



Universitetet
i Stavanger

UIS BUSINESS SCHOOL

MASTER'S THESIS

STUDY PROGRAM:

MSc in Business & Administration

THESIS IS WRITTEN IN THE FOLLOWING
SPECIALIZATION/SUBJECT:

Applied Finance

TITLE:

Verdsettelse av Grieg Seafood ASA

(Valuation of Grieg Seafood ASA)

AUTHOR(S)

Candidate number:

3013
.....

3011
.....

Name:

Preben Aarre
.....

Preben Aarre

Eirik Jakobsen
.....

Eirik Jakobsen

SUPERVISOR:

Svein Olav Krakstad

Sammendrag

Målet med denne avhandlingen er å estimere virkelig aksjeverdi for Grieg Seafood ASA 04.05.2020. Den estimerte aksjeverdien sammenlignes med dagens markedskurs for å undersøke om Grieg Seafood er overpriset eller underpriset.

Den strategiske analysen brukes som verktøy for å estimere forventet utvikling i markedet og i selskapet. Analysen inneholder informasjon om teknologiske gjennombrudd, velkjente trusler som miljø, lakselus og klima. Et argument i den strategiske analysen er at oppdrettsbransjen opplever produksjonsbegrensninger på grunn av offentlig kontroll.

I den historiske regnskapsanalysen tar vi utgangspunkt i balanse og resultatregnskap i perioden 2015 til 2019. Ved å se på hvordan selskapet har utviklet seg de siste fem årene får vi et innblikk i hvordan veksten har vært generert i tidligere år. Informasjonen blir senere brukt til å estimere en fremtidig fri kontantstrøm som vi diskonterer med en vektet kapitalkostnad. Dette er å regne som den fundamentale delen i verdsettelsen av Grieg Seafood. I tillegg til den fundamentale verdsettelsen legges det til en relativ verdsettelse som en supplerende del av verdivurderingen. Til slutt utføres en sensitivitetsanalyse med den hensikt å belyse hvor prissensitiv aksjen er ved å gjøre små endringer i finansielle faktorer. Den fundamentale verdsettelsen gir et verdiestimat på 157,56 NOK per aksje, og den relative verdsettelsen indikerer en aksjekurs på 130,25 NOK per aksje.

I konklusjonen vurderer vi en aksjekurs på 157,56 NOK som en god indikasjon på Grieg Seafood sin virkelige verdi og velger å beholde dette estimatet. Markedsprisen på Grieg Seafood per 4.mai 2020 var 99,8 NOK per aksje. Sammenlignet med vårt verdiestimat på 157,56 NOK anbefaler vi kjøp av Grieg Seafood aksjer.

Forord

Denne masteroppgaven markerer avslutningen av økonomistudiet vårt ved Handelshøyskolen Uis. Bakgrunnen for at vi valgte verdsettelse var en felles interesse for hvordan selskaper skaper verdi, planlegger strategi, økonomi og regnskap. Fagområdet gjorde det mulig å kombinere flere av emnene vi har lært gjennom vårt studieløp ved Universitetet i Stavanger. Arbeidet med masteroppgaven har vært veldig lærerikt og utfordrende med en bratt læringskurve.

Vi ønsker å takke vår veileder Svein Olav Krakstad for sin lette tilgjengelighet og gode kommunikasjon til tross for dagens COVID - 19 situasjon.

Stavanger, 15. juni 2020

Eirik Jakobsen, Preben Aarre

Innholdsfortegnelse

| | |
|--|-----------|
| Sammendrag | 2 |
| Forord | 3 |
| Innholdsfortegnelse | 4 |
| Tabelliste | 6 |
| Vedlegg | 7 |
| Figurliste | 7 |
| Formelliste | 8 |
| Forkortelser | 9 |
| 1. Innledning | 10 |
| 1.1 Presentasjon av oppgaven | 10 |
| 1.2 Presentasjon av Oppdrettsnæringen | 10 |
| 1.2.1 Norsk Havbrukshistorie | 11 |
| 1.2.2 Hovedaktørene i verden | 11 |
| 1.2.3 Tilbud | 12 |
| 1.2.4 Etterspørsel | 12 |
| 1.2.5 Finansiell utvikling | 13 |
| 1.2.6 Produksjonssyklus | 14 |
| 1.3 Presentasjon av Grieg Seafood ASA | 15 |
| 1.3.1 Regioner | 15 |
| 1.3.2 Salg og distribusjon | 17 |
| 1.3.3 Tilknyttede selskap | 17 |
| 2. Teoretisk grunnlag | 17 |
| 2.1 Enterprise discounted cash flow (EDCF) | 17 |
| 2.2 Kapitalkostnad | 18 |
| 2.3 Relativ verdsettelsesmetode | 19 |
| 2.4 Andre verdsettelsesmetoder | 19 |
| 2.5 Metode | 20 |
| 3. Strategisk analyse | 21 |
| 3.1 PESTEL | 21 |
| 3.1.1 Politiske forhold | 21 |
| 3.1.2 Økonomiske forhold | 21 |
| 3.1.3 Sosiokulturelle forhold | 21 |
| 3.1.4 Teknologiske forhold | 21 |
| 3.1.5 Økologiske forhold | 22 |
| 3.1.6 Rettslige faktorer | 22 |
| 3.2 Porters fem krefter | 23 |
| 3.2.1 Kundens forhandlingsstyrke | 23 |
| 3.2.2 Leverandørens forhandlingsstyrke | 23 |

| | |
|---|-----------|
| 3.2.3 Trusler fra fremtidige konkurrenter | 24 |
| 3.2.4 Trusler fra nære substitutter | 25 |
| 3.2.5 Konkurransesituasjonen | 26 |
| 4. Regnskapsanalyse | 27 |
| 4.1 Utvalg av sammenlignbare selskap | 27 |
| 4.2 Reorganisert årsregnskap for konsern | 27 |
| 4.2.1 Investert kapital | 27 |
| 4.2.2 EBITDA margin | 27 |
| 4.2.3 EBIT margin | 28 |
| 4.3 ROIC | 30 |
| 4.4 ROIC – analyse | 30 |
| 4.4.1 Produksjon | 32 |
| 4.4.2 Inntekt | 33 |
| 4.4.3 Kostnader | 33 |
| 4.4.4 Vekst | 34 |
| 5. Prognose og drivere | 35 |
| 5.1 COVID – 19 | 35 |
| 5.2 Driftsinntekter | 35 |
| 5.2.1 Salgspris | 35 |
| 5.2.2 Slaktet volum | 36 |
| 5.2.3 Varekostnad | 38 |
| 5.2.4 Varige driftsmidler | 39 |
| 5.2.5 Valg av drivere | 39 |
| 5.2.6 Arbeidskapital | 40 |
| 5.3 Fremtidig kontantstrøm | 41 |
| 6. Verdsettelse | 42 |
| 6.1 Kapitalkostnad | 42 |
| 6.1.1 Småbedriftspremie | 43 |
| 6.1.2 Egenkapitalkostnad | 43 |
| 6.1.3 Risikofri rente | 43 |
| 6.1.4 Beta | 44 |
| 6.1.5 Markedets risikopremie | 45 |
| 6.1.6 Gjeldskostnad | 45 |
| 6.1.7 Investeringer i tilknyttede selskap | 47 |
| 6.1.8 Vekting av egenkapital og gjeld | 47 |
| 6.2 Selskapsverdi ved EDCF metoden | 47 |
| 6.3 Aksjepris | 48 |
| 6.4 Relativ verdsettelse | 49 |
| 6.4.1 P/B metoden | 49 |
| 6.4.2 EV/EBITDA metoden | 49 |

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 6.4.3 EV/Salg metoden | 50 |
| 6.4.4 EV/EBIT metoden | 51 |
| 6.5 Verdivurdering | 51 |
| 7. Sensitivitetsanalyse | 52 |
| 7.1 Endring i WACC og vekstrate | 53 |
| 8. Konklusjon | 54 |
| Referanser | 55 |
| Vedlegg | 59 |

Tabelliste

| | |
|---|----|
| Tabell 1 – Topp 10 Hovedaktører høstet laks | 12 |
| Tabell 2 – ROIC analyse og andre nøkkeltall | 31 |
| Tabell 3 – Historisk vekst | 32 |
| Tabell 4 – Driftsinntekter per kilo | 33 |
| Tabell 5 – Common size resultat | 34 |
| Tabell 6 – Vekst | 34 |
| Tabell 7 – Prognose driftsinntekt | 35 |
| Tabell 8 – Prognose salgpris | 36 |
| Tabell 9 – Prognose slaktet volum | 37 |
| Tabell 10 – Prognose varekostnad | 38 |
| Tabell 11 – Prognose netto PP&E | 39 |
| Tabell 12 – Prognose netto arbeidskapital | 40 |
| Tabell 13 – Fremtidig kontantstrøm | 41 |
| Tabell 14 - Aksjepris | 42 |
| Tabell 15 – WACC | 42 |
| Tabell 16 – Egenkapitalkrav | 43 |
| Tabell 17 – Gjeldskostnad | 46 |
| Tabell 18 – Investeringer i tilknyttede selskap | 47 |
| Tabell 19 – Selskapsverdi | 48 |
| Tabell 20 – Verdi per aksje | 48 |
| Tabell 21 – P/B | 49 |
| Tabell 22 – EV/EBITDA | 50 |
| Tabell 23 – EV/Salg | 50 |
| Tabell 24 – EV/EBIT | 51 |
| Tabell 25 – Multipler | 51 |
| Tabell 26 – g/WACC | 53 |

Vedlegg

| | |
|---|----|
| Vedlegg A – NOPLAT for Grieg Seafood ASA (2015-2019) | 59 |
| Vedlegg A.1 – Investert kapital for Grieg Seafood ASA (2015-2019) | 59 |
| Vedlegg B – NOPLAT for SalMar ASA (2015-2019) | 60 |
| Vedlegg B.1 – Investert kapital for SalMar ASA (2015-2019) | 60 |
| Vedlegg C – NOPLAT for Lerøy Seafood ASA (2015 -2019) | 61 |
| Vedlegg C.1 – Investert kapital for Lerøy Seafood ASA (2015-2019) | 61 |
| Vedlegg D – NOPLAT for Norway Royal Salmon ASA (2015-2019) | 62 |
| Vedlegg D.1 – Investert kapital for Norway Royal Salmon ASA (2015-2019) | 62 |
| Vedlegg E – Prognose, totalresultat for Grieg Seafood ASA (2020 – 2024) | 63 |
| Vedlegg E.1 – Prognose, balanseregnskap for Greig Seafood ASA (2020-2024) | 63 |
| Vedlegg E.2 - Prognose, Investert kapital for Grieg Seafood ASA (2020-2024) | 64 |
| Vedlegg F – Beta regresjon for Grieg Seafood ASA | 64 |

Figurliste

| | |
|---|----|
| Figur 1 – Finansiell utvikling | 13 |
| Figur 2 – Slaktevolum og EBIT/kg per region | 16 |
| Figur 3 – Historisk bransjekostnad | 23 |
| Figur 4 – Relativ prisforskjell | 26 |
| Figur 5 – EBITDA margin | 28 |
| Figur 6 – EBIT margin | 29 |
| Figur 7 – ROIC | 30 |
| Figur 8 – Sensitivitetsanalyse | 52 |

Formelliste

| | |
|---|----|
| Formel 1 – Terminalverdi | 18 |
| Formel 2 – WACC | 18 |
| Formel 3 – CAPM | 19 |
| Formel 4 – EBITDA margin | 27 |
| Formel 5 – EBIT margin | 28 |
| Formel 6 – ROIC | 31 |
| Formel 7 – Salgspris | 36 |
| Formel 8 – Egenkapitalkostnad med SMP | 43 |
| Formel 9 – Avkastning | 44 |
| Formel 10 – Nåverdi av terminalverdi | 47 |
| Formel 11 – Selskapsverdi | 47 |

Forkortelser

Grieg Seafood - Grieg Seafood ASA

BC – Grieg Seafood British Columbia

Royal Salmon – Norway Royal Salmon

VAP – Value Added Processing

EDCF – Enterprise Discounted Cash Flow Model

WACC – Weighted Average Cost of Capital

NOPLAT – Net Operating Income Less Adjusted Taxes

ROIC – Revenue on Invested Capital

CAPM – Capital Asset Pricing Model

ONP – Open Net Pens (Åpent nett bur)

M&A – Merger and Acquisitions/Oppkjøp og fusjoner

EBITDA – Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization

EBIT – Earnings Before Interest & Taxes

G – Growth/Vekst

IFRS 16 – Ny regnskapsstandard for leieavtaler

ONWC – Operating Net Working Capital

NIBD – Net interest Bearing Debt

MTB – Maksimal Tillatt Biomasse

EV – Enterprise Value

CAGR – Compounded annual growth rate

GWT – Gross Weight Ton

OSEBX – Oslo Børs Indeks

PP&E – Property, plant & equipment

T – Tax

TV – Terminal Verdi

SMP – Småbedriftspremie

MNOK – Millioner norske kroner

1 Innledning

1.1 Presentasjon av oppgaven

Herunder følger generell informasjon om oppdrettsnæringen, presentasjon av Grieg Seafood og utfordringer som selskapet står ovenfor. Målet for oppgaven er å estimere virkelig aksjeverdi og kartlegge de viktigste driverne for vekst.

Problemstillingen til oppgaven er: *Hva er virkelig aksjeverdi til Grieg Seafood ASA den 04.05.2020?*

Oppdrettsnæringen har hatt god vekst de siste årene og framtidsutsiktene er forventet å være positive. Myndighetene kontrollerer hvor mye aktørene skal slakte hvert år gjennom et konsesjonssystem. Dette gjøres for å beskytte naturressursene og sikre at laksen blir høstet på en miljøvennlig og effektiv måte. Blant oppdrettsanlegg skiller vi mellom havbaserte-, lukkede-, offshorebaserte- og landbaserte anlegg. Oppdrettsnæringen har en rekke utfordringer å løse, og her kommer teknologisk innovasjon inn i bildet. Med utfordringer menes varierende havtemperaturer, rømninger, lakselus, sykdommer og utnyttelse av tillatt slaktevolum.

I første del av oppgaven presenteres bransjen Grieg Seafood befinner seg i. Videre beskriver vi hvilken metode som er brukt i verdsettelsen. Vi har studert historiske regnskap og nøkkeltall for å danne en prognose for fremtidige kontantstrømmer. Disse kontantstrømmene blir så diskontert med et estimert avkastningskrav for å estimere virkelig aksjeverdi. I sluttfasen av oppgaven har vi utarbeidet en sensitivitetsanalyse for å vise hva som skjer med aksjeprisen, når vi endrer vesentlige drivere med ett prosent. Deretter presenteres en konklusjon hvor problemstillingen oppsummeres med et løsningsforslag.

1.2 Presentasjon av Oppdrettsnæringen

Herunder presenteres oppdrettsnæringen og dens utvikling med hensikt i å skape et informativt grunnlag og forståelse for Grieg Seafoods virke og posisjon i markedet.

1.2.1 Norsk Havbrukshistorie

I løpet av en 50-års periode har oppdrettsnæringen utviklet seg fra et primitivt forsøksstadium til å bli en forskningsvektet og teknologisk raffinert næring med stor verdiskapning. Norge ble raskt en global leder innen lakseoppdrett hvorav laksen per i dag er en av Norges største eksportartikler.

I 1970 satte Grøntvedt-brødrene ut 20.000 laksesmolt på Hitra, noe som i dag regnes som verdens første merdbaserte lakseanlegg. Daværende laksepris var mellom 80 til 90 kroner, noe som tilsvarer i overkant av 700 kroner 50 år senere. I 1973 vedtok stortinget en konsesjonslov med den hensikt å regulere utviklingen og styrke norsk kyst- og fjord samfunn. Produksjonen i norsk havbruk økte med 40% hvert år fra 1972 til 1975, noe som resulterte til midlertidig stopp for konsesjoner på grunn av stor tilstrømming til næringen. I 1986 retter norsk fiskeeksport seg mot sushi markedene i Japan og mellom 1986 til 1991 økte dermed eksporten med 250%. På 1990-tallet åpnes det for industrialisering av næringen og for å regulere markedet innfører Fiskeoppdretternes Salgslag en innfrysningsordning. I 1990 ble det produsert 170.000 tonn laks, mot 8.000 tonn i 1980 og 5.000 tonn i 1970.

I 2019 eksporterte Norge 1,2 millioner tonn fisk, hvorav eksport av laks utgjorde 1,1 millioner tonn av den totale mengden. Dette tilsvarer en verdi på 72,5 milliarder kroner, en økning på 7% fra 2018. Grunnet nye lover og retningslinjer som fremmer bærekraftig utvikling, holder Norge en ledende markedsposisjon og utgjør over halvparten av all eksport av atlantisk laks i verden (MOWI: Farming Industry Handbook, 2019).

1.2.2 Hovedaktørene i verden

MOWI gruppen representerer den største andelen av total produksjon, omlag en femtedel av høstet laks i Norge og en tredjedel av høstet laks i Nord-Amerika og Storbritannia. Til sammenligning stod Grieg for 4,1% av høstet laks i Norge samt 3,7% av all innhøsting i verden. I Norge og Chile er det flere produsenter av signifikant størrelse som produserer atlantisk laks, i motsetning til resten av verden. I bildet like under vises en oversikt av slaktet volum blant de største aktørene i verden.

| | Topp 10 - Norge | H.V (tonn) | Topp 5 - Storbritannia | H.V (tonn) | Topp 5 - Nord-Amerika | H.V (tonn) | Topp 10 - Chile | H.V (tonn) |
|----|---------------------|------------|-------------------------|------------|-----------------------|------------|---------------------------|------------|
| 1 | MOWI | 230.400 | MOWI | 38.400 | Cooke Aquaculture | 60.800 | New Aquachile (Agrosuper) | 109.000 |
| 2 | SalMar | 142.500 | The Scottish Salmon Co. | 29.900 | MOWI | 39.300 | Mitsubishi/Cermaq | 66.000 |
| 3 | Lerøy Seafood | 137.800 | Scottish Seafarms | 27.500 | Mitsubishi/Cermaq | 21.800 | Salmones Multiexport | 64.800 |
| 4 | Mitsubishi/Cermaq | 57.400 | Cooke Aquaculture | 21.600 | Grieg Seafood | 16.600 | MOWI | 53.200 |
| 5 | Greig Seafood | 46.100 | Grieg Seafood | 11.900 | * | | Blumar | 47.600 |
| 6 | Nova Sea | 37.900 | * | | | | Camanchaca | 43.600 |
| 7 | Nordlaks | 36.100 | | | | | Australis Seafood | 34.500 |
| 8 | Norway Royal Salmon | 36.000 | | | | | Ventisqueros | 30.300 |
| 9 | Sinkaberg-Hansen | 27.500 | | | | | Invermar | 20.000 |
| 10 | Alsaker Fjordbruk | 26.000 | | | | | Marine Farm | 19.800 |
| | Topp 10 | 777.700 | Topp 5 | 129.300 | Topp 5 | 138.500 | Topp 10 | 449.000 |
| | Andre | 350.400 | Andre | 8.900 | Andre | 10.200 | Andre | 160.700 |
| | Totalt | 1.128.100 | Totalt | 138.200 | Totalt | 148.700 | Totalt | 609.700 |
| | %-globalt | 55,72 % | %-globalt | 6,83 % | %-globalt | 7,34 % | %-globalt | 30,11 % |

Tabell 1 – Topp 10 hovedaktører høstet laks

I løpet av det siste tiåret har oppdrettsnæringen gjennomgått en konsolidert periode i alle regioner, noe som forventnings vis skal fortsette. Per i dag er det omtrent 160 selskap som besitter kommersielle lisenser for laks og ørret i Norge, hvorav noen av selskapene er eid av andre aktører. Den totale produksjonen fremkommer av cirka 100 selskap.

