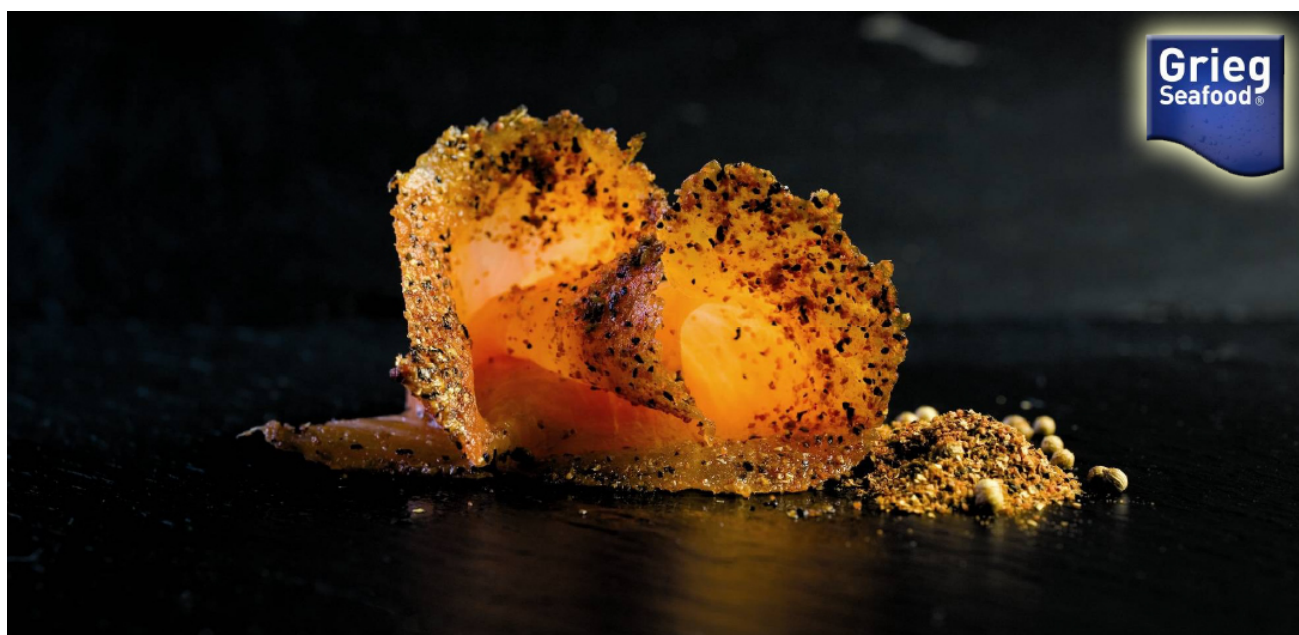


**Strategisk regnskapsanalyse og
fundamental verdsettelse av Grieg Seafood ASA**



Anna Z. Kristiansen

Veileder: Trond Døskeland

Masterutredning i profilen Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne masteroppgaven inneholder fundamental verdsettelse av Grieg Seafood ASA basert på strategisk regnskapsanalyse. Formålet med denne utredningen er å finne beste verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ASA og sammenligne den med børsverdien for å gi en anbefaling på handelsstrategi for investor.

Først og fremst tar jeg utgangspunkt i presentasjon av både bedriften og fiskebransjen. Videre finner jeg ut hvilke strategiske fordeler og ulemper bedriften har i forholdt til bransje generelt . Jeg baserer den framtidige prognosen fra 2012 til 2019 på den strategiske regnskapsanalysen (likviditetsanalyse, soliditetsanalyse, rentabilitetsanalyse). I tillegg bruker jeg syntetisk rating for Grieg Seafood ASA for å finne ut komponenter for avkastningskravet på kapital.

Aksjeprisen som jeg har fått ved bruk av fundamental og komparativ verdsettelse samt den lave kursen som markedet har bydd den 30.06.11, gir meg utgangspunktet i å anbefale handlingsstrategi for investor.

Forord

Denne utredningen er en avsluttende oppgave i masterstudiet i økonomi og administrasjon på Norges Handelshøyskole.

Min hovedprofil heter Økonomisk styring, støtteprofil er Finansiell økonomi. Dersom jeg kunne ha valgt et tema som omfattet begge retningene hadde jeg valgt det.

Fiskebransjen er et ganske interessant område hvor Norge har en ledende posisjon i verden og det er veldig spennende å føle med utvikling av de store aktørene i fiskeoppdrettsnæringen.

Historisk sett havnebyen Bergen har alltid vært det store handels knyttetpunktet for alle fiskerne dersom ser vi i dag at de store marine- og sjøforskerne konsentrert hovedsakelig her og det finnes mange internasjonale fiskebedrifter som hører til Bergen.

I tillegg har jeg alltid hatt sansen for denne bransjen ikke bare på grunn av at jeg liker fisk, men at jeg stammer fra en gammel handelsbyen i Russland hvor fiskehandel og særlig handel med Nord-Norge har alltid vært et levebrød for fiskere, og sånn er det i dagens samfunn også.

Jeg har valgt å analysere Grieg Seafood ASA siden det er et norsk lakseoppdrettsselskap som hører til i Bergen og har en av avdelingene sine i Finnmark, hvor har jeg tatt en utveksling program ved Høgskolen i Finnmark og lærte meg om den økonomiske utviklingen og utfordringer som fiskebransjen hadde vært gjennom en lang historie.

Jeg vil takke til veileder Trond Døskeland for praktiske og konstruktive tilbakemeldinger under arbeidet med denne masteroppgaven.

Bergen, 07.12.2011

Anna Z. Kristiansen

Innhold

1 Innledning.....	8
1.1 Valg av problemstilling.....	8
1.2 Oppbygging av utredningen.....	9
2 Presentasjon av bransje og bedrift.....	10
2.1 Norge som verdens største lakseprodusent.....	10
2.2 Presentasjon av bransje og kursutvikling	11
2.3 Om bedrift Grieg Seafood ASA.....	13
2.3.1 Historie og regioner.....	13
2.3.2 Business: markeder og produkter.....	15
3 Presentasjon av verdifastsettelsesteknikker og valg av teknikk.....	16
3.1 Fundamental verdsettelse.....	16
3.2 Komparativ verdsettelse.....	16
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	17
3.4 Valg av hovedteknikk: fundamental verdsettelse.....	17
4. Strategisk analyse.....	19
4.1 Innledning.....	19
4.2 Ekstern analyse.....	20
4.2.1 PEST-Analyse.....	20
4.2.2 Porter analyse.....	23
4.3 Intern ressursorientert analyse- VRIO analyse.....	26
4.4 SWOT analyse	28

4.5 Konklusjon intern og ekstern analyse.....	29
5. Regnskapsanalyse.....	31
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	31
5.2 Presentasjon av historiske tall.....	32
5.3. ”Trailing” resultatregnskap.....	35
5.4 Omgruppering av resultatregnskapet for investororientert regnskapsanalyse.....	38
5.4.1 Omgruppering av utbytte.....	38
5.4.2 Kartlegging av ”dirty surplus” og fullstendig nettoresultat til egen kapital.....	38
5.4.3 Normale kontra unormale post og skille mellom drift og finans.....	40
5.4.4 Omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood ASA.....	41
5.4.5 Fordeling av driftsskattesats og finansskattesats på normal og unormal resultat.....	42
5.4.6 Målefeiljustering.....	43
5.4.7 Resultatoppstilling omgruppert og justert.....	45
5.5 Omgruppering av balanse.....	46
5.6 Omgruppering av kontantstrømmen.....	48
6 Forholdstallsanalyse.....	49
6.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	49
6.2 Tidsvektning.....	50
6.3 Kredittvurdering i form av risikoanalyse.....	50
6.3.1 Likviditetsanalyse – analyse av kortsiktig risiko.....	51
6.3.2 Soliditetsanalyse – analyse av langsiktig risiko.....	55

6.3.3 Statisk finansieringsanalyse i form av finansieringsmatrise.....	57
6.4 Oppsummering av forholdstallsanalyse og kredittvurdering ved bruk av syntetisk rating.....	59
7. Beregning av avkastningskravet.....	61
7.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)	61
7.1.1 Risikofrie renten beregning.....	62
7.1.2 Egenkapitalbeta.....	62
7.1.3 Estimatet risikopremien 2006- 2011.....	64
7.1.4 Illikviditetspremie estimering og beregning av kravet på egenkapital.....	65
7.2 Beregning av avkastningskravet til gjeld	66
7.2.1 Finansiell gjeldsbeta.....	66
7.2.2. Finansiell gjeldskrav etter skatt.....	67
7.2.3 Fordringsbeta beregning.....	68
7.2.4 Finansiell eiendelsbeta beregning og estimering av netto finansiell gjeldskrav etter skatt	68
7.3. Beregning av WACC.....	70
8. Rentabilitetsanalyse.....	71
8.1 Valg av metode: strategisk rentabilitetsanalyse.....	71
8.2 Dekomponering av bransjefordel.....	72
8.3 Ressursfordel, dekomponering.....	73
8.3.1 Driftsfordel og dekomponering.....	73
8.3.2 Finansieringsfordel, dekomponering.....	77
8.4 Oppsummering: analyse av superrentabilitet.....	79
9. Fremtidsregnskap.....	81
9.1 Estimering av framtidige driftsinntekter.....	81
9.2 Valg av verdidrivere og bygging av prognose.....	83
9.3 Budsjettering av avkastningskravet.....	88

10. Fundamental verdsettelse.....	89
10.1 Oversikt over fundamentale verdsettelsesmodeller.....	89
10.2 Verdsettelse etter total kapitalmetode.....	90
10.3 Superprofitt til egenkapital modell.....	91
10.4 Endelig verdiestimat.....	92
11. Alternativ verdsettelse - komparativ verdsettelse.....	93
12 Oppsummering: handelsstrategi.....	95
Referanseliste.....	97
Vedlegg.....	100

1 Innledning

Temaet til denne masterutredningen er verdsettelse. Utgangspunktet for oppgaven har jeg tatt i fagene BUS424 – Strategisk regnskapsanalyse og BUS425 – Regnskapsanalyse og verdsettelse. Jeg har tatt BUS425 helt i begynnelsen av programmet og synes at det var veldig spennende kurs hvor jeg har fått grunnleggende oversikt over normaliseringsteknikker, prognosering og funn av komponenter for å fullføre fundamental verdsettelse ved hjelp av modellen fri kontantstrøm fra drift (Discounted Cash Flow). BUS424 har jeg tatt mot slutten for å få mer detaljert og presist justeringsteknikker, analysemetoder og funn av avkastningskravet for videre verdsetting. I tillegg får man gjennom Knivsflås forelesninger bedre innsikt i kvalitativ og kvantitativ forklaring av trendene både for bedrift og bransjen ved bruk av superrentabilitet dekomponeringen som gjør at framtidige prognoser blir mer korrekt.

Begge fagene er basert på bruk av tilgjengelig informasjon fra selskaps rapportene og presentasjonene som gjør innsikt i bedriften ”utenfra” på vegner av potensielle investorer og kreditorer. Dette er en veldig aktuelt problemstilling fordi det ikke er lett å få alt informasjon om bedriften hvis man ikke jobber der eller ikke har tilknytning til den. Samtidig er det veldig nyttig å lære seg å bruke konkrete opplysningene for å utarbeide en uavhengig mening om selskapsøkonomien.

Det har vært veldig interessant og lærerikt å bruke de verdifastsettelsesteknikkene, modellene og metodene for regnskapsanalyse og budsjettering som jeg har lært meg gjennom studie ved bruk av et konkret praktisk eksempel.

Det er en veldig interessant og lærerikt oppgave som er veldig omfattende og er direkte knyttet til min hoved- og støtteprofil.

1.1 Valg av problemstilling

Problemstillingen i denne masteroppgaven er å bedømme hvorvidt Grieg Seafoods aksjer er riktig priset i markedet. Dette har jeg gjennomført ved å foreta en fundamental verdsettelse av selskapet ved bruk fri kontantstrøm fra drift modell og superprofitt modellen. Den fundamentale verdsettelsen gjennomføres ved å estimere verdien til selskapets egenkapital etterpå divideres den på antall

utestående aksjer for å finne aksjeprisen.

Oppgaven ble hovedsakelig bygget på offentlig tilgjengelig informasjonen: års- og kvartalsrapporter til og med andre kvartal 2011, selskapers hjemmesider. For å få oversikt over bransjen har jeg brukt års- og kvartalsrapporter for konkurrentene samt. Oslo børs, Norsk Sjømat, Fish Pool, Fiskeridirektoratet hjemmeside osv. Rapport fra tredje kvartal 2011 ble tilgjengelig før mot slutten av arbeidet, så den var ikke inkludert i analysen (siste trendene i bransjen har jeg tatt kun i beregning av fremtidige kontantstrømmer).

Jeg har tatt i utgangspunktet rapportene til Grieg Seafood for 2007 til 2010, rapportene for 1 og 2 kvartal 2011 ble tatt i beregningene også. Den siste rapporten som hadde vært tilgjengelig da regnskapsanalyse og ”trailing” blitt gjort var rapport for 2 kvartal 2011.

1.2 Oppbygging av utredningen

I begynnelsen av oppgaven presenterer jeg selskapet og bransjen for å gi et gjennomsliktig bildet av hvilke forutsetninger Grieg Seafood jobber under. Videre utarbeider jeg en strategisk analyse ved bruk av Kjell Henry Knivsflås forelesninger hvor jeg tar utgangspunktet i de normaliserte og justerte regnskapstallene til Grieg Seafood. Prognostisering av de fremtidige kontantstrømmene baserer jeg på de resultatene som jeg har fått og tatt hensyn til trendene i fiskebransjen per i dag. Disse kontantstrømmene blir diskontert med netto driftskrav for å få verdi på netto driftskapital. Deretter kommer jeg til verdi på total kapital og justerer den for minoritetsinteresser, finansiell gjeld og finner verdien av selskapets egenkapital.

For å sjekke om jeg har fått riktig verdi på Grieg Seafood sine aksjer fullfører jeg komparativanalyse ved bruk av tre forskjellige multiplikatorer.

Jeg har kommet frem til en aksjepris på 21,17 NOK mot dagens markedsprisen 12,50 NOK (30.06.2011). På bakgrunn av dette anbefaler jeg å velge kjøpsstrategi for Grieg Seafood aksjen.

2 Presentasjon av bransje og bedrift

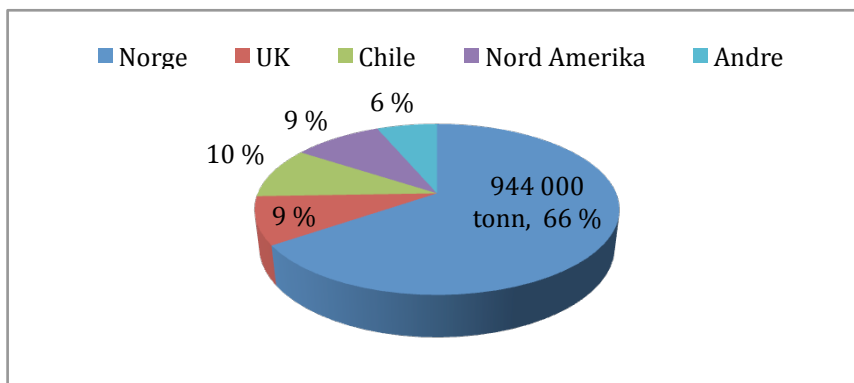
2.1 Norge som verdens største lakseprodusent

Laksenæringen er en syklisk næring som hovedsakelig skyldes sykliske laksepriser. Lakseprisen er påvirket av den globale produksjonen av atlantehavslaks.

Atlantehavslaks (*Salmo salar* L.) deles opp i mange reproduktive bestander med utløp til Atlanterhavet både i Europa og Nord-Amerika. Norsk laks tilhører hovedsakelig østatlantisk laks. Bestandene i Finnmark tilhører nordlig laks (*Kunnskapssenteret for Laks og Vannmiljø*, <<http://www.klv.no>>)

Norge som den største fiskeprodusent har fordeler som gir norske bedrifter en høy posisjon i markedet. Det finnes flere forutsetninger til dette: naturlige (kaldt klima, store havarealer, beliggenhet ved kysten), menneskelige (lange tradisjoner og kunnskap knyttet mot fiskeoppdrett som la norske bedrifter skape gode teknologier for å utnytte fiskeressurser) og bærekraft (forsvarlig og strengt regulert forvaltning).

Frem til 2005 var Chile den raskest voksende produsenten av atlantiskhavslaks og i år 2000 passerte de Norge og Skottland. I 2007 opplevde Chile et stort sykdomsutbrudd av infeksjøs lakseanemi (ILA). På grunn av sykdomsutbruddet var antall utsatt smolt i 2009 redusert til 10 % av det som ble satt ut i 2007. Nedgangen i produksjonen i Chile er estimert til å være ca. 700 000 tonn for perioden 2009 til 2011. (Asche et al. 2009)

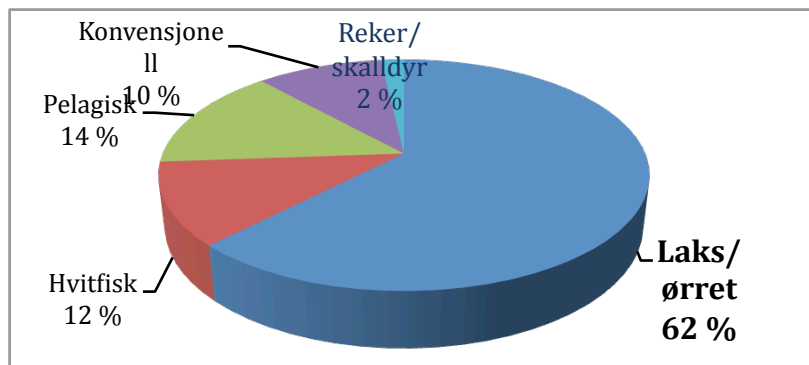


Figur 2.1. De største sjømateksportørene i 2010 (*Generell presentasjon av Eksportutvalget for fisk og norsk sjømat 2011* <<http://www.seafood.no>>).

2.2 Presentasjon av bransje og kursutvikling

I 2010 ble det eksportert sjømat for 53,8 mrd NOK i Norge. Dette gjør sjømat til Norges tredje viktigste eksportvare etter petroleum og metaller.

Laks og ørret har en eksportverdi på 33 mrd NOK og andel i eksport er 62%:



Figur 2.2 Produksjonsfordeling av fisk og skalldyr i Norge (*Generell presentasjon av Eksportutvalget for fisk og norsk sjømat 2011* < <http://www.seafood.no>>)

10 største markedene for norsk laks i 2010 var Frankrike, Russland, Polen, Danmark, USA, Sverige, Tyskland, Spania, Storbritannia og Japan.

Fiskeoppdrett og sjømat er en av de viktigste markedene for norske bedrifter og det er mange aktører som er involvert i det området. 182 selskap driver innom laks og ørret produksjon i Norge.

Siden Grieg Seafood er børsnotert så nærmeste konkurrenter er de børsnoterte fiskeoppdrett. Per i dag finnes det 10 lakseoppdrettere notert på Oslo Børs, 2 av de blitt børsnotert i 2011: Scottish Salmon Company og Norway Royal Salmon. Utenlandske lakseoppdrett som Australske Tassel og Chilienske Multiexport er også viktige konkurrenter siden de opererer med samme produktene og i samme markedene som Grieg Seafood gjør.

Jeg har valgt å bruke for bransjeanalyse fiskeribedrifter med lignende kapitalstruktur og salgsvolumer som Grieg Seafood: Lerøy Seafood, Marine Harvest, SalMar Laks, Norway Royal Salmon.

Fiskebransjen er svært avhengig av spottpris som forandrer seg hele tiden. Undersøkelser som jeg fortok hadde vært i en veldig spesiell og vanskelig periode for hele fiskebransjen, hvor et dramatisk fall i fiskeprisen hadde funnet sted, særlig for laks og ørret. Den store nedgang begynte i april-mai, midt i dette års andre kvartal. Fortsatt ser vi at prisene går ned i hele fiskemarkedet og ingen vil si sikkert hvor lenge denne situasjonen kommer til å være.

Det ser ut at Grieg er ganske følsomt for laksepris forandringene, og kursmålet fra 10 til 4 kroner per aksje. Selskapsaksjen har falt med 80 % til oktober 2011. De andre aktørene reagerer ikke så sterkt på prissvingningene: aksjeprisen for Marine Harvest og Lerøy Seafood har falt med kun 60 %:



Bildet 2.1 Kursutvikling for Grieg Seafood sin aksje sammenlignet med Konsumvare indeks og OSEBX (<http://www.oslobors.no>)

Eksporsten av laks hadde økt med 9 % som gir den høyeste eksportverdien i historien for et første halvår. Samtidig skjer det noen forandringer i eksport produktstruktur: det eksporteres mindre filet mot økning i hellakseksport. Gjennomsnittlig eksportpris for fersk hel laks var første halvår kr 39,08 som er historisk sett en meget høy pris og vi må tilbake til 1989 for å finne en høyere gjennomsnittspris for første halvår. I juni falt gjennomsnittsprisen til kr 32,77. (<http://www.seafood.no>)

Selv om det skjer generelt økning i fiskesalg flere steder i verden (eksportvolumet til Asia økt med

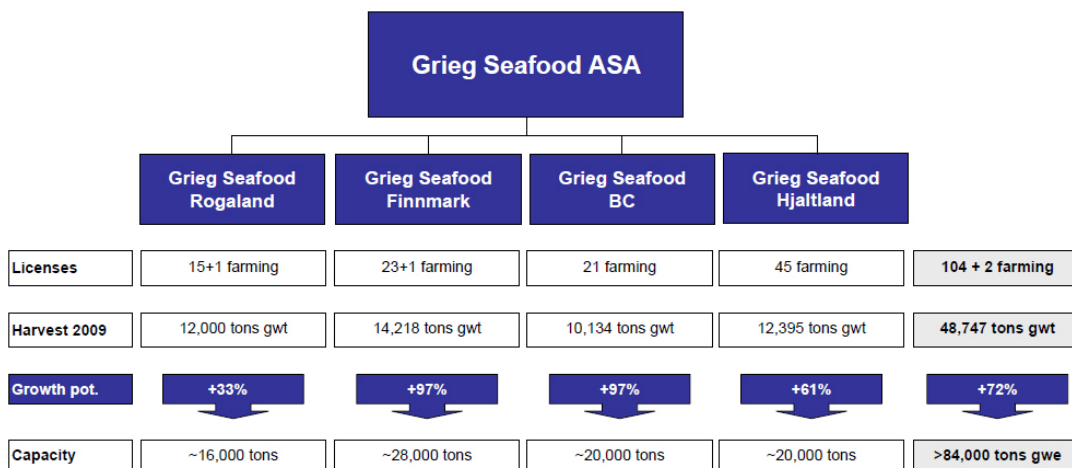
hele 12 %, Øst-Europa var volumveksten samlet sett på 7% i første halvår), fortsatt har bransjen flere problemer som er blitt mer og mer aktuelt i de siste årene, for eksempel, svekket produksjon grunnet fisesykdom og klimaforandringer. Disse faktorene skal diskuteres i den strategiske analyse og skal regnes med oppbygging av framtidsregnskap og verdsettelse.

