. På lang sikt, i budsjett punkt T, kan som tidligere nevnt veksten ikke overstige den forventede realveksten i verdensøkonomien på 5%. Det er derfor på lang sikt valgt en uniform sannsynlighetsfordeling. Den maksimale veksten kan følgelig ikke overstige 5%, mens den nedre grensen er fastsatt til 2,5%.

Budsjett punkt	År	Forventet div	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
1	2020	0,097	0,053	Normal
2	2021	0,100	0,066	Normal
M	2024	0,130	0,099	Normal
T	2029	0,040	U(0,025;0,05)	Uniform

Tabell 11-7: Sannsynlighetsfordeling for budsjettdriveren driftsinntektsvekst

Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler benyttes for å estimere netto driftseiendeler over budsjetthorisonten i kapittel 9. Omløpet til netto driftseiendeler er, som tidligere forklart, forholdet mellom driftsinntekter og netto driftseiendeler. Dermed vil onde øke når driftsinntekter øker, jamfør kapittel 9.4. Vi har derfor fastsatt standardavviket til onde i budsjettpunkt 1 og 2, tilsvarende standardavviket til driftsinntektsveksten.

Det historiske standardavviket er 9,8%, og blir benyttet som standardavvik i budsjettpunkt M. Dette fordi det knytter seg en større usikkerhet på mellomlang sikt. På lang sikt er standardavviket fastsatt tilsvarende standardavviket i budsjettpunkt 2, altså til 6,6%. Dette fordi usikkerheten vil være mindre på lang sikt, da man basert på økonomisk teori vil ha større innsikt i hvordan veksten vil utvikles over tid (Knivsflå, 2020q).

Budsjettpunkt	År	Forventet onde	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
1	2020	1,200	0,053	Normal
2	2021	1,150	0,066	Normal
M	2024	1,250	0,098	Normal
T	2029	1,300	0,066	Normal

Tabell 11-8: Sannsynlighetsfordeling for budsjettdriveren onde

Netto driftsmargin

Budsjettdriveren netto driftsmargin benyttes for beregning av netto driftsresultat i framtidsregnskapet. Det historiske standardavviket til netto driftsmargin er 4,5%, og synes som et rimelig estimat for standardavviket i både budsjettpunkt 1 og 2. Videre vil det være større usikkerhet knyttet til framtiden. Teknologisk innovasjon kan bidra til økt produksjonsvolum, men kan på den andre siden også bidra til svekket lønnsomhet på grunn av lavere inngangsbarrierer i form av landbaserte oppdrettsanlegg. Standardavviket på mellomlang sikt er således fastsatt til 6,7%, som gjør at forventet netto driftsmargin vil være 50% mer usikker i budsjettpunkt M. På lang sikt vil usikkerheten reduseres, og standardavviket er dermed satt til 3%.

Budsjettpunkt	År	Forventet ndm	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
1	2020	0,100	0,045	Normal
2	2021	0,110	0,045	Normal
M	2024	0,080	0,067	Normal
T	2029	0,055	0,030	Normal

Tabell 11-9: Sannsynlighetsfordeling for budsjettdriveren netto driftsmargin

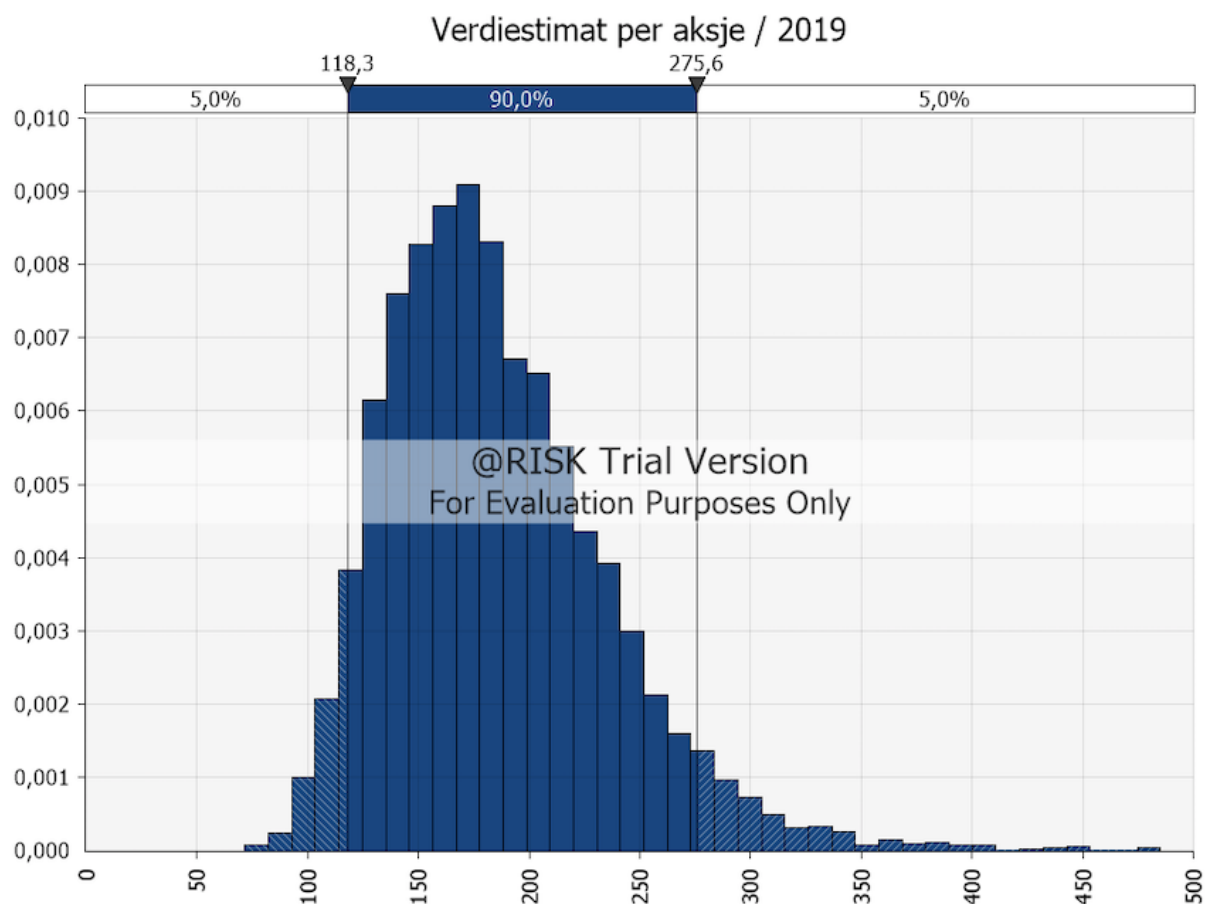
I følge Knivsflå (2020q), vil virksomheter med en høy driftsmargin ofte ha et lavt omløp på netto driftseiendeler. Dette kan med andre ord indikere en negativ korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Korrelasjon betyr at det er en sammenheng mellom to faktorer. En negativ korrelasjon innebærer at dersom én faktor er over forventning, kan dette påvirke utfallet til en annen faktor i motsatt retning (Knivsflå, 2020q). Korrelasjonen mellom netto driftsmargin og onde har gjennom analyseperioden vært på 0,82 – som indikerer en svært sterk positiv sammenheng. Ettersom dette strider mot forventningen om en negativ korrelasjon, velger vi skjønnsmessig å sette denne ned til 0,41.

Egenkapitalbeta

Den siste kritiske driveren vil være kravdriveren egenkapitalbeta. Egenkapitalbetaen anses som kritisk da den har stor påvirkningskraft på både egenkapitalkravet og netto driftskravet, som blir benyttet som diskonteringsrente for henholdsvis egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. Gjennom analyseperioden har egenkapitalbeta hatt et standardavvik på 8,3%. Det historiske standardavviket synes rimelig, og videreføres som standardavvik her.

11.5.2.1 Resultat fra Monte Carlo-simulering

De kritiske driverne fungerer som input variabler i Monte Carlo-simuleringen, og etter å ha bestemt disse presenteres her resultatet fra simuleringen. Simuleringen har blitt kjørt 10 000 ganger, og vil vise en fordeling over verdierestimatet etter konkursrisiko på kr 181,13.