1.2.3 Tilbud

Tilbudet av laks har hatt 6% årlig vekst i perioden 2009-2018. Kontali Analyse forventer at veksten vil avta, og har anslått en årlig vekst på 4% fra 2018 til 2022. Bakgrunnen for denne antagelsen er at lakseindustrien har møtt et produksjonsnivå der biologiske grenser har nådd et toppunkt. Det forventes derfor at fremtidig vekst ikke lenger kan drives av industrien ettersom myndighetene iverksetter tiltak for å redusere det biologiske fotavtrykket. Utvikling og vekst krever innovative løsninger for å redusere industriens miljøpåvirkning (MOWI: Farming Industry Handbook, 2019).

1.2.4 Etterspørsel

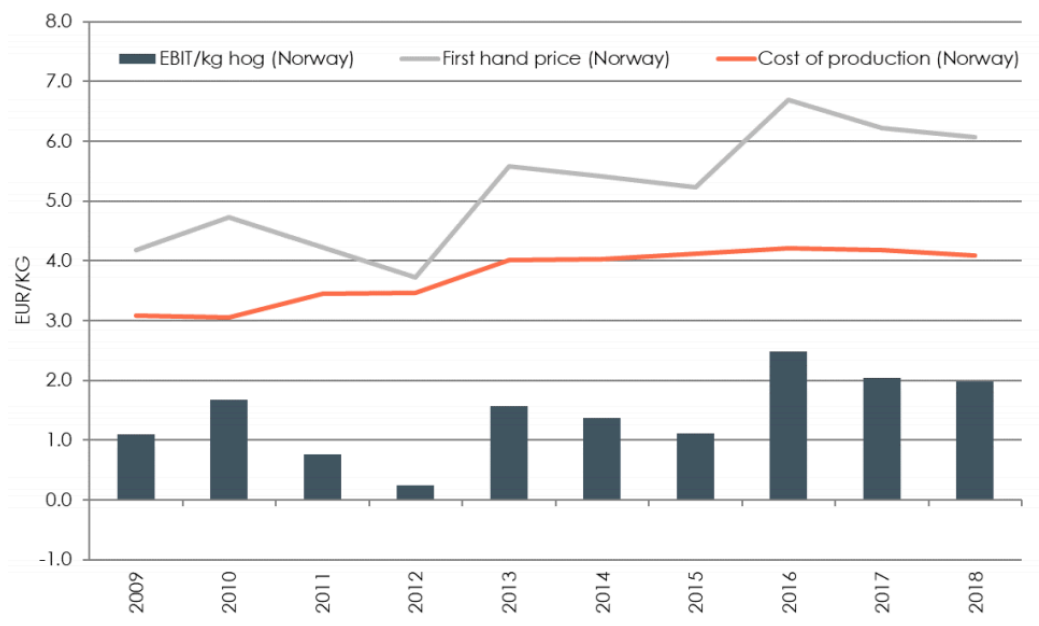
Som følge av en fremvoksende middelklasse, forventes det en økning i konsum av eksklusive proteinkilder som laks. Økt fokus på helse, miljø- og bærekraftig produksjon og energieffektive produkter bidrar sammenlagt til økning i dens etterspørsel. I følge FAO (The State of World Fisheries and Aquaculture) anslås en global befolkningsvekst på 9% og 3% økning i konsum av laks frem til 2027.

Laksenæringen har miljømessige begrensninger som gjør det vanskelig å dekke den voksende etterspørselen. Klimaendringer er den største miljøutfordringen verden har noensinne møtt. Verden må redusere CO2-utslippets fotavtrykk for å unngå global oppvarming. Laksenæringen

vil være en god erstatter til mer konvensjonelle kjøttprodukter som har et større CO₂- utslipp (MOWI: Farming Industry Handbook, 2019).

1.2.5 Finansiell utvikling

Lakseprisen hadde en positiv trend fra 2009-2018, årsaken til dette var at etterspørselen økte raskere enn tilbudet. I 2016 fikk lakseprisen et kraftig prishopp, en av grunnene var et alge-utbrudd i Chile som slettet et produksjonsvolum tilnærmet 100.000 tonn laks. I samme periode hadde Norge biologiske utfordringer som førte til høy dødelighet. Dette resulterte til begrenset tilgang på stor laks som sammenfallende resulterte til reduksjon i globalt tilbud. Det siste tiåret har innovasjon, langsiktige kontrakter, effektiv logistikk og transportforekomster stimulert til vekst i etterspørselen, spesielt i europeiske markeder. I nylige år ser vi en stigende trend i kostnadssiden som følge av økte kostnader tilknyttet fôr, biologiske kostnader og strengere regulatoriske retningslinjer for fiskeoppdrett. Gjennomsnittlig EBIT per kg i Norge har en positiv utvikling med unntak av få perioder. Det siste tiåret har gjennomsnittlig EBIT per kg tilsvart EUR 1.4 hvorav den siste femårsperioden viser til EUR 1.8 per kg (MOWI: Farming Industry Handbook, 2019).



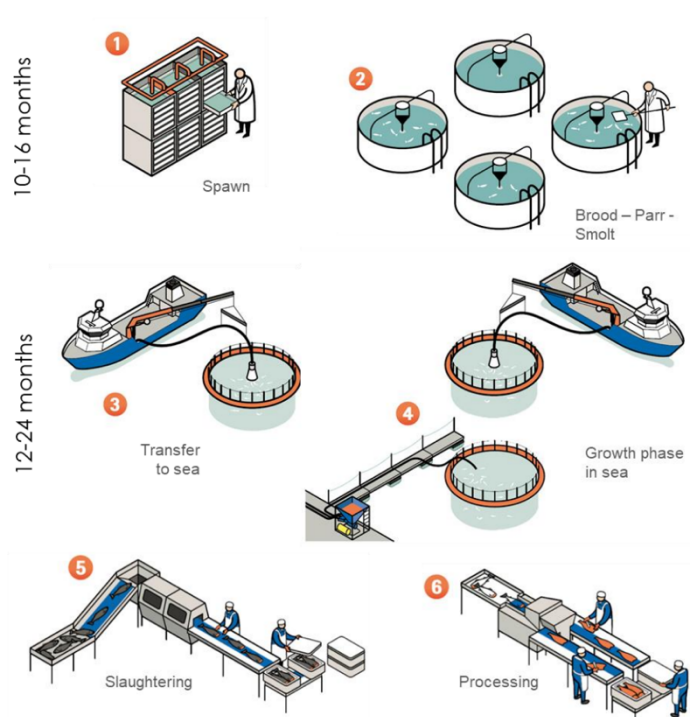
Figur 1 –Finansiell utvikling

1.2.6 Produksjonssyklus

Den totale produksjonssyklusen for laks har en tilnærmet varighet på 3 år, hvorav laksen er 10-16 måneder i ferskvann og 12-24 måneder i sjø. I Chile er produksjonssyklusen noe kortere som følge av bedre forhold tilknyttet temperatur i sjø.

Produksjonssyklusen kan deles inn i 6 faser, som illustrert i bildet under. Den innledende produksjonsfasen finner sted på høsten hvor egg blir befruktet som deretter vokser til å bli 100-150 gram yngel i kontrollerte ferskvannsanlegg. Her kan produsentene manipulere veksthastigheten ved bruk av lys-forsterkere, dette kan akselerere smolt- fasen opp til 6 måneder. Deretter blir laksen transportert til saltvannsanlegg hvor de vokser frem til de er 4-5 kilo, en periode med en varighet på 12-24 måneder. Laksens vekstrate er sterkt påvirket av temperatur i sjø, noe som varierer mellom de ulike regionene. Når laksen oppnår en vekt som defineres som matfisk (4-5 kilo), blir den transportert til et prosesseringsanlegg hvor den blir slaktet og sløyd.

Laksen blir hovedsakelig solgt som slaktet eller sløyd helfisk i isboks (GWT), men det blir også fremstilt ved ulike VAP-produkter (Value added processing). Førstnevnte defineres som primærprosessering hvorav vanlig spottpris på laks er gjeldende. Sistnevnte omhandler sekundær prosessering hvor det tilføres ekstra verdi som ferdigbehandlet filet, røyking og spesiell tilberedning.



1.3 Presentasjon av Grieg Seafood ASA

Visjon: *Farming the ocean for a better future.*

Grieg Seafood ASA er en av de største lakseoppdretterne i verden med et mål på 100 000 tonn slaktet volum i 2020. Grieg Seafood har oppdrettsanlegg i Norge, Canada og på Shetland. Hovedkontoret ligger i Bergen og Grieg Seafood ASA ble børsnotert i juni 2007. Selskapet har totalt 800 ansatte.

Bærekraftig oppdrett er fundamentet for Grieg Seafoods virksomhet, fordi grønne tall gir økte produksjonstillatelser fra myndighetene. Lav påvirkning på miljøet og god fiskevelferd gir økonomisk lønnsomhet. Målet for 2025 er et slaktevolum på 150 000 tonn, og være kostnadsledende i hver region. All informasjon i ledd 1.3 er direkte hentet fra Grieg Seafoods Årsrapport 2019.

1.3.1 Regioner

Grieg Seafood opererer i Norge, Canada og Shetland. Områdene deles inn i fire hovedområder hvor hvert område har egne biologiske utfordringer.

Rogaland

Totalt ble det høstet 25 217 tonn i 2019, dette er en økning på 55% sammenlignet med 16 293 tonn i 2018. Økningen i slaktevolumet var først og fremst knyttet til sterk biologisk ytelse, gode sjø temperaturer og bedret fiskevelferd. Inntektene for Rogaland utgjorde 1 539 millioner kroner. Oppnådd overlevelsesrate i 2019 var 93%, dette er 1% økning fra 2018. Kostnadsnivået i Rogaland for 2020 forventes å holde seg stabilt.

Finnmark

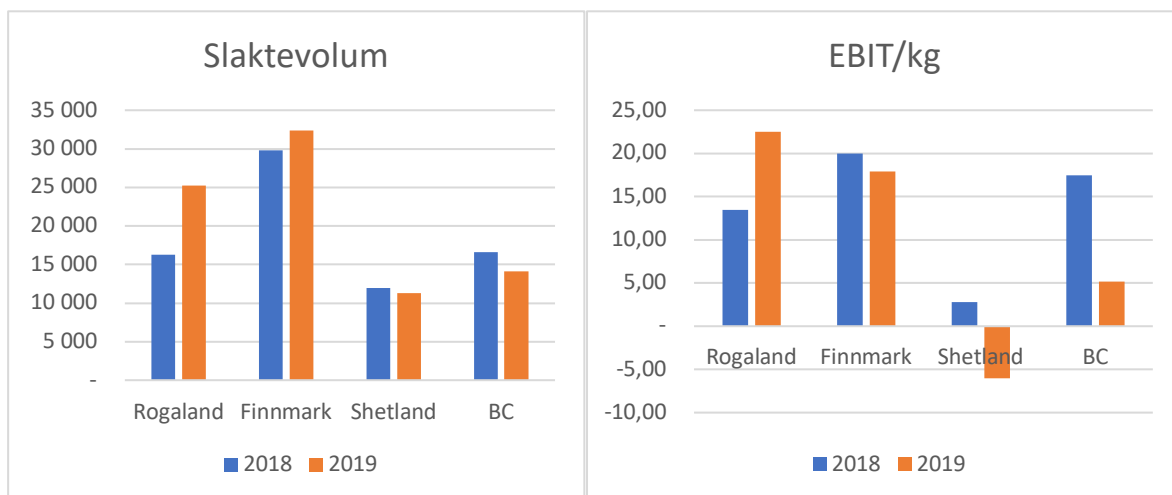
Totalt ble det høstet 32 362 tonn i 2019, dette er en økning på 9% sammenlignet med 2018. God sjø temperatur og god fokus på fiskevelferd, resulterte til en overlevelsesrate på 96%. Inntektene var på 1 815 millioner kroner og kostnadene i 2019 hadde en marginal økning sammenlignet med 2018. Biologisk ytelse i Finnmark var imidlertid sterk i 2019, med en lav dødelighetsrate.

British Columbia

Totalt ble 14 120 tonn høstet i 2019, dette er en nedgang på 18% fra 2018. I 2020 forventes en betydelig økning i volum, ettersom Grieg Seafood hadde 60% mer laks i anlegg ved utgangen av 2019 enn ved slutten av 2018. Inntektene var på 861 millioner kroner og kostnadene hadde en økning fra 2018 til 2019, hovedsakelig på grunn av at flere av områdene hadde biologiske utfordringer gjennom 2019. Overlevelsesraten på laks i British Columbia anleggene var 88% i 2019.

Shetland

Totalt ble det høstet 11 273 tonn i 2019 i forhold til 11 924 tonn i 2018 og inntektene utgjorde 731.6 millioner kroner. Biologiske forhold på Shetland var utfordrende i 2019 på grunn av sykdommer, alger, plankton og stort omfang av lakselus. Til tross for dårlige biologiske forhold har overlevelsesraten økt fra 83% i 2018 til 89% i 2019. Som følge av økt innsats for å dempe biologiske utfordringer, økte kostnadene per kg laks i 2019. Like under oppsummeres slaktet volum og EBIT/kg for hver region.



Figur 2 – Slaktevolum og EBIT/kg per region

1.3.2 Salg og distribusjon

Grieg Seafood selger sitt produkt til selskapet Ocean Quality, som videreselger til en tredjepart for videre behandling. Ocean Quality Group styrer også Griegs salg av laks i Shetland og Canada. I 2019 solgte Ocean Quality 125 530 tonn laks, dette er en volumøkning på mer enn 9% sammenlignet med året før. Grieg Seafood sto for 66% av det totale salgsvolumet i 2019.

1.3.3 Tilknyttede selskap

I 2019 investerte Grieg Seafood 1,2 millioner kroner i Nordnorsk Smolt AS for å besitte 50% av selskapets aksjer. Utvidelsen av smoltanlegget til Nordnorsk Smolt AS har blitt finansiert med lån fra aksjonærene i utviklings- og utvidelse perioden. Lånet ble konvertert til egenkapital i slutten av 2019.

I 2018 investerte Grieg Seafood 30 millioner kroner i Tytlandsvik Aqua AS for å besitte 33,33% av selskapets aksjer. Gjennom Tytlandsvik Aqua AS vil Grieg ha bedre tilgang til postsmolt som følge av et nytt smoltanlegg i Finnmark. Produksjonen startet i begynnelsen av 2019.

2 Teoretisk grunnlag

Sett ut i fra Griegs selskapsstruktur, bransje og strategi har vi valgt å benytte Enterprise – DCF (Enterprise Discounted Cash Flow Model) metoden som vår verdsettelsesmodell. Denne metoden har teoretisk bakgrunn fra McKinsey & Company Inc., Koller, Goedhart & Wessels (2015). Andre teoretiske kilder oppgis underveis dersom avvik fra Koller et al (2015) anbefalinger. For å støtte opp eller justere estimert verdi som fremkommer ved fundamental verdsettelse, har vi i tillegg valgt å implementere relativ verdsettelse. Videre i dette kapitlet presenteres utvalgt verdsettelsesmodell samt andre kjente verdsettelsesmodeller.

2.1 Enterprise discounted cash flow (EDCF)

EDCF er en verdsettelsesmodell hvor man diskonterer de frie kontantstrømmene, det vil si kontantstrømmer som er tilgjengelig for alle investorer, både i egenkapital og ikke-egenkapital. Metoden er anerkjent blant praktikere og akademikere ettersom den baseres på flyt av kontantstrømmer inn og ut av selskapet fremfor resultatene fra regnskap som bærer preg av engangshendelser. Modellen er mest egnet for selskap som har en forholdsvis stabil gjeldsandel,

eller en liten gjeldsandel sett mot selskapsverdi som derav har minimal innvirkning på WACC (Weighted average cost of capital), noe som er aktuelt for Grieg Seafoods selskapsstruktur. De frie kontantstrømmene kategoriseres inn i vekst- og stabil fase og videre estimeres en prognose sett mot årlig historisk rådata for vekstfasen hvor man skiller operasjonelle og ikke-operasjonelle verdier.

Regnskapet reorganiseres ettersom den inneholder engangshendelser og avsetninger, hvorav resultat fra kjerneaktiviteter, ikke-operasjonelle aktiviteter og kapitalstruktur er sammensatt. Videre benyttes det et reorganisert regnskap til å kalkulere kjerneaktiviteten NOPLAT (Net operating income less adjusted taxes), ROIC (Revenue on invested capital) og fremtidige kontantstrømmer i vekstfasen. Prognoseperioden er satt til fem år ettersom en lengre periode kan medføre stor usikkerhet tilknyttet kvalitet på fremtidig estimat. Kontantstrømmen tilknyttet stabil fase blir estimert ut fra en terminalverdi hvor en antagelse er at den frie kontantstrømmen har uendelig vekst.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{FCF_{t+1}}{(r-g)}$$

Formel 1 – Terminalverdi

For å komme frem til en selskapsverdi, diskonteres de frie kontantstrømmene med WACC. I formelen representerer (r) WACC og (g) vekstraten i stabil fase. Terminalverdien representerer dermed sum av fremtidig kontantstrøm i stabil fase. Egenkapitalverdien fremkommer etter fratrukket gjeld og andre ikke-egenkapitalverdier. Med tanke på at kontantstrømmene blir estimert ut i fra operasjonelle aktiviteter, må man i tillegg verdsette ikke-operasjonelle verdier og tilføre dem i egenkapitalverdien. Til slutt blir egenkapitalverdien dividert på antall utestående aksjer og vi sitter igjen med selskapets verdi per aksje.

2.2 Kapitalkostnad

De fremtidige kontantstrømmene diskonteres med et avkastningskrav, hvorav WACC representerer gjennomsnittlig avkastningskrav fra investor på investert kapital. Avkastningskravet fremkommer av sammenstilt egenkapitalkrav og gjeldskrav etter skatt, vektet med respektiv markedsverdi av henholdsvis egenkapital og rentebærende gjeld.

$$\text{WACC} = r_E \cdot \frac{E}{D+E} + r_D \cdot \frac{D}{D+E} (1 - t)$$

Formel 2 – WACC

Egenkapitalkostnaden kalkuleres ved å estimere forventet avkastning på markedet som deretter blir justert med selskapets risiko. Videre blir CAPM (Capital asset pricing model) uten skatt benyttet for å beregne egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden beregnes etter en metode fremstilt av Kaldestad og Møller (2011).

$$r_E = r_f + \beta_E \cdot [E(r_m) - r_f]$$

Formel 3 – CAPM

I formelen ovenfor representerer r_E aksjens forventede avkastning og r_f representerer risikofri rente. Etersom CAPM sier man skal bruke verdensmarkedsporteføljen, er β_E knyttet opp mot S&P500. $E(r_m)$ representerer forventet markedsavkastning.