2.3 Om bedrift Grieg Seafood ASA

2.3.1 Historie og regioner

Grieg Seafood ASA er et norsk eid oppdrettsselskap, som spesialiserer seg på produksjon av laks og ørret. Grieg Seafood ASA er en moden bedrift som ble etablert i 1992 ved oppkjøp av flere små fiskeoppdrett sammen med deres teknologier og kunnskaper, og hette tidligere Grieg Norwegian Salmon. I 1996 endret de navnet til det som er blitt konsernets nåværende navn: Grieg Seafood. Deretter gjorde GSF flere gode oppkjøp bla a i Finnmark anlegg som ga bedriften en relativt høy posisjon i markedet. Grieg Seafood har virksomhet i Norge, Canada og på Shetland (Storbritannia), ca 595 (2010) ansatte.

Grieg Seafood har 111 662 000 utestående aksjer. 66% av aksjene i konsernet er fordelt på følgende måte mellom de største eiere (per 30.06.11): Grieg Holding (49,15%), Kontrari AS(9,31%), Coin Norge (3,84%), Coin Norden (3,64%). Resten 34 % er utestående aksjer og tilhører til aktørene som eier mindre enn 2,8%. Denne sjemaet presenterer Grieg Seafood konsernstruktur:

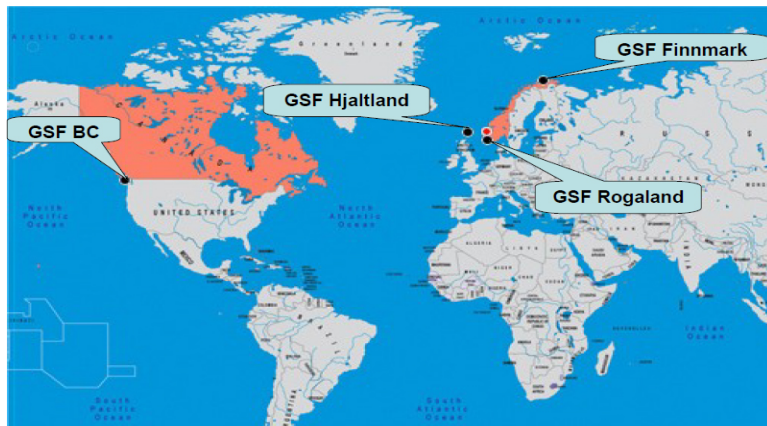


Figur 2.3 Konsernstruktur for Grieg Seafood ASA (*North Atlantic Seafood Conference 2010*

<<http://www.griegseafood.com>>)

Grieg Gruppen er morselskapet til Grieg Seafood ASA, et familieeid selskap kjent som et av verdens

største industrielle rederier som driver, i tillegg til shipping, med logistikk, dypvannsvind park, investeringer, maritim IT, finansiell rådgiving osv.



Bildet 2.2 Geografisk fordeling av Grieg Seafood sine datterselskap (*North Atlantic Seafood Conference 2010* <<http://www.griegseafood.com>>)

Grieg Seafood kjøpte opp det kanadiske eide Target Marine Group med lakseoppdrett og prosessanlegg tidlig i 2007. Oppkjøpet nesten doblet antallet lisenser på laks. Både befolkningen og myndighetene i Canada er opptatt av økologi, og det å drive virksomhet der er veldig krevende og Grieg Seafood oppfyller godt alle disse kravene.

Grieg Seafood Rogaland AS ble etablert ved en rekke oppkjøp og fusjoner av noen små bedrift i regionen. Den ble en del av Grieg Seafood i 1998. I de siste årene hadde selskapet gjennomført modernisering av settefiskeanlegg og matfiskeanlegg som gjorde mulig oppdrett av fisken i dypvannsoffdrett.

Aktiviteten i Finnmark ble etablert i 1978 av Harald Volden, en norsk pioner innen fiskeoppdrett. Siden den gang har Volden Group blitt en av de mest lønnsomme oppdrettsselskapene i Norge. Der ifra starter historien til Grieg Seafood. Selskapet ble fusjonert inn i Grieg Seafood i november 2006. Finnmark avdelingen har en god geografisk beliggenhet med kort avstand til Russland som er en av de store importørene av konsernets produkter. I tillegg er Finnmark kjent for sine rike naturressurser, og som et sted hvor det alltid har vært mye fisk. For eksempel trekker Alta elven hvert år til seg turister fra hele verden, men unike muligheter for å fiske laks i den største lakselven i hele Norge. Det gjør produksjon i Finnmark ganske unik.

Avdeling i Shetland drives på 23 lokaliteter fordelt på fem områder. Grieg Seafood er den største lakseprodusenten på Shetland per idag. Slakting gjøres av Lerwick Fish Traders Ltd., et heleid datterselskap av Hjalmtland. Lerwick Fish Traders Ltd. er en av de største pakke- og foredlingsbedriftene for laks på Shetland som gjør produksjonen til bedriften uavhengig og enklere. Selskapet har fått nye foredlingsanlegg til en verdi av £4.2 millioner, som er komplett med seks røkeri for varm- og kaldrøking av laks.

2.3.2 Business: markeder og produkter

Grieg Seafood selger sine produkter til forskjellige markeder med andel i 2010: EU (43%), USA (24%), Russland (14%), UK (11%), Canada (5%), Asia (2%) (Årsrapport 2010 Grieg Seafood ASA) Alle avdelingene til Grieg Seafood produserer atlantiskhavslaks. Mest variasjonen i produsert fisk er det hos utenlandske datterselskap:

	Rogaland	Finnmark	Shetland	BC Canada
Atlantic Salmon - gutted	X	X	X	X
Pacific Salmon				X
Trout		X		
Fillets			X	X
Organic Salmon			X	
Smoked products			X	

Tabell 2.1 Fordelingen av produktene på forskjellige avdelinger. (*North Atlantic Seafood Conference 2010* <<http://www.griegseafood.com>>)

Grieg Seafood sine anerkjente merkevarer er (de blir beskrevet senere i oppgaven):



Bildet 2.3 Merkevarebygging hos Grieg Seafood (*North Atlantic Seafood Conference 2010* <<http://www.griegseafood.com>>)

3 Presentasjon av verdsettelsesteknikker og valg av teknikk

3.1 Fundamental verdsettelse

Det finnes tre teknikker for verdifastsettelse av selskaper: komparativ verdsettelse, opsjonsbasert verdsettelse og fundamental verdsettelse.

For å få verdien mest mulig presis bør man bruke flere teknikker. Det gir godt grunnlag til å finne et godt estimat på verdien. Vi må først normalisere regnskapstallene, deretter budsjettere fremtidige kontantstrømmer og neddiskontere disse, og finne verdien til selskapsegenkapital til slutt. Denne teknikken gir det mest presise resultatet og det er den skal jeg benytte i oppgaven. Dette kapitlet går gjennom de to andre metodene.

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse handler om å sammenligne nøkkeltall med andre selskaper med lignende kapitalstruktur og som er i samme bransjen. Deretter finner man verdien på selskapet som man gjør verdsettelse for gjennom multiplisering av nøkkeltall og regnskapstall som bedriften har. Derfor kalles denne metoden også ”multiples”. Komparativ verdsettelse av selskapets egenkapital kan enten skje direkte eller indirekte.

Direkte gjøres ved at markedsverdien på et eller flere sammenlignbare selskaper sammenlignes med selskapets. Denne metoden omtales også som multiplikatormodellen (Boye 1998). Et eksempel på en EK multiplikator er Price/Earnings-ratio (P/E). Dette måler forholdet mellom selskapets fortjeneste og markedsverdien. I dette tilfellet er altså resultatet (earnings) verdidriveren i multiplikatoren.

Indirekte gjøres dette ved å sammenligne markedsverdien på eiendeler og gjeld. Her finner man markedsverdien av egenkapitalen ved å estimere markedsverdi av eiendelene og trekke fra markedsverdien av gjelden.

Komparativ verdsettelse krever ikke så mye ressurser, den er ganske enkelt å bruke og samt den ikke

gir så god estimat på aksjeprisen som fundamental verdsettelse gjør. Valg av sammenligningsgrunnlag og multiplikatorer kan påvirke verdien av selskapet i stor grad. Denne metoden gir ikke så store muligheter for å foreta justeringer og endringer, og å se konsekvensene av disse. Den fundamentale verdsettelsen er god på dette området, og spesielt gjør sensitivitetsanalysen det lett å identifisere konsekvenser av endringer og gjør det lett å forstå hvilke faktorer som er viktige for verdien av selskapet.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Ved opsjonsbasert verdsettelse legger man til verdien av fleksibilitet, for eksempel realopsjoner, bedriften eier. Verdien her blir altså verdien fra den fundamentale verdsettelsen pluss verdien av fleksibilitet. En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel på et eller annet tidspunkt i fremtiden som er avtalt på forhånd (Berk og DeMarzo 2011). Et eksempel på dette kan være at et lakseoppdrettsselskap kan ha en opsjon for å overta en fiskefabrikk. Er fiskeprisen høyere enn kostnadene ved utvinning vil det være attraktivt å ta over en fiskefabrikk. Motsatt, er prisen på fisk lavere enn kostnadene ved utvinning vil det være lite attraktivt. Denne fleksibiliteten har en verdi og den kan identifiseres ved opsjonsbasert verdsettelse.

3.4 Valg av hovedteknikk: fundamental verdsettelse

Formålet ved valg av verdsettelse metoden er å finne korrekt estimatet på verdien av selskapets egenkapital. Metoden må derfor tilpasses bedriftsspesifikke forhold og fasen bedriften er i. Opsjonsbasert verdsettelse passer best for nye bedrifter fordi at de har nesten ingen historiske regnskapstall å ta utgangspunktet i og har flere ulike vekstmuligheter i fremtiden.

Multiplikatormetoden også passer best for nyetablerte bedrifter eller bedrifter som kommer på et helt nytt marked. Dette på grunn av manglende historiske data og generell fundamental informasjon som trengs gjør det umulig å beregne verdien.

For bedrifter som har vært mange år på markedet, som er modne og relativt stabile, passer den fundamentale verdsettelsesmetoden best. En komparativ og opsjonsbasert metode kan alternativt brukes som en supplerende metode, og denne gir flere estimater på verdien for at man kan sjekke om verdien er riktig og ligger på samme nivå som de andre verdiene.

Verdien på selskapet kan lett bli overestimert eller motsatt dersom man bruker ikke riktige avkastningskrav eller veksten er for høy/lavt så det er viktig å sjekke om sluttverdiene ved bruk av forskjellige metoder stemmer med hverandre.

Grieg Seafood ASA er en moden bedrift med historiske regnskapstall langt tilbake i tid som tilhører til et stort konsern med massiv kapital. Bedriften har et godt grunnlag for videre drift og har muligheter for å vokse i framtiden ved kjøp av flere fiskevirksomheter og utvikling internasjonalt. Dette er lagt til grunn for valget av den fundamentale verdsettelsesmetoden som jeg bruker i oppgaven.

4. Strategisk analyse

4.1 Innledning

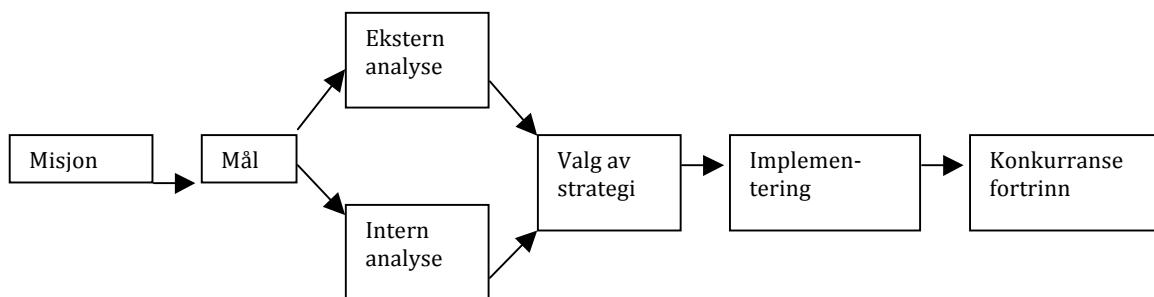
Strategisk analyse er en omfattende prosess som forutsetter god teoretisk forståelse, innhenting av store mengder relevant informasjon om bedriftens eksterne og interne forhold, samt evaluering av denne informasjon.

I denne delen av oppgaven skal jeg gjennomføre en kvalitativ analyse for å få innsikt i Grieg Seafood sine underliggende økonomiske forhold.

For å analysere virksomheten må man først klarlegge bedriftens strategiske posisjon, med andre ord se på hvordan bedriften allokere sine ressurser for å kunne generere en strategisk fordel – og med det en rentabilitet høyere enn kravet ($e_{kr} > e_{kk}$).

Jeg har valgt å gjøre en strategisk kvalitativ analyse ved bruk av ekstern bransjeorientert analyse (bransjefordel når gjennomsnittlig bransjerentabilitet er større enn kravet, dvs. $e_{kr_B} > e_{kk}$) og intern ressursbasert analyse (ressursfordel når rentabilitet for bedriften er større enn bransjegjennomsnitt $e_{kr} > e_{kr_B}$). De forutsetningene og beslutningene som jeg tar i den strategiske kvalitative analyse delen skal jeg støtte med likviditets, soliditetsanalyse og rentabilitetsanalyse, dvs ved bruk av kvantitative funn.

Et firmas strategi handler om hvordan man kan oppnå høyere ytelse i markedet og bransjen det opererer i. Den strategiske ledelsesprosessen er et sekvensielt sett av analyser og valg som kan øke sannsynligheten for at firmaet vil velge en strategi som gjør det mulig å yte bedre (Barney 2011).



Figur 4.1 Den strategiske ledelses prosessen (Barney 2011)

Den strategiske ledelses prosessen starter med at firmaet definerer sin misjon. Et firmas misjon er deres langsiktige formål. Misjonen definerer både hva firmaet strekker seg etter på lang sikt, samtidig som det definerer hva der prøver å unngå.

Formålet med strategisk analyse er å finne hvordan bedriften kan nå høy posisjon i markedet hvor denne bedriften opererer i ved valg av klar og riktig strategi.

En strategisk fordel handler om ”allokering” av ressurser hvor bedriften setter sin rentabilitet høyere enn kravet/avkastning på egenkapital. I dette tilfellet har bedrift en positiv strategisk posisjon eller en strategisk fordel. Ved motsatt utvikling når rentabiliteten er lavere enn kravet har firma en negativ strategisk posisjon eller strategisk ulempe.

Ved eksternanalyse ser vi på utvikling av bransjen generelt og bedriftens posisjon i forhold til bransje.

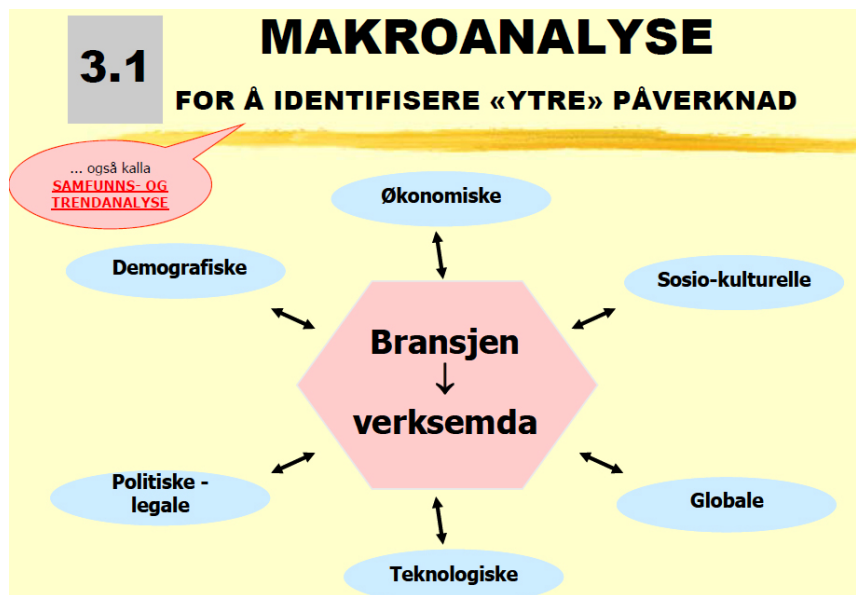
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Ekstern analyse er en måte å identifisere trusler og muligheter i et firmas konkurranse miljø. Den undersøker også hvordan konkurransen i miljøet vil utvikle seg, og dermed hvilke truslene og mulighetene vil være (Barney, 2011).

4.2.1 PEST-Analyse

Først begynner vi med makroanalyse. For et firma som leter etter konkurransefortrinn er en trussel eventuelle individ, grupper og organisasjoner utenfor firmaet som forsøker å redusere dets ytelse.

En enkel modell har PEST-analyse, som har som formål å kartlegge de viktigste driverne i miljø og tiden:



Figur 4.2 Eksternanalyse av makrofaktorene (Knivsflå 2011)

Demografisk segment: Fisken er en universal produkt for alle kunder uansett skjønn eller alder. Etterspørselen er ganske varierende men det er flere og flere som spiser nærings innholdene fisk på grunn av stor tendens til sund hver dag bla befolkning både i Norge og i hele Europa.

Dermed Grieg Seafood samme som de andre bedriftene i fiskebransjen har kunder i hele verden som gir dem hele internasjonale markedet og store muligheter for videre ekspansjon.

Økonomisk segment: Fiskeindustrien er en av Norges største eksportnæringer, men står overfor stor konkurranse i internasjonal sammenheng. Til tross for hard konkurranse og et høyt norsk lønnsnivå, har Grieg Seafood likevel tilegnet seg en posisjon blant ledende lakseoppdrettere. Grieg Seafood står ovenfor flere økonomiske forhold som påvirker driften i positive og negative retninger. Verdensmarkedsprisen på laks påvirker direkte alle bedriftene i fiskebransjen. Vi så det ganske tidlig i årene 2007-2008 da finanskrisen rammet hele verden og det påvirket i stor grad råvarepriser og dermed inntjening og børskursen på de fleste bedriftene i fiskeoppdrett. Fiskeindustrien er følsom for varierende etterspørsel. Renteendringer påvirker i stor grad finanskostnader og inntekter til Grieg Seafood og valutarisiko (valutakursendringer siden Grieg Seafood opererer i flere forskjellige geografiske markeder og har transaksjoner i flere valutaer). Dersom det er lurt med terminkontrakter i denne bransjen for å sikre seg selv mot valuta svinginger siden Grieg Seafood opererer i euro.

Politisk -legal segment: Norge er i EØS avtalen og Grieg Seafood nyter godt av fri kapital og varer til og fra EU markedet. Grieg Seafood kan frakte fisken raskt og kostnadseffektivt direkte til kunden. De opererer og selger sine produkter i politisk stabile områder.

Kvoteringsregler/ konsesjoner er en av de begrensningene for produksjonen. Dette kan være et ulempe for norske bedrifter i forhold til internasjonale konkurrenter fordi at utvidelse i produksjon krever spesial tillatelse som gjør det komplisert og ressurskrevende for bedriftene.

Sosiokulturell segment: Kompetanse og fagkunnskap bla ansatte gjør Grieg Seafood en konkurransediktig bedrift. Grieg Seafood er et stort norsk selskap og alle ansatte uansett er det direktør av konsern eller medarbeider i fiskeslakteri har et moderne arbeidssted hvor alle prosessene er automatisert og godt gjennomtenkt. Det gjør både enkelt og trivelig å jobbe hos Grieg Seafood.

For en fiskebedrift samfunnsmessige forhold blir direkte relatert til miljøproblemer som kan oppstå, for eksempel fiskesykdom lakselus eller viruset ISA (Infectious Salmon Anemia) som gjorde mange bedrifter i de siste årene utsatt for økonomiske problemer og skapte dårlig rykte bla potensielle kunder. Et annet problem kan være at fisk kan rømme fra anleggene samt forurensning fra maskiner og anlegg.

Teknologisk segment: Norske bedrifter har geografisk beliggenhet og alle forutsetninger (spesielt, naturressurser) for å drive med fiskeoppdrett. I tillegg bruker staten en del penger for å videreutvikle fiskeindustrien. Det gjør at norske bedrift er de første i nye teknologier og funn for fiskeoppdrett. Det effektiviserer produksjonen rund forhold som fiskens vekst, påvirkning av sjøtemperatur, foringsvarer og fiskehelse.

Global segment: Norge har historisk sett stor erfaring med fiskeoppdrett som gir norske bedrifter som Grieg Seafood ekstra konkurransefordel internasjonalt. Men: de fleste konkurrentene er norske bedrifter som har samme fordeler.

Politiske hendelser i global kontekst kan påvirke indirekte etterspørselen etter norsk laks. Det så vi da ble Nobel premie delt ut i fjor til en Kinesisk opposisjonere og deretter kinesiske myndigheter innførte et strammere forbud mot eksport av norsk laks.

4.2.2 Porter analyse

En annen viktig modell er Porters 5 krefter (kanskje den viktigste innen strategi).

Denne modellen bestemmer lønnsomheten i en bransje bestående av bedrifter med lett substituerbare produkter.

Trusselen om nyetableringer:

Nye aktørene er firmaer som enten nettopp har begynt å operere innenfor bransjen, eller som truer med det snart. I hvor stor grad trusselen om nyetableringer er for de etablerte selskapene, avhenger av hvor stor inngangskostnaden er. Ved betydningsfulle inngangsbarrierer på plass vil potensielle aktører unngå etablering, selv om de nåværende firmaene opererer med vesentlig profitt.