Figur 11-5: Fordeling av verdiestimat etter Monte Carlo-simulering

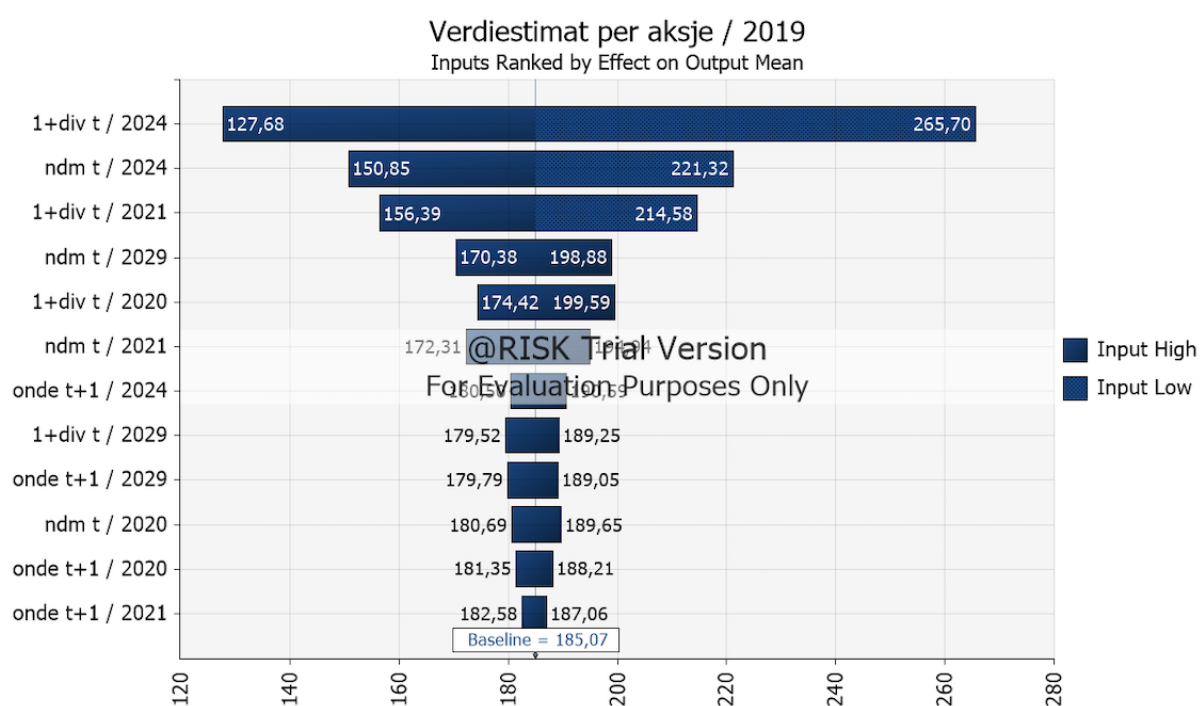
Statistikk			
Minimum	71,58	Values	8901
Maximum	485,17	Filtered	1099
Mean	185,07	Left X	118,3
Mode	167,12	Left P	5 %
Median	177,59	Right X	275,6
Std Dev	49,79	Right P	95 %
Skewness	1,0027	Dif. X	157,29
Kurtosis	4,92	Dif. P	90 %

Tabell 11-10: Statistikk fra Monte Carlo-simulering

Fra simuleringen ser vi at 90% av verdiene ligger mellom et intervall på kr 118,3 og kr 275,6. Det gjennomsnittlige verdiestimatet er beregnet til kr 185,07, som ligger nært vårt verdiestimatet etter konkursrisiko på kr 181,13. Videre er standardavviket på kr 49,79, som innebærer at i gjennomsnitt ligger verdiene pluss/minus 49,79 kr fra det gjennomsnittlige verdiestimatet. Vi kan derfor fastslå at det knytter seg en nevneverdig usikkerhet til verdiestimatet.

11.5.3 Sensitivitetsanalyse

Gjennom å utføre en sensitivitetsanalyse vil man, ved å endre budsjettdriverne, synliggjøre de enkelte drivernes påvirkning på verdiestimatet (Knivsflå, 2020q). Ved å utføre en tornadoanalyse i @Risk, vil vi få innsikt i hvor sensitivt verdiestimatet er ovenfor de ulike kritiske budsjettdriverne. Tornadoanalysen er presentert i figur 11-6, hvor vi observerer at driftsinntektsveksten i budsjettpunkt M og 2, samt netto driftsmargin i budsjettpunkt M utgjør de budsjettdriverne med klart størst påvirkning på verdiestimatet. Vi vil i det videre utføre en sensitivitetsanalyse basert på disse tre driverne.



Figur 11-6: Tornadoanalyse av verdiestimatet

Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten gjorde utslag i tornadoanalysen både i budsjettpunkt 2 (2021) og budsjettpunkt M (2024). Av disse gjorde driftsinntektsveksten i budsjettpunkt M det klart største utslaget. Vi vil derfor analysere hvordan verdiestimatet påvirkes når driftsinntektsveksten endres i disse punktene.

I figur 11-11 følger sensitivitetsanalyse av driftsinntektsveksten i budsjettpunkt M. Vi observerer at verdiestimatet er svært sensitivt ovenfor endringer i denne budsjettdriveren. En

endring på +/- 20%, gir et utslag i verdiestimatet på over 60%. Videre påvirkes verdiestimatet med mellom 10- til 14% ved å endre driftsinntektsveksten med 5%.

Endring div 2024	-20 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	20 %
Verdiestimat per aksje	110,74	140,28	158,34	181,13	202,07	228,3	291,45
Endring i verdiestimat	-64 %	-29 %	-14 %	0 %	10 %	26 %	61 %

Tabell 11-11: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst i budsjettpunkt M

I figur 11-12 presenteres sensitivitetsanalyse av driftsinntektsveksten i budsjettpunkt 2. Vi observerer fra tabellen at budsjettdriveren i dette punktet er mindre sensitiv sammenlignet med budsjettpunkt M, men må likevel anses som markant. En økning og reduksjon på 20%, påvirker verdiestimatet med henholdsvis 31% og 37%.

Endring div 2021	-20 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	20 %
Verdiestimat per aksje	131,88	153,98	166,06	181,13	192,38	206,64	237,43
Endring i verdiestimat	-37 %	-18 %	-9 %	0 %	6 %	14 %	31 %

Tabell 11-12: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 2

I kapittel 9.2.1 analyserte vi den historiske driftsinntektsveksten, som de tre seneste årene har ligget på mellom 7 til 10%. En endring i div på 20% vil derfor være lite sannsynlig, også med tanke på at en høyere prosentvis driftsinntektsvekst vil være vanskeligere å oppnå jo større selskapet blir. En endring på mellom 5 til 10 prosent synes dog rimelig. Spørsmålet er om driftsinntektens sensitivitet vil være en svakhet ved vår fundamentale verdivurdering. Driftsinntektene til selskapene i lakseoppdrettsbransjen følger i stor grad lakseprisen, og lakseprisen påvirker igjen aksjekursen (Berge, 2020). Sensitivitetsanalysen synes derfor rimelig, og gjenspeiler driftsinntektenes avhengighet av lakseprisen.

Netto driftsmargin

Tornadoanalysen viste videre at verdiestimatet vil være svært sensitivt ovenfor netto driftsmargin i budsjettpunkt M. Ved å endre netto driftsmargin med +/- 20%, som presentert i tabell 11-13, vil verdiestimatet kun påvirkes med rundt 2 til 3%. Det synes derfor ikke som verdiestimatet er like sensitivt ovenfor netto driftsmargin, som analysen indikerte. Årsaken til dette kan være standardavviket som ble benyttet i programmet, som ble fastsatt til en 50% større usikkerhet i budsjettpunkt M fra budsjettpunkt 2.

Endring ndm 2024	-20 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	20 %
Verdiestimat per aksje	176,4	178,64	179,02	181,13	181,98	183,06	185,25
Endring i verdiestimat	-3 %	-1 %	-1 %	0 %	0 %	1 %	2 %

Tabell 11-13: Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i budsjettpunkt M

Ettersom sensitivitetsanalysen av netto driftsmargin i budsjettpunkt M ikke var som forventet, vil vi undersøke netto driftsmargin i budsjettpunkt T (2029). Ifølge tornadoanalysen vil også dette punktet være sensitivt ovenfor verdiestimatet. Resultatet er presentert i tabell 11-14, hvor vi observerer at verdiestimatet er svært sensitivt ovenfor endring i netto driftsmargin i konstant vekst. For eksempel vil en reduksjon på 20% gi en endring i verdiestimatet på hele 73%. Årsaken til sensitiviteten i budsjettpunkt T, kan sannsynligvis tilskrives at en endring i konstant vekst også vil påvirke T+1 (2030) og T+2 (2031). Netto driftsmargin ble i kapittel 9.5 fastsatt til 0,055 i konstant vekst-fasen, på bakgrunn av at man forventer redusert lønnsomhet i bransjen i fremtiden. Verdiestimatet vil følgelig i stor grad være påvirket av våre forventninger om økt konkurranse, og vil være svært sensitivt ved en eventuell informasjonsendring.