2.3 Relativ verdsettelsesmetode

Som en supplerende del av verdsettelsen har vi inkludert relativ verdsettelse. Dette gjøres ved å beregne et gjennomsnitt av multipler og multiplisere disse med Grieg Seafoods verdier. Denne verdsettelsesmetoden er mye mindre omfattende enn vår EDCF – modell. De vanligste multiplene å beregne er P/E, P/B, EV/EBITDA og EV/EBIT.

Det blir estimert en aksjekurs ut ifra hver multipl og gjennomsnittet av disse danner en gjennomsnittlig aksjekurs. Vi vurderer denne opp mod EDCF - modellen for å kartlegge hvorvidt vi ligger innenfor rimelighetens grenser. Vi legger ikke stor vekt på resultatet av den relative verdsettelsen men benytter den som supplerende del av hele verdivurderingen av Grieg Seafood.

2.4 Andre verdsettelsesmetoder

Justert nåverdi (APV)

APV-modellen (Adjusted present value) diskonterer den samme kontantstrømmen som EDCF-modellen, men kan være til fordel dersom det forventes at et selskap skal endre sin kapitalstruktur over tid. Ved bruk av et konstant totalavkastningskrav (WACC) i et slikt scenario, er det fare for å over- eller undervurdere skattelette av gjeldsrenter. Her måtte totalavkastningskravet blitt justert dersom endring i kapitalstrukturen. APV-modellen separer verdien av den operasjonelle virksomheten inn i to komponenter: verdi av skattelette tilknyttet

gjeldsfinansiering og verdi av drift dersom selskapet var kun egenkapitalfinansiert (Koller et al., 2015).

Dividendemodellen

Dividendemodellen beregner verdien av egenkapitalen via kalkulasjon av nåverdi av fremtidige dividender. Verdi blir dermed estimert av fremtidige dividender som diskonteres med egenkapitalkostnaden. Modellens reliabilitet er hensiktsmessig ettersom utbytte er en direkte form for avkastning. Dersom et selskap er i en vekstfase, hensyn tar dividendemodellen at en andel av overskuddet holdes tilbake for å finansiere regulatoriske krav til egenkapitalen.

En ulempe med modellen er dens fastsettelse av avkastningskravet, hvor det forutsettes en konstant gjeldsandel målt i markedsverdi, som i praksis kan være vanskelig å oppfylle (Kaldestad & Møller., 2011).

Opsjonsbasert metode

Opsjonsbasert metode anvender et opsjonsprisinde-rammeverk for å kunne estimere egenkapitalverdien til et selskap. En fordel med opsjonsbasert metode er at den viser hensyn til selskapets fleksibilitet, ettersom selskapet kan tilpasse dens strategi med endringer i omgivelsene (Koller et al., 2015). En ulempe med metoden er behov for stor mengde kvalitativ data, en motsetning til metoder som tar utgangspunkt i historiske regnskap.

2.5 Metode

Innsamling av data og kildekritikk

Innsamling av finansiell data er hentet fra offentlige årsrapporter, som er revidert av uavhengige aktør. Grieg Seafoods beta ble estimert ved å bruke historisk avkastning i forhold til S&P500. Dataene ble nedlastet fra Yahoo Finance og senere kjørt som en regresjon i Excel. Forward priser og historiske laksepriser er hentet fra Fish pool, dette er en velkjent kilde for analyse av fremtidige priser. Vi har benyttet den årlige rapporten «Risikopremien i det norske markedet 2019» fra PwC i vårt valg av markedets risikopremie. I tillegg har vi benyttet overordnet bransje-rapporter som Sjømatbarometeret fra PwC og Industry Farming Handbook fra MOWI. 10 – årlig årsgjennomsnitt knyttet til rente på statsobligasjoner er benyttet som risikofri rente og er hentet fra Norges Banks hjemmeside. I den relative verdsettelsen har vi beregnet Griegs

aksjekurs basert på sammenlignbare selskap og dagens markedsverdi. Data og informasjon som er brukt i denne delen av verdsettelsen er hentet fra Oslo Børs indeks.

3 Strategisk analyse

I denne delen av oppgaven undersøker vi Grieg Seafoods posisjon i det globale markedet. PESTEL- analysen gjør rede for de makroøkonomiske omgivelsene, deretter benyttes Porters femkraftsmodell for å analysere potensielle trusler og svakheter.

3.1 PESTEL

PESTEL- analysen gir et oversiktlig bilde over ulike makroøkonomiske faktorer som påvirker Grieg Seafood både historisk og på lang sikt. Med makroøkonomiske faktorer menes; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige og rettslige faktorer.

3.1.1 Politiske forhold

Fiskeridirektoratet har fastsatt strenge reguleringer i oppdrettsnæringen. Forvaltningen av fiskeriene skal ivareta samfunnsmessige hensyn, som miljø og optimal bruk av den norske kystsonen. I Grieg Seafood sitt tilfelle foreligger det et begrenset antall matfisktillatelser som behandles gjennom søknader til fiskeridirektoratet.

3.1.2 Økonomiske forhold

Oppdrettsnæringen og lakseprisen følger vanlige markedskrefter, tilbud og etterspørsel. Hoveddriveren for god økonomi er sterk biologisk ytelse, som lav dødelighetsrate og god fiskevelferd. Konsumentprisen på laks er forholdsvis høy i det globale markedet, derfor anses BRICS land som et avgjørende marked for oppdrettsnæringen.

3.1.3 Sosiokulturelle forhold

En stadig økende trend for sunn mat gjør sjømatnæringen mer attraktiv. En annen driver som skaper et skifte i tilbud er en aldrende populasjon, å spise sunt blir stadig viktigere jo eldre man blir.

3.1.4 Teknologiske forhold

Ettersom tillatelser for antall tonn gir en kapasitetsbegrensning, er teknologi helt avgjørende for optimal utnyttelse av gitte begrensninger. Med teknologisk utvikling er hovedmålet å forbedre

miljø og helse til laksebestanden ved å redusere antall rømminger, sykdom, dødelighet og lakselus.

Det finnes flere måter å drive oppdrett på hvor tradisjonelle merder med åpne nett og bur er mest vanlig. Nye metoder ved drift av oppdrettsanlegg er under utvikling og dette gjelder spesielt for lukkede landbaserte anlegg og offshore baserte anlegg. Grieg Seafood har valgt en offshore basert retning for videre langsiktig utvikling.

3.1.5 Økologiske forhold

Lakselus er et stort problem i den norske oppdrettsnæringen og myndighetene har satt et gjennomsnittlig krav på maks 0,5 lus per laks. Lakselusen er en naturlig parasitt som lever på laks i alle havområder på den nordlige halvkulen. Bekjempelse av lakselus er og forblir et stort problem for oppdrettsnæringen. Et annet problem for oppdrettsnæringen er fiskesykdommer, som for eksempel pankreassykdom. Pankreassykdom er en virussykdom som gjør at laksen slutter å spise og som fører til lav vekst og gjør fisken mer mottakelig for andre sykdommer. Viruset gjør at lakselus blir vanskeligere å behandle.

3.1.6 Rettslige faktorer

Oppdrettsnæringen er regulert av nærings og fiskeridepartementet. Oppdrettsnæringen er underlagt akvakulturloven som igjen styrer og regulerer antall konsesjoner. Formålet med loven er å «fremme akvakultur næringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling og bidra til verdiskaping på kysten», i tillegg presiserer den at «havbruk skal etableres, drives og avvikles på en miljømessig forsvarlig måte» (Norges lover, 2005).

En normal størrelse på en tillatelse ligger rundt 780 tonn levende fisk og innehaver kan på ingen tidspunkt overstige gitt MTB tillatelse.

3.2 Porters fem krefter

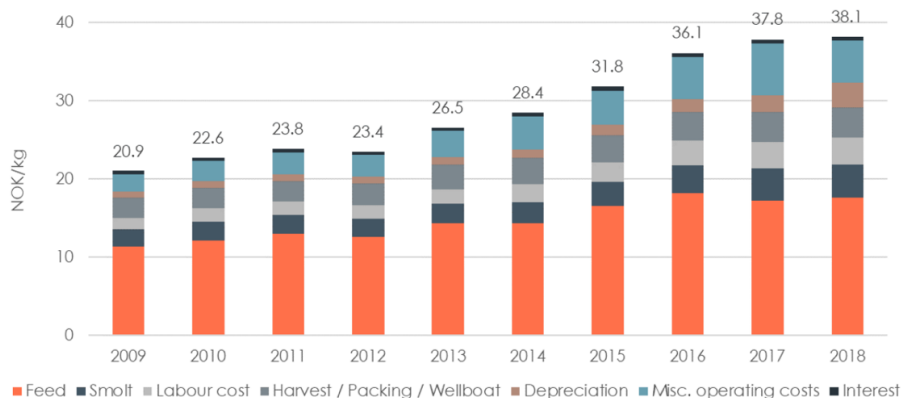
Femkraftsmodellen er en modell som blir brukt til vurdering av konkurranse og lønnsomhet til en bransje. Denne modellen ble konstruert av Michael Porter (1979) og blir derav referert til som Porters femkraftsmodell. Attraktiviteten til en bransje blir vurdert etter hvor eksponert den gitte bransjen er for de fem spesifikke bransjekreftene; kundens forhandlingsstyrke, leverandørens forhandlingsstyrke, trusler fra fremtidige konkurrenter, trusler fra nære substitutter og konkurransesituasjonen.

3.2.1 Kundens forhandlingsstyrke

Laks betegnes som en råvare som omsettes i det frie marked preget av høy etterspørsel og begrenset tilbud, derav liten påvirkningsevne fra kundens forhandlingsstyrke. Griegs produksjon selges på spotmarkedet, like over spotpris. I tillegg til salg av GWT, realiserer Grieg en høyere salgspris ved å tilby VAP. En klar fordel ved tilbud av VAP er redusert risiko for at kvalitetsbevisste kunder søker substitutter. Globale aktører kan besitte stor forhandlingsmakt dersom stordrift av høyt handelsvolum som potensielt kan skape handelsblokader av deler eller hele marked. Som følge av en stor etterspørsel av oppdrettslaks anses kjøpers forhandlingsmakt som lav.

3.2.2 Leverandørens forhandlingsstyrke

Ved fiskeoppdrett og produksjon av annen dyreart utgjør fôr størst andel av totalkostnaden. Tilgang og pris på kvalitetssikret fôr er en avgjørende faktor ved valg av produsent, hvorav pris påvirkes primært av fôrets sammensetning av råvarer og produksjonskostnad. Fra figur 3 like under ser vi at fiskefôr utgjør tilnærmet 50% av total produksjonskostnad ved oppdrettslaks (MOWI: Farming Industry Handbook, 2019).



Figur 3 – Historisk bransjekostnad

Skretting, Ewos og BioMar har siden 2008 vært de største tilbyderne av fiskefôr i Norge. I 2018 hadde Skretting størst markedsandel (30%), deretter BioMar (26%), Ewos (24%) og MOWI Feed (19%).

Fôrprodusentene har historisk sett benyttet seg av cost-plus kontrakter som skyver risiko tilknyttet prissvingninger i råvarer over på kjøper. Som følge av økte innsatsfaktorer er det forventet en økende prisvekst i fiskefôr.

Grieg produserer ikke fiskefôr selv, og på grunn av begrenset tilgang til fôr samt omfattende tilgang til egen produksjon, anses leverandørens forhandlingsstyrke som høy.

3.2.3 Trusler fra fremtidige konkurrenter

Oppdrettsbransjen fremstår som svært attraktiv for aktører utad som ønsker å posisjonere seg i et marked hvor det er høy fortjeneste og stor etterspørsel. Inngangsbarrierene er derimot høye, noe som skaper et fortrinn for eksisterende aktører. Høye etableringskostnader knyttet til investeringer i anleggsmidler på tvers av verdikjeden, begrenset kompetanse og høye konsesjonspriser tilknyttet konsesjonsreguleringer gjør det dermed ressurskrevende å etablere seg i oppdrettsnæringen. Oppstartsfasen er også kapitalkrevende med tanke på laksens produksjonssyklus som tar opp til tre år, derav lang periode med lav inntekt og høye kostnader.

Produksjon og oppdrett av laks er avhengig av stedsbestemte konsesjoner, noe som kan skape fordel til større aktører i henhold til stordriftsfordeler, med tanke på produksjonskvantum og distribusjon. Til tross for stordriftsfordeler vil likevel mindre aktører avvike tilbud om oppkjøp som følge av god fortjeneste og fremtidig vekst.

Landbasert oppdrett er et diskutert tema som potensielt kan utgjøre en trussel for merdbasert oppdrett, mye som følge av mildere konsesjonsreguleringer. SINTEF Ocean, i samarbeid med NTNU Ålesund, har utført en nasjonal analyse av landbasert oppdrett av laks og ørret. Her er de sentrale parameterne i analysen knyttet til produksjon, økonomi og risiko. I analysen kommer det frem at utbyggelse av RAS-teknologi ved et landbasert oppdrettsanlegg er svært kapitalkrevende. Et settefiskanlegg med produksjonskapasitet på 2 000 tonn bærer potensielt en kostnad mellom 400-600 millioner kroner. Til sammenlikning er investeringene for merdbasert anlegg med samme produksjonskapasitet omtrent 50 millioner. I tillegg kommer en konsesjonspris mellom 120-200 millioner kroner per konsesjon for tillatelse i sjø. Til tross for at ONP (Open Net Pens) er et rimeligere valg, kan kapitalsterke investorer framtre, spesielt når noen har banet vei tidligere.

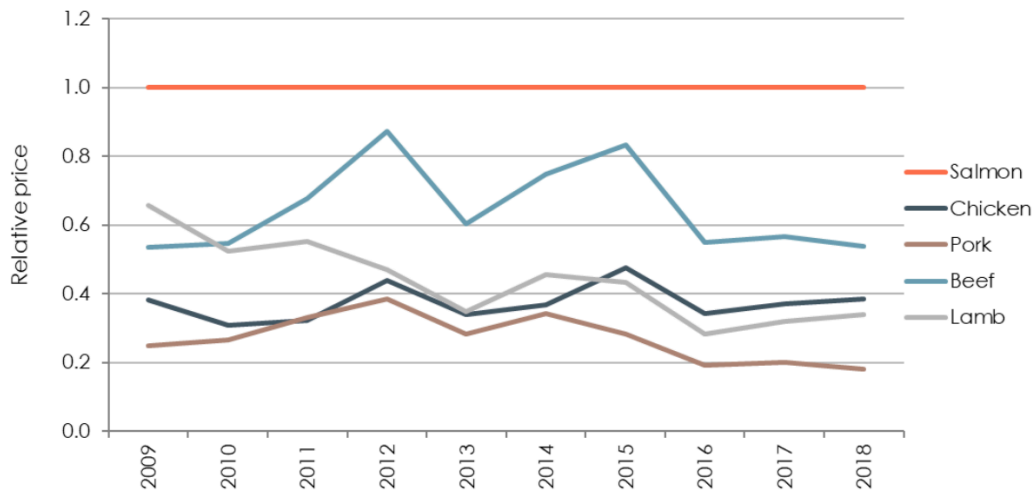
På verdensbasis kan vi observere ulike etableringskostnader hvorav nye globale aktører kan utgjøre en trussel dersom global etterspørsel legger videre press på tilbudssiden. Ulike konsesjonssystemer vedkommer forskjellige land hvor de opererer på egne nasjonale premisser. ONP er begrenset med tanke på få egnede geografiske områder i verden, men med RAS-teknologi i stadig utvikling oppstår nye geografiske muligheter. Til tross for ulike premisser ved etableringsfasen i andre land, fremkommer det likevel komplekse aspekter over hele verdikjeden som skaper et stort behov for kapital for produksjon, teknologi og infrastruktur.

Med tanke på høye inngangsbarrierer som stort kapitalbehov og regulerte konsesjoner, anses trussel fra fremtidige konkurrenter som lav.

3.2.4 Trusler fra nære substitutter

Laks er anerkjent som en av de viktigste animalske proteinkildene i vår kost på grunn av dens næringsinnhold av proteiner og umettet fett. Laksen er blant annet en viktig kilde til omega-3 fettsyrer, vitamin D- og B12, samt mineraler som jod og sele. Ulike helseorganisasjoner anbefaler inntak av fisk 2-3 ganger i uken, og i tillegg økt fokus på å redusere fete kjøttprodukter. Laksens substitutter blir i denne sammenheng definert som andre animalske proteinkilder som utgjør størst andel av globalt inntak av proteiner, herav kylling, svin, storfe og lam.

Prisnivået på laks har historisk sett vært høyere enn sammenlignet produkter, illustrert i figur 4 (MOWI: Farming Industry Handbook, 2019). Dette har bakgrunn fra laksens etterspørsel og i tillegg dens fremstilling som et eksklusivt gode, noe som gjør den mindre prissensitiv.



Figur 4 - Relativ prisforskjell

På bakgrunn av prisnivå, alternative produkter og personlige preferanser så anses trusselen fra substitutter som moderat.

3.2.5 Konkurransesituasjonen

De ti største aktørene i Norge står for omlag 68% av produksjonen på verdensbasis, sett mot topp ti aktører fra Storbritannia, Nord- Amerika og Chile. Konkurransesituasjonen tilspisser seg hvor fremtidig vekst krever utvikling innen teknologi, kostnadseffektivitet og fokus på økt VAP-premie. Grunnet stor fortjeneste minimeres muligheten for salg av lisenser mellom de ulike aktørene. Den vanligste metoden for å tilegne seg nye lisenser på kommer derav via oppkjøp og fusjoner (M&A). Ettersom Grieg har et bredt distribusjonsnettverk og global produksjon, anses markedsposisjonen som et konkurransefortrinn mot mindre aktører. Som følge av stor etterspørsel, teknologisk utvikling og posisjonering i markedet, anses Griegs konkurranse fra eksterne aktører som lav.

4 Regnskapsanalyse

Formålet med dette kapitlet er å kartlegge vekstpotensialet til Grieg Seafood basert på historiske tall, og deretter sammenligne disse opp mot lignende aktører i markedet.

Vi har brukt perioden 2015 – 2019 som grunnlag for den historiske regnskapsanalysen. De historiske tallene danner grunnlaget for å estimere videre vekst og fremtidige kontantstrømmer.

4.1 Utvalg av sammenlignbare selskap

Peer-gruppen består av SalMar ASA, Lerøy Seafood ASA og Norway Royal Salmon ASA. Grunnlaget for dette er at alle er Norske aktører i samme marked med like begrensinger og finansiell struktur . På grunn av størrelse, slaktevolum og nøkkeltall er Lerøy og SalMar mest nærliggende å sammenligne med. Royal er et noe mindre selskap men er likevel inkludert på grunnlag av finansiell struktur og vekst.

4.2 Reorganisert årsregnskap for konsern

Vi har tatt utgangspunkt konsoliderte balanse og resultatregnskap for alle sammenlignbare selskap i perioden 2015-2019. Balansen og resultatregnskapene har blitt omstrukturert etter rammeverket til Koller et al (2015).

4.2.1 Investert kapital

Den investerte kapitalen består av anleggsmidler, goodwill og arbeidskapital. Investert kapital uten goodwill beregnes for å kartlegge selskapets konkurransevne knyttet til selskapets hovedaktiviteter. Goodwill blir senere inkludert for å kartlegge selskapets evne til å generere verdi etter fusjoner og oppkjøp. Av kontantbeholdning har vi i følge økonomisk teori estimert til 2% av driftsinntektene Koller et al (2015).