De 5 viktigste inngangsbarrierene er:

- (1) Stordriftsfordeler: Fiskebransjen er representert av både store og små bedrifter hvor de store aktørene har mest makt. Grieg Seafood er en av de ledende aktørene innenfor lakseoppdrett, har gode relasjoner og langsiktige kontrakter både med sine leverandører og kunder. Grieg Seafood har 4 datterselskap i konsern med sine gamle tradisjoner.
- (2) Produktdifferensiering: Produktdifferensiering som inngangsbarriere betyr at de etablerte selskapene allerede har et merkenavn og kundelojalitet. Dette betyr at kostnaden for nye selskap er knyttet til produksjon, samtidig som profilering vil være kostbart.

Grieg Seafood har forskjellige merkenavn med hver sin profilering. For eksempel har de økologisk merkenavn "WildWater" i Shetland anlegg som tilhører høypris kategori og har den beste kvaliteten på laksefilet. Samme gjelder de andre merkevarene med Premium kvalitet som produseres i begrenset antall: "Blue Silver Salmon" og "Blue Silver Trout". Samtidig alle andre produktene har sine kunder og markeder. Dermed i tillegg til produksjonskostnader, både markedsføringen og profileringen i laksemarkedet er ganske kostbar og tidskrevende prosess som er relativt inngangsbarriere for nye fiskeprodusenter.

(3) Kostnadsfordeler:

- a. ”Egen teknologi”: Grieg Seafood har egenteknologi for produksjonsanlegg som er utformet rund Programmable Logic Controls som effektiviserer produksjonsprosessen og gjør kostnadene lavere. Nye selskaper må dermed utvikle substitutter til denne teknologien, noe som kan være kostbart.
 - b. Knowhow: Grieg Seafood har kunnskap, ferdigheter og informasjon som er utviklet gjennom årene.
 - c. Gunstig tilgang til råvarer: etablerte selskap har lavkostnad tilgang til råvarene og pleier å få kvantumsrabatt, som ikke alltid er tilgjengelig for nye selskap.
 - d. Gunstig geografisk lokalisering: Grieg Seafood sine avdelinger ligger i Norge, Shetland, Canada så geografisk lokalisering er bra i forhold til de fleste kundene. I tillegg har selskapet to dedikerte brønnbåter som gjør at fisken blir levert direkte til slakteriet og derfra sendt direkte til markedet innen 72 timer som gir dem gode kostnads- og tidsbesparende muligheter som nyetablerte bedrifter ikke har.
 - e. Læringskurve kostnadsfordeler: Grieg Seafood har høyt nivå av kumulativ produksjonsvolum (64200 tonn fisk i 2010), som gir dem en kostnadsfordel ovenfor nye aktører i forhold til faste kostnader kontra variable.
- (4) Statlige reguleringer er aktuelt for fiskebransjen så det kan være en seriøs trussel for nyetablering i denne markedet.

Trussel om konkurranse/rivalisering:

Trussel om rivalisering vil si intensiteten av konkurranse mellom firmaets direkte konkurrenter. Grieg Seafood har rund 10 direkte konkurrenter som driver på samme nivå og er relativt store aktørene i internasjonal markedet med stor innflytelse. Høyt nivå av rivalisering i fiskebransje er indikert av prisreduksjoner av firmaene (for å få større andel), hyppige lanseringer av nye produkter (høyt innovasjonsevne) og mye reklame (for eksempel, Lerøy har aggressiv markedsføringsstrategi). I tillegg rivaliseringstrusselen i oppdrettsbransjen er stor grunnet at alle selskapene har ganske like produkter (Grieg Seafood differensierer kun 20% av sine produkter) som gjør at konkurransen baseres stort sett på pris i fiskebransjen.

Trussel fra substitutter:

En substitutt er et produkt eller tjeneste som tilfredsstiller forbrukerens behov på en litt annerledes måte enn originalproduktet. Dersom det finnes mange tilgjengelige substitutter som er konkurransedyktige på pris og produktegenskaper kan dette være en stor trussel (Barney 2011).

Laks har flere substitutter innen ulike typer matgrupper, men bare noen få av dem kan erstatte laks. Hvitfisk er den nærmeste substitutt til rødfisk. Hvis det skjer noen svinger i prisen i markedet for rødfisk, vil etterspørselen etter rød fisk reduseres i fordel for hvitfisk. Fisk generelt er veldig sunt og næringsrik produkt som er unik og vanskelig å erstatte. Jeg mener at fare for substitutter for fisk er liten.

Trussel fra leverandører:

Leverandører kan være en trussel for et selskaps ytelse dersom leverandøren sett opp prisene eller reduserer kvaliteten på det den leverer av. Fiskebransje har en høy trussel fra leverandørene fordi at leverandørens bransje er dominert av noen få selskap: Norge har i dag fire leverandører av fiskefôr – nederlandsk Skretting, norsk EWOS, dansk BioMar (de tre største) og norsk Polarfeed. Felleskjøpet har også noe produksjon av fiskefôr. Dette medfører at lakseoppdrettsselskapene har ikke så mange alternativer for eksisterende leverandørene. Det finnes også andre fiskefôrprodusenter som for eksempel dansk Danafeed, Polsk Bestfeed, Israelsk Zemach Feedmill, Islandsk Havsbrún.

Fiskefôr leverandørene har mulighet til å gå selv inn i bransjen og danne store koalisjoner med konkurrenter som kan være en av truslene (*forward vertical integration*). For eksempel i april 2011 en av konkurrentene til Grieg Seafood norsk lakseoppdrettsselskap Bakkafrost har kjøpt opp fiskefôrprodusent Islandsk Havsbrún som gjør at de kommer til å øke sin lakseproduksjon med 7000 tonn til 40000 tonn. Dette svarer til 50% av Grieg Seafoods produksjonskapasitet og 66% av produksjonen til Grieg Seafood per i dag og Bakkafrost kan være vanskelig å konkurrere med.

I tillegg fôrleverandørene trues ikke av substitutter og det ikke finnes noen erstatte til fiskefôr. Så i fiskeoppdrettsbransjen leverandør har en stor forhandlingsmakt, fordi at det er noen få fiskefôrleverandører som finnes i Norge som kan påvirke kostmessig og kvalitetsmessig det som Grieg Seafood produserer og samtidig kan skape trussel for økende konkurranse gjennom danne av koalisjoner med de andre konkurrentene.

Trussel fra kjøperne:

Forhandlingsmakt hos kundene kan presse prisen ned. For Grieg Seafood det er ikke så aktuelt fordi at selskapet forhandler internasjonalt og har stor spekter av kunder: EU, USA, Russland, UK, Canada. Grieg Seafood selger fisk ved bruk av langsiktige kontrakter som gjør salg mer stabilt prismessig og kundemessig.

Fra en annen side fisken generelt er ganske standardisert produkt som kan forhandles hos flere leverandører og det kan være lett for kunden å bytte fiskeleverandør dersom selskapet setter opp prisen. I tillegg kan det oppstå situasjonen, spesielt når kunden er en stor kjede med forhandlingsmakt, at totalpris på fisken kan bli presset ned sånn at kunden får kvantumsrabatt. Når kjøperen har ikke høy profitt vil han være mer sensitiv for kostnader forbundet med produktet han kjøper. Det kan kreve best mulig kvalitet til lavest mulig pris.

Det er de truslene som kan oppstå fra kundeside ved fiskesalg.

4.3 Intern ressursorientert analyse – VRIO analyse

Intern analyse hjelper firma med å identifisere sine organisatoriske styrker og svakheter. Den hjelper også firmaet med å forstå hvilke ressurser og muligheter som sannsynligvis er kilder til fordel for bransje. Analysen belyser også områder hvor firmaet trenger å forbedre seg, samt hvor en endring kan være fordelaktig.

Jeg har valgt å bruke VRIO analyse for å gi et helhet bilde som viser hvordan ressursene som Grieg Seafood bruker gir det en fordel for konkurrenter og hvor bedriften har forbedringspotensialet.

Vrio er et rammeverk for å analysere et firmas sterke og svake sider (interne). Dette består av fire/fem spørsmål:

(1)Verdi/viktighet (Value) Er bedriftens ressurser både materielle og immaterielle, verdifulle for kundene?

Den viktigste verdien for Grieg Seafood er deres biologiske eiendeler i form av fisk som de produserer og selger. Fisken er en unik produkt som inneholder masse vitaminer og mineraler som ikke kan erstattes med noe. Samtidig har Grieg Seafood immaterielle ressurser i form av sine

merkevarer (for eksempel, "Blue Silver" – verdens nordligste oppdrettlaks) og sitt selskapsnavn i form av goodwill.

Grieg Seafood er god på videreutvikling av sine produkter og teknologier, nye funn og innovasjon. Selskapet følger med trender i kundenes preferanser, bransjestruktur og teknologi. Det gjør at Grieg Seafood sine ressurser blir verdifulle/viktige for kunder.

I tillegg har Grieg Seafood moderne fiskeoppdrettsanlegg, settefiskeanlegg, prosessanlegg med stor kapasitet og hvor alt er automatisert ved bruk av kontrollbord som gjør at Grieg Seafood kan bruke minimum ressurser, produserer raskt og kostnadsbesparende. Også Grieg Seafood har resirkuleringssystem på settefiskeanlegg i British Columbia som gir mer energieffektiv strøm av vann, større fisk og reduserer produksjonstiden betraktelig (<http://www.grieg-seafood.com>)

Effektiv slakting er også en av ressursene som Grieg Seafood benytter og som gjør at den ferske fisken som kommer rett fra slakteriet sendes direkte til markedet på en kort periode uansett om det er Frankrike eller Japan.

(2)**Sjeldenhet (Rarity)**: er disse ressursene sjeldne i markedet eller mellom konkurrentene?

Fiskeressursene er ikke sjeldne. Det finnes allerede minst 10 store produsenter av fisk som gjør at Grieg Seafood må ha evne til å være fleksibel, føle med markedsutvikling samtidig ha en sterk innovasjonsevne.

(3)**Imitasjon (Imitation)**: er ressursene vanskelig å imitere for konkurrentene?

De teknologiske ressursene og goodwill som Grieg Seafood har samtidig god beliggenhet kan være vanskelig å imitere for en nyetablert bedrift. De konkurrentene til Grieg Seafood har allerede avanserte teknologier de bruker samt som de har anleggene både i Norge og i utlandet noen av dem ligger i utviklingsland som gjør det enda billigere å produsere. Mange av de har fri kapital eller har ingen vanskeligheter for å skaffe seg en ny teknologi til å benytte den for økning i produksjonseffektivitet. Samtidig som mange av de konkurrentene er flinke til å differensiere produktene sine og markedsføre dem. For eksempel Lerøy har veldig god markedsføringssystem og i tillegg begynt å produsere laksepålegg som kommer rett til butikker fra fabrikk uten noen ekstrakostnader. Sånne tiltak gjør Lerøy konkurransediktig både på pris og produksjonsmessig.

Jeg mener at Grieg Seafood sine disponible ressursene er en kilde til konkurransefortrinn men de ikke er vanskelig å imitere for konkurrentene selv om det kan være kostbart.

(4)Menneskelig kapital (Organization): er Grieg Seafood effektivt organisert?

Grieg Seafood er bedrift hvor alle ledd har godt samarbeid som gir et stort fordel på produksjonsnivå. Full automatisering av anleggene og bruk av avanserte maskinene som krever daglig vedlikehold og regelmessig observasjon gjør at det settes høye krav til kompetanse og erfaring hos hver enkelt ansatt på de ulike avdelingene.

Grieg Seafood organisert slik at det kan få full utnyttelse av menneskelig kapital og struktur, og dermed utvikle konkurransefortrinn.

(5)Appropriate: skaper ressursen større inntekter enn kostnader?

De moderne anleggene til Grieg Seafood har en viss kapasitet som benyttet kun 60 prosent og det er problem som Grieg Seafood har.

Totalt Grieg Seafood er ikke effektivt organisert siden de ikke klarer å bruke sine kapitalressurser fullt. De sparer på kostnader ved bruk av automatiserte anlegg og samtidig bruker masse penger på ledig kapasitet som kunne vært i bruk.

Verdifull for kundene	Sjelden i markedet eller mellom konkurrentene	Vanskelig å imitere	Effektivt organisert	Konkurransedyktige implikasjoner (superrentabilitet)
nei	nei	nei	nei	Konkurranseulempe ($e_{kr} < e_{kr_B}$)
ja	nei	nei	nei	Konkurransedyktige paritet ($e_{kr} = e_{kr_B}$)
ja	ja	nei	nei	Midlertidig konkurransefortrinn ($e_{kr} > e_{kr_B}$ kort sikt)
ja	ja	ja	ja	Vedvarende konkurransefortrinn ($e_{kr} > e_{kr_B}$ langt sikt)

Tabell 4.1 VRIO rammeverket for Grieg Seafood ASA

Fra VRIO analyse har jeg fått at Grieg Seafood har konkurransedyktig paritet med de andre selskapene i bransjen men har ingen bærekraftig og særegen kompetanse i forhold til konkurrentene som gjør at Grieg Seafood kan miste med tiden sin sterke posisjon i markedet. Dette skal jeg beskrive senere i oppgaven og bekrefte med kvantitativ analyse.

4.4 SWOT-analyse:

Styrker: differensiering, kompetanse og kunnskap, moderne anlegg, teknologisk utvikling, innovasjonsevne, tilgang på ekstern kapital, beliggenhet, stordriftsfordeler.

Svakheter: lav produktivitet, høye kostnader, finansiell risiko, valutarisiko, store sving i markedspriser på fisk.

Muligheter: vekstpotensialet i internasjonale markedet, få flere kunder, forbedrede leverandørrelasjoner, teknologiske fremskritt.

Trusler: Internasjonal konkurranse, større sving i markedspris og fallende trend, konjunktur følsom industri, laksesykdom, klimaforandringer, sterk leverandørmakt.

4.5 Konklusjon ekstern og intern analyse

Grieg Seafood er en av Norges største fiskeoppdrett. Den har stor markedsandel både i Norge og internasjonalt samtidig gode langtids relasjoner både med kunder og leverandører som gjør at de har en sterk markedsposisjon som kommer ikke til å forsvinne i den nærmeste framtiden så lenge så Grieg Seafood har en klar og gjennomtenkt strategi.

Stor konkurranse i fiskemarkedet, høy leverandørmakt og forhandlingsmakt hos kunden gjør at bedriften må ha en ressursfordel får å beholde pris for sine produkter på en relativt lav nivå samtidig som beholde sin markedsposisjon og forsterke den. Dette skal jeg diskutere videre i intern ressursorientert analyse i oppgave.

Fiskeoppdrett bransje krever store finansielle ressurser og forventninger for å tjene noe kan være aktuelt etter mange år i drift. Dersom risiko for nykommende bedrifter i fiskeoppdretten er ikke så stor. Likevel de store aktørene må ha innovasjonsevne i denne bransjen, stå for produktiv drift samt holde kostnadene lave for å klare å konkurrere internasjonalt for å beholde sin ledende posisjon i markedet. De nyetablerte bedrifter må påregne i tillegg til enorme investeringskostnader en del av tids- og finansielle ressurser for å få tillatelse for å etablere en fiskeoppdrett. Grieg Seafood bør likevel føle med fusjonene mellom de andre store aktørene og små fiskeoppdrett.

Fisk er en universal produkt for alle dersom alle fiskeoppdrett har stor nasjonal og internasjonal marked og har utviklingsmuligheter. På den andre side internasjonalt har norske bedrifter stor konkurranse prismessig og kostnadmessig, i tillegg har norske bedrifter noen ulemper i form a strenge nasjonale regler innenfor fiskeoppdrett business som kan gjøre noen forandringer i produksjons systemet komplisert og ressurskrevende.

I tillegg til dette det er stor forhandlingsmakt hos leverandørene av for til fisk og det kan skape også noen problemer særlig kostnadmessig. I tillegg i de siste årene har alle fiskeoppdrett blitt rammet av økologiske og miljømessige problemer som for eksempel økning av temperaturen i fiskeanleggene og fiske sykdom. Det gjenspeiles i fiskekvaliteten.

De strategiske valgene som et firma står ovenfor faller innenfor to hovedkategorier: på foretaksnivå og på konsernnivå.

Grieg Seafood bør gjøre følgende handlinger for å oppnå fordel i et enkelt marked eller bransje: kostnadslederskap og produktdifferensiering.

Grieg Seafood har ganske gode forutsetninger for strategisk lederskap for bransjen men mangler kostnadslederskap. Selskapet har flere produkter som er ganske godt differensiert, har god innovasjonsevne, egne teknologier, lang kunnskap innenfor fiskeoppdrett og driver med markedsføring. I tillegg til dette har bedriften god beliggenhet som gjør at de produserer unike produkter (Verdens Nordligste Laks, for eksempel) og har rimeligere transportkostnader.

På konsernnivå tar for kan Grieg Seafood oppnå fordel når den får tilgang til flere markeder gjennom vertikal integrasjon, diversifikasjon, strategiske allianser, fusjon og oppkjøps strategier.

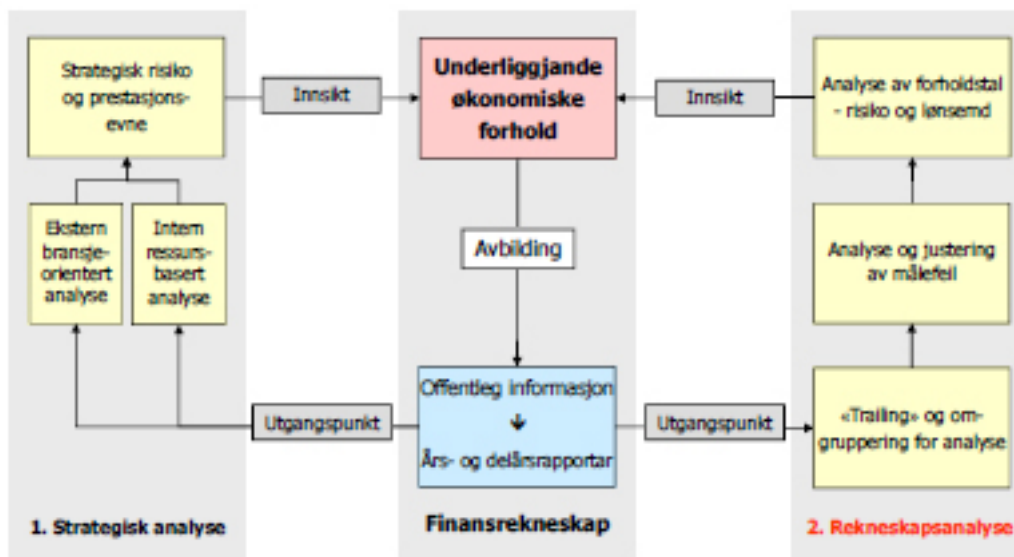
For Grieg Seafood kan det være aktuelt siden det er en av de største konsern i Norge og i verden og de kan forbedre sine teknologier via oppkjøp av nye bedrifter samt. utnytte mulighetene i omgivelsene ved hjelp av deres sterke sider og nøytraliserer trusler, samtidig som det unngår dets svake sider.

5. Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Jeg har valgt å gjøre strategisk regnskapsanalyse for å få innsikt i historiske tallene som er representert i rapportene til Grieg Seafood for årene 2007-2010. Siste rapportene som jeg bruker for å få mest nyere tallene i analyse og for videre bruk i framskriving er 1 og 2 kvartal rapporter for 2011.

Strategisk regnskapsanalyse som blir benyttet er både investor- og kreditororientert og basert på regnskapstallene som beskriver underliggende økonomiske forhold registrert, målt og rapportert etter IFRS reglene (International Financial Reporting Standards). Grieg Seafood er notert på Oslo børs dersom er det nødt til å benytte internasjonale standartene.



Figur 5.1 Rammeverk for den strategiske regnskapsanalyse (*Knivsflå 2011*)

Fokuset i analyse blir gjort for de som skaper kapital i bedriften, dvs. både egenkapitalinvestorer (de som vil investere sine penger for å få best avkastning eller til å delta og påvirke selskapets økonomiske og strategiske beslutningene for være med å skape verdi i fremtiden) og finansielle långivere (de som har hovedsakelig renteinntekter og har ingen påvirkning på selskapsøkonomi). Derfor skal jeg analysere verdiskaping og risiko i selskap og verdiutdeling til disse to gruppene av kapitaliskapere.

Jeg har et formål å analysere Grieg Seafood som et konsern dersom jeg vil se på alle oppdrett tilhørende Grieg Seafood som en økonomisk enhet. Rapportene som jeg har brukt har blitt laget for basis av regnskap av morselskap og datterselskap hvor resultat er splittet for både minoritetseiere og majoritetseiere.

Analyseperiode for selskapet blir 6 år inkludert ”trailing” året 2011. Selskapet blitt børsnotert i juni 2007 dersom alle rapportene som jeg har funnet på Grieg Seafoods nettside inkluderer tallene fra og med året 2006. I året 2007 hadde konsern store strukturelle forandringer da Grieg Seafood Finnmark og Grieg Seafood Hjaltdland kom inn i konsernet.

5.2 Presentasjon av historiske tall

I tabellene nedenfor representert årsregnskap og balanse for Grieg Seafood ASA.

Resultatregnskap er framstilt for årene 2005-2010, ”trailing” resultat for året 2011 kommer under 5.3 ”Trailing årsregnskapet”.

I balansen for ”trailing” året 2011 tatt jeg utgangspunktet i tallene fra rapporten for 2 kvartal 2011 (de nyeste som var tilgjengelig da begynte jeg analysen). Kvartal rapportene er ikke så detaljerte som årsrapportene dersom de postene som mangler har jeg funnet prosentvis ved bruk av årstallene fra i fjor (for eksempel ”Borrowings” og ”Financial leasing liabilities”).