Endring ndm 2029	-20 %	-10	-5 %	0 %	5 %	10 %	20 %
Verdiestimat per aksje	104,62	143,61	163,02	181,13	201,67	220,91	259,21
Endring i verdiestimat	-73,13 %	-26,13 %	-11,11 %	0,00 %	11,34 %	21,96 %	43,11 %

Tabell 11-14: Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i budsjettpunkt M

11.6 Oppsummering av fundamentalt verdiestimat

I dette kapittelet har vi, basert på framtidsregnskapet og framtidskravene i henholdsvis kapittel 9 og 10, utarbeidet et fundamentalt verdiestimat per aksje på kr 181,13 per 31.12.2019 for Grieg Seafood. Børskursen per 31.12.2019 var kr 140,30 (Oslo Børs, u.å.(b)), og den fundamentale verdsettelsen indikerer dermed at aksjen er undervurdert i markedet.

Det første verdiestimatet ble utledet gjennom egenkapital- og selskapskapitalmetoden, og var basert på budsjetterte vekter. Etter denne beregningen fikk vi tre ulike verdiestimater, som indikerte et gjennomsnittlig verdiestimat per aksje på kr 275,46.

Vi utførte deretter en konvergeringsprosedyre mot et felles verdiestimat, hvor avkastningskravene ble basert på vekter til virkelig verdiestimat. Konvergeringen førte til en betydelig reduksjon i verdiestimatet beregnet etter selskapskapitalmetoden, som bekreftet at

denne metoden i større grad avhenger av vekting. Etter fullført konvergering ble verdi per aksje estimert til kr 181,49.

Videre utførte vi en analyse av usikkerhet i verdiestimatet, da verdiestimatet ble beregnet på bakgrunn av våre forventninger om utvikling og følgelig medbrakte en viss usikkerhet. Usikkerheten ble hensyntatt gjennom en analyse av konkursrisiko, Monte Carlo-simulering og til slutt en sensitivitetsanalyse. Først inkluderte vi konkursrisiko i verdiestimatet, som kun ga en marginal effekt hvor verdiestimatet ble redusert til kr 181,13. Videre utførte vi en Monte Carlo-simulering, hvor målet var å synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet. Vi fastsatte driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin og egenkapitalbeta som kritiske budsjett- og kravdrivere, og som dermed fungerte som input-variabler i simuleringen. Simuleringen indikerte et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 185,07, med et standardavvik på kr 49,79. Verdiestimatet viste seg med andre ord å inneholde en betydelig usikkerhet.

Avslutningsvis gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse, hvor vi gjennom en tornadoanalyse identifiserte budsjettdriverne med størst utslagskraft på verdiestimatet. Deretter presenterte vi hvordan verdiestimatet ville endre seg i takt med endringer i de identifiserte budsjettdriverne. Sensitivitetsanalysen indikerte at verdiestimatet var svært sensitivt ovenfor endringer i driftsinntektsvekst i budsjettpunkt M og 2, samt netto driftsmargin i budsjettpunkt T.

På bakgrunn av usikkerhetsmomentene knyttet til det fundamentale verdiestimatet, vil vi i det følgende kapittelet supplere verdsettelsen med en komparativ verdivurdering for å styrke påliteligheten til verdiestimatet.

12 Komparativ verdsettelse

I dette kapitlet vil vi utføre en komparativ verdsettelse av Grieg Seafood, som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Som diskutert i kapittel 3.2, er fundamental- og komparativ verdsettelse to svært hensiktsmessige metoder å kombinere for å oppnå et mest mulig pålitelig estimat. Den fundamentale verdsettelsen vil være mer sensitiv overfor små endringer, og den komparative verdsettelsen vil derfor i det følgende fungere som “benchmark”.

Komparativ verdivurdering er en svært populær metode å benytte i praksis, da den anses som enkel og lite ressurskrevende sammenlignet med den fundamentale metoden (Kaldestad & Møller, 2017). Metoden blir ofte omtalt som en markedsbasert verdivurderingsteknikk, da man ved bruk av metoden estimerer selskapets egenkapitalverdi ved å sammenligne mot verdien hos komparative selskap (Knivsflå, 2020r).

Metoden kan deles inn i to ulike modeller, henholdsvis multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Vi vil i det videre kun benytte oss av multiplikatormodellen, da substansverdimodellen anses som lite anvendelig for selskap hvor mange av eiendelene er immaterielle (Kaldestad & Møller, 2017).

12.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen innebærer at man sammenligner egenkapitalen til vårt selskap, med børsverdien til et komparativt selskap. Verdien estimeres dermed ved å multiplisere den komparative multiplikatoren med et nøkkeltall, også kalt basis. Multiplikatormodellen kan videre deles inn i egenkapital- og selskapskapitalmetoden, som vil gi en henholdsvis direkte og indirekte verdsettelse av egenkapitalen (Knivsflå, 2020r). Knivsflå (2020r) argumenterer for at ettersom selskapskapitalmetoden hensyntar selskapenes kapitalstruktur, vil dette være den mest hensiktsmessige metoden å benytte i praksis.

Det må også påpekes at selv om multiplikatormetoden er populær og relativt enkel å benytte, knytter det seg også visse ulemper til metoden. Ettersom man har et valg i forbindelse med både komparative selskap og basis, gir metoden muligheter til å påvirke verdiestimatet i ønsket

retning. Ved at metoden er enkel, eksisterer det også en fare for at betydningsfull informasjon ignoreres (Kaldestad & Møller, 2017).

I figur 12-1 presenteres rammeverket for multiplikatormodellen, som vi vil benytte i det videre.



Figur 12-1: Rammeverk for multiplikatorvurdering (Fritt fra Knivsfå, 2020r)

12.1.1 Valg av multiplikatormodell

Som nevnt vil selskapskapitalmetoden være den mest hensiktsmessige metoden, og vi vil derfor benytte selskapskapital-multiplikatorer. Selskapskapitalmetoden er presentert i formel 12-1:

$$VEK = M_k * Basis - NFG$$

hvor,
 $VEK = \text{egenkapitalverdien}, M_k = \text{multiplikator}, NFG = \text{netto finansiell gjeld}$

Formel 12-1: Multiplikatormodell ved selskapskapitalmetoden (Knivsfå, 2020r)

Multiplene vi har valgt å benytte er pris/bok, pris/fortjeneste, EV/EBIT og EV/EBITDA. Dette er multipler som er mye benyttet i praksis, og som vil egne seg godt til verddivurderingsformålet (Kaldestad & Møller, 2017). Pris/bok og pris/fortjeneste multiplene vil ved beregning justeres for de komparative selskaperes kapitalstruktur (Knivsfå, 2020r).

12.1.2 Komparative selskap

Å finne komparative selskap kan være krevende, da ingen selskap i teorien er like. Det vil følgelig alltid eksistere ulikheter mellom selskapene som velges, som derfor må hensyntas i verdsettelsen (Damodaran, 2012). I kapittel 2.3 valgte vi selskapene Lerøy Seafood, Mowi, Norway Royal Salmon og SalMar som komparative selskap på bakgrunn av at de alle var børsnotert og var av lignende omfang. Det kan dog diskuteres hvorvidt Mowi bør utgjøre en

del av utvalget i det følgende. Mowi har som kjent et dobbelt så stort produksjonsvolum som det nest største selskapet, Lerøy Seafood (Mowi, 2019b). Følgelig kan inkludering av Mowi i stor grad kunne påvirke verdierestimatet, noe som vil hensyntas avslutningsvis i kapitlet.

12.1.3 Multiplikatorer

I det følgende vil vi estimere Grieg Seafoods egenkapitalverdi basert på multiplikatorene som ble valgt i kapittel 12.1.1.