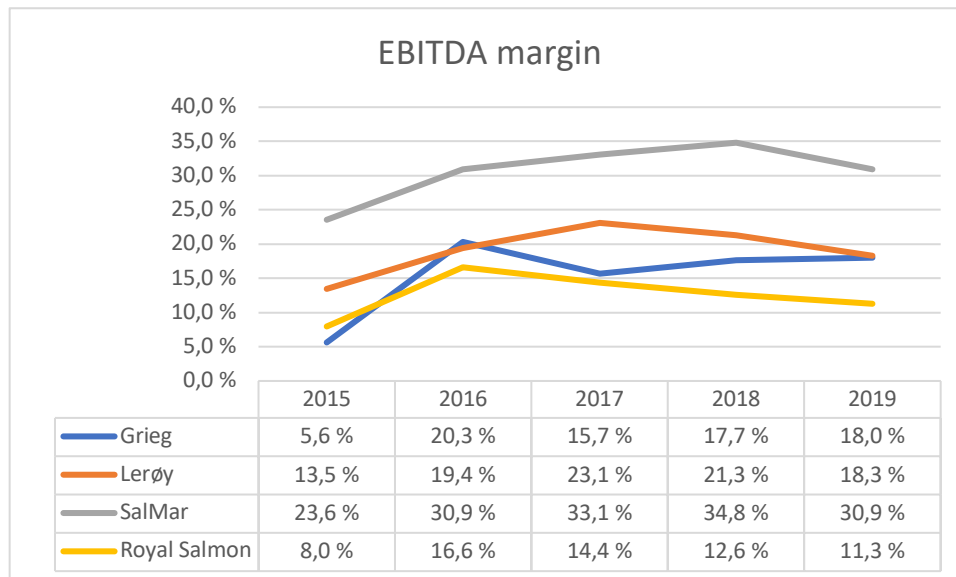
4.2.2 EBITDA margin

EBITDA margin viser et mål på selskapets operasjonelle profitt, oppgitt som prosent av inntekt. EBITDA er en forkortelse for earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, hvorav estimert EBITDA margin er kalkulert i henhold til formelen like under:

$$\text{EBITDA margin} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 4 – EBITDA margin

Hensikten med EBITDA margin er å kartlegge samt sammenligne Griegs operasjonelle lønnsomhet og kontantstrømmer sett mot tilsvarende selskap. Dette er gjort for å enklere sammenligne relativ lønnsomhet for selskap av ulik størrelse. En høyere EBITDA margin tilsier lavere operasjonelle kostnader.



Figur 5 –EBITDA margin

Perioden 2014-2015 var generelt en vanskelig periode med marginal vekst for hele bransjen. I 2015 kunne Grieg vise til en EBITDA margin på kun 5,6%, lavest margin sett mot sammenlignbare selskap. Gjennomsnittet for peer-gruppen i perioden 2015-2019 var 19,45% hvorav Griegs gjennomsnitt var 15,5%. I ettertid har Grieg Seafood økt slaktet volum per lisens som følge av investeringer tilknyttet større smolt, dermed reduseres de operasjonelle kostnadene og biologisk risiko som sykdom og død. I 2019 var EBITDA marginen til Grieg Seafood 18%.

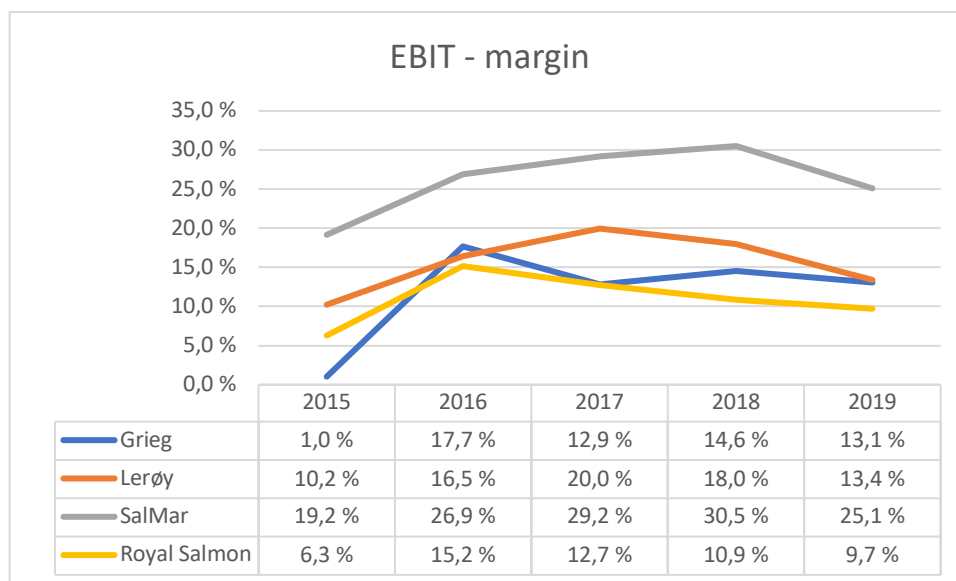
4.2.3 EBIT margin

Earnings Before Interest and taxes (EBIT) er en indikator for selskapets lønnsomhetsgrad, det vil si inntjening før renter og skatt. EBIT margin (også kalt som operasjonell margin) er kalkulert ved å dele EBIT med driftsinntekter, illustrert i formelen like under:

$$\text{EBIT margin} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 5 - EBIT margin

I figur 6 presenteres kalkulert EBIT margin for utvalgte selskap fra 2015 – 2019:



Figur 6 – EBIT margin

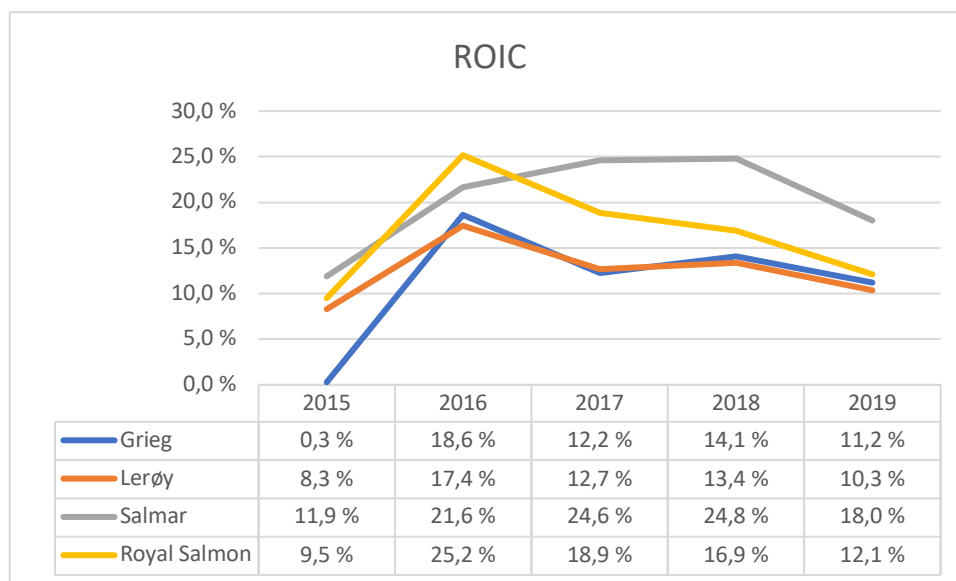
Av- og nedskrivning av varige driftsmidler var NOK 410,6 millioner i 2019, en økning på NOK 174,9 millioner sammenlignet med 2018. Hovedårsaken til økningen skyldes effekt fra IFRS 16 (ny regnskapsstandard for leieavtaler), som økte avskrivningene med NOK 120,7 millioner i 2019. Det resterende beløpet av økningen har tilhørighet med nytt smoltanlegg i Finnmark som ble ferdigstilt i slutten av 2018. Andre investeringer i blant annet teknologi har også bidratt til økt avskrivning.

EBIT/ kg var NOK 13.11, sammenlignet med NOK 14,72 i 2018. EBIT per kg var positivt påvirket av økt slaktevolum og høy spottpris i Norge. Biologiske utfordringer tilknyttet alger og miljømessige forhold i BC og Shetland hadde negativ innvirkning på kostnadene.

I 2015 var EBIT-marginen til Grieg Seafood kun 1%, som var lavest margin sammenlignet mot peer-gruppen. I 2019 var derimot EBIT marginen 13,1%, 3,4% høyere enn Royal Salmon og kun 0,3 % lavere enn Lerøy. Gjennomsnittet for peer-gruppen i perioden 2015-2019 var 16,14% sammenlignet med Griegs gjennomsnitt som var 11,84%.

4.3 ROIC

Fra 2015 til 2019 ser vi en økning i ROIC for hele gruppen, men sett fra toppen i 2016 er trenden avtagende. Med tanke på utvikling i bransjen og rentenivåer for hele perioden, kan man anta at et selskap vil bli tilført verdi dersom ROIC er tosifret og vil dermed overstige WACC. Periodens vekst kan være sammenfallende med et strengt regulert marked som hensiktsmessig beskytter eksisterende aktører og pådriver selskapene til å investere i teknologi og kompetanse for å effektivisere selskapenes drift og produksjon.



Figur 7 – ROIC

Gjennomsnittet for peer-gruppen i perioden 2015-2019 var 15,1% hvorav Griegs gjennomsnitt var 11,28% for samme periode. I 2019 var Griegs ROIC 11,22%.

4.4 ROIC – analyse

Return on invested capital (ROIC) er en indikator som brukes til å estimere selskapets evne til å allokere kapital til profitable investeringer. Med andre ord beskriver ROIC raten hvor effektivt selskapet bruker sin kapital til å generere avkastning. En høy ROIC vil si at selskapet tilføres vekst og i et perfekt marked vil konkurransekraftene redusere ROIC helt til den tilnærmede kapitalkostnaden (Koller et al., 2015).

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Invested Capital}} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Working Capital} + \text{Fixed Assets}}$$

Formel 6 - ROIC

Kalkulert NOPLAT for utvalgte selskap finnes i vedlegg (A,B,C,D) og er sammenstilt ved å reorganisere årsresultatet. Investert kapital er kalkulert ved å reorganisere balansen og er fremstilt i vedlegg (A1, B1, C1, D1). Årsregnskapet til hvert selskap er forenklet og norsk bedriftsskattesats (22%) er tatt i bruk med hensikt i å skape en enkel og oversiktlig sammenligning på tvers av selskapene i peer-gruppen.

I tabell 2 oppsummeres Grieg Seafoods historiske drift hvorav ROIC (med og uten goodwill), aktuelle nøkkeltall og regnskapsverdier vektet i relativ størrelse per kilo slaktet laks. Tabellen viser et samlet gjennomsnitt for perioden 2015-2019 og i tillegg fremvises nøkkeltall for 2019 individuelt som referanse. Grieg Seafood rangeres fra 1 til 4 i hver kategori hvorav verdien 4 tildeles det mest effektive selskapet. Historisk gjennomsnitt vil ellers være en nyttig faktor ved utredelse av prognosen.

| Gjennomsnitt 2015-2019 | Grieg | Lerøy | Salmar | Royal Salmon | Rangering | Grieg 2019 |
|-------------------------------|--------|---------|---------|--------------|-----------|------------|
| ROIC inkl. GW | 11,7 % | 12,7 % | 20,3 % | 16,4 % | 1 | 11,2 % |
| ROIC eksl. GW | 11,9 % | 14,4 % | 21,2 % | 16,4 % | 1 | 11,4 % |
| EBITDA margin | 15,5 % | 19,1 % | 30,7 % | 12,6 % | 2 | 18,0 % |
| EBIT margin | 11,8 % | 15,6 % | 26,2 % | 10,9 % | 2 | 13,1 % |
| NOPLAT margin | 10,6 % | 13,1 % | 21,3 % | 8,9 % | 2 | 10,2 % |
| Slaktet volum | 70 064 | 157 173 | 134 600 | 29 981 | 2 | 82 973 |
| Antall lisenser | 93 | 152 | 100 | 38 | 2 | 88 |
| Slaktet volum per lisens | 761 | 1 037 | 1 346 | 789 | 1 | 943 |
| Driftsinntekter/kg | 97,3 | 114,1 | 75,4 | 154,7 | 2 | 100,1 |
| Varekostnad/kg | 50,4 | 64,0 | 33,6 | 123,7 | 2 | 50,4 |
| Lønnskostnad/kg | 7,2 | 14,3 | 7,1 | 4,7 | 3 | 7,4 |
| Annen driftskostnad/kg | 23,7 | 13,7 | 11,1 | 5,7 | 4 | 24,3 |
| EBITA/kg | 15,8 | 22,2 | 23,5 | 19,6 | 1 | 18,1 |
| Av- og nedskrivning/kg | 3,5 | 4,1 | 3,4 | 2,5 | 3 | 4,9 |
| NOPLAT/kg | 10,3 | 15,0 | 16,1 | 13,6 | 1 | 10,2 |
| ONWC/kg | 41,6 | 39,4 | 27,9 | 38,6 | 4 | 40,0 |
| Investert kapital inkl. GW/kg | 88,1 | 118,0 | 79,3 | 83,1 | 3 | 90,8 |

2,12

Tabell 2 – ROIC analyse og andre nøkkeltall

Andre finansielle mål for 2020 som fremkommer i Grieg Seafoods årsrapport, 2019:

- ROCE: 12%
- Kostnader på eller under/kg (NOK): 37,9/kg
- NIBD/EBITDA mindre enn 4.5
- NIBD/ slaktet volum 20/kg
- Dividende: 25-35% av netto avkastning

4.4.1 Produksjon

Selv med dagens COVID-19 situasjon fortsetter produksjonen som normalt og slaktevolumet går etter planen ettersom matprodusenter har nødvendige funksjoner under dagens situasjon. I dialog med myndighetene blir sikkerhetsmessige tiltak iverksatt for å hindre spredning av COVID-19 viruset i produksjonsprosessen.

Slaktet volum har gradvis økt de siste fem årene, grunnen til dette er bedre utnyttelse av maksimalt tillatt biomasse (MTB) og økning i tillatelser fra myndighetene. I 2019 nådde Grieg et slaktet volum på 82.973 tonn, noe som tilsvarer en økning på rundt 11% fra slaktet volum i 2018. Fra 2015 til 2019 har Grieg Seafood hatt en årlig gjennomsnittlig økning på 5,4% og en total økning på omtrent 27%. Utnyttelsen av antall lisenser kan variere fra år til år grunnet biologiske årsaker som temperatur, alger, sykdom og antall rømninger.

| Nøkkeltall historisk vekst (Grieg Seafood) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|--------|---------|---------|---------|---------|
| Slaktet volum | 65 398 | 64 726 | 62 598 | 74 623 | 82 973 |
| %-vis endring | 1,02 % | -1,03 % | -3,29 % | 19,21 % | 11,19 % |

Tabell 3 – Historisk vekst

4.4.2 *Inntekt*

Grieg Seafood har ligget stabilt på driftsinntekter per kilo, hvorav samtlige selskap økte driftsinntektene kraftig i 2016 som følge av økt laksepris. Lerøy og Royal Salmon har høyere driftsinntekt per kilo grunnet en større satsing i VAP - segmenter. Griegs strategi for 2025 er å få tettere samarbeid med viktige partnere i markedet og øke verdien på laksen gjennom VAP.

| Driftsinntekter per kilo | Gjennomsnitt | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2 019 |
|--------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Grieg | 97,34 | 71 | 102 | 112,4 | 101,2 | 100,1 |
| Lerøy | 114,1 | 85,5 | 115 | 118 | 122,7 | 129,3 |
| SalMar | 75,36 | 53,7 | 78,1 | 80 | 79,6 | 85,4 |
| Royal | 154,66 | 115,1 | 157,5 | 154,7 | 141,3 | 204,7 |

Tabell 4 – Driftsinntekter per kilo

4.4.3 *Kostnader*

I 2017 ble det initiert et program for å nå et ønsket kostnadsmål i 2020. Dette målet er å ligge på gjennomsnittet av industriens kostnadsnivå, eller like under kostnadsnivået. Programmet fokuserer på tiltak som påvirker de viktigste driverne i oppdrettsnæringen. Dette gjelder forbedring av fiskevelferd, overlevelsesrate og tilvekst.

Lønnskostnader hadde en økning på NOK 69.8 millioner sammenlignet med 2018 som følge av 42 nyansettelser og høyere produksjonsaktivitet. Andre driftskostnader hadde en økning på NOK 191.4 millioner sammenlignet med 2018, noe som også er relatert til økning i slaktet volum. Digitaliseringsprosjekter ga også en økning i driftskostnader under testing og implementeringsfasen. Grieg gruppen hadde også økning i driftskostnader på bakgrunn av advokattjenester og tilhørende etterforskning av European Commission og US Competition authorities.

| Common size resultat | Snitt | Grieg | Lerøy | SalMar | Royal |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|
| Salgsinntekt | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % |
| Varekostnad | 58 % | 52 % | 56 % | 45 % | 80 % |
| Driftskostnader | 25 % | 35 % | 28 % | 29 % | 8 % |
| Lønnskostnad | 8 % | 7 % | 13 % | 9 % | 3 % |
| Annen driftskostnad | 14 % | 24 % | 12 % | 15 % | 4 % |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 3 % | 4 % | 4 % | 5 % | 2 % |
| Operasjonelt driftsresultat | 17 % | 13 % | 16 % | 27 % | 11 % |
| Netto ikke-operasjonelle driftsinnt. | 2 % | 1 % | 2 % | 4 % | 1 % |
| EBIT | 17 % | 13 % | 16 % | 27 % | 11 % |
| Netto finansposter | 0 % | -1 % | -1 % | -1 % | 1 % |
| EBT | 16 % | 12 % | 15 % | 26 % | 12 % |
| Skatt | 4 % | 3 % | 4 % | 6 % | 3 % |
| Årsresultat | 12 % | 9 % | 11 % | 20 % | 10 % |

Tabell 5 – Common size resultat

Common Size resultatet ovenfor viser snittet av kostnadene fra 2015-2019 i forhold til total salgsinntekt. Ved å studere peer-gruppen ligger Grieg under gjennomsnittlig varekostnad, grunnet Royal Salmons høye kostnader. I følge 2019 årsrapporten ligger Grieg Seafood foreløpig rett over lakseindustriens kostnader. Ulike faktorer som nyansettelser, økt produksjonsvolum og nylig ferdigstilt smoltanlegg i Finnmark er direkte årsaker.

4.4.4 Vekst

Veksten har vært god de siste fem årene for Grieg Seafood. Finansiell vekst er sterkt knyttet til hvor mange tillatelser som er gitt av myndighetene og hvor effektivt disse blir utnyttet. Nye lisenser, effektivisering i produksjon, økt overlevelsesrate, mindre sykdommer og bedret lakselus kontroll er årsaken til Griegs vekst de siste fem årene.

| Vekst | Gj.snitt 2015-2019 | Total økning 2015-2019 |
|-----------------|--------------------|------------------------|
| Driftsinntekter | 15,5 % | 77,5 % |
| Slaktet volum | 5,42 % | 27,11 % |
| Kilopris | 9,4 % | 47,0 % |

Tabell 6 – Vekst

Driftsinntektene er korrelert med økning i kilopris og slaktet volum. Tabellen ovenfor viser gjennomsnittlig økning og total økning fra 2015-2019. Kiloprisen fikk et kraftig hopp i 2016 og stabiliserte seg frem til 2019. Fish pool sine forwardpriser referer til en laksepris som svinger mellom 55-65 kr per kilo frem til 2025.