In 1000 NOK	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
ÅR	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sales revenue	408097	535756	1021810	1477029	1612619	2446490
Other income	11283	7704	46542	10474	8826	9396
Share of profit from associated companies and joint venture companies					377	4747
Total Income	419380	543460	1068352	1487503	1621822	2460633
Changes in inventories of work in progress based on cost	849	40497	205859	51637	158085	-10412
Raw materials and consumables used	-226204	-306582	-746174	-903678	-900581	-932118
Salaries and personnel expenses	-39030	-53696	-136246	-165148	-193300	-238409
Other operating expenses	-63285	-53890	-196814	-332645	-410541	-592752
Operating profit before depreciation and fair value adjustments of biol assets	91710	169789	194977	137669	275484	686944
Depreciation	-34105	-39343	-72486	-106144	-118300	-115912
Impairment of fixed assets	0	0	0	-38012	0	0
Amortisation of licenses	-4591	-4804	-1155	-4378	-3282	-3662
Impairment of goodwill and licenses	0	0	0	-161988	0	72385
Operating profit before fair value adjustments of biological assets	53014	125642	121336	-172853	153902	639754
Fair value adjustments of biological assets	22693	42367	-44075	-35747	115276	207629
Operating profit	75707	168009	77261	-208600	269178	847383
Income from associated companies	-2097	-66	-1897	700	1608	7590
Financial income	9894	3544	26488	37207	136333	54675
Financial expenses	-24165	-32481	-65815	-271172	-89606	-51882
Net financial item	-16368	-29003	-41224	-233265	48335	10383
Profit before taxes	59339	139006	36037	-441865	317513	857766
Income tax expense	-16694	-44179	16165	97461	-86640	-226727
Profit for year from continuing operations	42645	94827	52202	-344404	230873	631039
Profit for year from discontinued operations	-6369	12986	0	0	0	0
Profit for year	36276	107813	52202	-344404	230873	631039
Profit to minority interests	2415	3396	782	0	0	0
Profit attributable to equity holders						
Profit of the parent company	33862	104416	51420	-344404	230873	631039

Tabell 5.1 Resultatregnskap Grieg Seafood ASA (IFRS)

Assets, in 1000 NOK	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	2011 T
Goodwill	105556	138661	87665	87583	90540	104872
Licenses	445117	849838	831921	818340	926170	974516
Other intangible assets	0	0	8205	5578	3160	3773
Property, plant and equipment	300629	639092	794346	819110	923546	996575
Investments in associated companies	10729	10879	11579	13619	33456	30607
Loans to associated companies	3871	2897	2410	1923	3449	3121
Available-for-sale financial assets	40700	156	178	945	557	607
Non-current receivables	12667	10275	1790	0	1958	1500
Total non-current assets	919270	1651798	1738094	1747098	1982836	2115570
Inventories	17091	34927	44592	49180	58409	65978
Biological assets	551637	1067574	1073341	1367061	1564041	1272797
Accounts receivables	60589	111893	157876	188052	265350	210753
Other current receivables	34073	84569	48488	57051	43265	42054
Derivatives and other financial instruments	0	0	8243	20350	0	23203
Cash and cash equivalents	12692	24318	68146	139778	143727	113903
Total current assets	676082	1323281	1400686	1821472	2074792	1728689
Total assets	1595352	2975079	3138780	3568570	4057628	3844259
Equity and liabilities, in 1000 NOK	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	2011 T
Share capital	184848	306048	306048	446648	446648	446648
Share premium fund	257152	811120	621550	716634	0	-18036
Other reserves/ other equity	118168	91459	1005	-19734	1561	1335
Retained earnings	6036	57456	0	230873	1534196	1312255
Minority interest	13051	0	0	0	0	0
Total equity	579255	1266083	928603	1374421	1982405	1742202
Deferred tax liabilities	206567	281294	251069	331995	531498	517896
Pension obligations	3523	4369	4161	1927	2051	5945
Cash settlements	0	0	0	1351	5845	0
Subordinated loans	0	9800	13517	13548	14581	17654
Borrowings	427730	563484	8065	711419	646686	616401
Financial leasing liabilities	72197	123352	213117	198167	168856	160948
Other non-current liabilities	1962	19096	5882	691	3292	0
Total non-current liabilities	711980	1001395	495811	1259098	1372809	1318844
Bank overdraft/Short-term loan	175354	337957	496702	482989	260000	360000
Current portion of longterm borrowings	26115	76184	807827	85295	79000	77293
Current portion of financial leasing liabilities	19034	52498	35305	37383	41726	40825
Accounts payable	63703	197356	214687	233443	253305	215515
Tax payable	193	9402	0	0	0	7536
Accrued salary expense and public tax payable	8436	8619	13611	13869	25104	48870
Derivatives and other financial instruments	0	0	122532	9672	1605	0
Other current liabilities	11281	25585	23702	72400	41674	33174
Total current liabilities	304117	707601	1714366	935051	702414	783213
Total liabilities	1016097	1708996	2210177	2194149	2075223	2102057
Total equity and liabilities	1595352	2975079	3138780	3568570	4057628	3844259

Tabell 5.2 Balanse Grieg Seafood ASA

5.3 "Trailing" resultatregnskap

"Trailing" handler om å justere tallene fra de siste kvartalsrapportene ved bruk av tallene for samme periode fra i fjor for å finne en estimat for hele året. Formålet for bygging "trailing" regnskapet er å inkludere ferskest mulig tall i analyse. Disse tallene gjør estimat på postene for analyse, framskriving og budsjettering og for videre verdsettelse mer korrekt og presist.

Utgangspunktet for å bygge "trailing" tallene ble tatt som ble sagt før fra tilgjengelige kvartalsrapportene for år 2010 og 2011.

Siden analyse ble gjort etter at regnskap for 2 kvartal blitt tilgjengelig, generell regelen for å beregne "trailing" års resultatet er:

$$V_{2011T} = V_{11Q1} + V_{11Q2} + V_{10Q3} + V_{10Q4}$$

Deretter gjorde jeg justeringer for både normale og unormale poster.

Alle normale postene i "trailing" året er vekstjustert.

For eksempel generell regelen for normal post "salgsinntekter" blitt brukt for året 2011T : $V_{2011T} = (1072390 + 2446490 - 11963332) = 2322548$

Når man vil utnytte vekstjustering for å få verdien mest presis, så estimerer jeg "salgsinntekten" ved bruk følgende teknikk:

2) UTVIDING VEKSTJUSTERT RESULTAT

Vekstjustert «trailing» resultat for 2011 etter andre kvartal:

$$R_{2011T} = \underbrace{R_{Q1,2011} + R_{Q2,2011}}_{\text{1. - 2. kvartal i år}} + (1 + g) \cdot \underbrace{(R_{2010} - (R_{Q1,2010} + R_{Q2,2010}))}_{\text{3. og 4. kvartal i fjor}}$$

der veksten (DI = driftsinntekter)

$$g = \frac{(DI_{Q1,2011} + DI_{Q2,2011})}{(DI_{Q1,2010} + DI_{Q2,2010})} - 1$$

→ Veksten vert estimert på basis av historiske vekst i driftsinntektene

MERK: $R_{2011T} = R_{2011T} \text{ utan vekst} + g \cdot (R_{2010} - (R_{Q1,2010} + R_{Q2,2010}))$

03-53

Bildet 5.1 Justering av vekst på "trailing" resultat (Knivsflå 2011)

Da har jeg fått følgende: $(1 - (1072390 - 1196332) / 1196332) * (2446490 - 1196332) = 1379676$
 Deretter finner jeg summen av vekstjusterte resultat og resultat for 1 og 2 kvartal 2011, så får jeg
 ”trailing salgsinntekten” = $1072390 + 1379676 = 2452066$. Så bruker jeg vekstjusterings teknikken
 for å lage ”trailing” regnskapet for 2011.

Samme gjør jeg for andre ”normale” poster: ”Andre inntekter - normalt”, varekostnader, lønnskostnad, andre driftskostnader – normalt, ordinær avskrivning.

Alle unormale poster videreføres fra første halvåret 2011 til årets ”trailing” resultat 2011T. Disse unormale poster er for eksempel, ”virkelig verdi justeringer for eiendeler”, ”andre inntekter - unormalt”, ”nedskrivninger” osv.

I beregning av finansinntekt/kostnad har jeg tatt utgangspunktet i finansielle eiendeler og gjeld:

ÅR/ 1000 NOK	2010	2011T
FE	147733	140834
FG	1210849	1273121

Tabell 5.3 Finansielle eiendeler og gjeld, Grieg Seafood ASA

Driftsskattesats for 1 og 2 kvartal 2011 er beregnet ved bruk av formellen:

DRIFTSSKATTESATSEN

dss

DRIFTSSKATTESATSEN FOR 2011T (etter 2. kvartal)

$$dss_{2011T} = (dss_{2010} + dss_{1. \text{ og } 2. \text{ kvartal } 2011}) / 2$$

→ **MEN KORLEIS FINNE dss?**

$$dss_t = \frac{SK_t - 0,14 \cdot (FI_t + UFR_t) + 0,28 \cdot FK_t}{DR_t}$$

... eller annen passende sats

... inneheld SK klart unormale forhold, så bør med normalisere SK, dvs nytte NSK

Bildet 5.2 Beregning av driftsskattesatsen (*Knivsflå 03-60, 2011*)

Fra trailingregnskapet har jeg fått negativ driftsresultat, dersom velger jeg å bruke vanlig norsk skattesats på 28% (som er i tillegg gjennomsnittet for konsernet).

ÅR	2010	Q1-Q2 2011	2011T
dss	28,28 %	-8,37 %	28,00 %

Tabell 5.4 Resultat på driftsskattesatsen for Grieg Seafood ASA

Beregningene for 2011T er fremstilt i tabellen:

	Omgruppert resultatregnskap, i 1000 NOK	2011	2010		Justering	2011T ujustert	Absolutt endring vektet	2011 Trailing
		1Q+2Q	1+2+3 +4Q	1Q+2Q				
	Slagsinntekter	1072390	2446490	1196332		2322548	1379676	2452066
+	Andre inntekter - normalt	4711	10161	4078		10794	5139	9850
=	Driftsinntekter	1077101	2456651	1200410		2333342	1384815	2461916
-	Varekostnad og endringer i varelager	350948	942530	489655		803823	-128288	675535
-	Lønnskostnad	113075	238409	109964		241520	3634	245154
-	Andre driftskostnader – normale	276198	592752	257020		611930	25051	636981
-	Ordinær avskrivning	67841	119574	56018		131397	13414	144811
=	Driftsresultat før unormale inntekter/kostnader	269039	563386	287753	0	544672	1471004	759435
+	Andre inntekter - unormalt	0	-763	0	763	0	0	0
-	Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	0	-72385	0	72385	0	0	0
+	Virkelig verdig justeringer for eiendeler	-345373	207629	254092	46463	-345373	0	-345373
-	Andre unormale driftskostnader	0	0	0	0	0	0	0
=	Driftsresultat	-76334	842637	541845	-25159	199299	1471004	414062
+	Netto resultat tilknytte selskaper - normalt	31203	12337	8363		35177	278	35455
+	Netto resultat tilknytte selskaper - unormalt	0	0	0	0	0	0	0
+	Finansinntekt - normal	5185	1671	0	-5263	1593	0	1593
-	Finanskostnad - normal	20652	51213	35900	17882	53847	0	53847
+	Unormalt finansresultat	-9533	52335	32402	-19933	-9533	0	-9533
=	Resultat før skatt, avvirket virksomhet og minoritet	-70131	857767	546710	-68237	172689	1471283	387731
-	Skattekostnad - normal	0	231495	149970				99749
+	Skattekostnad - unormal	25795	4768	0	-4768	25795	0	25795
=	Resultat før avvirket virksomhet og minoritet	-44336	631040	396740	-73005	198484	1471283	313777
+	Resultat fra avvirket virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
-	Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
=	Årsresultat	-44336	631040	396740	-73005	198484	1471283	313777

Tabell. 5.5 ”Trailing” resultatregnskapet til Grieg Seafood for 2011

5.4 Omgruppering av resultatregnskapet for investororientert regnskapsanalyse

Investororientert analyse er viktig for den som eier firmakapital og bruker historisk rapportert finansiell informasjon for å finne den gode strategien for selskapet i tiden framover. For nye investorer denne slags analysen er også viktig. Da kan de være trygge på sine investeringer. Egenkapitalinvestorer trenger riktig verdisetting og representativ informasjon som de kan stole på. En investororientert analyse forutsier at de historiske regnskapstallene blir frigjort fra alle ”unormale” poster. Det gjør finansiell informasjon forberedt for videre analyse og verdsettelse.

Grieg Seafood ASA sine rapporter er laget ved bruk av internasjonal regelverket IFRS standarder. IFRS har sterk kreditorfokus ved bygging av oppstillingsplanen. Siden jeg har valgt å gjennomføre en investororientert analyse må jeg gjøre noen justeringer på følgende måte (Knivsfå 2011):

1. Omgruppering av avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital (bedrifter som rapporterer etter IFRS ikke avsetter det foreslåtte utbyttet).
2. Kartlegging av ”dirty surplus” og dermed det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen.
3. Skille mellom det normale og det unormale resultatet og fordeling av skattekostnaden på det normale og det unormale resultatet.
4. Klar gruppering av drifts- og finansieringsposter i resultatregnskapet og balansen – og fordeling av skattekostnaden på driftsresultatet, finansinntekter og -kostnader.

5.4.1 Omgruppering av utbytte

Siden konsernet rapporterer etter IFRS og ikke gjør noen avsetninger for utbytte skal jeg ikke gjøre noen omgrupperinger for det formålet.

5.4.2 Kartlegging av ”dirty surplus” og fullstendig nettoresultat til egen kapital

Kongruensprinsippet etter Norsk God Regnskapsskikk (RL, §4-3) skal alle inntekter og kostnader resultatføres. Ved brudd på kongruensprinsippet blir inntekter og kostnader ført direkte mot og dette kalles ”dirty surplus” (Knivsfå, 2011):

”Dirty surplus” = UEK – IEK – ÅRE + NBU, hvor

UEK – utgående egenkapital i balansen;

IEK – inngående egenkapital i balansen;

ÅRES – årets resultat;

NBU – netto betalt utbytte.

Den siste komponenten i formellen finner vi ut fra følgende tabellen (informasjonen finnes i årsrapportene, delen ”Endringer av egenkapital”):

ÅR/ i 1000 NOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011T
Betalt utbytte	40000	0	0	0	27916	150744
+ Kjøp av egne aksjer		33749		0		18036
- Salg av egne aksjer			0	100000	0	
+ Kapital uttak		0		3371		
- Kapital innskudd	320000	700515	2178	139676	409	64
= Netto betalt utbytte	-280000	-666766	-2178	-236305	27507	168716

Tabell 5.6 Kalkulering av netto utbetalt utbytte

Kjøp av egne aksjer med andre ord er tilbakebetaling av sin egenkapital. Salg av egne aksjer gjør bedriften for å skaffe ekstra kapital til sin framtidige drift. Siden netto betalt utbytte var med minus i årene 2006-2009, betyr dette at selskapet hadde gjort innskudd i sitt egenkapital gjennom hovedsakelig oppkjøpet som de gjorde da. I 2010 og 2011 selskapet har forandret sin politikk og det har oppstått uttak av egenkapital gjennom utbytte.

Vi må videre finne ”dirty surplus” for å regne ut det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen.

ÅR/ in 1000 NOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011T
EK 01.01	176104	566204	1266083	928603	1374421	1982405
+ Årsresultat (ÅRE)	104417	51420	-344404	230873	631039	313777
Nettoresultat utenom						
+ årsresultatet (AFR)	0	0	0	-21360	4452	-27152
- Netto utbetalt utbytte (NBU)	-280000	-666766	-2178	-236305	27507	168716
+ <i>Dirty surplus (DS)</i>	<i>5683</i>	<i>-18307</i>	<i>4746</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>-358112</i>
Fullstendig netto resultat	110100	33113	-339658	209513	635491	-71487
EK 31.12	566204	1266083	928603	1374421	1982405	1742202

Tabell 5.7 Endring i egenkapital og beregning av fullstendig netto resultat

Siden Grieg Seafood rapporterer etter IFRS så skiller de ut posten ”Annen fullstendig nettoresultat” (AFR) eller ”Other comprehensive income” i rapportene sine. AFR for 2009 for eksempel er kursdifferanser for utenlandske selskap. AFR skilles utenom års resultat for morselskapet i konsernet og vi er interessert i majoritet sin andel i den fullstendige nettoresultat for regnskapsanalyse. Siden i

årene 2008-2011 eksisterte ingen minoritet det betyr at morselskapet eide 100% av aksjene til datterselskapene sine. Dermed fordelingen for minoritet og majoritet er ikke aktuelt her. I årene 2006-2007 rapporterer Grieg Seafood ingen AFR men de definerer ”gevinst/tap ført direkte mot egenkapital” som er ”dirty surplus”.

Deretter får vi fullstendige nettoresultatet som summen av ÅRE, AFR og DS.

For ”trailing” året 2011 gjør jeg egne justeringer. AFR har jeg tatt ut ifra rapporten for 2 kvartal 2011. ”Dirty surplus” for 2011T justere jeg på følgende måte:

”Dirty surplus” 1 halvår		0
- Nettoresultat i 2 halvår	(313777 – (-71487)-27152) =	358112
= ”Dirty surplus” i 2011T		-358112

5.4.3 Normale kontra unormale post og skille mellom drift og finans

Normale poster er vanligvis knyttet til bedriftsformålet, permanente og forventes i framtiden.

Unormale poster er engangspostene, som skjer ganske sjeldent og ikke er relevant for drift eller framtiden. Siden unormale poster er ikke relevant for bedriftens økonomisk formål og for framtiden, skal vi ikke ta de i beregningen av fremtidige kontantstrømmer og i verdsettelsen.

Grieg Seafood har flere poster både i drift og finans som kan beregnes som unormale:

Unormale driftsposter: ”Investeringer i tilknytte selskaper og felleskontrollerte selskaper”, ”Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler”, nedskrivninger, ”Virkeligverdi justeringer av biologiske eiendeler”, ”Resultat fra avvirket virksomhet”, ”Andre driftsrelaterte kostnader” osv
Unormale finansposter: ”Endringer i virkelig verdi på derivater”, ”Gevinst/tap ved salg av egne aksjer”, ”Valutagevinst/tap”, ”Andre finansielle inntekter og kostnader” osv.

I en investororientert analyse ønsker man skillet mellom drift og finans for å finne ut hvilken avkastning har driften og hvor mye betaler bedriften for finansielle forpliktelser. Man ønsker en god dekomponering av hva som er kildene til verdiskapning (Knivsfå 2011).

For eksempel netto resultat tilknytte selskap klassifiserte jeg som finans post fordi at det er en slags investering for Grieg Seafood som gir dem avkastning i framtiden.

For å få en investororientert balanse bør den derfor omgrupperes fra likviditet til å ha fokuset på driftskapital i motsetning til finansiell kapital. I tillegg må vi omgruppere resultatoppstillingen og fordele skattekostnaden.

5.4.4 Omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood ASA

	<i>Omgruppert resultatregnskap, i 1000 NOK</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011T
	Salgsinntekter	408097	535756	1021810	1477029	1612619	2446490	2452066
+	Andre inntekter - normalt	0	875	4699	2175	8746	10161	9850
=	Driftsinntekter	408097	536631	1026509	1479204	1621365	2456651	2461916
-	Varekostnad og endringer i varelager	225355	266085	540315	852041	742496	942530	675535
-	Lønnskostnad	39030	53696	136246	165148	193300	238409	245154
-	Andre driftskostnader - normale	63285	53890	196814	332645	410541	592752	636981
-	Ordinær avskrivning	38696	44147	73641	110522	121582	119574	144811
=	Driftsresultat før unormale inntekter/kostnader	41731	118813	79493	18848	153446	563386	759435
+	Andre inntekter - unormalt	11283	6829	41843	8299	80	-763	0
-	Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	0	0	0	200000	0	-72385	0
+	Virkelig verdig justeringer for eiendeler	22693	42367	-44075	-35747	115276	207629	-345373
-	Andre unormale driftskostnader	0	0	0	0	0	0	0
=	Driftsresultat	75707	168009	77261	-208600	268802	842637	414062
+	Netto resultat tilknytte selskaper - normalt	-2097	-66	-1897	700	1985	12337	35455
+	Netto resultat tilknytte selskaper - unormalt	0	0	0	0	0	0	0
+	Finansinntekt - normal	9894	1394	3172	4777	1525	1671	1593
-	Finanskostnad - normal	24165	27081	63781	111701	84234	51213	53847
+	Unormalt finansresultat	0	-3250	21282	-127041	129436	52335	-9533
=	Resultat før skatt, avviklet virksomhet og minoritet	59339	139006	36037	-441865	317514	857767	387731
+	Skattekostnad - normal	-16694	-44353	16165	94110	-86651	-231495	-99749
+	Skattekostnad - unormal	0	174	0	3351	11	4768	25795
=	Resultat før avviklet virksomhet og minoritet	42645	94827	52202	-344404	230874	631040	313777
+	Resultat fra avviklet virksomhet	-6369	12986	0	0	0	0	0
-	Netto minoritetsresultat	2415	3396	782	0	0	0	0
=	Årsresultat	33861	104417	51420	-344404	230874	631040	313777
+	Nettoresultat utenom års resultat (rapportert uten "dirty surplus")	0	0	0	0	-21360	4452	-27152
+	"Dirty surplus"	0	5683	-18307	4746	0	0	-358112
=	"Fullstendig nettoresultat"	33861	110100	33113	-339658	209514	635492	-71487
-	Netto utbetalt utbytte		-280000	-666766	-2178	-236305	27507	168716
	Endring i EK	33861	390100	699879	-337480	445819	607985	-240203

Tabell 5.8 Omgruppering av resultatregnskap: normalt kontra unormalt, drift kontra finans

5.4.5 Fordeling av driftsskattesats og finansskattesats på normal og unormal resultat

I unormalt netto driftsresultat beregnes unormal driftsskatt på normalt driftsresultat.

Driftsskattesatsavviket regnes som driftsskattesats minus normal driftsskattesats, der driftsskattesatsen er skattesatsen i det aktuelle året, mens den normaliserte driftsskattesatsen er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen (medianen) over analyseperioden. En normalisert driftsskattesats som avviker fra 28 % kan skyldes at selskapet skatter til et land med høyere eller lavere skattesatser enn Norge.