Justert Pris/Bok

Pris/bok (P/B) multiplikalet er en balanseorientert multiplikator som viser verdien av egenkapitalen per aksje (Knivslå, 2020r). Metoden er ukomplisert å anvende og kan også brukes for selskaper med negativt resultat (Kaldestad & Møller, 2017).

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Formel 12-2: Pris/Bok multiplikalet (Kaldestad & Møller, 2017)

For å hensynta selskapenes ulike kapitalstrukturer, vil vi foreta en justering av P/B-multiplikalet (Knivslå, 2020r). Justeringen er presentert i formel 12-3, og det forutsettes ved beregning at bokført netto finansiell gjeld er lik verdien av netto finansiell gjeld.

$$\left(\frac{VEK}{EK}\right)_v = \left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_k + \left(\left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_k - 1\right) * nfgg_v$$

hvor,

*VEK = verdi av EK, VNDK = verdi netto driftskapital, NDK = netto driftskapital,
nfgg = netto finansiell gjeldsgrad*

Formel 12-3: Justert P/B-multiplikalet (Knivslå, 2020r)

Den justerte P/B multiplikalet er beregnet til 4,39, jamfør tabell 12-1. Til sammenligning vil den ujusterte multiplikalet være 3,63, og følgelig fører justeringen til et høyere verdierestimat for Grieg Seafood. Metoden gir en egenkapitalverdi på kr 18 700 752, og et verdierestimat per aksje på kr 169,34.

	Grieg Seafood	Lerøy Seafood	SalMar	NRS	Mowi	Median	Gj.snitt	Snitt
Markedsverdi EK	15 495 898	34 733 605	50 653 630	10 368 979	118 004 751			
Bokført verdi EK	4 257 913	17 763 305	9 740 100	3 357 040	28 058 220			
P/B	3,64	1,96	5,20	3,09	4,21	3,65	3,61	3,63
VNDK/NDK	2,61	1,83	4,24	3,07	3,08	3,08	3,05	3,07
Justert P/B	4,39							

	Snitt
Multiplikator	4,39
Egenkapital	4 257 913
Egenkapitalverdi	18 700 752
Antall aksjer	110 433 458
Verdiestimat	169,34

Tabell 12-1: Verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av justert P/B-multippel

Justert Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste er en resultat- og kontantstrømorientert multiplikator, og indikerer forholdet mellom markedsverdi og resultat etter skatt (Knivsflå, 2020r). Metoden anses som enkel, og vil være svært hensiktsmessig å benytte for selskaper i «steady state» (Kaldestad & Møller, 2017).

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Formel 12-4: Pris/Fortjeneste multippel (Kaldestad & Møller, 2017)

Som med P/B-multippelen, vil også P/F-multippelen justeres for å hensynta differanser i kapitalstruktur. Justeringen foretas som følger:

$$\frac{VEK}{NRE} = \frac{VNDK}{NDR} + \left(\frac{VNDK}{NDR} - \frac{VNFG}{NFK} \right) * \frac{NFK}{NRE}$$

hvor,

VEK = markedsverdi av EK, NRE = nettoresultat til EK,
 $VNDK$ = verdi netto driftskapital, NDR = netto driftsresultat,
 $VNFG$ = verdi netto finansiell gjeld, NFK = netto finanskostnad

Formel 12-5: Justert Pris/Fortjeneste-multippel (Knivsflå, 2020r)

Ved å justere P/F-multippelen får vi en multippel på 18,76, sammenlignet med en ujustert multippel på 22,68. Ved å hensynta selskapenes forskjellige kapitalstruktur, får vi dermed et redusert verdiestimat. Verdiestimatet per aksje er beregnet til kr 154,41.

	Grieg Seafood	Lerøy Seafood	SalMar	NRS	Mowi	Median	Gj.snitt	Snitt
Markedsverdi EK	15 495 898	34 733 605	50 653 630	10 368 979	118 004 751			
Resultat etter skatt	644 908	1 869 739	2 544 487	390 498	4 620 110			
P/F	24,03	18,58	19,91	26,55	25,54	22,72	22,64	22,68
VNDK/NDR	18,02	15,57	17,65	24,57	19,22	18,43	19,25	18,84
VNFG/NFK	68,32	12,30	17,82	0,74	140,36	6,52	33,89	20,21
NFK/NRE	0,06	0,11	-0,06	0,11	0,02	0,07	0,05	0,06
Justert P/F	18,76							

	Snitt
Multiplikator	18,02
Netto resultat til EK	946 033
Egenkitalverdi	17 052 166
Antall aksjer	110 433 458
Verdiestimat	154,41

Tabell 12-2: Verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av P/F-multippel

EV/EBIT

Ifølge Kaldestad & Møller (2017), anses EV/EBIT multippelen som svært hensiktsmessig å bruke i nesten alle sammenhenger. Ved å bruke denne multippelen kan man sammenligne selskapenes underliggende drift, samt tar multippelen delvis hensyn til selskapenes investeringsbehov (Kaldestad & Møller, 2017). EV/EBIT-multippelen er presentert i formel 12-6:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

Formel 12-6: EV/EBIT multippel (Kaldestad & Møller, 2017)

I tabell 12-3 presenteres den beregnede EV/EBIT multippelen for Grieg Seafood og bransjen. For Grieg Seafood er forholdet mellom EV og EBIT 16,76, mens Mowi har den høyeste multippelen på 22,25 - som følgelig vil dra opp snittet. Den komparative multiplikatoren blir her regnet som snittet av median og gjennomsnitt (Knivsflå, 2020r). EV/EBIT multippelen gir dermed en verdi per aksje på kr 154,69.

	Grieg Seafood	Lerøy Seafood	SalMar	NRS	Mowi	Median	Gj.snitt	Snitt
Markedsverdi EK	15 495 898	34 733 605	50 653 630	10 368 979	118 004 751			
Bokført NFG	2 735 800	2 641 000	2 902 100	33 073	15 130 470			
EV	18 231 698	37 374 605	53 555 730	10 402 052	133 135 221			
EBIT	1 087 574	2 734 235	3 067 597	542 802	5 984 900			
EV/EBIT	16,76	13,67	17,46	19,16	22,25	18,31	18,13	18,22

	Snitt
Multiplikator	18,22
EBIT	1 087 574
Bokført NFG	2 735 800
Egenkapitalverdi	17 082 621
Antall aksjer	110 433 458
Verdiestimat	154,69

Tabell 12-3: Verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av EV/EBIT-multiippel

EV/EBITDA

EV-EBITDA multiippelen har samme fordeler som EV/EBIT, men hvor forskjellen er at den ikke hensyntar avskrivninger. Fordelen med å utelate avskrivninger er at man utelater forskjeller som oppstår som følge av disse samt goodwill (Kaldestad & Møller, 2017).

EV/EBITDA utledes gjennom følgende formel:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

Formel 12-7: EV/EBITDA-multiippel (Kaldestad & Møller, 2017)

Fra tabell 12-4 er den gjennomsnittlige komparative multiplikatoren estimert til 14,41, mens Grieg Seafood har en noe lavere multiippel på 12,17. Verdiestimat per aksje er etter EV/EBITDA multiplikatoren kr 170,67. Verdiestimatet er høyere enn for EV/EBIT multiippelen, og viser dermed hvordan selskapenes forskjellige avskrivningsprofiler påvirker verdiestimatet (Kaldestad & Møller, 2017).

	Grieg Seafood	Lerøy Seafood	SalMar	NRS	Mowi	Median	Gj.snitt	Snitt
Markedsverdi EK	15 495 898	34 733 605	50 653 630	10 368 979	118 004 751			
Bokført NFG	2 735 800	2 641 000	2 902 100	33 073	15 130 470			
EV	18 231 698	37 374 605	53 555 730	10 402 052	133 135 221			
EBITDA	1 498 157	3 746 276	3 786 046	629 606	8 622 570			
EV/EBITDA	12,17	9,98	14,15	16,52	15,44	14,79	14,02	14,41

	Snitt
Multiplikator	14,41
EBITDA	1 498 157
Bokført NFG	2 735 800
Egenkapitalverdi	18 848 077
Antall aksjer	110 433 458
Verdiestimat	170,67

Tabell 12-4: Verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av EV/EBITDA multiippel

12.2 Det komparative verdiestimatet

Etter de foregående beregningene har vi nå grunnlag for å kunne utlede det endelige komparative verdiestimatet. Det komparative verdiestimatet beregnes som gjennomsnittet av de fire multiplene; Pris/Bok, Pris/Fortjeneste, EV/EBIT og EV/EBITDA. Resultatet er presentert i tabell 12-5.