5 Prognose og drivere

I dette kapitlet har vi estimert fremtidig prognose for vekst på bakgrunn av historiske tall og Fish pool forward estimer. Grieg Seafood har et produksjonsmål på 100 000 tonn slaktet laks i 2020 og 150.000 tonn innen 2025. Videre presenteres den estimerte kontantstrømmen i verdsettelsen som brukes til å beregne aksjepris og selskapsverdi.

5.1 COVID – 19

Markedssituasjonen i 2020 er blitt påvirket av COVID-19 pandemien, men til tross for usikkerhet og utfordringer tilhørende omstendighetene så fremstilles det høy etterspørsel for laks og Griegs geografiske tilstedeværelse gir rom for fleksibilitet med tanke på logistiske utfordringer (Grieg Seafood 2019).

5.2 Driftsinntekter

Driftsinntektene er et direkte produkt av slaktevolum og kilopris. I 2019 utgjorde driftsinntektene 8.303.934 kr, dette tilsvarer en økning på 751.608 kr eller 10% fra 2018. Tabellen under viser en estimert prognose for driverne av driftsinntekten i tidsrommet 2019 til 2024.

| Driftsinntekt (NOK 1.000) | 2019A | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Salgsinntekt | 8 303 934 | 9 151 557 | 9 532 747 | 10 279 594 | 10 744 078 | 11 230 650 |
| Endring (%) | | 10,21 % | 4,17 % | 7,83 % | 4,52 % | 4,53 % |
| Slaktet volum (tonn) | 82973 | 88781 | 95884 | 101157 | 104698 | 108362 |
| Salgspris/kg | 100,08 | 103,08 | 99,42 | 101,62 | 102,62 | 103,64 |
| CAGR 2019 - 2026 | | | | | | 6,25 % |

Tabell 7 – Prognose driftsinntekt

I prognosen tar vi utgangspunkt i Fish pool sine forward priser og har lagt til en VAP premie for å kartlegge prisen Grieg oppnår på sitt produkt. På bakgrunn av større satsning på nytt smoltanlegg har slaktevolumet økt fra 2018 til 2019. Som følge av historisk vekst, nytt smoltanlegg i Finnmark, investeringer innen teknologi og pågående søknader om tillatelser har vi estimert en positiv økning i driftsinntektene, men med en konservativ tilnærming.

5.2.1 Salgspris

Salgsprisene er estimert ved å bruke Fish pools forward- priser og i tillegg en VAP - premie. Dermed finner man en salgspris som er representativ for rå laks og VAP-produkter som en samlet enhet. Gjennomsnittlig spottpris for året 2019 var 57,21 kr per kg. Fish pool sine

forward-priser viser en liten økning frem til 2021 for å deretter stabilisere seg på 59 kr per kg. Følgende formel er benyttet ved estimert salgspris:

$$\text{Salgspris} = \text{Fremtidig spottpris} + \text{VAP premie}$$

Formel 7 - Salgspris

| Salgspris per kilo (NOK) | 2019A | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Grieg Seafood salgspris | 100,08 | 103,08 | 99,42 | 101,62 | 102,62 | 103,64 |
| Fish Pool, forward pris | 57,21 | 62,71 | 57,9 | 59 | 59 | 59 |
| VAP - premie | 42,87 | 40,37 | 41,52 | 42,62 | 43,62 | 44,64 |

Tabell 8 – Prognose salgspris

Hovedproduktet til Grieg er hel sløyd laks og omsettes i stor grad som råvare og oppnådde priser gjenspeiler hovedsakelig markedsprisene. De estimerte prisene er høyere enn spottpris som følge av VAP-produkter, gode salgskontrakter og effektiv distribusjon.

5.2.2 Slaktet volum

På grunn av regulatoriske barrierer for produksjon er det vanskelig å tilegne seg nye lisenser. Grieg Seafood har per i dag 88 lisenser og har som mål å bygge videre på sin eksisterende plattform for å sikre videre vekst gjennom organisk vekst så vel som gjennom fusjoner og oppkjøp. Grieg Seafoods langsiktige strategi er som tidligere nevnt å høste et årlig volum på 100 000 tonn laks i 2020 og 150 000 tonn laks innen 2025 (Grieg Seafood 2019).

Fra årsrapporten 2019 fremkommer det også et sentralt fokus på å forbedre fiskevelferd og overlevelsesraten i alle operasjonelle regioner. Gjennom ulike investeringsaktiviteter tilknyttet teknologi og større smolt har dermed produksjonsperioden i Rogaland blitt redusert fra 18 til 12 måneder. 10 av 27 anlegg i Finnmark har blitt tildelt ASC (Aquaculture Stewardship Council) sertifikat. ACS utmerkelsen er gitt ved bærekraftig produksjon, noe som styrker Finnmarks posisjon som «grønn sone». Med tanke på ytterligere vekst kan Grieg Seafood tilegne seg nye lisenser via M&A eller søke om midlertidige utviklings lisenser som på sikt kan konverteres til permanente ordinære lisenser.

I oktober 2019 ble Grieg Seafood Finnmark tildelt et nytt felt hvor det raskt ble tilført smolt, noe som vil bidra til økt slaktet volum ved starten av 2021. Som følge av Grieg Seafoods ønske om å utvide Finnmark ytterligere, anslår vi at selskapet tildeles to nye lisenser i 2021. Vi legger

også til én lisens i 2023 som følge av teknologisk utvikling. Prognosen om nye lisenser har en konservativ tilnærming ettersom nye lisenser er vanskelig å forutse, men det er urimelig å tenke at Grieg Seafood ikke tildeles nye lisenser i løpet av perioden. Som følge av nye lisenser legges det til grunn en motsatt CAPEX effekt med tanke på ny investering i anleggsmidler.

| Slaktet volum (tonn) | 2019A | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Slaktet volum (tonn) | 82973 | 88781 | 95884 | 101157 | 104698 | 108362 |
| Vekst (%) | | 7,0 % | 8,0 % | 5,5 % | 3,5 % | 3,5 % |
| Lisenser | 88 | 88 | 90 | 90 | 91 | 91 |
| Slaktet volum/lisenser (tonn) | 943 | 943 | 1065 | 1124 | 1151 | 1191 |

Tabell 9 – Prognose slaktet volum

I 2020 forventes det en signifikant økning i slaktet volum for Grieg Seafood BC som følge av 60% økt biomasse i sjø tilført ved slutten av 2019 sammenlignet med slutten av 2018, noe som blir hoved driveren for økt volum i 2020.

Ettersom Rogaland har i følge regjeringens trafikklyssystem blitt definert som «grønn» sone fra 2020, forventes det økt tilførsel av biomasse som vil skape økt volum i 2021 og utover. I prognosen legges det til 2% vekst i MTB som følge av «grønn» klassifisering for Rogaland og Finnmark hvert år. Grieg Seafoods ambisiøse mål om å slakte 150.000 tonn innen 2025 er basert på organisk vekst, oppkjøp og eventuelle fusjoner.

Grieg har per i dag en maks produksjonskapasitet på cirka 150.000 tonn laks, men det er urimelig å anta full utnyttelse av total kapasitet som følge av MTB og biologiske utfordringer. Sett mot perioden 2016-2019 økte slaktet volum per lisens 10-15% hvert år, noe som estimeres til å være lavere i fremtiden som følge av begrenset utnyttelsesgrad. Usikkerheten tilknyttet COVID-19 legges også til grunn, hvor totalt volum i 2020 holdes noe tilbake som følge av reduksjon i etterspørsel fra blant annet restauranter. Griegs mål om å slakte 100 000 tonn laks i 2020 realiseres i følge vårt estimat først i 2022. I 2023 og 2024 anslår vi videre vekst som følge av en ekstra konsesjon og effektivisering.

5.2.3 Varekostnad

I følge Koller et al (2015) anbefales fremtidig varekostnad å budsjetteres i henhold til fremtidig salgssinntekt. Dermed estimeres varekostnad/kg som et korrelert produkt av salgssinntekt/kg. Det anslås en gradvis økning i varekostnaden ut perioden som følge av økt slaktet volum. Endring i varekostnaden synliggjøres tidligere enn budsjettert salgssinntekt på grunn av en produksjonssyklus hvor kostnadene løper i det produksjonen starter. Dette resulterer til en CAGR 6,30% for varekostnad, sammenlignet med 6,25% for salgssinntekt.

| Varekostnad (NOK 1.000) | 2019A | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Varekostnad | 4 181 971 | 4 516 529 | 4 923 016 | 5 243 012 | 5 452 733 | 5 670 842 |
| Endring (%) | | 8,0 % | 9,0 % | 6,5 % | 4,0 % | 4,0 % |
| Slaktet volum (tonn) | 82973 | 82143 | 94465 | 97299 | 100218 | 105229 |
| Varekost/kg | 50,4 | 55,0 | 52,1 | 53,9 | 54,4 | 53,9 |
| CAGR | | | | | | 6,30 % |

Tabell 10 – Prognose varekostnad

Kostnader relatert til fiskefôr utgjorde 44% av total produksjonskostnad i 2019. Varekostnaden avhenger derfor i stor grad av innkjøpsprisen på fôr ettersom Grieg ikke er selvforsynt (Grieg Seafood 2019). På grunn av en deprimert krone medfølger det økt varekostnad tilknyttet økt innkjøpspris på fôr for de fleste anleggene til Grieg, med unntak av Grieg Seafood BC som er knyttet opp mot lokal valuta, derav rimeligere innkjøpspris på fôr gitt en svak krone. For å sikre seg mot fluktasjoner i kronkursen har Grieg gruppen knyttet en gitt andel i syndikatlån som hovedsakelig er oppgitt i EUR.

Ved sammenligning av peer-gruppen ser vi et lavt nivå på historisk varekostnad per slaktet volum og med tanke på Griegs investering i større smolt så er det rimelig å anta at produksjonskostnadene forblir på lave nivåer ut perioden. Med tanke på økning i salgspriser som følge av investeringer tilknyttet VAP-produkter, er det rimelig å anta økning i innsatsfaktorer sett ut i fra leverandørenes forhandlingsstyrke. Varekostnader og tilhørende regnskapsposter knyttes dermed opp mot VAP da innsatsfaktorene anslås ut i fra forventet salgspris.

5.2.4 Varige driftsmidler

PP&E (Property, plant and equipment) også kjent som varige driftsmidler omhandler Griegs strategi for investering i utvikling og fremtidig vekst. På lik linje kreves det reinvestering og vedlikehold av eksisterende anleggsmidler.

| Netto PP&E (NOK 1.000) | 2019A | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Antatt investering | | 180 000 | 410 000 | 250 000 | 275 000 | 250 000 |
| Reinvestering | 665 030 | 422 901 | 440 516 | 475 029 | 496 493 | 518 978 |
| CAPEX | 665 030 | 602 901 | 850 516 | 725 029 | 771 493 | 768 978 |
| Brutto PP&E | 5 426 547 | 6 029 448 | 6 879 964 | 7 604 993 | 8 376 485 | 9 145 463 |
| Av- og nedskrivning | | 422 901 | 440 516 | 475 029 | 496 493 | 518 978 |
| Akkumulert Av- og nedskrivninger | 2 468 604 | 2 891 505 | 3 332 021 | 3 807 050 | 4 303 542 | 4 822 520 |
| Netto PP&E | 2 957 942 | 3 137 943 | 3 547 943 | 3 797 943 | 4 072 943 | 4 322 943 |

Tabell 11 – Prognose netto PP&E

I årsrapporten 2019 utgjorde netto regnskapsmessig PP&E totalt 2 957,9 millioner kroner hvorav kostnader tilknyttet vedlikehold av anleggsmidler utgjorde 289 millioner kroner, en økning på 23,5 millioner sammenlignet med 2018 (Grieg Seafood 2019).

Av- og nedskrivningene knyttes til fjorårets netto PP&E som driver. Fra årsrapporten fremkommer det også at Grieg utsetter en andel av investeringene i 2020 for å skape en «bøffer» slik at de er bedre rustet mot uforutsette hendelser og kan dermed ivareta en fornuftig gjeldsrate. Netto kontantstrømmer tilknyttet investeringsaktiviteter i 2018 utgjorde 593 millioner kroner, og 382 millioner i 2019. Investeringene i 2019 knyttes til nye felt i Finnmark samt utvidelse av Gold River Hatchery i BC. Det antas at investeringsaktivitetene vil returnere tilbake til normalen i 2021 og utover. Vi antar høyere investeringer i 2021 sett mot 2020 på grunn av nye lisenser og økt biomasse i sjø. Som tidligere nevnt er det også forventet en motsatt CAPEX effekt i 2023 som følge av ny lisens.

5.2.5 Valg av drivere

Lønn- og annen driftskostnad estimeres med varekostnad som driver fremfor salg, ettersom den er bedre egnet til å fange opp økning i antall konsesjoner og aktuell vekst i produksjon. Varekostnaden løper i det produksjonen starter, i motsetning til salg som har et «lagg» på grunn av produksjonssyklus. Goodwill har vært konstant de siste tre årene og eventuelle endringer i goodwill ved oppkjøp og fusjoner forutsettes å være liten.

Avskrivningene benytter forrige års netto PP&E som driver. Ikke- operasjonell inntekt består av verdijusteringer og inntekt fra tilknyttede selskap. Verdijusteringer av biomasse vurderes som selvsjusterende over tid og som man ønsker å konvergere mot 0.

Kontantbeholdningen opprettholdes på 2% av salgsinntekter og overskudds kontantene er dermed lik 0.

Prognose for konsolidert totalresultat og balanse finnes i vedlegg E og E.1. Prognose for investert kapital ligger i vedlegg E.2

5.2.6 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen brukes til å finansiere løpende utgifter og er definert som omløpsmidler minus kortsiktig gjeld.

| Netto arbeidskapital (NOK 1.000) | 2019A | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Varelager | 3 615 795 | 3 905 059 | 4 256 514 | 4 533 187 | 4 714 515 | 4 903 095 |
| Kundefordringer | 459 897 | 506 841 | 527 952 | 569 315 | 595 040 | 621 987 |
| Andre fordringer | 341 993 | 376 902 | 392 601 | 423 359 | 442 489 | 462 528 |
| Kontanter og lignende | 214 497 | 183 031 | 190 655 | 205 592 | 214 882 | 224 613 |
| Sum omløpsmidler | 4 632 182 | 4 971 833 | 5 367 722 | 5 731 454 | 5 966 925 | 6 212 224 |
| Leverandørgjeld | 855 061 | 923 466 | 1 006 578 | 1 072 005 | 1 114 886 | 1 159 481 |
| Skyldige offentlig avgifter | 50 570 | 55 732 | 58 053 | 62 602 | 65 430 | 68 393 |
| Annen kortsiktig gjeld | 200 098 | 216 106 | 235 555 | 250 866 | 260 901 | 271 337 |
| Sum kortsiktig gjeld | 1 105 729 | 1 195 304 | 1 300 187 | 1 385 473 | 1 441 217 | 1 499 212 |
| ONWC (operating net working capital) | 3 526 453 | 3 776 529 | 4 067 536 | 4 345 980 | 4 525 708 | 4 713 012 |

Tabell 12 – Prognose netto arbeidskapital

Arbeidskapitalen øker i hele perioden frem til 2024 på grunn av den generelle økningen i driftsinntekter og varekostnad. Grieg har oppnådd «grønn» sone i Rogaland og Finnmark, dette vil øke MTB og er grunnlaget for at arbeidskapitalen øker trinnvis fra 2020 til 2024.

Varelageret påvirker arbeidskapitalen størst grunnet postens høye tallverdi. I henhold til økonomisk teori vil et stort varelager inneholde økt risiko, men i Griegs tilfelle er stort varelager et signal på god utnyttelse av MTB.

5.3 Fremtidig kontantstrøm

Hittil har vi redegjort for ulike drivere og beregningsgrunnlag som er benyttet for å estimere frie kontantstrømmer fra 2020 til 2024. Her vektlegges hovedsakelig de fremtidige regnskapspostene med utgangspunkt i drivere som salgsinntekt, varekostnad og anleggsmidler. Endring i utsatt skatt er inkludert som følge av regnskapsmessige avskrivninger. I tabell 13 presenteres en oversikt av estimert fremtidig kontantstrøm.

| Fri kontantstrøm (NOK) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Salgsinntekt | 9 151 557 | 9 532 747 | 10 279 594 | 10 744 078 | 11 230 650 |
| Varekostnad | 4 516 529 | 4 923 016 | 5 243 012 | 5 452 733 | 5 670 842 |
| Driftskostnader | 2 752 371 | 2 958 799 | 3 080 110 | 3 209 475 | 3 325 016 |
| Lønnskostnad | 640 732 | 688 787 | 717 028 | 747 143 | 774 040 |
| Annen driftskostnad | 2 111 639 | 2 270 012 | 2 363 083 | 2 462 332 | 2 550 976 |
| EBITDA | 1 882 657 | 1 650 932 | 1 956 472 | 2 081 870 | 2 234 792 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 422 901 | 440 516 | 475 029 | 496 493 | 518 978 |
| Operasjonell EBITA | 1 459 756 | 1 210 416 | 1 481 443 | 1 585 378 | 1 715 814 |
| Skatt | 321 146 | 266 291 | 325 918 | 348 783 | 377 479 |
| NOPAT | 1 138 609 | 944 124 | 1 155 526 | 1 236 595 | 1 338 335 |
| Endring i utsatt skatt | 17 231 | 97 395 | 52 235 | 41 765 | 65 431 |
| NOPLAT | 1 155 840 | 1 041 519 | 1 207 761 | 1 278 360 | 1 403 766 |
| Pluss: av- og nedskrivning av varige DM | 422 901 | 440 516 | 475 029 | 496 493 | 518 978 |
| Minus: CAPEX | 602 901 | 850 516 | 725 029 | 771 493 | 768 978 |
| Minus: endring i ONWC | 250 076 | 291 007 | 278 445 | 179 728 | 187 304 |
| Fremtidig kontantstrøm | 725 765 | 340 512 | 679 316 | 823 632 | 966 462 |

Tabell 13 - Fremtidig kontantstrøm

Fra tabellen ser vi en merkverdig reduksjon i kontantstrømmen fra 2020 til 2021. Dette fremkommer av at Grieg Seafood har tilbakeholdt andel av investeringer i 2020 som følge av COVID-19 med sikte på å være bedre rustet for ulike finansielle scenarier. I 2021 forventes det økt investeringsaktivitet, derav en tilnærmet økning i CAPEX på 248 MNOK. Fra 2022 og utover ser vi en jevn, trinnvis økning i kontantstrømmene som følge av økning i MTB, konverterte konsesjoner og økt slaktevolum.

6 VERDSETTELSE

I dette kapitlet ferdigstilles den fundamentale analysen til Grieg Seafood i henhold til EDCF-modellen fra Koller et al (2015) med presentasjon av selskapets egenkapitalverdi og aksjepris. Alle estimater tar utgangspunkt i foregående kapitler og i tillegg presenteres en relativ verdsettelse.