	ÅR/ 1000 NOK	Symb.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011T
	Driftsskatesats	dss	29,16 %	31,07 %	28,00 %	25,00 %	34,19 %	27,10 %	15,50 %
-	Normalisert driftsskattesats	ndss	24,84 %	24,84 %	24,84 %	24,84 %	24,84 %	24,84 %	24,84 %
=	Driftsskatesatsavvik	dss-ndss	4,31 %	6,22 %	3,16 %	0,16 %	9,34 %	2,26 %	-9,34 %

Tabell 5.9 Driftsskattesats

	ÅR/1000 NOK	Symbol	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011T
	Unormale driftsinntekter	UDI	11283	6829	41843	8299	80	-763	0
-	Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler		0	0	0	200000	0	-72385	0
+	Virkelig verdig justeringer for eiendeler		22693	42367	-44075	-35747	115276	207629	-345373
-	Andre unormale driftskostnader		0	0	0	0	0	0	0
=	Unormalt driftsresultat før skatt	UDR	33976	49196	-2232	-227448	115356	279251	-345373
-	Skatt på unormalt driftsresultat	dss*UDR	9907	15284	-625	-56862	39440	75677	-53533
+	Ekstraordinært netto driftsresultat		0	0	0	0	0	0	0
+	Driftsrelatert nettoresultat utenom års resultatet		0	0	0	0	-21360	4452	-27152
+	Driftsrelatert "dirty surplus"		0	5683	-18307	4746	0	0	-358112
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	(dss-ndss)*DR	1800	7393	2508	29	14339	12706	-70967
-	Unormal skatt på normalt og unormalt	UNRT	0	174	0	3351	11	4768	25795
=	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	22269	32028	-22422	-169220	40206	190552	-631932

Tabell 5.10 Beregning av unormal netto driftsresultat

	ÅR/ 1000 NOK	Symb.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011T
	Unormalt finansresultat før skatt	UFR	0	-3250	21282	127041	129436	52335	-9533
-	14% skatt på unormalt finansresultat	14%* UFR	0	-455	2979	-17786	18121	7327	-1335
+	Diskontinuerlig nettoresultat		-6369	12986	0	0	0	0	0
+	Nettoresultat tilknytte - unormalt		0	0	0	0	0	0	0
+	Finansielt nettoresultat utenom års resultat		0	0	0	0	0	0	0
+	Finansiell "dirty surplus"	FDSP	0	0	0	0	0	0	0
=	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-6369	10191	18303	109255	111315	45008	-8198

Tabell 5.11 Beregning av unormal netto finansresultat

	Fordeling av skattekostnad, 1000 NOK	Symbol	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011T
	Normal skattekostnad	NSK	16694	44353	18471	94110	86651	231495	572
-	Skatt på finansinntekt	0,14*FI	1385	195	444	669	214	234	223
+	Skatt på finanskostnad	0,28*FK	6766	7583	17859	31276	23586	14340	15077
-	Skatt på unormalt finansresultat	0,14*(UFI-UFK)	0	-455	2979	-17786	18121	7327	-1335
=	Skatt på driftsresultat	summe	22075	52196	32906	142503	91902	238274	16761
-	Skatt på unormalt driftsresultat	dss*UDR	9907	15284	-625	-56862	39440	75677	-53533
=	Skatt på normalt driftsresultat	dss*NDR	12168	36912	33531	4712	52462	162597	70294
-	Unormal skatt på normalt DR	(dss-ndss)*NDR	1800	7393	2508	29	14339	12706	-46937
=	Normal driftskattekostnad	summe	10368	29519	31023	4683	38123	149891	117231

Tabell 5.12 Fordeling av skattekostnad på normalt og unormalt resultat

5.4.6 Målefeiljustering

Formålet til regnskapsanalyse er å måle *virkelige underliggende* økonomiske forhold. Det som selskapet rapporterer ikke alltid gjenspeiler det som er det teoretiske idealet eller som er riktig i forhold til formålet for analyse eller selskapers spesifikke. Avviket av det rapporterte fra det som er virkelig (ideelt) blir målefeil. Det finnes 3 typer av målefeil:

1. Målefeil type 1: forskjell mellom det som er påregnet som hovedideal for rapportering og

”virkelig” verdi (her snakker vi om historisk kost mot salgsverdi).

2. Målefeil type 2: når selskapet velger å bruke spesielle regler inn i rammet av standardene både norske og europeiske men som ikke er ideal i forhold til selskapets spesifikke og som kunne vært mer korrekt å bruke (på grunn av feil periodisering, avskrivninger: lineære mot de som er basert på kontantstrømmer).

3. Målefeil av type 3 eller kreativ regnskapsføring: avvik mellom det som selskapet rapporterer om det som er egentlig lov etter God regnskapskikk (når selskapet har sine formål for å rapportere feil, for eksempel, for å forbedre resultatet sitt).

Det eksisterer flere argument ”for” og ”mot” å justere for målefeil.

Justerings forutsetning er at det som er riktig etter god regnskapskikk er ikke godt nok for analyse.

Analytikerne er enige om at målefeil av type 1 ikke er så prinsipielt å justere så lenge så målemodellene har vært brukt riktig i forhold til drift eller finans.

Men målefeilene av type 2 og 3 kan skape store problemer ved analyse og bør justeres fordi at rapportert lønnsomhet kan variere i stor grad fra den reelle.

De analytikerne som er mot målefeil justering har det største argumentet at regnskapsreglene er gode nok, så målefeil av type 1 ikke er noe ”blunder”. Trendene i målefeil av type 2 nøytraliserer hverandre så lenge at selskapet er i ”steady state”. Det vil si at målefeil av type 2 reduseres hvis selskapet bruker salgsverdier som ideal samtidig så kostnader etter god regnskapskikk er særlig periodisert. De fleste finansanalytikerne når de gjør verdivurderingene sine tar utgangspunkt i tallene som er med målefeil, for eksempel, kontantstrømmen og de får gode verdiestimat likevel.

Siden Grieg Seafood driver med produksjon og salg av fisk velger jeg å gjøre justering av virkelig verdi på biologiske eiendeler tilbake til kost (målefeil type 1). Grieg Seafood rapporterer etter IFRS dvs. at de fører netto driftseiendeler til salgsverdi. Biologiske eiendeler bør føres tilbake til kostverdi siden det er egentlig kostverdi som uttrykker rentabiliteten på faktisk investert kapital i dette tilfellet. Etter internasjonale standarder resultat av salget på fisken regnes slikt:

Resultat = Inntekt ved salg av fisk – Varekostnader av solgt fisk + Verdiendring biologiske eiendeler. Siste komponent i formellen måler fisk som ikke er solgt og ligger på lageret (den står i balansen).

Jeg har klassifisert virkelig verdi justeringer på biologiske eiendeler som unormale post. Så jeg vil fjerne denne posten fra den unormale driftsresultat. Samtidig må jeg justere netto driftsresultat og fullstendig nettoresultat til egenkapital for summen av virkelig verdi endring. Egenkapital og

driftseiendeler (omløpsmidler) også skal jeg justere i omgruppert balanse og da blir det akkumulert virkning på resultat regnet som ”Urealisert vinning etter skatt” (det er framstilt i tabellen ”kartlegging av drit og finans i totalbalansen” i 5.5 ”Omgruppering av balanse”).

5.4.7 Resultatoppstilling omgruppert og justert

Etter alle aktuelle justeringer får jeg følgende omgruppert resultatoppstilling:

ÅR/ 1000 NOK			2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 T
	Driftsinntekter	DI	408097	536631	1026509	1479204	1621365	2456651	2461916
-	Driftskostnader	DK	366366	417818	947016	1460356	1467919	1893265	1702481
=	Driftsresultat fra egen virksomhet	DR	41731	118813	79493	18848	153446	563386	759435
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK=ndss*DR	10368	29519	19750	4683	38123	139972	188680
=	Netto driftsresultat	NDR	31363	89294	59743	14165	115323	423414	570756
+	Netto finansinntekt	NFI= (1-fss)*FI	8509	1199	2728	4108	1312	1437	1370
=	Nettoresultat til sysselsett kapital	NRS	39872	90493	62471	18273	116635	424851	572126
+	Nettoresultat fra tilknytte selskaper	NDRT	-2097	-66	-1897	700	1985	12337	35455
-	Netto finanskostnad	NFK= (1-fss)*FK	17399	19498	45922	80425	60648	36873	38770
-	Netto minoritetsresultat	NMR	2415	3396	782	0	0	0	0
=	Nettoresultat til EK	NRE	17961	67533	13870	-61451	57971	400315	568811
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	22269	32028	-31389	-169220	40206	190552	-631932
+	<i>Virkning UNDR/FullstResTilEK</i>	MF 1	-22693	-42367	44075	35747	-115276	-207629	345373
=	<i>Unormalt netto driftsresultat, justert</i>	UNDR'	-424	-10339	12686	-133473	-75070	-17077	-286559
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-6369	10191	18303	-109255	111315	45008	-8198
=	Fullstendig nettoresultat til EK	FNR	11168	67385	44858	-304180	94216	428246	274054
-	Netto betalt utbytte	NBU	0	-280000	-666766	-2178	-236305	27507	168716
=	Endring i EK	ΔEK	11168	347385	711624	-302002	330521	400739	105338

Tabell 5.13 Resultatoppstilling omgruppert for Grieg Seafood ASA

5.5 Omgruppering av balanse

Omgruppering av balanseoppstilling skjer også i 4 steg (Knivsflå, 2011):

1. Eventuelt avsett utbytte = Egenkapital
2. Kartlegging av drift og finans i totalbalansen
3. Omgruppering fra total til sysselsatt kapital
4. Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto drift

TOTAL BALANSE / ÅR/1000 NOK		2006	2007	2008	2009	2010	2011 T
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	863969	1637866	1723927	1730611	1945374	2081236
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld	212052	304759	261112	335964	542686	523841
NAM	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	651917	1333107	1462815	1394647	1402688	1557395
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	663390	1298963	1324297	1661344	1931065	1591582
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	83613	240962	374532	329384	321688	305095
DAK	Driftsrelatert arbeidskapital	579777	1058001	949765	1331960	1609377	1286487
NDE	Netto driftseiendeler	1231694	2391108	2412580	2726607	3012065	2843882
MF	<i>Urealisert vinning etter skatt</i>	-65060	-20985	14762	-100514	-308143	37230
NDE'	Netto driftseiendeler, justert	1166634	2370123	2427342	2626093	2703922	2881112
EK	Egenkapital	566204	1266083	928603	1374421	1982405	1742202
MF	<i>Urealisert vinning etter skatt</i>	-65060	-20985	14762	-100514	-308143	37230
EK'	Egenkapital, justert	501144	1245098	943365	1273907	1674262	1779432
MI	<i>Minoritetsinteresser</i>	13051	0	0	0	0	0
LFG	Langsiktig finansiell gjeld	499927	696636	234699	923134	830123	795003
FAM	Finansielle anleggsmidler	55300	13932	14167	16487	37462	34335
LFG	Langsiktig netto finansiell gjeld	444627	682704	220532	906647	792661	760668
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld	220503	466639	1339834	605667	380726	478118
FOM	Finansielle omløpsmidler	12692	24318	76389	160128	143727	137106
KNFG	Kortsiktig netto finansiell gjeld	207811	442321	1263445	445539	236999	341012
NFG	Netto finansiell gjeld	652438	1125025	1483977	1352186	1029660	1101680
NDK	Netto driftskapital	1166633	2370123	2427342	2626093	2703922	2881112

Tabell 5.14 Kartlegging av drift og finans i totalbalansen

Alle postene i balansen er fordelt ved bruk av likviditetsprinsipp: fra minst likvide til mest likvide aktiver og fordringer samt fordelt på drift og finans:

Driftsrelaterte anleggsmidler (DAM) = Goodwill + Lisens + Andre immaterielle eiendeler + Eiendom, anlegg og utstyr + Langsiktige fordringer

Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG) = Utsatt skatt + Pensjonsfordringer + Kontantoppgjør + Annen langsiktig gjeld

Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) = Varelager + Biologiske eiendeler + Kundefordringer + andre kortsiktige fordringer

Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG) = Leverandørgjeld + Betalbar skatt + Lønns gjeld og offentlig betalbar skatt + Derivater og andre finansielle instrumenter + Andre kortsiktig driftsrelatert gjeld

Langsiktig finansiell gjeld (LFG) = Ansvarlig lån + Låneopptak + Finansiell leasing gjeld

Finansielle anleggsmidler (FAM) = Lån til tilknytte selskap + Finansielle eiendeler tilgjengelige for salg + Investering i tilknytte

Kortsiktig finansiell gjeld (KFG) = Kassekredit/Kortsiktig lån + Kortsiktig del av langsiktig gjeld + Kortsiktig del av finansiell leasing gjeld

Finansielle omløpsmidler (FOM) = Derivater og andre finansielle instrumenter + Kontant

Sysselsatt balanse, 1000 NOK		2006	2007	2008	2009	2010	2011T
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	651917	1333107	1462815	1394647	1402688	1557395
+	Driftsrelatert arbeidskapital	579777	1058001	949765	1331960	1609377	1286487
=	Netto driftseiendeler	1231694	2391108	2412580	2726607	3012065	2843882
	Finansielle eiendeler (FAM+FOM)	67992	38250	90556	176615	181189	171441
=	Sysselsatte eiendeler	1234626	2408373	2517898	2802708	2885111	3052553
	Egenkapital	501144	1245098	943365	1273907	1674262	1779432
+	Minoritetsinteresser (MI)	13051	0	0	0	0	0
+	Finansiell gjeld (KFG+LFG)	720430	1163275	1574533	1528801	1210849	1273121
=	Sysselsatt kapital	1234625	2408373	2517898	2802708	2885111	3052553

Tabell 5.15 Sysselsatt balanse

5.6 Omgruppering av kontantstrømmen

På basis av omgruppert resultatregnskap og omgruppert balanse får jeg følgende kontantstrøm oppstilling:

Kontantstrøm, 1000 NOK		2006	2007	2008	2009	2010	2011 T
	Netto driftsresultat	89294	59743	14165	115323	423414	570756
+	Unormalt netto driftsresultat	-10339	12686	-133473	-75070	-17077	-286559
-	Endring netto driftseiendeler	x	1203489	57219	198751	77829	177190
=	Fri kontantstrøm fra drift	x	-1133107	-176527	-158553	321008	145311
+	Nettoresultat tilknytte	-66	-1897	700	1985	12337	35455
-	Netto finanskostnad	19498	45922	80425	60648	36873	38770
+	Endring i finansiell gjeld	x	442845	411258	-45732	-317952	62272
-	Netto minoritetsresultat	3396	782	0	0	0	0
+	Endring i minoritetsinteresser	x	-13051	0	0	0	0
=	Fri kontantstrøm til EK fra drift	x	-749867	155006	-262893	-13980	165964
		-					
-	Netto utbetalt utbytte	280000	-666766	-2178	-236305	27507	168716
=	Fri kontantstrøm til finansielle investeringer	x	-83101	157184	-26588	-41487	-2752
+	Netto finansinntekter	1199	2728	4108	1312	1437	1370
+	Unormalt netto finansresultat	10191	18303	-109255	111315	45008	-8198
=	Endring i finansielle eiendeler	x	-62071	52037	86038	4958	-9580
+	Finansielle eiendeler 01.01	x	67992	38250	90556	176615	181189
=	Finansielle eiendeler 31.12	x	5921	90287	176594	181573	171609

Tabell 5.16 Kontantstrømoppbygging

Vi ser ut ifra tabellen at fri kontantstrøm fra drift hadde vært negativt til året 2010. I år 2010 og 2011 klarer bedriften å skape kontanter men med nedgående trend. Den negative kontantstrømmen kan forklares at bedriften investerer i drift (det ser vi ut ifra endring i netto driftseiendeler) som er positivt for selskapet. I år 2007 og 2008 hadde vært stort lån opptak på over 400 mln. for delvis finansiering av driftsinvesteringer. Deretter i år 2009 og 2010 ser vi trinnvis nedbetaling av lånet.

I år 2007 hadde det vært stor innskudd i egenkapital på over 600 mln i form av fusjon og deretter i 2009 på over 200 mln. Samtidig selskapet betalte utbytte kun i året 2006, 2010 og i andre kvartal 2011. Dvs. at selskapet bruker sine frie midler for å investere det i driften som er ganske god politikk. Kontantstrøm til finansielle investeringer hadde vært stort sett negativ som forteller om at bedriften er ikke flink til å bygge opp sine finansielle reserver.

6 Forholdstallanalyse

6.1 Rammeverk for forholdstallanalyse

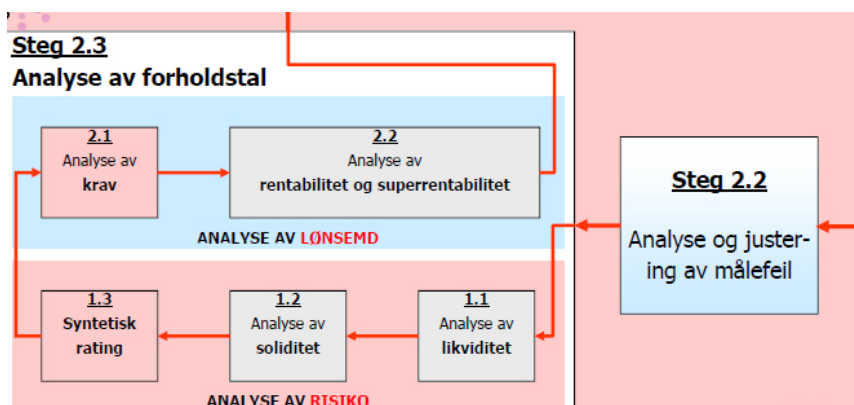
For utregning av forholdstall, samt videre analyse av risiko, lønnsomhet og vekst vil jeg ta utgangspunkt i Grieg Seafood ASA omgrupperte og justerte regnskap.

Forholdstal er relativt forhold mellom vanligvis to regnskapstall som gjør god innsikt i underliggende økonomiske forhold (Knivsflå, 2011).

Absolutte tall er lite informative fordi de er avhengige av størrelsen på virksomheten. De bør derfor ses i forhold til noe.

Det er lurt å se på utvikling av forholdstall over en periode, finne en sammenheng med historiske forholdstall for virksomheten samt tall for bransjen som virksomheten opererer i.

Figur 6 gir en oversikt over hvilket rammeverk jeg vil benytte i forholdstallsanalysen:



Figur 6.1 Rammeverk for forholdstallanalyse (Knivsflå 2011)

Analyse av selskapsspesifikk risiko er sammensatt av likviditetsanalyse som fokuserer på kortsiktig kredittrisiko, og soliditetsanalyse som fokuserer på langsiktig kredittrisiko og syntetisk rating som er en oppsummering av kredittrisiko.

Analysen av lønnsomhet starter med å utvikle en målestokk for hva som regnes som god lønnsomhet. Dette måles i krav til avkastning på kapitalen. Deretter følger en lønnsomhetsanalyse som fokuserer på om rentabiliteten er større enn kravet til avkastning og på å forklare underliggende kilder til rentabilitet gjennom dekomponering. Til slutt vil vekstanalysen kartlegge om virksomheten har evne til å vokse ved å analysere underliggende kilder til vekst, spesielt egengenerert og vedvarende vekst. GSF ASAs forholdstall vil vurderes opp mot de gjennomsnittlige forholdstallene i bransjen.

Bransjen representert av bedriftene Lerøy Seafood Group, marine Harvest, Norway Royal Salmon, Salmar. Kjernevirksomhet til disse bedriftene er distribusjon, salg og markedsføring av sjømat, videreforedling av sjømat, produksjon av laks, ørret og andre arter, samt produkt utvikling.

6.2 Tidsvektning

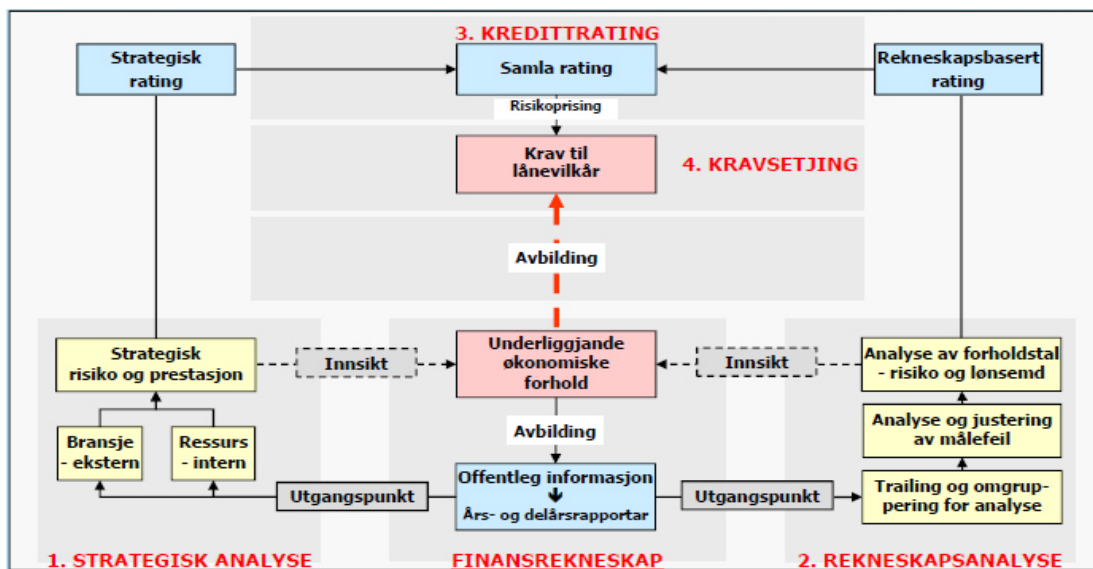
Siden Grieg Seafood har vært gjennom store strukturelle forandringene og det kom nye trend i selve bransjen i de siste årene, har jeg valgt å bruke i tillegg til vanlig gjennomsnitt i forholdstallene i bransjen, tidsvektning. Ved tidsvektning legges de siste årene tyngre enn de tidlige ved bruk av vektcoeffisienter. Ved bruk av denne metoden ganger jeg tallene med 1/2 for det siste året 2010, 1/3 for året 2009 og 1/6 for 2008.

Jeg skal bruke tidsvektet gjennomsnitt videre i analysen og i prognosebyggingen.

6.3 Kreditvurdering i form av risikoanalyse

For å gå videre fra de omgrupperte og justerte historiske tallene til prognose for trends utvikling i tiden framover som verdsettelsen skal baseres på, må jeg fullføre analyse av selskapsspesifikk risiko både på kort og lang sikt. Videre skal jeg bruke de forholdstallene som jeg har fått for å sette kreditt karakterer for Grieg Seafood. De skal jeg bruke videre for kravsetting (rente kontra krav for finansiell gjeld) for å få mest presist verddivurdering av bedriften.

Her er representert en detaljert oversikt hvordan skal jeg gjøre det:



Figur 6.2 Rammeverker for kredittvurdering (Knivsflå 2011)

6.3.1 Likviditetsanalyse – analyse av kortsiktig risiko

Likviditetsanalysen består i å vurdere bedriftens evne til innfri sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Primært ser vi ulike balansestørrelser i forhold til hverandre, men også enkelte tall fra resultat- og kontantstrømoppstillingen er relevante.