	P/B	P/F	EV/EBIT	EV/EBITDA	Gjennomsnitt
Verdiestimat	169,34	160,74	154,69	170,67	163,86

Tabell 12-5: Det komparative verdiestimatet

Den komparative verdsettelsen indikerer et verdiestimat på kr 163,86 per aksje. Grieg Seafoods børskurs per 31.12.2019 var kr 140,30, og gir følgelig en indikasjon på at aksjen er undervurdert i markedet. Resultatet underbygger dermed indikasjonen fra den fundamentale verdsettelsen. Det komparative verdiestimatet gir dog et estimat som ligger 11% lavere enn det fundamentale. Den komparative verdivurderingen gir følgelig et mindre optimistisk syn på selskapets egenkapitalverdi.

Som nevnt innledningsvis, knytter det seg visse ulemper til den komparative metoden. Dette innebærer at verdiestimatet i stor grad er påvirket av valg av basis og komparative selskap. Det ble blant annet stilt spørsmål til om Mowi burde utgjøre en del av sammenligningsgrunnlaget, som følge av at det er et betydelig større selskap sammenlignet med de resterende komparative selskapene. Ved å ekskludere Mowi fra utvalget, vil det gjennomsnittlige verdiestimatet reduseres til kr 159,51. Det synes derfor ikke som inkludering av Mowi vil påvirke verdiestimatet i særlig grad, og vi velger derfor å beholde Mowi i sammenligningsgrunnlaget.

En videre ulempe med den komparative verdsettelsen er at det er en enkel metode, hvor faren er at man risikerer å ignorere betydningsfull informasjon. Dette kan være årsaken til at det komparative verdiestimatet ligger lavere enn det fundamentale. Dog underbygger det komparative verdiestimatet indikasjonen fra den fundamentale verdivurderingen – at aksjen er undervurdert i markedet. Den komparative verdivurderingen styrker dermed påliteligheten til det fundamentale verdiestimatet.

Basert på estimatene fra den fundamentale- og komparative verdivurderingen, vil vi i det neste kapitlet utarbeide et endelig verdiestimat. Ved å sammenligne verdiestimatet mot børskurs, vil vi deretter kunne anbefale en handlingsstrategi.

13 Oppsummering og handlingsstrategi

Gjennom 12 kapitler har vi nå utarbeidet en fundamental verdivurdering av Grieg Seafood ASA. Verdsettelsen har også blitt supplert med en komparativ verdivurdering. I dette kapitlet vil vi gi en oppsummering av utredningen, før vi til slutt vil anbefale en handlingsstrategi basert på det endelige verdiestimatet.

13.1 Oppsummering

Formålet med oppgaven har vært å besvare følgende problemstilling:

«Hva er egenkapitalverdien til Grieg Seafood ASA per 31.12.2019?»

Utredningen startet med å gi en presentasjon av selskapet, samt lakseoppdrettsbransjen. Dette dannet det videre grunnlaget for å utarbeide en strategisk analyse gjennom en kvalitativ undersøkelse av underliggende økonomiske forhold. Gjennom den strategiske analysen konkluderte vi med at bransjen anses som moderat attraktiv å konkurrere i, hvor det følgelig vil være mulig å opprettholde konkurransefordeler. Videre kom vi fram til at Grieg Seafood innehar konkurranseparitet i bransjen. De viktigste funnene fra den strategiske analysen var at bransjen har store muligheter i forhold til en sterk etterspørsel etter laks. En stadig voksende befolkning, samt ny teknologi kan bidra til å opprettholde lønnsomheten i bransjen også i framtiden. På den andre siden kan ny teknologi, som landbaserte oppdrettsanlegg, utgjøre en trussel i form av lavere inngangsbarrierer i bransjen, og dermed kunne redusere lønnsomheten i framtiden.

Vi utarbeidet deretter en kvantitativ strategisk regnskapsanalyse. Ved å gjennomføre en analyse av risiko fastsatte vi karakteren BBB som estimat på selskapets kredittrating, og karakteren A på bransjen. Den syntetiske ratingen la det videre grunnlaget for å beregne historiske avkastningskrav. Vi utførte deretter en analyse av lønnsomhet, hvor det ble estimert at Grieg Seafood innehar en tidsvektet strategisk fordel på 20,3%. Bransjefordelen utgjorde 29% av den strategiske fordelen, som følgelig underbygget funnene fra den kvalitative innsikten.

Basert på den strategiske regnskapsanalysen, utarbeidet vi så framtidsregnskapet og framtidskravene. Vi undersøkte videre hvorvidt selskapet ville være i besittelse av en strategisk fordel i fremtiden, hvor vi kom fram til at den strategiske fordel vil reversere mot 3,9% i steady state. Reduksjonen av den strategiske driftsfordelen over budsjett horisonten underbygges av forholdene diskutert i den strategiske analysen, hvor økende konkurranse vil kunne føre til lavere inngangsbarrierer i bransjen i fremtiden.

Framtidsregnskapet og framtidskravene ble deretter benyttet til å utarbeide den fundamentale verddivurderingen av Grieg Seafood. Det første verdiestimatet ble, basert på egenkapital- og selskapskapitalmetoden, beregnet til et gjennomsnitt på kr 275,46. Vi gjennomførte deretter en konvergeringsprosedyre, hvor konvergeringen ledet til et felles verdiestimat på kr 181,49 per aksje. For å hensynta usikkerheten i verdiestimatet, gjennomførte vi en analyse av usikkerhet. Ved å inkludere konkurrisiko i verdiestimatet, ble det endelige verdiestimatet redusert til kr 181,13. Verdiestimatet er høyere enn børs kurs, og indikerer følgelig at aksjekursen er undervurdert.

For å synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet, gjennomførte vi så en Monte Carlo-simulering. Simuleringen viste at verdiestimatet hadde et standardavvik på kr 49,79, som dermed indikerte at det knyttet seg en vesentlig usikkerhet til verdiestimatet. Gjennom en sensitivitetsanalyse, viste det seg at verdiestimatet var mest sensitivt ovenfor endringer i netto driftsmargin.

Til slutt gjennomførte vi en komparativ verddivurdering som et supplement til den fundamentale verddivurderingen. Gjennom beregning av fire multiplikatorer, fikk vi et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 163,86. Den komparative verddivurderingen bekreftet dermed indikasjonen på at aksjen er undervurdert i markedet.

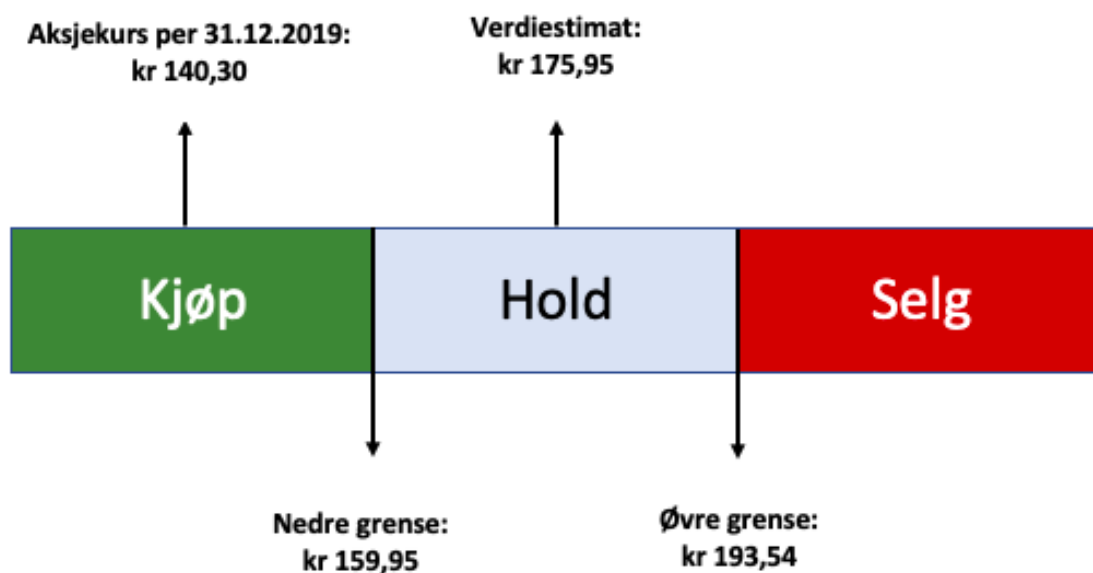
Den fundamentale verdsettelsen anses som den mest grundige, og dermed mest pålitelige metoden. Dog må det også være klart at metoden bygger på subjektive estimater og prediksjon, som således indikerer en viss usikkerhet i verdiestimatet. Den komparative metoden er på den andre siden svært enkel, og det er derfor en stor fare for at betydningsfull informasjon ignoreres, som følgelig vil kunne påvirke verdiestimatet. Ettersom begge metodene har sine klare svakheter og styrker, vil verdiestimatets pålitelighet styrkes gjennom en kombinerende av metodene. Den fundamentale metoden har vært vårt fokus gjennom utredningen og anses i tillegg som den mest pålitelige metoden. Følgelig velger vi å tillegge den fundamentale

verdiestimatet mest vekt, og en vektlegging på 70/30 synes derfor rimelig. Det endelige verdiestimatet per 31.12.2019 blir dermed kr 175,95 per aksje. Med 110 433 458 utestående aksjer, tilsvarer dette en egenkapitalverdi på 19,43 milliarder kroner.