I tabellen under presenteres estimert aksjekurs sammen med virkelig verdi datert til 04.05.2020. Vårt estimat via den fundamentale verdsettelsen viser at Grieg Seafoods aksjepris er underpriset. Den relative verdsettelsen indikerer også en underpriset verdi.

| Verdi per aksje (NOK) | |
|-------------------------------|--------|
| Aksjepris fra sanntid (04.05) | 99,8 |
| Fundamental verdsettelse: | 157,56 |
| Relativ verdsettelse | 127,39 |

Tabell 14 - Aksjepris

6.1 Kapitalkostnad

Selskapets avkastningskrav finner man ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene med WACC. Endring i avkastningskravet medfører endring i verdiestimatet, noe som påvises i neste kapittel ved en sensitivitetsanalyse. I tabell 15 oppsummeres WACC i henhold til beskrivelse fra kapittel 2.

| Avkastningskrav | |
|------------------------|---------|
| Egenkapitalkostnad | 6,09 % |
| E/V | 81,62 % |
| Gjeldskostnad | 3,69 % |
| D/V | 18,38 % |
| Markedets risikopremie | 5 % |
| Skatt | 22 % |
| WACC | 5,50 % |

Tabell 15 - WACC

6.1.1 Småbedriftspremie

I følge PwC sin rapport om småbedriftspremier, mener 84% av respondentene at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for mindre selskap. Mindre selskap er mer utsatt for markedsbevegelser og dermed kan tilknyttet risiko tas hensyn til ved å legge et påslag i markedsrisikopremien, herav en småbedriftspremie. I rapporten fremkommer det forskjellig størrelse på småbedriftspremien sett ut i fra selskapsverdi. I segmentet for selskap over 5 MRD i egenkapitalverdi, er gjennomsnittlig småbedriftspremie 0,6%. Dermed har vi valgt å legge til 0,6% i småbedriftspremie for Grieg Seafood med tanke på tilpasset markedsrisiko. Ved å legge til en småbedriftspremie (SMP) får vi følgende formel ved egenkapitalkostnaden:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i MP + SMP$$

Formel 8 – Egenkapitalkostnad med SMP

6.1.2 Egenkapitalkostnad

I tabell 16 er oppsummert egenkapitalkostnad samt tilhørende komponenter.

| Egenkapitalkostnad | |
|------------------------|--------|
| Justert beta | 0,80 |
| Risikofri rente (10år) | 1,49 |
| Markedets risikopremie | 5 % |
| Småbedriftspremie | 0,60 % |
| Egenkapitalkrav | 6,09 % |

Tabell 16 – Egenkapitalkrav

6.1.3 Risikofri rente

Årsgjennomsnitt av Norges Banks 10-årige rente på statsobligasjoner i 2019 ligger på 1,49% (Norges Bank, 2020). Det er vanlig å skille mellom kortsiktig, mellomlang og langsiktig risikofri rente på henholdsvis 3, 5 og 10 år. Den kortsiktige renten vil være mer volatil enn den langsiktige renten, slik at avkastningskravet vil kunne bli mer ustabil.

PwC har i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening (NFF) gjennomført den årlige undersøkelsen “Risikopremien i det norske markedet”. I følge undersøkelsen benyttes 10-årig statsobligasjon i størst grad som risikofri rente i det norske markedet.

På bakgrunn av dette har vi valgt å bruke den 10-årige renten på statsobligasjoner pålydende 1,49% som vår risikofrie rente.

6.1.4 Beta

Kapitalkostnaden blir fastsatt ved estimat av forventet avkastning på markedsporteføljen, justert for risiko tilknyttet selskapet som blir verdsett. I denne verdsettelsen blir CAPM benyttet til å estimere selskapets justerings faktor, ettersom den tilpasser seg selskapets spesifikke risiko gjennom beta, som måler hvordan selskapets aksjekurs forholder seg til bevegelser i det overordnede marked (Koller et al., 2015).

Dersom høy korrelasjon mellom en aksje og det overordnede marked øker volatiliteten av markedsporteføljen. Investorer krever dermed høyere avkastning på kapital grunnet aksjens eksponering mot markedsrisiko. Aksjer med høy beta (over én) har forventet avkastning som overgår den overordnede markeds fortjenesten, og omvendt for aksjer med lav (under én) beta (Koller et al., 2015).

Grieg Seafood driver med globalt salg og blir dermed preget av globale konjunkturer. I følge CAPM skal man bruke verdens markedsporteføljen som S&P500 eller MSCI World da alle aktive inkludert humankapital og en verdens markedsportefølje bør være høyt korrelert. Ettersom vi ikke har tilgang til MSCI Worlds data benyttes S&P500, 10 års periode med månedlig data. Via regresjon i Excel benyttes følgende avkastningskrav ved estimert beta:

$$Avkastning = \ln \left(\frac{pris_{t+1}}{pris_t} \right)$$

Formel 9 - Avkastning

Resultat fra regresjon finnes i vedlegg F. Til orientering kan en benytte hjemmesiden til Damodaran som et sammenligningsgrunnlag hvorav industribetaen er estimert til å være 0,88. Individuelle betaestimer kan være noe unøyaktig og en normal praksis er dermed å estimere medianen eller gjennomsnittet av en peer-gruppe og dermed få en industribeta. Fra regresjonsanalysen har vi følgende rå-beta:

- Grieg Seafood: 0,70
- SalMar: 0,66
- Lerøy: 0,09
- Royal Salmon 0

Her har vi kun valgt å benytte Griegs beta da de lave betaestimatene skyldes lav korrelasjon mot markedsporteføljen fra tidligere år. Det betyr dermed at selskapene har store ulikheter knyttet til eksponert markedsrisiko, hvorav noen av selskapene har en motsyklisk trend. Store ulikheter fremkommer også ved 5-årig data.

Videre benytter vi oss av Bloombergs justerte beta = $beta \cdot \frac{2}{3} + \frac{1}{3}$, som tar hensyn til vekst over tid. Her blir den estimerte betaen vektet med 2/3, ettersom veksthastigheten reduseres og dermed har vi en beta som er mer representativ for fremtiden. Dermed får vi et estimat hvor den justerte betaen til Grieg er 0,80, et estimat som er nærliggende Damodarans estimat og vi anser dette som tilfredsstillende.

6.1.5 Markedets risikopremie

I følge PwC sin årlige undersøkelse for markedets risikopremie konkluderes det med at markedets risikopremie forblir uendret på 5% for det norske markedet. En risikopremie på 5% er et anerkjent og velbrukt estimat og vi benytter dette videre i vår analyse.

6.1.6 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden reflekterer selskapets kostnad tilknyttet låneavtaler, eller renten selskapet betaler på sine lån. For å estimere gjeldskostnaden kan en vekte de faste og flytende rentene sett ut i fra selskapets låneavtaler, og dermed beregne et gjennomsnitt. Alternativt kan en estimere gjeldskostnad på bakgrunn av markedsrenter (NIBOR) og legge til administrasjonskostnader og misligholdsrisiko (Kaldestad & Møller.,2011).

Grieg Seafoods faste renter fremstilles gjennom swap-avtaler som endrer seg etter tre måneders NIBOR. Grieg gruppens policy er å ha 20-50% av rentebærende gjeld sikret gjennom renteswap avtaler, hvorav fjoråret utgjorde 42,71% (Grieg Seafood, 2019).

Fra tabell 17 ser vi at renteswap avtalene summert var 1,56% sammenlignet med tre måneders NIBOR som var 1,55%. Her legges det til et administrasjonstillegg på 2% og et misligholdstillegg på 0,5% som gir oss en fast rente på 4,07%.

De flytende rentene utgjør et gjennomsnitt på 2,57% og i tillegg har Grieg Seafood forpliktelse på finansielle leiekontrakter med en låneavtale som ligger i intervallet mellom 3,1-4,1%. Ettersom de fleste låneavtalene er i NOK og konsernet benytter stort sett de samme kredittinstitusjonene hvor betingelsene er relativt like, anses 4% som representativ. Sammenlignet med Lerøy, er låneavtalen også estimert til å være 4%.

Ved å beregne et vektet gjennomsnitt av de faste og flytende rentene kommer vi frem til en gjeldskostnad på 3,69%.

| Fast rente | Sum | Vekt | Rente |
|--|------------------|------------------|------------------|
| Administrasjonstillegg | | | 2 % |
| Misligholdstillegg | | | 0,50 % |
| Renteswapavtale 27.03.2019 | 400 000 | 38 % | 4,19 % |
| Renteswapavtale 20.10.2021 | 260 000 | 25 % | 3,78 % |
| Renteswapavtale 05.07.2022 | 200 000 | 19 % | 4,14 % |
| Renteswapavtale 28.08.2023 | 200 000 | 19 % | 4,11 % |
| Eksportlån | | | - |
| Sum | 1 060 000 | 100 % | 4,07 % |
| <hr/> | | | |
| Flytende renter | Kortsiktig | Langsiktig | Sum |
| Syndikatlån langsiktig | 98 212 | 934 616 | 1 032 828 |
| Syndikatlån trekkrettighet | - | 629 319 | 629 319 |
| Factoringgjeld | 86 122 | - | 86 122 |
| Forpliktelser finansielle leiekontrakter | 73 575 | 378 577 | 452 152 |
| Forpliktelser operasjonelle leiekontrakter | 125 752 | 254 090 | 379 842 |
| Sum | 383 661 | 2 196 602 | 2 580 263 |
| <hr/> | | | |
| Markedsverdi | Bokført verdi | Virkelig verdi | |
| Syndikatlån totalt | 1 662 146 | 1 563 935 | |
| Factoringgjeld | 86 122 | 86 122 | |
| Forpliktelser finansielle leiekontrakter | 831 994 | 831 994 | |
| Sum | 2 580 262 | 2 482 051 | |
| <hr/> | | | |
| Vektet rente | Sum | Vekt | Rente |
| Faste renter med tillegg | 1 060 000 | 42,71 % | 4,07 % |
| Flytende renter | 590 057 | 23,77 % | 2,57 % |
| Forpliktelser finansielle leiekontrakter | 831 994 | 33,52 % | 4,00 % |
| Sum | 2 482 051 | 100,00 % | 3,69 % |

Tabell 17 – Gjeldskostnad

Videre i analysen har vi valgt å benyttet en gjeldskostnad med utgangspunkt fra et vektet snitt mellom de faste og flytende rentene ettersom NIBOR forventes å være relativt lav de neste årene, derav en gjeldskostnad på 3,69%.

6.1.7 Investeringer i tilknyttede selskap

De bokførte verdiene forutsettes å gi et tilfredsstillende anslag av virkelig verdi ettersom selskapene utgjør hver for seg en marginal del av Griegs selskapsverdi.

| Verdi av investeringer i tilknyttede selskap (NOK 1.000) | Bokført verdi |
|--|---------------|
| Nordnorsk Smolt AS | 42 433 |
| Tytlandsvik Aqua AS | 38 638 |
| Sum investeringer i tilknyttede selskap | 81 071 |

Tabell 18 – Investeringer i tilknyttede selskap

6.1.8 Vekting av egenkapital og gjeld

Ettersom markedsverdien av egenkapital utgjør 81,62%, kan en i hovedsak si at det er egenkapitalkravet som styrer WACC.

6.2 Selskapsverdi ved EDCF metoden

Vi har estimert en fremtidig kontantstrøm som diskonteres med WACC (5,50%). Når denne diskonteres får man en nåverdi av den fremtidige kontantstrømmen. Deretter finner vi terminalverdien for siste år og beregner nåverdien av denne. I tråd med økonomisk teori har vi estimert med en vekstrate på 1,1% ved kalkulering av terminalverdien. Med henvisning til kapittel to benyttes følgende formler:

$$\text{Nåverdi av Terminalverdi} = \frac{\text{Terminalverdi}}{(1 + WACC)^n}$$

Formel 10 – Nåverdi av Terminalverdi

$$\text{Enterprise Value} = \text{Nårverdi av FCF} + \text{Nåverdi av Terminalverdi}$$

Formel 11 - Selskapsverdi

| Prognose år | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------------------|------------|---------|---------|---------|---------|
| Fremtidig kontantstrøm | 725 765 | 340 512 | 679 316 | 823 632 | 966 462 |
| WACC | 5,50 % | | | | |
| Vekstrate | 1,10 % | | | | |
| Terminalverdi | 22 206 656 | | | | |
| Nåverdi FCF | 2 976 700 | | | | |
| Nåverdi terminalverdi | 16 991 076 | | | | |
| Enterprise value | 19 967 776 | | | | |

Tabell 19 – Selskapsverdi

Fra tabellen ser vi dermed at nåverdi av kontantstrøm fra operasjonell virksomhet er 19 967 776.

6.3 Aksjepris

Grieg Seafoods egenkapital har en virkelig verdi på 17 401 932 MNOK og selskapets aksjeverdi er 157,56. Aksjeverdien er beregnet ut i fra selskapets diskonterte kontantstrømmer og ikke-operasjonelle verdier som investeringer i tilknyttede selskap.

| | |
|---|------------|
| Nåverdi av operasjonell virksomhet | 19 967 776 |
| Verdi av investeringer i tilknyttede selska | 81 071 |
| Selskapsverdi (MNOK) | 20 048 847 |
| Verdi av minoritetsinteresser | 56 632 |
| Verdi av rentebærende gjeld | 2 590 283 |
| Virkelig egenkapitalverdi (MNOK) | 17 401 932 |
| Antall utestående aksjer (mill) | 110 448 |
| Verdi per aksje | 157,56 |

Tabell 20 – Verdi per aksje

6.4 Relativ verdsettelse

Denne delen av verdsettelsen ser på den relative prisingen i forhold til peer-gruppen. I analysen finner vi gjennomsnittet av multipler for peer-gruppen og multipliserer disse med Grieg Seafoods bokførte verdier. Ved å studere denne sammenligningen estimerer vi verdien på Grieg relativ til andre selskaper.

Vi estimerer multiplene P/B, EV/EBITDA, EV/EBIT og EV/Salg for peer-gruppen. Vi Bruker markedsverdiene til de sammenlignbare selskapene for å generere ratioer som multipliseres opp mot Grieg Seafood. Det er viktig å påpeke at denne delen av verdsettelsen kun brukes som et supplement.

6.4.1 P/B metoden

Denne ratioen viser hvorvidt markedet verdsetter de bokførte verdiene i selskapet.

Griegs P/B ratio ligger rett under peer-gruppens gjennomsnitt på 3,40 og gir et estimert aksjekurs på kr 127,4.

| | Grieg | Salmar | Lerøy | Norway Royal Salmon |
|--------------------|---------------|---------------|----------------|---------------------|
| Aksjekurs | 101,20 | 449,60 | 58,40 | 239,00 |
| Bokført EK | 4 140 843 000 | 9 740 100 000 | 17 763 305 000 | 3 357 040 000 |
| Antall aksjer | 110 448 313 | 112 922 858 | 595 475 920 | 42 469 248 |
| Bokført aksjeverdi | 37 | 86 | 30 | 79 |
| P/B | 2,70 | 5,21 | 1,96 | 3,02 |
| Gjennomsnitt | | | | 3,40 |
| Aksjekurs | | | | 127,39 |

Tabell 21 – P/B

6.4.2 EV/EBITDA metoden

Denne faktoren gjør det mulig for markedet og kreditorer å verdivurdere den underliggende driften av ulike selskaper. På grunn av Norway Salmon har nærmest dobbelt størrelse i EV/EBITDA, kan vår estimerte aksjepris mulig justeres ned.

| | Grieg | Salmar | Lerøy | Norway Royal Salmon |
|--|----------------|----------------|----------------|---------------------|
| Enterprise Value | 13 553 155 276 | 37 678 003 728 | 37 417 224 728 | 10 183 223 272 |
| EBITDA | 1 498 158 000 | 3 786 045 000 | 3 746 275 000 | 629 606 000 |
| Enterprise Value/EBITDA | 9,05 | 9,95 | 9,99 | 16,17 |
| Gjennomsnitt | | | | 12,04 |
| Virksomhetsverdi (netto finansiell gjeld) | | | | 18 034 636 397 |
| | | | | 2 375 786 000 |
| | | | | 15 658 850 397 |
| Aksjepris | | | | 141,78 |

Tabell 22 – EV/EBITDA

I forhold til SalMar og Lerøy ligger Grieg Seafood omtrent på snittet, det vil si at markedet og kreditorer vurderer den underliggende driften til Grieg til noe lavere en konkurrentenes.

Estimert aksjekurs i henhold til EV/EBITDA metoden anslås til kr 141,78.

6.4.3 EV/Salg metoden

Denne metoden beregnes ved å bruke omsetning og ekskludere driftsutgifter. Ratioen forteller oss hvor mye det vil koste en investor å kjøpe hele omsetningen og bør vurderes opp mot EV/EBITDA.

| | Grieg | Salmar | Lerøy | Norway Royal Salmon |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|---------------------|
| Enterprise Value | 13 553 155 276 | 37 678 003 728 | 37 417 224 728 | 10 183 223 272 |
| Omsetning | 8 303 934 000 | 12 237 589 000 | 20 454 147 000 | 5 586 670 000 |
| Enterprise Value/Salg | 1,63 | 3,08 | 1,83 | 1,82 |
| Gjennomsnitt | | | | 2,24 |
| Aksjepris | | | | 16 255 386 722 |
| | | | | 147,18 |

Tabell 23 – EV/Salg

Generelt betyr en lavere EV/Salg at et selskap er mer attraktivt eller undervurdert, vanligvis ligger denne mellom 1 og 3. Grieg Seafood ligger noe under gjennomsnittet på 2,24 for de komparative selskapene.

Aksjekurs blir beregnet til kr 147,2 ved bruk av EV/Salg metoden.

6.4.4 EV/EBIT – metoden

Denne metoden er forholdsvis veldig lik EV/EBITDA, men inkluderer avskrivninger og driftsutgifter. Beregnet aksjepris basert på EV/EBIT metoden er beregnet til kr 104,68.

| | Grieg | Salmar | Lerøy | Norway Royal Salmon |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|---------------------------------|
| Enterprise Value | 13 553 155 276 | 37 678 003 728 | 37 417 224 728 | 10 183 223 272 |
| EBIT | 1 087 575 000 | 3 067 596 000 | 3 746 275 000 | 629 606 000 |
| Enterprise Value/EBIT | 12,46 | 12,28 | 9,99 | 16,17 |
| Gjennomsnitt | | | | 12,81 |
| Aksjepris | | | | 11 561 267 525 104,68 |

Tabell 24 – EV/EBIT

6.5 Verdivurdering

Ved å se på alle multiplene som en helhet får vi en kurs på 130,25 kr. Dette er høyere enn dagens kurs på 101,20 kr og er lavere enn prisen vi får ved den estimerte EDCF - metoden på 157,56 kr. I følge den relative analysen som baseres på markedsverdier, er Grieg Seafood underpriset i markedet.

Det er viktig å påpeke at denne metoden gir et relativt usikkert estimat på hvordan aksjen er priset forhold til andre aktører i markedet. Det har blitt brukt historiske tall fra 2019 og denne analysen blir brukt som et supplement til den estimerte EDCF - metoden.