Likviditet kan regnes også som kravdekning og viser hvor mye penger har selskapet for å betale på kravet. Jo mer likviditet er i forhold til kravet som forfaller til betaling på kort sikt jo lavere likviditetsrisiko er.

De mest brukte forholdstallene for denne analysen er likviditetsgrad 1 og 2.

Likviditetsgrad 1 beskriver i hvilken grad selskapets omløpsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld. Den bør være høyere enn 2 men alt avhengig av bransjen hvor selskapet opererer i.

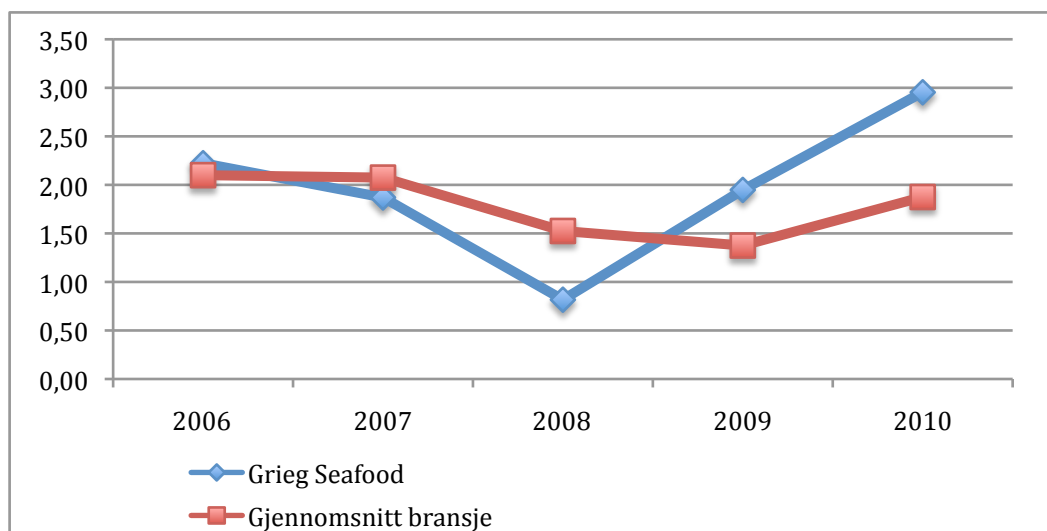
Likviditetsgrad 1	2006	2007	2008	2009	2010	Tidsvekt
<i>Grieg Seafood ASA</i>	2,22	1,87	0,82	1,95	2,95	2,26
Lerøy Seafood Group	2,00	3,80	2,50	1,50	2,10	1,97
SalMar ASA	2,00	3,50	0,70	3,00	3,30	2,77
Norway Royal Salmon	1,40	1,00	1,20	1,00	1,70	1,38
Marine Harvest	3,00	0,00	1,70	0,00	0,40	0,48
<i>Gjennomsnitt bransje</i>	<i>2,10</i>	<i>2,07</i>	<i>1,52</i>	<i>1,37</i>	<i>1,87</i>	<i>1,65</i>

Tabell 6.1 Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen over periode på 5 år

Fra tabellen ser vi at i fiskebransjen likviditetsgrad 1 ligger på nivå mellom 1 og 2 og det er ganske stor variasjon fra bedrift til bedrift. Dvs. at de fleste fiskeoppdrett har tunge investeringer i fiskeanlegg og fabrikker. Det er derfor naturlig at fiskeriet har mer anleggsmidler og mindre omløpsmidler i forhold til andre bransjer som gjør at gjennomsnittet på dette forholdstallet ligger på under 2.

I tidsvektet gjennomsnitt for de siste 3 årene ligger Grieg Seafood på 0,61 over bransje som tyder på at kortsiktig gjeld i forhold til den mest likvide del av aktiver er lav. Det gjør at bedriften har lav likviditetsrisiko.

Ut ifra tabellen ser vi også at likviditetsgrad 1 er veldig føllsom til svingingene av omløpsmidler i oppdrettsbransje som forklares med verdiendringene av biologiske eiendeler. Disse svingningene i verdien av omløpsmidlene resulterer i de store årlige variasjonene som vi ser fra figuren nedenfor:



Figur 6.3 Utvikling av likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen

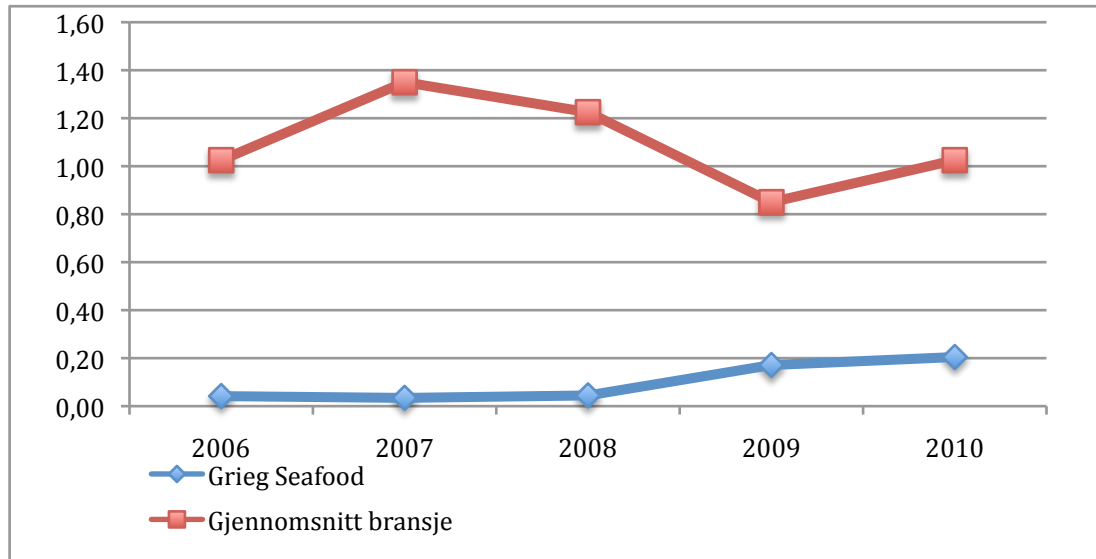
Sammenlignet med bransjen, fungerer Grieg Seafood ganske likvid, særlig i de to siste årene som gir positiv utvikling siden 2008 og en bransjefordel. Etter restruktureringen i 2008 har likviditeten bedret seg slik at selskapet kan møte sine kortsiktige forpliktelser. I 2006 og 2007 hadde bedriften samme likviditetsnivå som bransjegjennomsnitt, men i året 2008 sviktet det. Siden likviditetsgrad rettet seg opp igjen etter 2008 gir dette veldig god potensial for videre forbedring og utvikling i de likvide midler som selskapet disponerer.

Grunnen til nesten høyest likviditetsgrad 1 (etter SalMar Laks) kan grunnes forandringer i kapitalstrukturen med nesten den minste gjeldsgrad (etter Lerøy), hvor 34% av gjeld er kortsiktig. Likviditetsgrad 2 er definert som finansielle omløpsmidler eller omløpsmidler uten varelageret dividert på kortsiktig gjeld og bør være større enn 1. For fiske oppdrettselskap blir gjennomsnittlig nivå på likviditetsgrad 2 ganske liten i forhold til likviditetsgraden 1 fordi at den største delen av varelageret som bør trekkes fra omløpsmidler ved beregningen av likviditetsgrad 2 inkluderer den største posten: fiskebestanden i varelageret i tillegg til fisken som er klar for salg. Dette gir en stor utslag i likviditetsgrad 2:

Likviditetsgrad 2	2006	2007	2008	2009	2010	Tidsvekt
<i>Grieg Seafood ASA</i>	<i>0,04</i>	<i>0,03</i>	<i>0,04</i>	<i>0,17</i>	<i>0,20</i>	<i>0,17</i>
Lerøy Seafood Group	1,20	3,80	2,50	1,50	2,10	1,97
SalMar	0,40	0,70	0,70	0,90	0,90	0,87
Norway Royal Salmon	1,40	0,90	1,20	1,00	0,70	0,88
Marine Harvest	1,10	0,00	0,50	0,00	0,40	0,28
<i>Gjennomsnitt bransje</i>	<i>1,03</i>	<i>1,35</i>	<i>1,23</i>	<i>0,85</i>	<i>1,03</i>	<i>1,00</i>

Tabell 6.2 Likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen over periode på 5 år

Gjennomsnittet tidsvekt viser at sammenlignet med bransjen har Grieg Seafood den dårligste likviditetsgrad 2 men det er en positiv utvikling i forhold mellom de mest likvide midlene og kortsiktig gjeld. Den ligger på omtrent 20% under bransjegjennomsnittet de siste årene.



Figur 6.4 Utvikling av likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen over periode på 5 år

Utviklingen har vært positiv for Grieg Seafood i perioden men det viser seg at selskapet har ganske lavt nivå av finansielle aktiver i forhold til kortsiktig gjeld sammenlignet med bransjen. Dette gir en ganske svak likviditet gjennom perioden, hvis vi ser på finansiell del av aktiver til bedriften.

Sammenlignet likviditetsgrad 1 med likviditetsgrad 2, ser vi at Grieg Seafood har masse driftsrelaterte omløpsmidler sammenlignet med finansielle i den generelle omløpsmiddelsstruktur som kan tyde på at de har mye fisk på lageret som ikke blitt solgt. Dette kan føre til store tap og overbelastning av lagerkapasiteten. Dette er ikke bra tendens og bedriften bør finne løsninger på dette ved å skaffe flere kunder for å selge produsert fisk raskest mulig.

Fersk fisk holder seg kun noen dager før den blir ødelagt og frossen fisk kan ikke ligge lenge grunnet rulleringen. Selskapet bør ta hensyn til varebeholdning og prøve å selge fort det de produserer.

Rentedekningsgrad

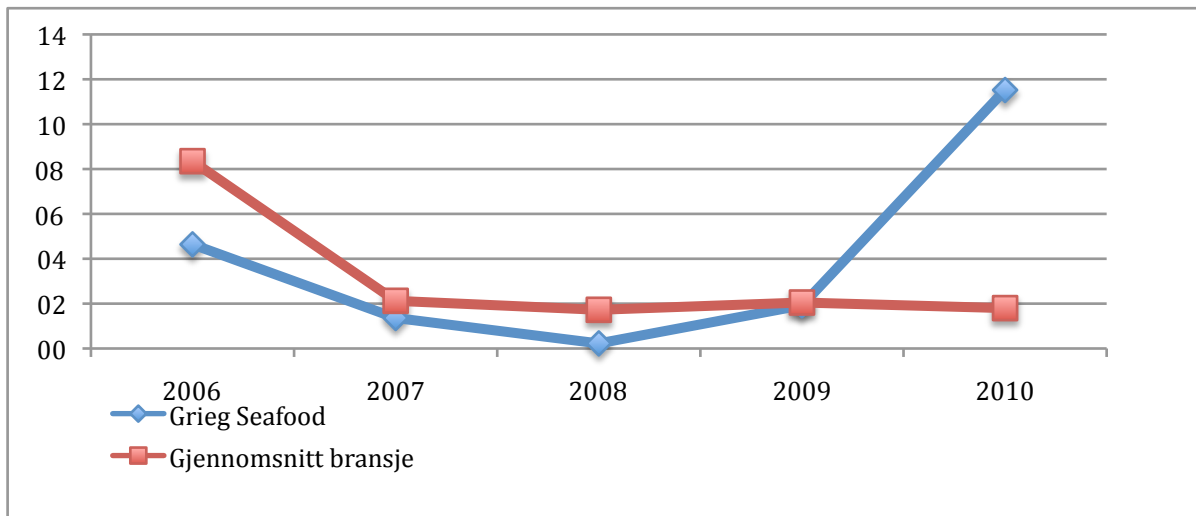
Jeg har valgt å gjøre analyse av gjeldsdekning gjennom fordeling av nettoresultatet i omgruppert resultatregnskapet som ble beskrevet før.

Rentedekningsgrad regnes som nettoresultat før netto finanskostnad (netto resultat til sysselsatt kapital) dividert på netto finanskostnad og viser selskaps sitt evne til å betale renter men ikke avdrag. Rentedekningsgraden forteller i hvilken grad bedriften er i stand til å betale sine finanskostnader samt til å forutsi noe om hvor mye gjeld bedriften er i stand til å oppta de nærmeste årene.

Rentedekningsgraden bør være større enn 3.

Rentedekningsgrad	2006	2007	2008	2009	2010	Tidsvekt
Grieg Seafood ASA	4,6	1,3	0,2	2,0	11,9	6,4
Lerøy Seafood Group	19,2	1,2	1,3	2,2	1,9	1,9
SalMar	8,6	1,3	1,5	1,4	1,3	1,4
Norway Royal Salmon	2,3	3,8	2,4	3,1	1,9	2,4
Marine Harvest	3,3	2,2	1,7	1,5	2,1	1,8
Gjennomsnitt bransje	8,4	2,1	1,7	2,1	1,8	1,9

Tabell 6.3 Rentedekningsgrad for Grieg Seafood sammenlignet med bransje over periode på 5 år



Figur 6.5 Utvikling av rentedekningsgrad for Grieg Seafood sammenlignet med bransje

Rentedekningsgraden har forbedret seg kraftig for Grieg Seafood siden 2008. Dette er det i all hovedsak to grunner til. For det første har det generelle rentenivået og dermed renten de har betalt på gjelden sin sunket kraftig i observasjonsperioden. For det andre har finansielle kostnader til konsernet gått kraftig ned i perioden samtidig som driftsresultat har gått opp.

Sammenlignet med bransjen hadde Grieg Seafood en dårlig rentedekningsgrad fram til året 2009.

Etter det har bedriften fått ganske bra økning i driftsresultat som lar selskapet dekke sine rentekostnader. Bransje gjennomsnitt ligger på 1,9 mot Grieg Seafood sin 6,4 som er ganske bra

tendens. Siden bransjen går ned i evne for å dekke sine finanskostnader, Grieg Seafood gjør det motsatte.

6.3.2 Soliditetsanalyse – analyse av langsiktig risiko

Formålet for denne type analyse er å finne ut om virksomhet er finansiert slik at den har en stor ”buffer” til å tåle en lengre periode med tap – eller om den er finansiert slik at den fort kan komme til å drive for ”långivere sin regning og risiko” (Knivsflå, 2011). Dersom egenkapital regnes som en sikkerhet mot framtidige tap og konkurs.

Soliditetsanalyse kan deles i risikoanalyse og kapitalstruktur analyse. Fokuset i siste analysen er å vise sammenheng mellom sammensetningen av henholdsvis omløpsmidler og anleggsmidler, sett i forhold til den langsiktige finansieringen, dvs., langsiktig gjeld og egenkapital. (Langli og Tellefsen 2010)

Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent gir et uttrykk for hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital og dermed hvor mye av eiendelene som kan gå tapt før kreditorenes fordringer kommer i fare.

Egenkapital regnes som minst risikabel kapital som medfører lavere avkastning.

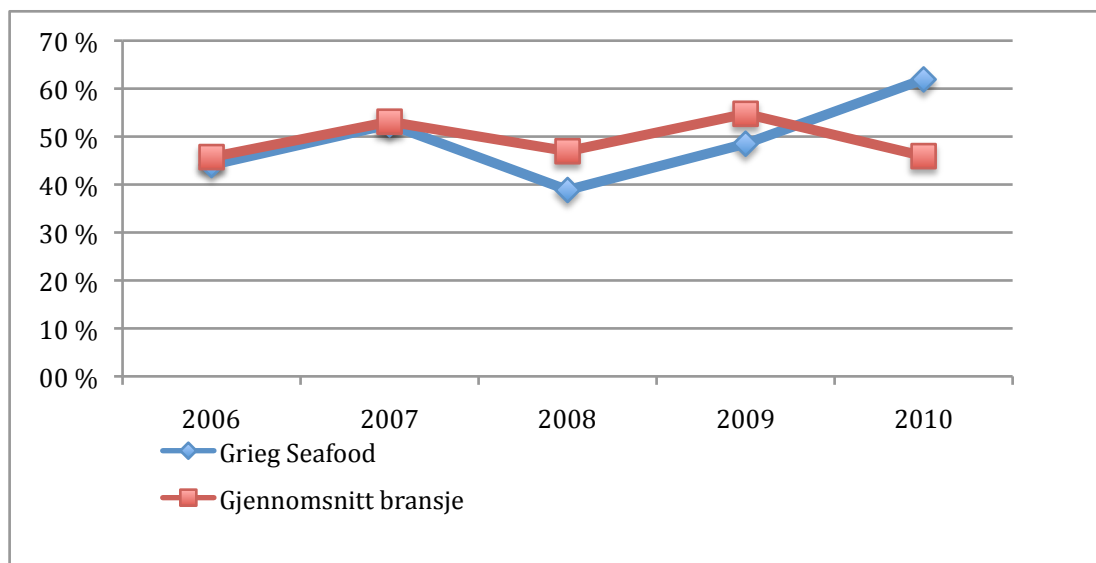
Egenkapitalprosent for konsern regnes ut slikt: egenkapital pluss minoritetsinteresser dividert på total kapital.

EK prosent	2006	2007	2008	2009	2010	Tidsvekt
<i>Grieg Seafood ASA</i>	43,7 %	52,3 %	38,7 %	48,3 %	61,2 %	53,6 %
Lerøy Seafood Group	54,3 %	77,1 %	78,9 %	73,5 %	63,7 %	69,5 %
SalMar	40,4 %	45,7 %	19,2 %	47,9 %	40,3 %	39,3 %
Norway Royal Salmon	38,6 %	37,9 %	47,6 %	42,8 %	36,7 %	40,6 %
Marine Harvest	49,6 %	51,7 %	42,1 %	54,8 %	43,0 %	46,8 %
<i>Gjennomsnitt bransje</i>	45,7 %	53,1 %	47,0 %	54,8 %	45,9 %	49,0 %

Tabell 6.4 Egenkapitalprosent for Grieg Seafood sammenlignet med bransje over periode på 5 år

Tidsvektet gjennomsnitt viser at Grieg Seafood ligger 3,5% over bransjegjennomsnittet og dermed tar andre plass etter Lerøy Seafood på andel av egenkapital i summen av totalkapitalen. Da har bedriften

sikrere finansiering enn bransjens gjennomsnitt som er ganske positivt tendens. Dette gir Grieg Seafood soliditetsfordel for bransjen.



Figur 6.6 Utvikling av egenkapitalandel for Grieg Seafood sammenlignet med bransje

Egenkapitalprosenten for bransjen har i perioden vært veldig stabil og holdt seg mellom 45 og 55 %. For Grieg Seafood ser vi såkalt Mean reversion tendens fram til 2009, deretter går egenkapitalprosent for bransjen ca 5% ned mens Grieg Seafood sin EK prosent går nesten 10% opp som sikrer bedriften på lang sikt og gjør sannsynligheten for å gå konkurs mindre. Fram til året 2009 ligger Grieg Seafood noe under bransjesnittet.

Finansieringsgrad

Finansieringsgrad viser hvor sikker anleggsmidlene i driften er finansiert.

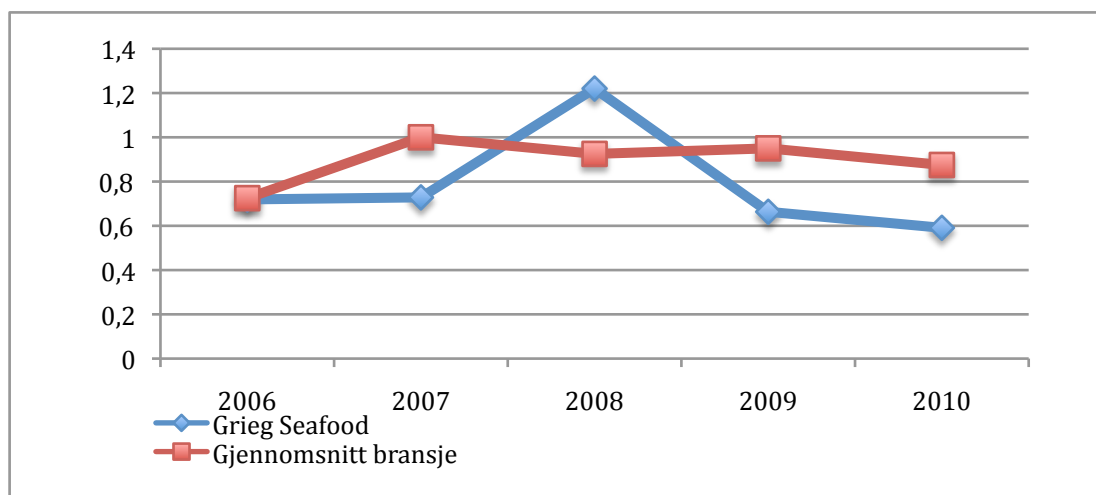
Finansieringsgrad gir et uttrykk for i hvilken grad anleggsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld:

Finansieringsgrad i % = $\text{Sum anleggsmidler} / (\text{Sum langsiktig gjeld} + \text{Sum egenkapital}) =$

$(\text{DAM} + \text{FAM}) / (\text{EK} + \text{LDG} + \text{LFG})$

Finansieringsgrad	2006	2007	2008	2009	2010	Tidsvekt
<i>Grieg Seafood ASA</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>1,2</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>
Lerøy Seafood Group	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9
SalMar	0,8	0,7	1,1	0,7	0,7	0,8
Norway Royal Salmon	0,6	1,0	0,9	1,0	0,8	0,9
Marine Harvest	0,6	1,4	0,8	1,2	1,2	1,1
<i>Gjennomsnitt bransje</i>	<i>0,7</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>

Tabell 6.5 Finansieringsgrad for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen over periode på 5 år



Figur 6.7 Utvikling av finansieringsgrad for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen

Vi ser at Grieg Seafood sin finansieringsgrad ligger under gjennomsnitt og har fallende tendens. I året 2008 koeffisienten var 0,3 over bransjegjennomsnitt og dette kan begrunnes store nedskrivningene på anleggsmidler i året 2008 som gå positiv resultat for finansieringsgrad.

Alle fiskebedriftene finansierer over 80% av sine anlegg ved bruk av kombinasjon på egenkapital og langsiktige finansieringsmidler som gjør de sikker i framtiden.

Jeg skal gjøre finansieringsanalyse for siste året for Grieg Seafood hvor skal jeg gi grundigere oversikt over finansieringsstrategi.