13.2 Handlingsstrategi

Ved å sammenligne vårt verdiestimat med selskapets børskurs per 31.12.2019, har vi nå grunnlag for å utarbeide en handlingsstrategi. For å hensynta usikkerheten i verdiestimatet, har vi valgt å sette kjøps- og salgsanbefalingene til en henholdsvis nedre og øvre grense på 10%. Dette innebærer at det vil gis en hold-anbefaling dersom aksjekursen ligger innenfor et intervall på kr 159,95 og kr 193,54.

Børskursen til Grieg Seafood per 31.12.2019 var kr 140,30. Vårt verdiestimat på kr 175,95 indikerer følgelig at aksjen er undervurdert i markedet. Den anbefalte handlingsstrategien vil derfor være å kjøpe aksjen.



Figur 13-1: Anbefalt handlingsstrategi

Litteraturliste

Faglitteratur

- Asche, F., Sikveland, M. & Zhang, D. (2018). Profitability in Norwegian salmon farming: The impact of firm size and price variability. *Aquaculture Economics & Management*, 22:3, 306-317. Hentet fra:
<https://doi.org/10.1080/13657305.2018.1385659>
- Asche, F. & Sikveland, M. (2015). The behavior of operating earnings in the Norwegian salmon farming industry. *Aquaculture Economics & Management*, 19:3, 301-315. Hentet fra:
<https://doi.org/10.1080/13657305.2015.1057880>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. (3. utg.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Johnson, G., Whittington, R. & Scholes, K. (2011). *Exploring strategy*. (9. Utg.). England: Pearson Education Limited.
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2017). *Verdivurdering - teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. (2.utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Misund, B. (2018). Common and fundamental risk factors in shareholder returns of Norwegian salmon producing companies. *Journal of Commodity Markets*, 12, 19-30. Hentet fra:
<https://doi.org/10.1016/j.jcomm.2017.12.007>
- Misund, B. (2017). Financial ratios and prediction on corporate bankruptcy in the Atlantic salmon industry. *Aquaculture Economics & Management*, 21:2, 241-260. Hentet fra:
<https://doi.org/10.1080/13657305.2016.1180646>
- Oglend, A. (2013). Recent trends in salmon price volatility. *Aquaculture Economics & Management*, 17:3, 281-299. Hentet fra:
<https://doi.org/10.1080/13657305.2013.812155>
- Oglend, A. & Sikveland, M. (2008). The behaviour of salmon price volatility. *Marine Resource Economics*, 23:4, 507-526. Hentet fra:
<https://doi-org.ezproxy.uis.no/10.1086/mre.23.4.42629677>
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation*. (5. utg.). New York: McGraw-Hill Education.

Forelesninger

- Knivsfå, K. H. (2020a). Forelesning 01. Hentet 03.03.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2001%20-%202020.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2020b). Forelesning 03. Hentet 03.03.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2003%20-%202020.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2020c). Forelesning 02. Hentet 04.03.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2002%20-%202020.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2020d). Forelesning 04. Hentet 18.03.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2004%20-%202020.pdf>
- Knivsfå, K.H. (2020e). Forelesning 05. Hentet 23.03.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2005%20-%202020.pdf>
- Knivsfå, K.H. (2020f). Forelesning 07. Hentet 24.03.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2007%20-%202020.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2020g). Forelesning 08. Hentet 25.03.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2008%20-%202020.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2020h). Forelesning 09. Hentet 31.03.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2009%20-%202020.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2020i). Forelesning 10. Hentet 27.03.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2010%20-%202020.pdf>
- Knivsfå, K.H. (2020j). Forelesning 11. Hentet 08.04.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2011%20-%202020.pdf>
- Knivsfå, K.H. (2020k). Forelesning 12. Hentet 09.04.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2012%20-%202020.pdf>
- Knivsfå, K.H. (2020l). Forelesning 14. Hentet 13.04.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2014%20-%202020.pdf>

Knivsfå, K.H. (2020m). Forelesning 15. Hentet 15.04.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2015%20-%202020.pdf>

Knivsfå, K.H. (2020n). Forelesning 16. Hentet 15.04.2020 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2016%20-%202020.pdf>

Knivsfå, K.H. (2020o). Forelesning 17. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2017%20-%202020.pdf>

Knivsfå, K.H. (2020p). Forelesning 18. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2018%20-%202020.pdf>

Knivsfå, K. H. (2020q). Forelesning 19. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2019%20-%202020.pdf>

Knivsfå, K.H. (2020r). Forelesning 23. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2023%20-%202020.pdf>

Nettsider

Andersen, J. E (2020, 28. februar). Historisk svak krone - dette blir dyrere. Hentet fra:
<https://www.borsen.no/nyheter/historisk-svak-krone---dette-blir-dyrere/72193199>

Animalia (2020, 24. januar). Kjøttforbruk. Hentet fra:
<https://www.animalia.no/no/samfunn/kjottforbruk/>

Bach, D. (2020, 26. mars). Norsk sjømateksport faller videre, tross lyspunkt i Kina: - Urovekkende, sier fiskeriministeren. *E24*. Hentet 27.03.2020 fra:
<https://e24.no/naeringsliv/i/Op78qq/norsk-sjoemateksport-faller-videre-tross-lyspunkt-i-kina-urovekkende-sier-fiskeriministeren>

Bach, D., Nysveen, E.A., Walmann, H. (2018, 5. juli). Kina opphever lakseforbud for tre norske fylker. *E24*. Hentet fra:
<https://e24.no/naeringsliv/i/GG6ML9/kina-opphever-lakseforbud-for-tre-norske-fylker>

Berge, A. (2020, 29. mars). Er ikke fisk lengre en trygg havn på børsen? Hentet fra:
<https://ilaks.no/er-ikke-fisk-lengre-en-trygg-havn-pa-borsen/>

Berge, A. (2019, 27. desember). Russland stopper import av norsk laks og ørret via Hviterussland. Hentet fra:
<https://ilaks.no/russland-stopper-import-av-norsk-laks-og-orret-via-hviterussland/>

- Berge, A. (2018, 20. juni). – Hvis en mener det er en grunnrente i oppdrett av laks, er nok denne måten å innhente den på en veldig effektiv måte. Hentet fra <https://ilaks.no/hvis-en-mener-det-er-en-grunnrente-i-oppdrett-av-laks-er-nok-denne-maten-a-innhente-den-pa-en-veldig-effektiv-mate/>
- Berglihn, H. (2020, 9. februar). Mener laksenæringen ikke er bærekraftig: - Må si klarere ifra. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: <https://www.dn.no/havbruk/edgar-brun/veterinarinstituttet/frode-oppedal/mener-laksenaringen-ikke-er-barekraftig-ma-si-klarere-ifra/2-1-752295>
- Dagens Næringsliv. (2020). Grieg Seafood. Hentet 28.03.2020 fra: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S163/GSF/GriegSeafood>
- Damodaran, A. (2009, 17. februar). Can betas be negative? (and other well used interview questions). [Blogginnlegg]. Hentet fra: <http://aswithdamodaran.blogspot.com/2009/02/can-betas-be-negative-and-other-well.html>
- Fish Pool. (2020a). Price history – weekly, monthly and annual average. Hentet 15.04.2020 fra: <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>
- Fish Pool. (2020b). Forward Prices. Hentet 15.04.2020 fra: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>
- Fiskeridirektoratet (2019a, 7. november). Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret: Matfiskproduksjon. Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Loennsomhetsundersokelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret>
- Fiskeridirektoratet (2019b, 29. mai). Hvor stor er oppdrettsnæringen i Norge? Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2019/0519/Hvor-stor-er-oppdrettsnaeringen-i-Norge>
- Fiskeridirektoratet (2017, 24. april). Tildelingsprosessen. Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- Fisk.no (2019, 24. august). Ny handelsavtale gir bedre vilkår for handel med Brasil. Hentet fra: <https://fisk.no/fiskeri/6729-ny-handelsavtale-gir-bedre-vilkar-for-handel-med-brasil>
- FN-Sambandet (2019, 3. desember). Befolkning, migrasjon og urbanisering. Hentet fra: <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Befolkning>
- FN-Sambandet (2020, 28. januar). FNs bærekraftsmål. Hentet 16.03.2020 fra: <https://www.fn.no/Om-FN/FNs-baerekraftsmaal>