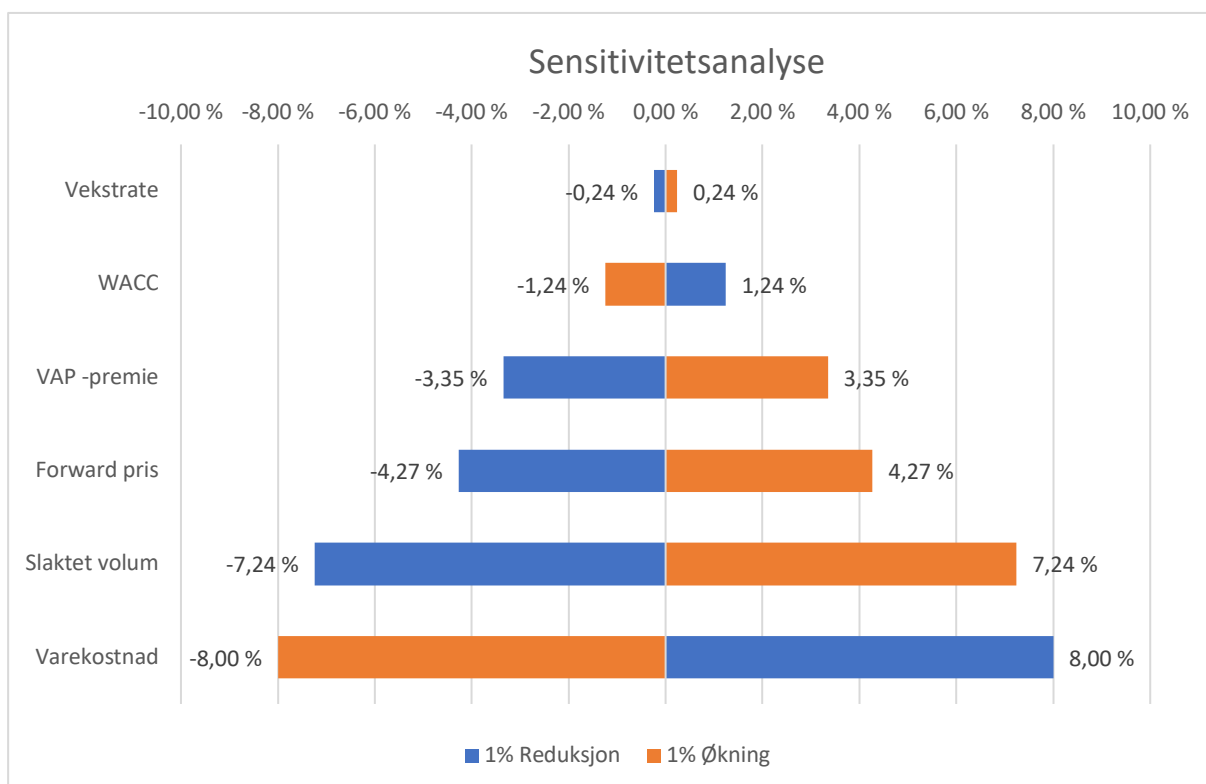
| Multipler | Aksjekurs |
|-----------|-----------|
| P/B | 127,39 |
| EV/EBITDA | 141,78 |
| EV/Salg | 147,18 |
| EV/EBITA | 104,68 |
| SNITT | 130,25 |

Tabell 25 - Multipler

7 Sensitivitetsanalyse

I sensitivitetsanalysen undersøker vi følsomheten til vår aksjepris i forhold til små endringer i relevante verdidrivere. Her blir utvalgte drivere endret med 1% og resultatet er fremstilt i figur 8. Underliggende faktorer som vi benytter i sensitivitetsanalysen er WACC, varekostnad, forward pris, VAP-premie, vekstrate og volum. Disse faktorene blir undersøkt uavhengig av hverandre for å påvise direkte effekt av endring.

Noen av faktorene kan tolkes relativt intuitivt, en økning i varekostnad og WACC vil resultere i en lavere verdi mens et økt slaktevolum vil øke aksjeverdien.



Figur 8 - Sensitivitetsanalyse

Slaktet volum og varekostnad er faktorene som gir størst utslag på aksjeverdien. Hvis Forward prisen øker med 1% øker aksjeprisen med 4,27 %. Hvis VAP- premien øker med 1% øker aksjeprisen med 3,35%. Vekstraten er den faktoren om gir minst utslag i aksjeverdien, selv om terminalverdien utgjør en stor del av kontantstrømmen så er vekstraten så lav at den gir lite utslag i aksjeverdien.

7.1 Endring i WACC og vekstrate

Vi vil først se på hvilken innvirkning parallelle endringer i WACC og vekst har på vår aksjepris. Vi har estimert WACC til 5,50 % og forutsatt en langsiktig vekst på 1,10 %. I tabellen nedenfor ser vi utslagene i aksjeprisen dersom vi endrer våre estimater ovenfor:

| g/WACC | 4,90 % | 5,10 % | 5,30 % | 5,50 % | 5,70 % | 5,90 % | 6,10 % |
|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|
| 0,50 % | 158,05 | 151,19 | 144,90 | 139,10 | 133,73 | 128,75 | 124,12 |
| 0,70 % | 165,37 | 157,88 | 151,03 | 144,74 | 138,94 | 133,57 | 128,59 |
| 0,90 % | 173,43 | 165,21 | 157,72 | 150,87 | 144,58 | 138,78 | 133,41 |
| 1,10 % | 182,34 | 173,27 | 165,04 | 157,56 | 150,71 | 144,42 | 138,62 |
| 1,30 % | 192,23 | 182,17 | 173,10 | 164,88 | 157,40 | 150,55 | 144,26 |
| 1,50 % | 203,29 | 192,07 | 182,01 | 172,94 | 164,72 | 157,24 | 150,39 |
| 1,70 % | 215,74 | 203,13 | 191,91 | 181,85 | 172,78 | 164,56 | 157,08 |

Tabell 26 - g/WACC

8 Konklusjon

Vi har brukt strategisk analyse, historiske balanser og resultatregnskap som verktøy i verdsettelsen vår. Ved bruk av EDCF-metoden kombinert med en relativ verdsettelse har vi anslått endelig estimat av Grieg Seafood sin pris per aksje.

Resultatet fra EDCF - metoden gir en aksjepris på 157,56 NOK. Markedsprisen stengte på 99,8 NOK per 04.05.2020. I følge våre estimater er aksjen underpriset med 37%. Den store forskjellen mellom dagens markedsverdi og vårt estimat kan indikere at markedet har et veldig konservativt syn på fremtidige kontantstrømmer. Andre Årsaker kan være antagelser om lave laksepriser, ustabil klima, teknologisk utvikling eller andre makroøkonomiske forhold (COVID-19).

Aksjekursen var på sitt høyeste i februar 2019 på omtrent 140 NOK og fikk et kraftig fall i begynnelsen av 2020 som følge av usikkerhet tilknyttet COVID-19.

Den relative verdsettelsen gir et estimat på 130 NOK per aksje. Dette estimatet blir ikke vektlagt i vår verdivurdering, men bekrefter at aksjeprisen er underpriset.

Den strategiske analysen belyser velkjente trusler som ustabil klima og farlige sykdomsarter. En annen faktor er at industriell vekst bremses av myndighetenes kontroll over maksimalt tillatt biomasse og antall lisenser som utdeles til hver aktør.

I følge den historiske regnskapsanalysen har veksten i oppdrettsnæringen vært stabil og høy. Det er vanskelig å legge all vekt basert på historisk vekst, men den har blitt inkludert i vurderingen av hvordan de fremtidige kontantstrømmene estimeres.

Referanser

Litteraturliste

Damodaran, A. (2007): Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications. Stern School of Business.

Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999): Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering. Cappelen Akademisk Forlag.

Gjesdal, F. (2007): Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse, Praktisk økonomi & finans, nr. 2. Universitetsforlaget.

Kaldestad, Y og Møller, B. (2011): Verdivurdering – teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. Revisorforeningen.

McKinsey & Company Inc., Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2015). Valuation: measuring and managing the value of companies. (6th University ed.) EBook.

Porter, M. E., (2008): The five competitive forces that shape strategy, Harvard Business Review, January.

Web kilder

Damodaran, Total betas by sector. Hentet 20.05.2020, fra
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html

Fiskeridirektoratet. (2020). Biomasse. Hentet 03.01.2020, fra
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse>

Laksefakta. Om norsk havbrukshistorie. Hentet: 13.03.2020, fra
<https://laksefakta.no/>

Laksefakta. (2020). Lakselus. Hentet 15.04.2020, fra
<https://laksefakta.no/sok/?q=lakselus>

Lov om akvakultur, kapittel I. Formål og Virkeområde. Hentet: 06.03.2020, fra
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79?q=akvakultur>

Norges Bank, Statsobligasjoner årsgjennomsnitt. Hentet 05.03.2020, fra
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2020). Fiskehelse. Hentet 16.03.20, fra
<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiske-og-havbruk/oppdrettslaksen/sykdom/id607091/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2020). Konsesjonssystemet. Hentet 15.04.2020, fra
<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiske-og-havbruk/fiskeflatenlisteside/konsesjonssystemet--generelt/id418041/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2020). Fiskeri og havbruk. Hentet 14.04.2020, fra
<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiske-og-havbruk/id1277/>

Regjeringen.no. Om trafikklyssystemet. Hentet 07.02.2020, fra
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset-i-havbruksnaringen/id2688939/>

PwC. Småbedriftspremie, 2019. Hentet 12.05.20, fra
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>

Om Grieg Seafood. 2019 Hentet: 03.03.2020, fra
<https://www.griegseafood.no/en/>

Data

Yahoo Finance – Historisk avkastning Grieg Seafood og s&p500 (Beta – regresjon)
Oslo Børs indeks/OSEBX – Relativ verdsettelse

Rapporter

MOWI, årlig håndbok; Farming Industry Handbook, 2019

NTNU Ålesund, SINTEF Ocean og SNF: Analyse av landbasert oppdrett av laks: produksjon, økonomi og risiko, 2018.

PwC, årlig undersøkelse; Risikopremien i det norske markedet, 2019

Pwc, Sjømat Barometeret 2019.

Årsrapport 2015 Grieg Seafood ASA

Årsrapport 2016 Grieg Seafood ASA

Årsrapport 2017 Grieg Seafood ASA

Årsrapport 2018 Grieg Seafood ASA

Årsrapport 2019 Grieg Seafood ASA

Årsrapport 2015 Salmar ASA

Årsrapport 2016 Salmar ASA

Årsrapport 2017 Salmar ASA

Årsrapport 2018 Salmar ASA

Årsrapport 2019 Salmar ASA

Årsrapport 2015 Lerøy Seafood ASA

Årsrapport 2016 Lerøy Seafood ASA

Årsrapport 2017 Lerøy Seafood ASA

Årsrapport 2018 Lerøy Seafood ASA

Årsrapport 2019 Lerøy Seafood ASA

Årsrapport 2015 Norway Royal Salmon ASA

Årsrapport 2016 Norway Royal Salmon ASA

Årsrapport 2017 Norway Royal Salmon ASA

Årsrapport 2018 Norway Royal Salmon ASA

Årsrapport 2019 Norway Royal Salmon ASA

Vedlegg

Vedlegg A: Forenklet NOPLAT for Grieg Seafood (2015 – 2019)

| Kalkulering av NOPLAT (NOK) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Driftsinntekter | 4 645 364 | 6 604 161 | 7 037 163 | 7 549 998 | 8 303 934 |
| Varekostnad | 2 738 926 | 3 287 159 | 3 724 200 | 3 852 855 | 4 181 971 |
| Driftskostnader | 1 645 127 | 1 975 340 | 2 207 431 | 2 362 670 | 2 623 805 |
| Lønnskostnad | 409 432 | 483 473 | 482 827 | 541 047 | 610 803 |
| Annen driftskostnad | 1 235 695 | 1 491 867 | 1 724 604 | 1 821 623 | 2 013 002 |
| EBITDA | 261 311 | 1 341 662 | 1 105 532 | 1 334 473 | 1 498 158 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 213 568 | 173 916 | 201 132 | 235 655 | 410 583 |
| Operasjonell EBITA | 47 743 | 1 167 746 | 904 400 | 1 098 818 | 1 087 575 |
| Skatt | 12 891 | 291 937 | 217 056 | 252 728 | 239 267 |
| NOPAT | 34 852 | 875 810 | 687 344 | 846 090 | 848 309 |
| Økning (reduksjon) i utsatt skatt | - 21 280 | 135 644 | 47 005 | 155 950 | - 2 975 |
| NOPLAT | 13 572 | 1 011 454 | 734 349 | 1 002 040 | 845 334 |

Vedlegg A.1: Investert kapital for Grieg Seafood (2015 – 2019)

| Kalk. av investert kapital (NOK) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Varelager | 2 019 982 | 2 548 789 | 2 790 614 | 3 321 234 | 3 615 795 |
| Kundefordringer | 581 904 | 800 591 | 761 407 | 925 232 | 459 897 |
| Andre fordringer | 145 767 | 212 240 | 246 759 | 169 175 | 341 993 |
| Kontanter og lignende | 92 907 | 132 083 | 140 743 | 137 920 | 214 497 |
| Sum Operating Current Assets | 2 840 560 | 3 693 703 | 3 939 523 | 4 553 561 | 4 632 182 |
| Leverandørgjeld | 653 083 | 493 534 | 585 378 | 649 352 | 855 061 |
| Betalbar skatt | 24 545 | 172 057 | 157 244 | 130 287 | 211 569 |
| Skyldige offentlige avgifter | 12 134 | 48 819 | 16 486 | 29 346 | 50 570 |
| Annen kortsiktig gjeld | 149 899 | 246 203 | 241 179 | 163 578 | 200 098 |
| Sum Operating Current Liabilities | 839 661 | 960 613 | 1 000 287 | 972 563 | 1 317 298 |
| Operating net Working Capital | 2 000 899 | 2 733 090 | 2 939 236 | 3 580 998 | 3 314 884 |
| Varige driftsmidler | 1 534 770 | 1 510 379 | 1 871 804 | 2 292 912 | 2 957 942 |
| Immaterielle eiendeler | 1 110 331 | 1 078 220 | 1 086 936 | 1 146 837 | 1 149 835 |
| Investert Kapital eks. GW | 4 646 000 | 5 321 689 | 5 897 976 | 7 020 747 | 7 422 661 |
| Goodwill | 110 647 | 108 595 | 109 038 | 109 013 | 109 526 |
| Investert Kapital | 4 756 647 | 5 430 284 | 6 007 014 | 7 129 760 | 7 532 187 |
| Overskuddskontanter | 299 113 | 371 530 | 130 972 | - | - |
| Finansielle anleggsmidler | 40 357 | 5 612 | 14 341 | 40 167 | 85 199 |
| Total Investering | 5 096 117 | 5 807 426 | 6 152 327 | 7 169 927 | 7 617 386 |
| Langsiktig gjeld | 1 817 152 | 1 257 649 | 1 417 787 | 1 613 612 | 2 218 219 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 502 411 | 668 141 | 664 948 | 795 165 | 383 660 |
| Utsatt skatt | 539 040 | 674 684 | 721 689 | 877 639 | 874 664 |
| Gjeld og tilsvarende | 2 858 603 | 2 600 474 | 2 804 424 | 3 286 416 | 3 476 543 |
| Innskutt egenkapital | 581 641 | 504 746 | 529 540 | 525 886 | 596 352 |
| Opptjent egenkapital | 1 625 521 | 2 645 935 | 2 774 824 | 3 308 166 | 3 487 859 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 30 349 | 56 270 | 43 541 | 49 458 | 56 632 |
| Egenkapital og tilsvarende | 2 237 511 | 3 206 951 | 3 347 905 | 3 883 510 | 4 140 843 |
| Avrundning | 3 | 1 | 2 | 1 | |
| Total Investering | 5 096 117 | 5 807 426 | 6 152 327 | 7 169 927 | 7 617 386 |

Vedlegg B: Forenklet NOPLAT for SalMar (2015 – 2019)

| Kalkulering av NOPLAT (NOK) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Driftsinntekter | 7 326 202 | 9 029 814 | 10 817 238 | 11 342 554 | 12 237 589 |
| Varekostnad | 3 562 811 | 4 000 818 | 4 722 474 | 4 585 491 | 5 770 027 |
| Driftskostnader | 2 038 067 | 2 239 329 | 2 513 925 | 2 808 474 | 2 681 517 |
| Lønnskostnad | 765 881 | 861 534 | 929 100 | 1 040 438 | 1 202 494 |
| Annen driftskostnad | 1 272 186 | 1 377 795 | 1 584 825 | 1 768 036 | 1 479 023 |
| EBITDA | 1 725 324 | 2 789 667 | 3 580 839 | 3 948 589 | 3 786 045 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 321 449 | 358 020 | 418 612 | 487 778 | 718 449 |
| Operasjonell EBITA | 1 403 875 | 2 431 647 | 3 162 227 | 3 460 811 | 3 067 596 |
| Skatt | 350 969 | 583 595 | 727 312 | 830 595 | 674 871 |
| NOPAT | 1 052 906 | 1 848 052 | 2 434 915 | 2 630 216 | 2 392 725 |
| Økning (reduksjon) i utsatt skatt - | 31 779 | 264 486 | - 133 079 | 152 209 | 216 126 |
| NOPLAT | 1 021 127 | 2 112 538 | 2 301 836 | 2 782 425 | 2 608 851 |

Vedlegg B.1: Investert kapital for SalMar (2015 – 2019)

| Kalk. av investert kapital (NOK) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Varelager | 3 634 268 | 5 221 784 | 4 394 573 | 5 765 550 | 6 189 538 |
| Kundefordringer | 815 540 | 595 773 | 501 112 | 630 061 | 739 429 |
| Andre fordringer | 258 288 | 302 078 | 242 866 | 289 416 | 330 332 |
| Kontanter og lignende | 146 524 | 180 596 | 177 098 | 226 851 | 244 752 |
| Sum Operating Current Assets | 4 854 620 | 6 300 231 | 5 315 649 | 6 911 878 | 7 504 051 |
| Leverandørgjeld | 649 274 | 1 199 402 | 1 248 975 | 1 194 760 | 1 305 050 |
| Betalbar skatt | 292 320 | 423 223 | 672 448 | 690 717 | 588 455 |
| Skyldige offentlige avgifter | 153 262 | 189 136 | 170 716 | 300 591 | 218 923 |
| Annen kortsiktig gjeld | 488 996 | 775 622 | 404 125 | 500 919 | 613 258 |
| Sum Operating Current Liabilities | 1 583 852 | 2 587 383 | 2 496 264 | 2 686 987 | 2 725 686 |
| Operating net Working Capital | 3 270 768 | 3 712 848 | 2 819 385 | 4 224 891 | 4 778 365 |
| Varige driftsmidler | 2 403 772 | 3 137 522 | 3 604 770 | 3 591 490 | 4 939 621 |
| Immaterielle eiendeler | 2 466 171 | 2 464 332 | 2 478 510 | 2 957 486 | 4 295 467 |
| Investert Kapital eks. GW | 8 140 711 | 9 314 702 | 8 902 665 | 10 773 867 | 14 013 453 |
| Goodwill | 447 372 | 446 465 | 446 465 | 446 465 | 446 465 |
| Investert Kapital | 8 588 083 | 9 761 167 | 9 349 130 | 11 220 332 | 14 459 918 |
| Overskuddskontanter | 127 172 | 93 119 | - | 12 745 | 13 762 |
| Finansielle anleggsmidler | 636 206 | 960 017 | 1 080 852 | 1 215 500 | 814 216 |
| Total Investering | 9 351 461 | 10 814 303 | 10 429 982 | 12 448 577 | 15 260 372 |
| Langsiktig gjeld | 2 753 187 | 2 439 557 | 1 155 999 | 1 019 117 | 3 240 441 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 140 421 | 198 613 | 243 633 | 748 188 | 522 272 |
| Utsatt skatt | 1 230 815 | 1 495 301 | 1 362 222 | 1 541 431 | 1 757 557 |
| Gjeld og tilsvarende | 4 124 423 | 4 133 471 | 2 761 854 | 3 308 736 | 5 520 270 |
| Innskutt egenkapital | 501 084 | 529 037 | 557 610 | 597 365 | 645 025 |
| Opptjent egenkapital | 4 646 272 | 6 069 363 | 7 022 449 | 8 450 748 | 8 362 685 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresse | 79 684 | 82 432 | 88 069 | 91 729 | 732 391 |
| Egenkapital og tilsvarende | 5 227 040 | 6 680 832 | 7 668 128 | 9 139 842 | 9 740 101 |
| Avrunding | 2 | - | - | 1 | 1 |
| Total Investering | 9 351 461 | 10 814 303 | 10 429 982 | 12 448 577 | 15 260 372 |