6.3.3 Statisk finansieringsanalyse i form av finansieringsmatrise

Finansieringsmatrise viser hvordan eiendelene i virksomhet er finansiert på et bestemt tidspunkt.

Grieg Seafood	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler
DAM	1779432	0	339034	0	0	0	2118466
FAM	0		34335	0	0	0	34335
DOM	0		150472	795003	305095	341012	1591582
FOM	0		0	0	0	137106	137106
Totalkapital	1779432	0	523841	795003	305095	478118	3881489

Tabell 6.6 Statisk finansieringsanalyse for Grieg Seafood ASA per 30.06.2011: absolutte tall

Grieg Seafood AS	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler
DAM	0,840	0,000	0,160	0,000	0,000	0,000	0,546
FAM	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,000	0,009
DOM	0,000	0,000	0,095	0,500	0,192	0,214	0,410
FOM	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	0,035
Totalkapital	0,458	0,000	0,135	0,205	0,079	0,123	1,000

Tabell 6.7 Statisk finansieringsanalyse for Grieg Seafood ASA per 30.06.2011: fordeling mellom eiendelene og kapital.

Analyse viser at den største andelen av kapitalen er finansiert med sikre midler som er egenkapital og langsiktige finansieringsmidler og kurven går relativt sent ned til bunnen. Dette er typisk for oppdrettsbransje hvor det er høyt kapitalandel i sysselsatte eiendeler som er vanligvis finansieres med de mest sikre midlene.

I denne finansieringsmatrisen er driftsrelaterte anleggsmidler finansiert 84% med egenkapital og 16% med langsiktig driftsrelatert gjeld. Alle finansielle anleggsmidler er finansierte med langsiktig driftsrelatert gjeld. Dette viser at de fiskeanleggene som bedriften eier finansiert ganske sikkert som gjør Grieg Seafood mindre risikabel.

Omløpsmidlene som brukes i drift finansiert med gjeld både langsiktig (60%) og kortsiktig (40%). Finansielle omløpsmidler finansiert kun med kortsiktig finansiell gjeld.

Finansieringsanalyse ved bruk av tallene fra slutten av andre kvartal 2011 viser at bedriften står ganske trygt på beina. Alle anleggsmidler som står i balansen finansiert med minst risikabel kapital som er egenkapital og langsiktig driftsrelatert gjeld. Mindre del av driftsrelaterte omløpsmidler og alle finansielle omløpsmidlene som bedriften har er finansiert med kortsiktig gjeld som i seg selv er risikabel. Med tanke på at omløpsmidlene er mest likvide aktiver i balansen og bedriftens total kapital finansiert kun 20% med kortsiktig gjeld som gjør driften til Grieg Seafood ganske sikker for eventuelle tap i framtiden. Så jeg mener at bedriften har relativt store og sikre driftsressurser som gjør at den kan være sikker hvis det kommer en lengte periode med tap.

6.4 Oppsummering av forholdstallanalyse og kredittvurdering ved bruk av syntetisk rating

Formålet til syntetisk rating er å summere opp risikoen, både kortsiktig likviditets og langsiktig soliditets, til en virksomhet gjennom å gi en samlet bokstavskarakter ved offentlig brukt skalaen fra AAA (for det beste resultat) til D (den verste) (Moody's og Standard & Poors'):

Rating-klasse		Fordeling av verksemder utanom C og D
AAA	«Investment grade»	0,019
AA		0,070
A		0,218
BBB		0,282
BB	«Speculative» («high yield and junk»)	0,210
B		0,183
CCC		0,017
CC		0,003
C	«In default»	
D		

Tabell 6.8 Rating klasser og fordeling av virksomheter (Knivsflå 2011)

Ved bruk av fire forholdstall som er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapital prosent og netto driftsrentabilitet og grenseverdiene for forskjellige ratinger, får jeg generell rating til Grieg Seafood. Oversikt over de forholdstallene og rating karakterer er framstilt i vedlegg 1.

Grieg Seafood får gjennomsnittlig rating BBB og vektet gjennomsnitt ligger på A nivå, som gjør at Grieg Seafood tilhører til bedriftene som man kan trygt investere I og som ikke er spekulativ.

Bransje har fått på både aritmetisk gjennomsnitt og vektet gjennomsnitt rating BBB som viser at de fiskebedriftene som har blitt valgt ut for analyse ligger ganske tett på ratingen til Grieg Seafood. Jeg har tatt i bransjeanalyse tallene for 2006-2010, så det er ikke tatt året 2011 i beregning. Dersom kan vi ikke se utvikling for den siste års perioden for bransjen (Grieg har gjort det ganske bra foreløpig baseres på de tallene som jeg har fått fra "trailing" regnskapet for 2011).

For 2010 har bedriften fått A karakter som er ganske bra I forhold til Oslo Børs medianen som var BB i 2010 (Knivsflå 2011). Dette tyder på at Grieg Seafood ASA er mindre risikabel enn typisk virksomhet som er notert på Oslo Børs.

Ved oppsummering for året 2010 ser vi at Grieg Seafood er mer likvid enn bransje hvis vi ser på likviditetsgrad 1 (Grieg Seafood har 2,95 mot bransjens 1,87). Likviditetsgrad 2 ligger langt under gjennomsnittet. Grieg Seafood kan dekke kun 20% av finansiell gjeld med mest likvide eiendeler.

Rentedekningsgrad er ganske høy, 11 mot bransjens 1,8. Grieg Seafood har ganske bra likviditet som gjør den mindre risikabel på kortsiktig sikt samtidig dette er et trygt selskap som ligger ganske godt over bransjeggjennomsnitt når det gjelder likviditet og dermed har moderat kortsiktig risiko.

Grieg Seafood har mer soliditet enn bransjen har (EK prosent ligger på 62% mot bransjens 49% i 2010). Finansieringen er mindre risikabel siden alle anleggsmidler er finansiert med mest sikre midler: egenkapital og langsiktig gjeld (det ser vi fra finansieringsmatrise for 2011T). Dette tyder på at Grieg Seafood kan tåle lengre perioder med eventuelle framtidige tap.

Så jeg mener at Grieg Seafood har gode forutsetninger for videre drift med relativt lav risiko og relativt høy lønnsomhet som knyttet hovedsakelig til god finansieringsstrategi. For eksempel i 2009 hadde selskapet vedtatt en ny finansieringsplan som inneholdte aksjeemisjon og kraftige nedbetalinger av gjeld.

7. Beregning av avkastningskravet

For å kunne beregne en verdi på selskapet må man sette et avkastningskrav. Avkastningskravet beskriver preferansene til hver enkel investor med hensyn til avkastning og risiko. Samlet danner de markedets avkastningskrav. Et avkastningskrav er definert som avkastningen en investor må ha for å kompensere for tidsverdien av penger og risikoen investeringen innebærer (Penman 2010).

Jo høyere risiko har selskapet, jo høyere vil avkastningskravet være. Jeg vil benytte kapitalverdimodellen (CAPM) for å sette avkastningskravet jeg skal bruke i verdsettelsen.

Ved å finne det vektete avkastningskravet (WACC) til de forskjellige kildene til kapital må jeg regne ut først de historiske avkastningskravene til egenkapitalen i Grieg Seafood. Videre finner jeg kravet til avkastning til netto finansiell gjeld og kravet til avkastning på minoritetsinteressen. Til slutt finner jeg vektete summen av kravet til EK, MI og NFG.

7.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen illustrerer forholdet mellom avkastning og risiko. Som nevnt ovenfor er en av forutsetningene at investorer ønsker høyere avkastning hvis de tar høyere systematisk risiko. Risiko kan være enten systematisk eller usystematisk. Den usystematiske risikoen (selskapsrisiko) er forbundet med risikoen for at verdien av det aktuelle investeringsobjektet man investerer i vil stige eller falle i forhold til verdien på markedet. Dette er risiko som kan diversifiseres bort ved å spre investeringene på flere investeringsobjekter eller finansieringsprodukter. Den systematiske risikoen (markedsrisiko) inkluderer sannsynligheten for at aksjemarkedet vil stige eller falle, og denne risikoen kan man ikke diversifisere bort. For en veldiversifisert investor er det kun systematisk risiko som er relevant, mens en udiversifisert investor vil ha større risikoen i form av den usystematiske risikoen forbundet med det aktuelle selskap han ønsker å investere i. For kreditor vil den selskaps-spesifikke risikoen alltid være relevant ettersom den gir uttrykk for kredittrisiko (Kinserdal 2009)

En annen viktig forutsetning er at usystematisk risiko kan diversifiseres bort, og investorer trenger ikke å ha den unødvendige risikoen. Risiko er definert som kovariansen til en aksje sin avkastning i forhold til markedets.

Formelen til kapitalverdimodellen er (CAPM):

$EK \text{ krav} = r_f + (E(r_m) - r_f) * \beta$, hvor

r_f er den risikofrie renten;

$(E(r_m) - r_f)$ er markeds risikopremien (utover r_f);

β er den systematiske risikoen, markedets beta = 1.

7.1.1 Risikofri rente beregning

Verdipapirer med null risiko vil ha en avkastning på linje med den risikofrie renten. For å beregne risikofrie renten er det normalt å benytte 3 måneders NIBOR (Norwegian Inter Bank Offered Rate) renten (Norges Bank 2011) med fradrag av en risikopremie på 15% og 28% skatt (Knivsflå 2011).

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011T	Gjennomsnitt
Kortsiktig Nibor rente	0,032	0,052	0,065	0,024	0,026	0,028	0,038
- Risikopremie, 15% Nibor	0,005	0,008	0,010	0,004	0,004	0,004	0,006
= Risikofrirente før skatt	0,027	0,044	0,055	0,020	0,022	0,024	0,032
- 28% skatt	0,008	0,012	0,015	0,006	0,006	0,007	0,009
= Risikofrirente	0,019	0,032	0,040	0,014	0,016	0,017	0,023

Tabell 7.1 Risikofrirente beregning

7.1.2 Egenkapitalbeta

Beta er et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til et selskap, sett i forhold til resten av markedet.

Jeg har estimert egenkapitalbeta for Grieg Seafood ASA på flere forskjellige måter.

Først, har jeg estimert den ved bruk av Damodaran spreadsheet og historiske kursdata (i forhold til OSEBX indeks) for 49 måneder (fra Juni 2007 til Juni 2011) – 49 observasjoner som kan finnes på Oslobørs sin webside. Deretter har jeg fått følgende resultat for Grieg Seafood ASA:

<i>RISK AND PERFORMANCE MEASURES</i>	
Intercept (Alpha) =	0,09 %
Slope (Beta)=	1,653342473
Rf(1- Beta) =	-0,13 %
Intercept-Rf(1-Beta)=	0,23 %

<i>VARIANCE STATISTICS</i>	
Variance of the stock=	0,073754928
Variance of the market =	0,014017836
Systematic variance=	0,038318334
Unsystematic variance=	0,035436594
R squared =	51,95 %

Tabell 7.2 Regresjon statistikk for Grieg Seafood

Regresjon og 49 månedlige observasjoner gir ujustert beta verdi på 1,65 som er relativt høy.

Beste beta estimat for Grieg Seafood før den estimeres basert på kursdata er aksjemarkedets beta som er lik 1.

Jeg har valgt å bruke Merrill Lynch metoden for justering der man vekter estimatene for bedriftens og aksjemarkedets beta ved hjelp av følgende vekter:

$$\beta = (2/3) * \beta + (1/3) * 1$$

Den justerte egenkapitalbetaen til Grieg Seafood blir da følgende:

$$(2/3) * 1,66 + (1/3) * 1 = 1,43$$

Beta over 1 betyr at aksjekursen svinger litt mer enn markedsindeksen på Oslo Børs og man kan konkludere med at Grieg Seafood har en relativt høy systematisk risiko.

Årlig beta estimat for Grieg Seafood i følge Dagens Næringsliv er 0,84 som er litt lavt i forhold til min beregning.

For å sammenligne beta verdi som jeg har fått for Grieg Seafood ASA med bransjens beta skal jeg bygge regresjonene for flere konkurrenter i fiskeribransjen til analysert bedrift som har vært børsnotert i en lengre periode enn Grieg Seafood: Cermaq, Lerøy Seafood, SalMar og Marine

Harvest. Jeg bruker 53 månedlige observasjoner for disse selskapene og disse observasjonene blitt hentet for samme periode som for Grieg Seafood. Etter bruk av Merrill Lynch metoden får vi følgende betaverdiene:

Cermaq	Lerøy Seafood	SalMar	Marine Harvest	Bransje gjennomsnitt
1,025	0,828	0,793	1,239	0,971

Tabell 7.3 Beta verdi estimat for fiskebransjen, etter justering

Vi ser fra øvrige tabellen at estimat for systematisk risiko for bransjen ligger på rund 1. Forklaringskraft på observasjonene varierer mellom 49 og 84 prosent som er ganske høyt (se vedlegg 2).

Siden det var stor variasjon mellom bransjegjennomsnitt, min beregning og det som vært estimert i Dagens Næringsliv, velger jeg å sjekke hvilken av de er mest fornuftig å bruke ved hjelp av Datastream program. Der får jeg beta verdi for Grieg Seafood på 1,017:

Bransjegjennomsnittet ligger på rund 1, dersom velger jeg å sjekke hvilken av de estimatene er mest fornuftig å bruke ved hjelp av Datastream program. Der får jeg beta verdi for Grieg Seafood på 1,02:

No. Shares in Issue	111662(000s)
Volume	566.7(000s)
Percentage of free float	34%
Volatility	15
Beta	1.017
Correlation	0.491

Source: Thomson Reuters Datastream

Bildet 7.1 Korrelasjon og betaverdi av Grieg Seafood i Datastream.

7.1.3 Estimert risikopremien 2006- 2011

Estimat for markedsrisikopremien finner vi som summen av vektet årlig risikopremie siden 1995 (kortsiktig årlig risikopremien) og årlig risikopremien for Oslo børs siden 1958 (på langsiktig sikt) (Knivsflå 2011)

Vi får gjennomsnittlig risikopremien over analyseperiode på 5,5%. Gjennomsnittlig for internasjonale bedrifter tar man utgangspunktet med 5% markedsrisikopremien, som er ganske nært Knivsflå sitt forslag.

Vekt	År	2006	2007	2008	2009	2010	2011T	Gjennomsnitt
1/3	Kortsiktig årlig risikopremie	0,064	0,053	0,028	0,039	0,043	0,041	0,045
2/3	Langsiktig årlig risikopremie	0,061	0,060	0,052	0,062	0,064	0,057	0,059
=	Risikopremie	0,062	0,058	0,044	0,054	0,057	0,052	0,055

Tabell 7.4 Markedsrisikopremieberegning

7.1.4 Illikviditetspremie estimering og beregning av kravet på egenkapital

Illikviditetspremie representerer en premie som investorer vil kreve for å ha usystematisk risiko i porteføljen sin. Hvilken premie man velger å bruke avhenger av hvor stor den bedriftsspesifikke risikoen er og mulig markedssvikt. Markedssvikten kan være lav omsetning av aksjen, noe som vil gjøre det vanskelig å kjøpe og selge aksjen når man ønsker det.

Illikviditetspremie ligger vanligvis på nivå mellom 0 og 5 % (Kinserdal 2009). Grieg Seafood er ikke så risikabel og har relativt god aksjeomsetning. Siden verdien for aksjen per 30.06.11 har minket kraftig og stor nedgang i oppdrettsmarkedet forventes med tiden forutsetter jeg at illikviditetspremie blir 3%.

For å regne ut hvor mye avkastning får bedriften på sin egenkapital bruker jeg CAPM:

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011T	Gjennomsnitt
Risikofrirente etter skatt	0,019	0,032	0,040	0,014	0,016	0,017	0,025
Markedsrisikopremie etter skatt	0,062	0,058	0,044	0,054	0,057	0,052	0,054
β EK	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02
Illikviditetspremie	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Egenkapitalkrav	0,113	0,121	0,114	0,100	0,104	0,100	0,111

Tabell 7.5 Beregning avkastning på egenkapital

Jeg har fått egenkapitalkrav på 11% og den skal jeg bruke videre i beregning av WACC (Weight

Average Cost of Capital).

7.2 Beregning av avkastningskravet til gjeld

Jeg skal bruke rating til Grieg Seafood ASA for å finne estimat for krav til finansiell gjeld.

7.2.1 Finansiell gjeldsbeta

For å finne finansiell gjeldsbeta må vi vite markedspremien og kreditrisikopremie.

Markedspremie har vi fått i pkt 7.1.3, den skal jeg bruke for å regne ut finansiell gjeldsbeta verdi.

I vårt tilfelle kreditrisikopremien blir "credit spread" som er egentlig avvik mellom rente på selskapslån og basisrente. Basisrente er lik risikofrirente. Jeg bruker syntetisk rating for Grieg Seafood som jeg har fått tidligere for å finne "credit spread" (Knivsflå 2011).

For å bruke riktige estimater må vi finne ut om selskapslån er kortsiktig eller langsiktig. Avdraget på langsiktig finansiell gjeld kan omklassifiseres til kortsiktig finansiell gjeld. Dermed estimerer vi gjennomsnittlig forfallstid på finansiell gjeld (GFT) gjennom finansiell gjeld (FG) og kortsiktig finansiell gjeld estimat (KFG):

$$GFT = FG / KFG$$

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011 T
Gjennomsnittlig forfallstid på finansiell gjeld	3	2	1	3	3	3

Tabell 7.6 Resultat, gjennomsnittlig forfallstid på gjeld

Jeg skal bruke langtidstillegg for gjennomsnittlig forfallstid som jeg har fått for årene 2006,2009-2011 siden det er mer enn to år og korttidstillegg for 2007-2008 siden det er mindre enn 2.

Långiver vanligvis krever en ekstrapremie som er kreditrisikopremie. Kreditrisikopremie avhenger av årlig sannsynlighet for konkurs (p) og tapsprosenten ved konkurs (t).

Da får jeg kreditrisikopremie etter skatt ut fra ratingen på selskapet og langsiktig/kortsiktig tillegg ved bruk av følgende tabellen:

Justering fra teori til praksis									
Rating	p	t	p · t	e	KORT CSP FØR SKATT	1 - 0,28	KORT CSP ETTER SKATT	LANG-TILLEGG	LANG CSP ETTER SKATT
AAA	0,0000	0,5510	0,000	0,003	0,003	0,72	0,002	0,005	0,007
AA	0,0002	0,5640	0,000	0,005	0,005	0,72	0,004	0,005	0,009
A	0,0008	0,5752	0,000	0,008	0,008	0,72	0,006	0,005	0,011
BBB	0,0026	0,5815	0,002	0,012	0,014	0,72	0,010	0,005	0,015
BB	0,0097	0,5200	0,005	0,032	0,037	0,72	0,027	0,005	0,032
B	0,0493	0,6302	0,031	0,024	0,056	0,72	0,040	0,005	0,045
CCC	0,1261	0,6453	0,081	0,029	0,110	0,72	0,079	0,005	0,084
CC	0,2796	0,6604	0,185	0,016	0,201	0,72	0,145	0,005	0,150
C	0,5099	0,6750	0,344	-0,052	0,292	0,72	0,210	0,005	0,215
D	0,8554	0,6900	0,590	-0,207	0,383	0,72	0,276	0,005	0,281

Normal krp, inkludert normal adm og ilp

15-42

Tabell 7.7 Normalisert kreditrisikopremie tabellen (Knivslå 2011)

Ved å bruke tabellen for beregning av normalisert kreditrisikopremien etter skatt får vi finansiell gjeldsbeta på følgende måte:

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011T	Gjennomsnitt
Rating Grieg Seafood	BBB	BBB	BB	BBB	A	AA	BBB
Kreditrisikopremie - csp	0,015	0,010	0,027	0,015	0,011	0,009	0,015
/ Markedspremien - mrp	0,062	0,058	0,046	0,056	0,059	0,053	0,056
= Finansiell gjeldsbeta	0,242	0,172	0,587	0,268	0,186	0,170	0,259

Tabell 7.8 Kalkulering av finansiell gjeldsbeta

Jeg har fått finansiell gjeldsbeta på 0,259.

7.2.2 Finansiell gjeldskrav etter skatt:

Finansiell gjeldskrav er et målestokk for rente.

Krav til finansiell gjeld = risikofrirente + risikopremie + ... = basisrente + margin over basis

For å estimere margin over basis bruker jeg ratingen for Grieg Seafood:

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	BBB	BBB	BB	BBB	A	AA	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,019	0,032	0,040	0,014	0,016	0,017	0,023
+ Finansiell gjeldsbeta	0,242	0,172	0,587	0,268	0,186	0,170	0,259
* Markedspremien etter skatt	0,062	0,058	0,044	0,054	0,057	0,052	0,055
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,034	0,042	0,065	0,029	0,026	0,026	0,037

Tabell 7.9 Normalisert avkastningskrav til finansiell gjeld i Grieg Seafood basert på syntetisk rating

Ut i fra tabellen har jeg fått finansielt gjeldskrav på 3,7% som er lavt og det er positivt for selskapets økonomi.

7.2.3 Fordringsbeta beregning

År		2006	2007	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
	Rating fordringer	BBB	BBB	BB	BBB	A	AA	BBB
	Lang kredittrisikopremie	0,015	0,010	0,027	0,015	0,011	0,009	0,015
-	Lang tillegget	0,005	0,000	0,000	0,005	0,005	0,005	0,003
=	Kort kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,027	0,010	0,006	0,004	0,011
/	Markedspremien	0,062	0,058	0,044	0,054	0,057	0,052	0,054
=	Fordringsbeta	0,161	0,173	0,614	0,184	0,105	0,077	0,219

Tabell 7.10 Beregning av fordringsbeta

7.2.4 Finansiell eiendelsbeta beregning og estimering av netto finansiell gjeldskrav etter skatt

Ved å vekte de ulike eiendelene i henhold til likviditet finner jeg kravet til avkastning på finansielle eiendeler.

i 1000 NOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011T	Gjennomsnitt
Kontanter	12692	24318	68146	139778	143727	113903	83761
Finansielle fordringer	3871	2897	10653	22273	3449	26324	11578
Investeringer	51429	11035	11757	14564	34013	31214	25669
Finansielle eiendeler	67992	38250	90556	176615	181189	171441	121007

Tabell 7.11 Fordeling av alle finansielle eiendeler ved bruk av likviditetsprinsippet

Kontanter er svært likvide og dermed bruker vi kontantbeta på 0. Fordringsbeta har jeg fått ved tidligere beregninger. Investeringsbeta er tatt på 1.