- Folkehelseinstituttet (2020, 16. mars). Fakta om covid-19-utbruddet. Hentet 24.03.2020 fra:
<https://www.fhi.no/nettpub/coronavirus/fakta/fakta-om-covid-19-utbruddet/>
- Furuset, A. (2017, 16. november). -Kanskje den beste historien i norsk næringsliv siste 25 år.
Fiskeribladet. Hentet fra:
<https://fiskeribladet.no/nyheter/default.asp?artikkel=56806>
- Grieg Group. (u.å.). Seafood. Hentet 04.02.2020 fra:
<https://grieg.no/core/seafood/>
- Grieg Seafood. (u.å.(a)). Grieg Seafood British Columbia. Hentet 06.02.2020 fra:
<https://www.griegseafood.no/produksjon/grieg-seafood-bc-gsbc/>
- Grieg Seafood. (u.å.(b)). Grieg Seafood Finnmark. Hentet 06.02.2020 fra:
<https://www.griegseafood.no/produksjon/grieg-seafood-finnmark-gsff/>
- Grieg Seafood. (u.å.(c)). Grieg Seafood Rogaland. Hentet 06.02.2020 fra:
<https://www.griegseafood.no/produksjon/grieg-seafood-rogaland-gsfr/>
- Grieg Seafood. (u.å.(d)). Grieg Seafood Shetland. Hentet 06.02.2020 fra:
<https://www.griegseafood.no/produksjon/grieg-seafood-shetland/>
- Grieg Seafood. (u.å.(e)). Om Grieg Seafood. Hentet 04.02.2020 fra:
<https://www.griegseafood.no/nb/>
- Grieg Seafood. (2020c, 17. mars). Business update on impact of the Covid-19 outbreak.
Hentet 08.04.2020 fra:
https://www.griegseafood.no/business-update-on-impact-of-the-covid-19-outbreak/?utm_source=rss&utm_medium=rss&utm_campaign=business-update-on-impact-of-the-covid-19-outbreak&fbclid=IwAR0SvYeFzMY9Vru9E7A9wsXlqBpF0wutorD36rAvLPJb8IG06gM-1zMRBSI
- Hansen, T. (2019, 28. mars). Tema: Laks i oppdrett. Hentet fra:
<https://www.hi.no/hi/temasider/arter/laks/laks-i-oppdrett>
- Haram, A. (2019, 22. september). Norges Bank-utvalg vil ha Nowa i stedet for Nibor.
Finansavisen. Hentet fra:
<https://finansavisen.no/nyheter/makro/2019/09/22/6962711/norges-bank-utvalg-vil-ha-nowa-i-stedet-for-nibor>
- Hovland, E., Haaland, A., Hersoug, B., Kolle, N. & Møller, D. (u.å.). Havbruksnæringen – et eventyr i Kyst-Norge. Hentet 08.02.2020 fra:
<https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>
- IDH. (u.å.). About IDH. Hentet 10.04.2020 fra:
<https://www.idhsustainabletrade.com/about-idh/>

- Johansen, A.M. (2019, 2.mars). Forsker mener mye ligger til rette for norsk oppdrettstorsk. Hentet fra:
https://forskning.no/fiskehelse-hav-og-fiske-nofima/forsker-mener-mye-ligger-til-rette-for-norsk-oppdrettstorsk/1298369?fbclid=IwAR0NEnCZHb9vkcxbz01Mt0X6Cqk2XPb0_3JiBVT0FdGwMhcGIZx4m2OluEQ
- Knudsen, O.F. (2019). EØS. *Store norske leksikon*. Hentet fra:
<https://snl.no/EØS>
- Laks.no. (u.å.). Norsk laks fra fjord til bord. Hentet 14.02.2020 fra:
<https://laks.no/lakseproduksjon/>
- Lerøy Seafood. (2017a). Vår historie. Hentet 13.02.2020 fra:
<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/historikk/>
- Lerøy Seafood. (2017b). Om oss. Hentet 13.02.2020 fra:
<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>
- Lerøy Seafood. (2017c). Bærekraftig matproduksjon for fremtiden. Hentet 13.02.2020 fra:
<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/nyheter/baerekraftig-matproduksjon-for-fremtiden/>
- Lieungh, E., Mortensen, R., Lysvold, S.S., Sørgård, K.O., Hesla, G.K., Kleven, R. (2014, 7. august). Russland stanser import av norske produkter. *NRK*. Hentet fra:
<https://www.nrk.no/tromsogfinnmark/russland-stanser-norske-produkter-1.11867681>
- Lindahl, H. (2015, 9. januar). ASC. Hentet fra:
<https://www.framtiden.no/merkeguiden/mat/asc.html>
- Melchior, A. (2019). EFTA. *Store norske leksikon*. Hentet fra:
<https://snl.no/EFTA>
- Merd. (2018). I *Store norske leksikon*. Hentet fra:
<https://snl.no/merd>
- Misund, B. (2019). Fiskeoppdrett. *Store norske leksikon*. Hentet fra:
<https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Misund, B., Osmundsen, P., Tvetervås, R., Folkvord, B., Nystøyl, R., Rolland, K.H. (2019). *Grunnrenteskatt i havbruk - Et kunnskapsgrunnlag* (Rapport NR. 88). Hentet fra:
<https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2020/02/UiS-Sluttrapport-fra-prosjekt-901526-FHF.pdf>
- Mowi. (u.å.). About. Hentet 12.02.2020 fra:
<https://mowi.com/about/>
- Mowi. (2019b). *Salmon Farming Industry Handbook 2019*. Hentet 17.02.2020 fra:
<https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2019/06/Salmon-Industry-Handbook-2019.pdf>

Mustad, J.E. (2020). Brexit. *Store norske leksikon*. Hentet fra:
<https://snl.no/Brexit>

Nasjonalt råd for ernæring (2017). *Bærekraftig kosthold - vurdering av de norske kostrådene i et bærekraftperspektiv* (IS-2678). Hentet fra:
https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/baerekraftig-kosthold-vurdering-av-de-norske-kostradene-i-et-baerekraftperspektiv/Baerekraftig%20kosthold%20-%20vurdering%20av%20de%20norske%20kostradene%20i%20et%20baerekraftperspektiv.pdf/_/attachment/inline/fb843597-17bd-4e68-8fe8-1f20fe51fb39:095569420e4e4037e4e1ad2e48b8d2996c959f1e/Baerekraftig%20kosthold%20-%20vurdering%20av%20de%20norske%20kostradene%20i%20et%20baerekraftperspektiv.pdf

Norges Bank. (u.å.(a)). Statsobligasjoner årsgjennomsnitt. Hentet 27.03.2020 fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank (u.å.(b)). Om styringsrenten. Hentet 30.03.2020 fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank (2020). Endringer i styringsrenten. Hentet 30.03.2020 fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/>

Norges sjømatråd (2018). Nordmenn er i verdenstoppen, men sjømatkonsumet faller. Hentet fra:
<https://seafood.azureedge.net/4a77cf/globalassets/markedsinnsikt/innsikt---fiskemarked-vedlegg/norge/norge-h2018/fiskemarked-norge-h2018.pdf>

Norges sjømatråd (2020(a)). Derfor har verdien av norsk sjømateksport doblet seg på 8 år. Hentet 11.03.2020 fra:
<https://seafood.no/aktuelt/nyheter/derfor-har-verdien-av-norsk-sjomateksport-doblet-seg-pa-8-ar/>