Vedlegg C: Forenklet NOPLAT for Lerøy (2015 – 2019)

| Kalkulering av NOPLAT (NOK) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Driftsinntekter | 13 484 931 | 17 269 735 | 18 619 588 | 19 879 978 | 20 454 147 |
| Varekostnad | 8 812 414 | 10 265 020 | 9 654 211 | 10 378 276 | 11 183 192 |
| Driftskostnader | 2 858 649 | 3 649 625 | 4 665 364 | 5 273 497 | 5 524 680 |
| Lønnskostnad | 1 411 024 | 1 785 537 | 2 438 259 | 2 668 829 | 2 933 409 |
| Andre driftskostnader | 1 447 625 | 1 864 088 | 2 227 105 | 2 604 668 | 2 591 271 |
| EBITDA | 1 813 868 | 3 355 090 | 4 300 013 | 4 228 205 | 3 746 275 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 433 916 | 511 621 | 583 265 | 659 669 | 1 012 041 |
| Operasjonell EBITA | 1 379 952 | 2 843 469 | 3 716 748 | 3 568 536 | 2 734 234 |
| Skatt | 372 587 | 710 867 | 892 020 | 820 763 | 601 532 |
| NOPAT | 1 007 365 | 2 132 602 | 2 824 728 | 2 747 773 | 2 132 702 |
| Økning (reduksjon) i utsatt skatt | 36 711 | 1 234 298 | - 488 321 | 130 007 | 30 573 |
| NOPLAT | 1 044 076 | 3 366 900 | 2 336 407 | 2 877 780 | 2 163 275 |

Vedlegg C.1: Investert kapital for Lerøy (2015 – 2019)

| Kalk. av investert kapital (NOK) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Varelager | 4 872 895 | 7 140 116 | 5 449 281 | 6 879 739 | 6 606 076 |
| Kundefordringer | 1 568 820 | 2 209 281 | 1 972 438 | 2 152 414 | 2 244 348 |
| Andre fordringer | 307 798 | 421 302 | 436 590 | 426 511 | 511 131 |
| Kontanter og lignende | 269 699 | 345 395 | 372 392 | 397 600 | 409 083 |
| Sum Operating Current Assets | 7 019 212 | 10 116 094 | 8 230 701 | 9 856 264 | 9 770 638 |
| Leverandørgjeld | 915 981 | 1 366 634 | 1 310 098 | 1 486 119 | 1 554 071 |
| Betalbar skatt | 200 151 | 477 842 | 819 884 | 678 075 | 448 813 |
| Skyldige offentlige avgifter | 123 457 | 263 991 | 233 982 | 226 513 | 279 333 |
| Annen kortsiktig gjeld | 439 383 | 929 880 | 622 498 | 754 803 | 922 028 |
| Sum Operating Current Liabilities | 1 678 972 | 3 038 347 | 2 986 462 | 3 145 510 | 3 204 245 |
| Operating net Working Capital | 5 340 240 | 7 077 747 | 5 244 239 | 6 710 754 | 6 566 393 |
| Varige driftsmidler | 2 899 633 | 4 209 108 | 5 148 271 | 6 606 948 | 6 230 105 |
| Immaterielle eiendeler | 2 216 877 | 5 899 130 | 5 887 808 | 5 947 645 | 5 931 088 |
| Investert Kapital eks. GW | 10 456 750 | 17 185 985 | 16 280 318 | 19 265 347 | 18 727 586 |
| Goodwill | 2 133 039 | 2 119 318 | 2 131 819 | 2 218 430 | 2 219 521 |
| Investert Kapital | 12 589 789 | 19 305 303 | 18 412 137 | 21 483 777 | 20 947 107 |
| Overskuddskontanter | 977 915 | 1 888 305 | 3 141 704 | 2 638 554 | 2 621 969 |
| Finansielle anleggsmidler | 737 027 | 846 632 | 1 117 809 | 1 104 891 | 3 416 109 |
| Total Investering | 14 304 731 | 22 040 240 | 22 671 650 | 25 227 222 | 26 985 185 |
| Langsiktig gjeld | 2 507 562 | 4 668 453 | 5 045 569 | 4 617 107 | 5 542 631 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 1 465 144 | 1 094 089 | 830 009 | 1 031 868 | 1 204 719 |
| Utsatt skatt | 1 567 973 | 2 802 271 | 2 313 950 | 2 443 957 | 2 474 530 |
| Gjeld og tilsvarende | 5 540 679 | 8 564 813 | 8 189 528 | 8 092 932 | 9 221 880 |
| Innskutt egenkapital | 2 785 937 | 4 837 893 | 4 837 893 | 4 837 893 | 4 837 893 |
| Optjent egenkapital | 5 099 758 | 7 702 055 | 8 769 401 | 11 314 996 | 12 012 739 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 878 357 | 935 478 | 874 828 | 981 401 | 912 674 |
| Egenkapital og tilsvarende | 8 764 052 | 13 475 426 | 14 482 122 | 17 134 290 | 17 763 306 |
| Avrunding | | 1 | | - | 1 |
| Total Investering | 14 304 731 | 22 040 240 | 22 671 650 | 25 227 222 | 26 985 185 |

Vedlegg D: Forenklet NOPLAT for Norway Royal Salmon (2015 – 2019)

| Kalkulering av NOPLAT (NOK) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Driftsinntekter | 3 210 548 | 4 224 340 | 4 937 798 | 5 080 806 | 5 586 670 |
| Varekostnad | 2 707 071 | 3 230 927 | 3 889 102 | 4 132 850 | 4 586 500 |
| Driftskostnader | 247 886 | 291 737 | 338 774 | 307 069 | 370 564 |
| Lønnskostnad | 113 268 | 155 468 | 138 596 | 139 279 | 154 466 |
| Annen driftskostnad | 134 618 | 136 269 | 200 178 | 167 790 | 216 098 |
| EBITDA | 255 591 | 701 676 | 709 922 | 640 887 | 629 606 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 53 697 | 61 063 | 82 063 | 89 299 | 86 804 |
| Operasjonell EBITA | 201 894 | 640 613 | 627 859 | 551 588 | 542 802 |
| Skatt | 54 511 | 160 153 | 150 686 | 121 349 | 119 416 |
| NOPAT | 147 383 | 480 460 | 477 173 | 430 239 | 423 386 |
| Økning (reduksjon) i utsatt skatt | 30 743 | 91 301 | - 30 229 | 21 197 | - 27 547 |
| NOPLAT | 178 126 | 571 761 | 446 944 | 451 436 | 395 839 |

Vedlegg D.1: Investert kapital for Norway Royal Salmon (2015 – 2019)

| Kalk. av investert kapital (NOK) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Varelager | 870 559 | 1 307 035 | 1 277 004 | 1 321 769 | 1 311 784 |
| Kundefordringer | 500 689 | 478 214 | 546 082 | 369 030 | 416 910 |
| Andre fordringer | 100 438 | 244 596 | 73 888 | 68 997 | 233 289 |
| Kontanter og lignende | 64 211 | 84 487 | 98 756 | 101 616 | 111 733 |
| Sum Operating Current Assets | 1 535 897 | 2 114 332 | 1 995 730 | 1 861 412 | 2 073 716 |
| | | | | - | - |
| Leverandørgjeld | 530 430 | 646 515 | 549 526 | 446 993 | 575 895 |
| Betalbar skatt | 3 180 | 79 350 | 113 485 | 134 777 | 42 537 |
| Skyldige offentlige avgifter | 13 774 | 21 358 | 8 288 | 24 213 | 10 596 |
| Annen kortsiktig gjeld | 120 497 | 161 558 | 147 692 | 105 739 | 59 763 |
| Sum Operating Current Liabilities | 667 881 | 908 781 | 818 991 | 711 722 | 688 791 |
| Operating net Working Capital | 868 016 | 1 205 551 | 1 176 739 | 1 149 690 | 1 384 925 |
| | | | | - | - |
| Varige driftsmidler | 357 948 | 417 496 | 544 006 | 672 577 | 1 175 568 |
| Immaterielle eiendeler | 648 887 | 648 887 | 648 887 | 846 807 | 713 947 |
| Investert Kapital eks. GW | 1 874 851 | 2 271 934 | 2 369 632 | 2 669 074 | 3 274 440 |
| Goodwill | | - | - | - | - |
| Investert Kapital | 1 874 851 | 2 271 934 | 2 369 632 | 2 669 074 | 3 274 440 |
| Overskuddskontanter | 137 128 | - 15 230 | 53 023 | 54 037 | 40 584 |
| Finansielle anleggsmidler | 190 385 | 547 898 | 613 517 | 656 001 | 676 723 |
| Total Investering | 2 202 364 | 2 804 602 | 3 036 172 | 3 379 112 | 3 991 747 |
| langsiktig gjeld | 665 841 | 315 164 | 477 969 | 570 059 | 228 571 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 46 519 | 47 635 | 342 617 | 102 514 | 47 927 |
| Utsatt skatt | 303 485 | 394 786 | 364 557 | 385 754 | 358 208 |
| Gjeld og tilsvarende | 1 015 845 | 757 585 | 1 185 143 | 1 058 327 | 634 706 |
| Innskutt egenkapital og annen oppgj | 1 113 788 | 2 013 983 | 1 813 268 | 2 279 243 | 3 311 090 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 72 730 | 33 034 | 37 762 | 41 542 | 45 949 |
| Egenkapital og tilsvarende | 1 186 518 | 2 047 017 | 1 851 030 | 2 320 785 | 3 357 039 |
| Avrundning | 1 | - | 1 | | 2 |
| Total Investering | 2 202 364 | 2 804 602 | 3 036 172 | 3 379 112 | 3 991 747 |

Vedlegg E - Prognose, konsolidert totalresultat for Grieg Seafood ASA (2020-2024)

| Totalresultat (NOK 1000) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|----------------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Salgsinntekt | 9 151 557 | 9 532 747 | 10 279 594 | 10 744 078 | 11 230 650 |
| Varekostnad | 4 516 529 | 4 923 016 | 5 243 012 | 5 452 733 | 5 670 842 |
| Driftskostnader | 3 175 272 | 3 399 315 | 3 555 139 | 3 705 968 | 3 843 994 |
| Lønnskostnad | 640 732 | 688 787 | 717 028 | 747 143 | 774 040 |
| Annen driftskostnad | 2 111 639 | 2 270 012 | 2 363 083 | 2 462 332 | 2 550 976 |
| Av- og nedskrivning av varige DM | 422 901 | 440 516 | 475 029 | 496 493 | 518 978 |
| Operasjonelt driftsresultat | 1 459 756 | 1 210 416 | 1 481 443 | 1 585 377 | 1 715 814 |
| Netto ikke-operasjonell kost | 243 249 | 253 392 | 273 233 | 285 583 | 298 520 |
| EBIT | 1 216 507 | 957 023 | 1 208 210 | 1 299 794 | 1 417 294 |
| Netto finansposter | - 28 912 | - 30 118 | - 32 476 | - 33 944 | - 35 482 |
| EBT | 1 187 594 | 926 905 | 1 175 734 | 1 265 850 | 1 381 812 |
| Skatt | 216 803 | 225 844 | 243 527 | 254 535 | 266 065 |
| Årsresultat | 970 791 | 701 062 | 932 206 | 1 011 315 | 1 115 747 |

Vedlegg E.1 - Prognose, konsolidert balanseregnskap for Grieg Seafood ASA (2020-2024)

| Balanseregnskap (NOK) | 2019A | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Kontanter og tilsvarende | 214 497 | 183 031 | 190 655 | 206 566 | 217 986 | 227 858 |
| Kundefordringer | 459 897 | 506 841 | 527 952 | 572 013 | 603 636 | 630 973 |
| Varelager | 3 615 795 | 3 905 059 | 4 256 514 | 4 554 470 | 4 782 193 | 4 973 481 |
| Andre fordringer | 341 993 | 376 902 | 392 601 | 425 366 | 448 882 | 469 210 |
| Omløpsmidler | 4 632 182 | 4 971 833 | 5 367 722 | 5 758 415 | 6 052 697 | 6 301 523 |
| Varige driftsmidler | 2 957 942 | 3 137 943 | 3 547 943 | 3 797 943 | 4 072 943 | 4 322 943 |
| Immaterielle eiendeler | 1 149 835 | 1 218 825 | 1 243 202 | 1 243 202 | 1 243 202 | 1 268 066 |
| Goodwill | 109 526 | 109 526 | 109 526 | 109 526 | 109 526 | 109 526 |
| Finansielle anleggsmidler | 85 199 | 85 659 | 86 122 | 86 587 | 87 054 | 87 524 |
| Anleggsmidler | 4 302 502 | 4 551 953 | 4 986 792 | 5 237 257 | 5 512 725 | 5 788 059 |
| Sum Eiendeler | 8 934 684 | 9 523 786 | 10 354 514 | 10 995 673 | 11 565 422 | 12 089 582 |
| Leverandørgjeld | 855 061 | 923 466 | 1 006 578 | 1 077 038 | 1 130 890 | 1 176 126 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 383 660 | 511 723 | 557 778 | 596 822 | 626 663 | 651 730 |
| Betalbar skatt | 211 569 | 233 165 | 242 877 | 263 146 | 277 694 | 290 270 |
| Skyldige offentlige avgifter | 50 570 | 55 732 | 58 053 | 62 898 | 66 375 | 69 381 |
| Annen kortsiktig gjeld | 200 098 | 216 106 | 235 555 | 252 044 | 264 646 | 275 232 |
| Sum Kortsiktig gjeld | 1 700 958 | 1 940 191 | 2 100 841 | 2 251 949 | 2 366 269 | 2 462 740 |
| Langsiktig gjeld | 2 218 219 | 2 218 219 | 2 218 219 | 2 218 219 | 2 218 219 | 2 218 219 |
| Sum Gjeld | 3 919 177 | 4 158 410 | 4 319 060 | 4 470 168 | 4 584 488 | 4 680 959 |
| Utsatt skatt | 874 664 | 1 006 671 | 1 272 622 | 1 378 830 | 1 455 056 | 1 520 952 |
| Innskutt egenkapital | 596 352 | 602 912 | 609 544 | 615 249 | 622 017 | 628 859 |
| Opptjent egenkapital | 3 487 859 | 3 693 380 | 4 088 276 | 4 476 662 | 4 829 234 | 5 205 914 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 56 632 | 62 413 | 65 012 | 54 764 | 74 627 | 52 899 |
| Sum Egenkapital | 4 140 843 | 4 358 705 | 4 762 832 | 5 146 675 | 5 525 878 | 5 887 672 |
| Sum Egenkapital og Gjeld | 8 934 684 | 9 523 786 | 10 354 514 | 10 995 673 | 11 565 422 | 12 089 582 |

Vedlegg E.2 - Prognose, Investert kapital for Grieg Seafood ASA (2020-2024)

| Investert kapital (NOK 1000) | 2019A | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| Varelager | 3 615 795 | 3 905 059 | 4 256 514 | 4 533 187 | 4 714 515 | 4 903 095 |
| Kundefordringer | 459 897 | 506 841 | 527 952 | 569 315 | 595 040 | 621 987 |
| Andre fordringer | 341 993 | 376 902 | 392 601 | 423 359 | 442 489 | 462 528 |
| Kontanter og lignende | 214 497 | 183 031 | 190 655 | 205 592 | 214 882 | 224 613 |
| Sum omløpsmidler | 4 632 182 | 4 971 833 | 5 367 722 | 5 731 454 | 5 966 925 | 6 212 224 |
| Leverandørgjeld | 855 061 | 923 466 | 1 006 578 | 1 072 005 | 1 114 886 | 1 159 481 |
| Skyldige offentlig avgifter | 50 570 | 55 732 | 58 053 | 62 602 | 65 430 | 68 393 |
| Annen kortsiktig gjeld | 200 098 | 216 106 | 235 555 | 250 866 | 260 901 | 271 337 |
| Sum kortsiktig gjeld | 1 105 729 | 1 195 304 | 1 300 187 | 1 385 473 | 1 441 217 | 1 499 212 |
| ONWC (operating net working capital) | 3 526 453 | 3 776 529 | 4 067 536 | 4 345 980 | 4 525 708 | 4 713 012 |
| Varige driftsmidler | 2 957 942 | 3 137 943 | 3 547 943 | 3 797 943 | 4 072 943 | 4 322 943 |
| Immaterielle eiendeler | 1 149 835 | 1 218 825 | 1 218 825 | 1 243 202 | 1 243 202 | 1 243 202 |
| Investert kapital eks. GW | 7 634 230 | 8 133 297 | 8 834 304 | 9 387 125 | 9 841 853 | 10 279 157 |
| Goodwill | 109 526 | 109 526 | 109 526 | 109 526 | 109 526 | 109 526 |
| Investert kapital | 7 743 756 | 8 242 823 | 8 943 830 | 9 496 651 | 9 951 379 | 10 388 683 |
| Overskuddskontanter | - | - | - | - | - | - |
| Finansielle anleggsmidler | 85 199 | 85 659 | 86 122 | 86 587 | 87 054 | 87 524 |
| Total investering | 7 828 955 | 8 328 482 | 9 029 952 | 9 583 238 | 10 038 433 | 10 476 207 |

Vedlegg F – Beta regresjon for Grieg Seafood ASA

SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk

| | |
|---------------|------------|
| Multipel R | 0,24195295 |
| R-kvadrat | 0,05854123 |
| Justert R-kva | 0,05049457 |
| Standardfeil | 0,11563687 |
| Observasjon | 119 |

Variansanalyse

| | fg | SK | GK | F | Signifikans-F |
|------------|-----|------------|------------|------------|---------------|
| Regresjon | 1 | 0,09728348 | 0,09728348 | 7,27522447 | 0,00802428 |
| Residualer | 117 | 1,56451074 | 0,01337189 | | |
| Totalt | 118 | 1,66179421 | | | |

| | Koeffisienter | Standardfeil | t-Stat | P-verdi | Nederste 95% | Øverste 95% | Nedre 95,0% | Øverste 95,0% |
|--------------|---------------|--------------|------------|------------|--------------|-------------|-------------|---------------|
| Skjæringspur | 0,01077167 | 0,01082003 | 0,99553071 | 0,32153269 | -0,0106568 | 0,03220016 | -0,0106568 | 0,03220016 |
| X-variabel 1 | 0,70040246 | 0,25967161 | 2,6972624 | 0,00802428 | 0,18613645 | 1,21466848 | 0,18613645 | 1,21466848 |