Norges sjømatråd (2020(b)). Koronavirusets konsekvenser for norsk sjømateksport. Hentet 01.04.2020 fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/koronavirusets-konsekvenser-for-norsk-sjomateksport/>

Norsk Fiskerinæring AS. (2018). *Norsk Fiskerinæring* (Nr. 4). Hentet fra:
<https://digital.findexaforlag.no/i/989012-utgave-4-2018/51>

NTB. (2016, 25. juni). Kina åpner døren på gløtt for norsk laks. *E24*. Hentet fra:
<https://e24.no/naeringsliv/i/WLG2Lj/kina-aapner-doeren-paa-gloett-for-norsk-laks>

Nærø, A.F. & Myrvang, S.E. (2020, 7. april). Enighet på Stortinget om ny økonomisk krisepakke. *E24*. Hentet fra:
<https://e24.no/naeringsliv/i/0nyWMM/enighet-paa-stortinget-om-ny-oekonomisk-krisepakke>

- Ocean Quality. (u.å.). About us. Hentet 06.02.2020 fra:
<https://oceanquality.com/about-us/>
- Oslo Børs. (u.å.(a)). Aksjer. Hentet 23.03.2020 fra:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/list/shares/quotelist/ose/30/all/false>
- Oslo Børs. (u.å.(b)). Grieg Seafood. Hentet 01.05.2020 fra:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/GSE.OSE/overview>
- PwC. (u.å.). Farvel NIBOR. Velkommen reformert NOWA!. Hentet 27.03.2020 fra:
<https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/farvel-nibor--velkommen-reformert-nowa--.html>
- PwC. (2019). Risikopremien i det norske markedet. Hentet fra:
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>
- Rammen, K. (2018, 15. juni). Tilbud og etterspørsel. Hentet fra:
<https://finanssans.no/tilbud-og-etterspørsel>
- Regjeringen. (2020, 27. februar). Jobber mot langsiktige avtaler med Storbritannia. Hentet fra:
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/jobber-mot-langsiktige-avtaler-med-storbritannia/id2691724/>
- SalMar. (u.å.(a)). Historie. Hentet 12.02.2020 fra:
<https://www.salmar.no/historie/>
- SalMar. (u.å.(b)). SalMar i dag. Hentet 12.02.2020 fra:
<https://www.salmar.no/salmar-i-dag/>
- Statistisk sentralbyrå. (u.å.). Statistikkbanken. Hentet 27.03.2020 fra:
<https://www.ssb.no/statbank/table/10701/?fbclid=IwAR1dQd2MylIcO3e4TicPJFcXWXK8WvRvJ6CtJM6myMT0i6gLmna3DF31T5E>
- Sysla (2020, 19. mars). Fiskeriministeren vurderer å la oppdretterne ha mer laks i merdene. Hentet fra:
<https://sysla.no/fisk/a/mR4qMO/fiskeriministeren-vurderer-a-la-oppdretterne-ha-mer-laks-i-merdene>
- S&P Global. (u.å.). Ratings. Hentet 03.04.2020 fra:
<https://www.spratings.com/sri/>
- Teknologirådet. (2012). *Fremtidens lakseoppdrett* (Rapport 01). Hentet fra:
<https://teknologiradet.no/wp-content/uploads/sites/105/2018/04/Rapport-Fremtidens-lakseoppdrett.pdf>
- Yahoo Finance. (2020a). Grieg Seafood ASA. Hentet 28.03.2020 fra:
<https://finance.yahoo.com/quote/GSE.OL?p=GSE.OL&tsrc=fin-srch>
- Yahoo Finance. (2020b). Oslo Bors Benchmark Index. Hentet 28.03.2020 fra:
<https://finance.yahoo.com/quote/OSEBX.OL?p=OSEBX.OL&tsrc=fin-srch>

Yngel. (2009). I *Store norske leksikon*. Hentet fra:
<https://snl.no/yngel>

Selskapsrapporter

Grieg Seafood. (2020a). *Annual report 2019*. Hentet fra:
https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2020/04/GSF_AR_2019_HR-Single2.pdf

Grieg Seafood. (2020b). *Q4 2019*. Hentet fra:
<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2020/02/2019-Q4-GSF-quarterly-report.pdf>

Grieg Seafood. (2019). *Annual report 2018*. Hentet fra:
https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2019/04/Grieg_A%CC%8Arsrapport_B%C3%B8rs_110419.pdf

Grieg Seafood. (2018). *Årsrapport 2017*. Hentet fra:
https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2018/04/GSF_2017_NO.pdf

Grieg Seafood. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet fra:
https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2017/04/GSF_2016_aarsrapport_NO.pdf

Grieg Seafood. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet fra:
<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2016/06/GSF2015aarsrapportNO3.pdf>

Grieg Seafood. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet fra:
<http://grieg14.digirapport.no/wp-content/uploads/2015/06/GSF-2014-NORSK-FINAL1.pdf>

Grieg Seafood. (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet fra:
<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2014/12/GSF2013-NORSK-FINAL.pdf>

Lerøy Seafood. (2020a). *Foreløpige finansielle tall 2019*. Hentet fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q4-rapport-2019.pdf>

Lerøy Seafood. (2020b). *Årsrapport 2019*. Hentet fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/leroy-arsrapport-2019.pdf>

Lerøy Seafood. (2019). *Årsrapport 2018*. Hentet fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2018>

- Lerøy Seafood. (2018). *Årsrapport 2017*. Hentet fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rappporter/arsrappporter/arsrapport-2017>
- Lerøy Seafood. (2017d). *Årsrapport 2016*. Hentet fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rappporter/arsrappporter/arsrapport-2016>
- Lerøy Seafood. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rappporter/arsrappporter/arsrapport2015.pdf>
- Lerøy Seafood. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rappporter/arsrappporter/arsrapport2014.pdf>
- Mowi. (2020). *Integrated Annual Report 2019*. Hentet fra:
https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi_Annual_Report_2019.pdf
- Mowi. (2019a). *Integrated Annual Report 2018*. Hentet fra:
https://issuu.com/hg-9/docs/mowi_annual_report_2018_4e0dach83168e4?e=19530043/68703955
- Mowi. (2018). *Integrated Annual Report 2017*. Hentet fra:
<http://hugin.info/209/R/2177429/840178.pdf>
- Mowi. (2017). *Integrated Annual Report 2016*. Hentet fra:
<http://hugin.info/209/R/2094101/791700.pdf>
- Mowi. (2016). *Integrated Annual Report 2015*. Hentet fra:
<http://hugin.info/209/R/1999866/737534.pdf>
- Mowi. (2015). *Annual Report 2014*. Hentet fra:
<http://hugin.info/209/R/1915630/684760.pdf>
- Norway Royal Salmon. (2020a). *Årsrapport 2019*. Hentet fra:
<https://mb.cision.com/Main/15973/3097522/1236846.pdf>
- Norway Royal Salmon. (2020b). *Kvartalsrapport Q4-19*. Hentet fra:
https://norwayroyalsalmon.com/getfile.php/980/NRS_Q4_2019_Rapport.pdf
- Norway Royal Salmon. (2019). *Årsrapport 2018*. Hentet fra:
<https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20%C3%85rsrapport%202018.pdf>
- Norway Royal Salmon. (2018). *Årsrapport 2017*. Hentet fra:
https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2017.pdf
- Norway Royal Salmon. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet fra:
https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2016.pdf

- Norway Royal Salmon. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet fra:
https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2015.pdf
- Norway Royal Salmon. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet fra:
https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2014.pdf
- SalMar. (2020a). *Kvartalsrapport fjerde kvartal 2019*. Hentet fra:
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/4cbe994a-b1ca-455e-bd53-52f727265f34>
- SalMar. (2020b). *Årsrapport 2019*. Hentet fra:
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17>
- SalMar. (2019). *Årsrapport 2018*. Hentet fra:
<https://hugin.info/138695/R/2242686/885273.pdf>
- SalMar. (2018). *Årsrapport 2017*. Hentet fra:
<https://hugin.info/138695/R/2188426/846510.pdf>
- SalMar. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet fra:
<https://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf>
- SalMar. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet fra:
<https://hugin.info/138695/R/2008392/742847.pdf>
- SalMar. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet fra:
<https://hugin.info/138695/R/1917404/685879.pdf>