År		2006	2007	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
	Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
*	Kontantvekt	0,187	0,636	0,753	0,791	0,793	0,664	0,637
+	Fordringsbeta	0,242	0,172	0,587	0,268	0,186	0,170	0,271
*	Fordringsvekt	0,057	0,076	0,118	0,126	0,019	0,154	0,092
+	Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1,000
*	Investeringsvekt	0,756	0,288	0,130	0,082	0,188	0,182	0,271
=	Finansiell eiendelsbeta	0,770	0,302	0,199	0,116	0,191	0,208	0,298

Tabell 7.12 Beregning av finansiell eiendelsbeta ved bruk av vektet eiendelsbeta verdier.

Deretter regner vi netto finansiell gjeldsbeta. Finansiell gjeldsvekt regnes slik: $(KFG + LFG)/NFG$, hvor KFG – kortsiktig finansiell gjeld, LDG – langsiktig finansiell gjeld, NFG – netto finansiell gjeld.

Finansiell eiendelsvekt regnes følgende: $(FAM + FOM)/NFG$, hvor FAM – finansielle anleggsmidler, FOM – finansielle omløpsmidler.

Netto finansiell gjeldsbeta regnes som differansen mellom vektet finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta:

År		2006	2007	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
	Finansiell gjeldsbeta	0,242	0,172	0,587	0,268	0,186	0,170	0,271
*	Finansiell gjeldsvekt	1,086	1,024	1,053	1,119	1,139	1,124	1,091
-	Finansiell eiendelsbeta	0,770	0,302	0,199	0,116	0,191	0,208	0,298
*	Finansiell eiendelsvekt	0,104	0,034	0,061	0,131	0,176	0,156	0,110
=	Netto finansiell gjeldsbeta	0,187	0,168	0,611	0,288	0,179	0,159	0,265

Tabell 7.13 Netto finansiell gjeldsbeta beregning

Deretter regner jeg ut netto finansielt gjeldskrav.

Avkastningskravet til finansiell gjeld finner jeg ved bruk av kapitalverdimodellen:

År		2006	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
	Risikofri rente etter skatt	0,019	0,032	0,040	0,014	0,016	0,017	0,023
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0,187	0,168	0,611	0,288	0,179	0,159	0,265
*	Markedspremien	0,062	0,058	0,044	0,054	0,057	0,052	0,054
=	Netto finansielt gjeldskrav etter skatt	0,031	0,041	0,066	0,030	0,026	0,025	0,037

Tabell 7.14 Netto finansielt gjeldskrav etter skatt

Jeg har fått den netto finansielle gjeldskravet etter skatt på 3,7%

I rapportene til Grieg Seafood står at de betaler lånerente som tilsvarer det som markedet krever.

Sam. I Grieg Seafood sin årsrapport for 2007 (s. 68) står spesielle vilkårene eller “covenants”:

“Booked equity for the Group (on a consolidated basis) > 30 % of total assets and not to fall below MNOK 400”.

EK prosent for disse lånevilkårene skal være minst 30%, brutt på kravet vanligvis fører til emisjonsplikt. Dette betyr at den laveste ratingen på EK prosent som selskapet kan ha for å få lånet blir BB.

Ved bruk av formellen for marginen over NIBOR og visse forutsetninger får jeg følgende:

tilbud om margin over NIBOR = lang csp før skatt selskap BB – kort csp NIBOR + eventuell

superrente = 0,044 – 0,005 (kort csp for banker rating AA) + 0,004 (superrentabilitet som långiver

forventer å få) = 0,043

Rentetilbud per 20.10.2011 har vært: Lånerente = 0,032 (3 måneders NIBOR) + 0,043 = 0,075 (5,4% etter skatt)

Faktisk lånerente for Grieg Seafood med forfall 31.12.2010 var 8%. (Knivsflå 2011)

Så rente på 3,7% etter skatt som jeg har fått for Grieg Seafood er ganske lav i forhold til 5,4% som markedet vanligvis krever

7.3. Beregning av WACC

Ved å vekte kravet til egenkapitalen, det netto finansielle gjeldskravet og minoritetsinteressekrav kommer vi fram til netto driftskrav.

Gjennomsnittlig historisk netto driftskrav som jeg skal bruke som framtidige kravet for Grieg Seafood sine eiendeler er 7,5%:

År		2006	2007	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
	Egenkapitalkrav	0,113	0,121	0,114	0,100	0,104	0,100	0,111
*	EK/NDK	0,430	0,525	0,389	0,485	0,619	0,618	0,511
+	Minoritetsinteressekrav	0,143	0,151	0,144	0,130	0,134	0,130	0,141
*	MI/NDK	0,011	0	0	0	0	0	0,00
+	Netto finansiell gjeldskrav	0,031	0,041	0,066	0,030	0,026	0,025	0,038
*	NFG/NDK	0,559	0,475	0,611	0,515	0,381	0,382	0,487
=	Netto driftskrav	0,067	0,083	0,085	0,064	0,074	0,071	0,075

Tabell 7.15 Beregning av WACC

Samtidig vil jeg se på kravet til sysselsatt kapital og den får jeg i tabellen:

År		2006	2007	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
	Krav til egenkapitalen	0,113	0,121	0,114	0,100	0,104	0,100	0,111
*	EK/SSK	0,406	0,517	0,375	0,455	0,580	0,583	0,486
+	Krav til minoriteten	0,143	0,151	0,144	0,130	0,134	0,130	0,141
*	MI/SSK	0,010	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,002
+	Krav til finansiell gjeld	0,034	0,042	0,065	0,029	0,026	0,026	0,037
*	FG/SSK	0,554	0,479	0,629	0,527	0,379	0,422	0,498
=	Krav til sysselsatt kapital	0,066	0,082	0,084	0,061	0,070	0,069	0,072

Tabell 7.16 Beregning av krav til sysselsett kapital

Gjennomsnittlig avkastning på kapital som brukes hovedsakelig i drift (sysselsatt kapital) blir litt lavere enn netto driftskrav, dvs 7,2%

8. Rentabilitetsanalyse

8.1 Valg av metode: strategisk rentabilitetsanalyse

Jeg har valgt å vurdere evnen til Grieg Seafood å skape profitt gjennom dekomponering av egenkapitalrentabilitet og sammenligning med avkastningskravet som jeg har fått fra forrige kapitlet og med bransjen.

Formålet med oppgaven er å finne beste estimat på egenkapitalverdi i konsernet. Derfor bør vi se på egenkapitalrentabiliteten og vurdere om bedriften er lønnsom i forhold til konkurrentene og hvilken avkastning har Grieg Seafood på investert kapital. Gjennom dekomponering av rentabiliteten kan vi få innsikt i kildene til lønnsomheten og sammenligne dem med bransje.

Det finnes to måter å gjennomføre rentabilitetsanalyse:

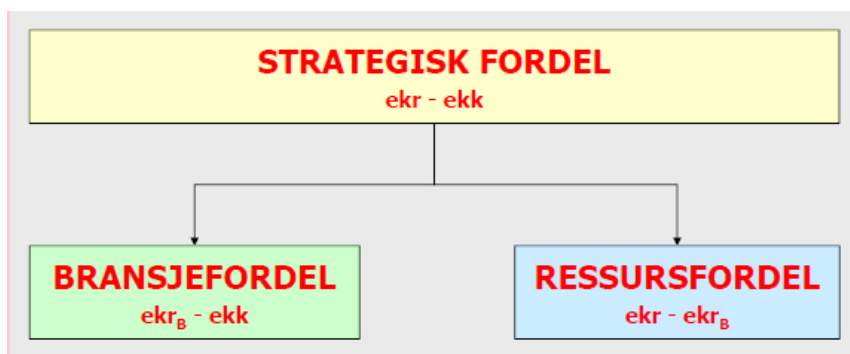
1) ”tradisjonell” rentabilitetsanalyse

Tradisjonell rentabilitetsanalyse handler om analyse og dekomponering av egenkapitalrentabiliteten hvor hovedfokuset er på det statiske nivået av faktorene uten sammenligning over tid.

2) strategisk rentabilitetsanalyse

Strategisk rentabilitetsanalyse har fokuset på avvik fra målestokk og går på dekomponering og analyse av differanse mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav.

Den strategiske rentabilitetsanalyse fordeles på analyse av bransje- og ressursfordel på følgende måte (ved forutsetning at $ek_{k_b} = ekk$):



Figur 8.1 Dekomponering av superrentabilitet (*Knivsflå 2011*)

Jeg har valgt å fullføre den strategiske rentabilitetsanalyse og se på avvik fra ”målestokk” - endring i egenkapitalrentabilitet i lyse av drift og finansieringsanalyse, samt dekomponering av både bransje og ressursfordel.

Jeg har valgt å begynne fra estimeringen av kildene som er byggklossene til bransjefordel eller ressursfordel. Deretter oppsummerer jeg de tallene som jeg har fått i tabellen med beregning av superrentabilitet både for Grieg Seafood og bransje. Jeg skal begynne analyse fra dekomponering av bransjefordel.

8.2 Dekomponering av bransjefordel

Egenkapitalrentabilitet kan vi finne ved bruk av formellen:

$Ekr = ndr + (ndr - nfg) * nfgg$, hvor

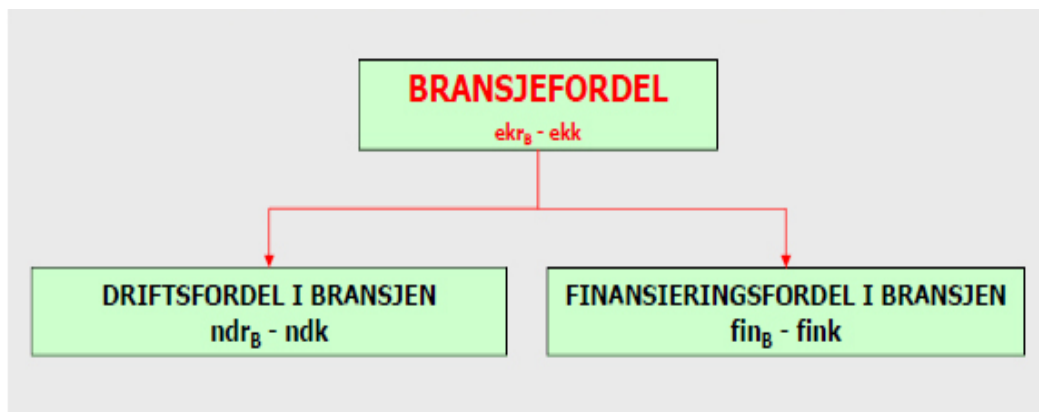
Ekr – egenkapitalrentabilitet;

Ndr – netto driftsrentabilitet;

Nfg – netto finansiell gjeldsrentabilitet;

Nfgg – netto finansiell gjeldsgrad.

Våres formål er å se hvor høyt rentabiliteten er i forholdt til kravet. Ved bruk av denne formellen og følgende dekomponeringsteknikk (framstilt i bildet og tabellen nedenfor) får vi bransjefordel.



Figur 8.2 Dekomponeringen av bransjefordel (Knivsflå 2011)

Dekomponering	Formel	2007	2008	2009	2010	Tidsvekt
Driftsfordel i bransjen	$ndr_B - ndk$	-0,03	-0,06	0,03	0,07	0,033
Finansieringsfordel i bransjen	$fin_B - fink$	0,10	-0,38	0,05	0,12	0,015
Bransjefordel	$ekr_B - ekk$	0,07	-0,44	0,08	0,19	0,048

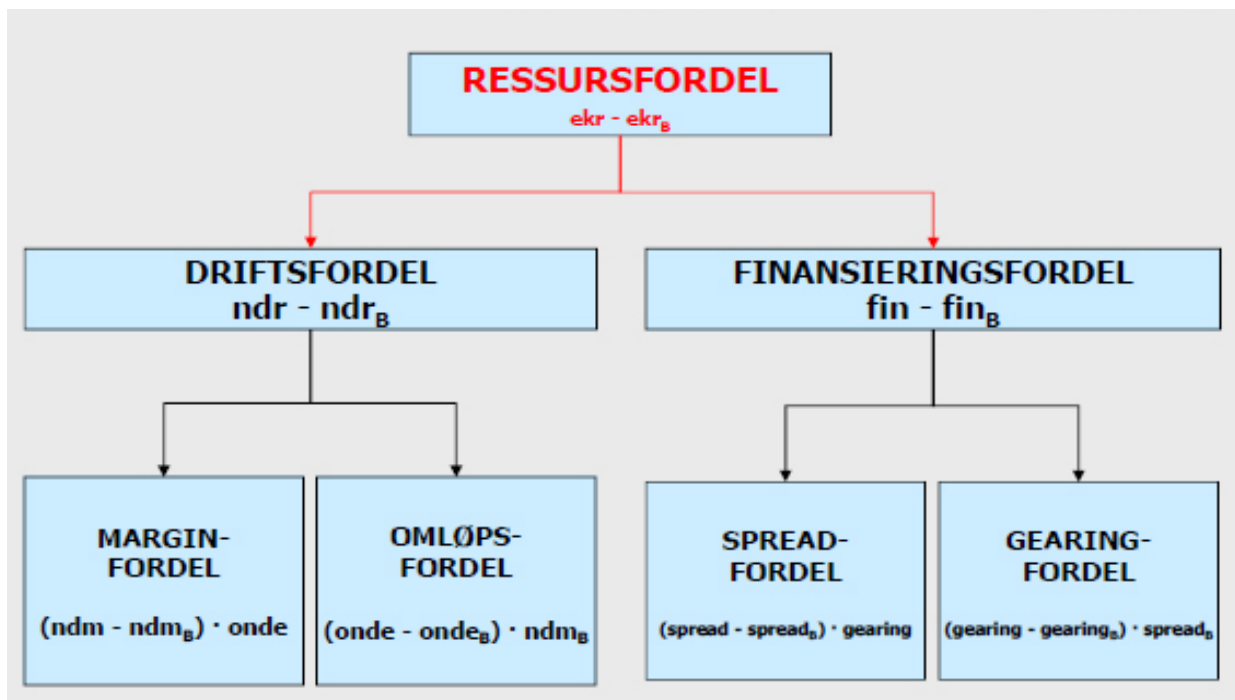
Tabell 8.1 Dekomponering av bransjefordel for fiskebransjen

Dekomponeringen av bransjefordelen viser at rentabiliteten i fiskebransjen har syklisk utvikling: den falt fra 7% i året 2007 til -44% i neste år og kom opp igjen året etter. I året 2010 får bransjen fordel på 19% som er ganske bra. Disse svingingene i bransjens rentabilitet forklares hovedsakelig med bransjens finansiell ulempe i 2008 som kan begrunnes en dårlig økonomisk situasjon. Markedet krevde mer enn bransje kunne tjene. I året 2010 har fiskeoppdrettsbransjen driftsfordel på 7% og finansieringsfordel på 12%. Gjennomsnittlig har fiskeoppdrettsbransjen fordel som ligger på rundt 4,8% i forhold til kravet, bransje har både drifts og finansieringsfordel (3,3% mot 1,5%).

Oppdrettslaks er en homogen råvare dersom rentabiliteten skal hovedsakelig ikke overstige kravet så mye (Knivsflå 2011).

8.3 Ressursfordel, dekomponering

Ressursfordel handler om analyse av faktorer og disponible ressurser som bedriften har i forhold til bransje og den kan fordeles i driftsfordel og finansieringsfordel på følgende måte:



Figur 8.3 Dekomponering av ressursfordel (Knivsflå 2011)

8.3.1 Driftsfordel og dekomponering

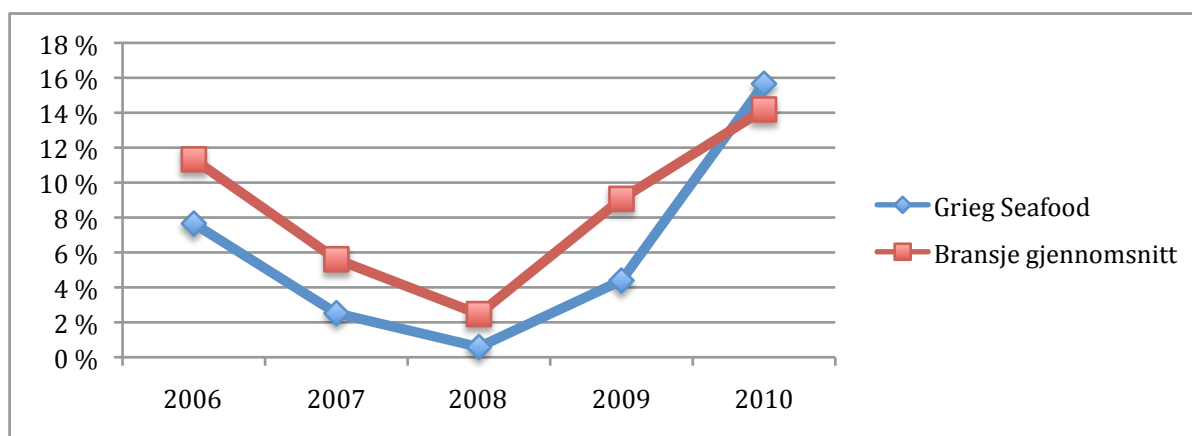
For å finne ut om Grieg Seafood har fordel eller ulempe sammenlignet med bransjen skal jeg se på dekomponering og utvikling av nettodriftsrentabilitet.

Netto driftsrentabilitet viser hvor mye netto driftskapitalen kaster av seg. Den ser på netto driftsresultat i forhold til netto driftskapital.

For å gjennomføre en strategisk analyse bør vi se på utvikling av nettodriftsrentabilitet i forhold til bransje:

Netto driftsrentabilitet	2006	2007	2008	2009	2010	Tidsvektet
<i>Grieg Seafood</i>	0,08	0,03	0,01	0,04	0,16	0,09
Lerøy Seafood Group	0,11	0,07	0,03	0,10	0,20	0,14
SalMar	0,02	0,11	0,08	0,14	0,16	0,14
Norway Royal Salmon	0,24	0,03	0,04	0,08	0,10	0,08
Marine Harvest	0,09	0,00	-0,05	0,04	0,10	0,06
Gjennomsnitt bransje	0,11	0,06	0,02	0,09	0,14	0,11

Tabell 8.2 Utvikling av netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransje



Figur 8.4 Utvikling av netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood ASA og bransje

Grieg Seafood sammen med hele fiskebransjen hatt en negativ utvikling i netto driftsrentabiliteten fra 2006 til 2008, den har vært nesten lik null i året 2008. Fra 2009 har denne utviklingen imidlertid snudd seg og gått opp. I 2010 hadde Grieg Seafood gått 2% over bransjegjennomsnittlig nivå på netto driftsrentabiliteten. Dette er en veldig positiv utvikling av netto driftsrentabilitet for konsern.

Nedgangsbølge i 2008 grunnet store nedskrivninger i biomasseverdiene, redusert verdi av fiskebestanden til Grieg Seafood, sykdomsutbrudd var hovedgrunnene til så store tap. I tillegg hadde Grieg Seafood nedskrevet anleggsmidler for 200 millioner NOK. Nedgang i rentabiliteten i bransjen kan forklares med finanskrisen i hele fiskebransjen på dette tidspunktet og lakseprisen falt kraftig i

året 2008.

Tidsvektet gjennomsnitt viser at rentabiliteten til Grieg Seafood ligger 2% lavere enn i bransjen. Videre har jeg vist en dekomponeringsmetode som heter Du point – modellen (Knivsflå, 2011) som gjør at vi kan gå dypere i nettodriftsrentabiliteten og se hva har vært egentlige grunnen til denne utviklingen.

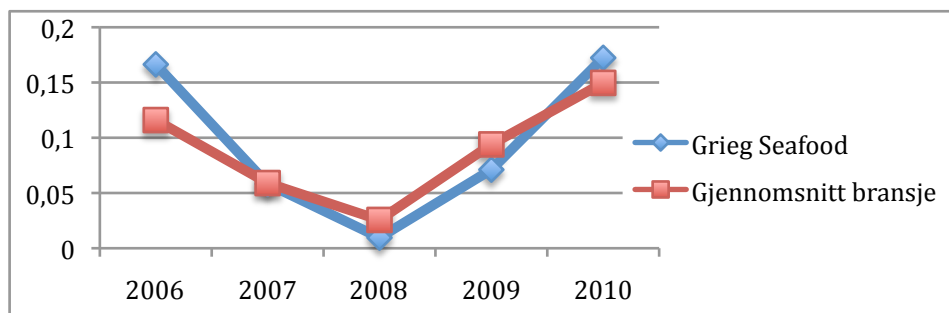
Ved bruk av denne modellen splitter vi opp netto driftsrentabilitet i to faktorer: netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler slik:

$$\text{Ndr} = \text{NDR} / \text{NDE} = (\text{NDR}/\text{DI}) * (\text{DI}/\text{NDE}) = \text{ndm} * \text{onde}$$

Netto driftsmargin (ndm) måler evne til å skape nettodriftsresultat per krone i driftsinntekt og med andre ord er et mål på lønnsomhet.

Netto driftsmargin	2006	2007	2008	2009	2010	Tidsvektet
<i>Grieg Seafood</i>	<i>0,17</i>	<i>0,06</i>	<i>0,01</i>	<i>0,07</i>	<i>0,17</i>	<i>0,11</i>
Lerøy Seafood Group	0,10	0,04	0,04	0,10	0,15	0,11
SalMar	0,25	0,18	0,13	0,18	0,24	0,20
Norway Royal Salmon	0,01	0,01	0,02	0,04	0,05	0,04
Marine Harvest	0,11	0,01	-0,08	0,07	0,16	0,09
<i>Gjennomsnitt bransje</i>	<i>0,12</i>	<i>0,06</i>	<i>0,03</i>	<i>0,09</i>	<i>0,15</i>	<i>0,11</i>

Tabell 8.3 Utvikling i netto driftsmargin for Grieg Seafood og bransje



Figur 8.5 Utvikling av netto driftsmargin for Grieg Seafood i forhold til bransje

Netto driftsmargin for Grieg Seafood ligger ganske tett til bransjegjennomsnittet. Før året 2007 og etter 2009 har Grieg hatt driftsfordel sammenlignet med bransje. Det betyr at selskapet hadde vært mer kostnadseffektiv og hadde mer driftsresultat per krone investert i drift enn bransje. Denne utviklingen kan tyde på at selskapet kan fortsatt ha et konkurransefortrinn innen kostnadsstruktur nå etter 2009. Etter året 2008 har Grieg Seafood positiv utvikling som er ganske bra tegn. I 2010 ligger

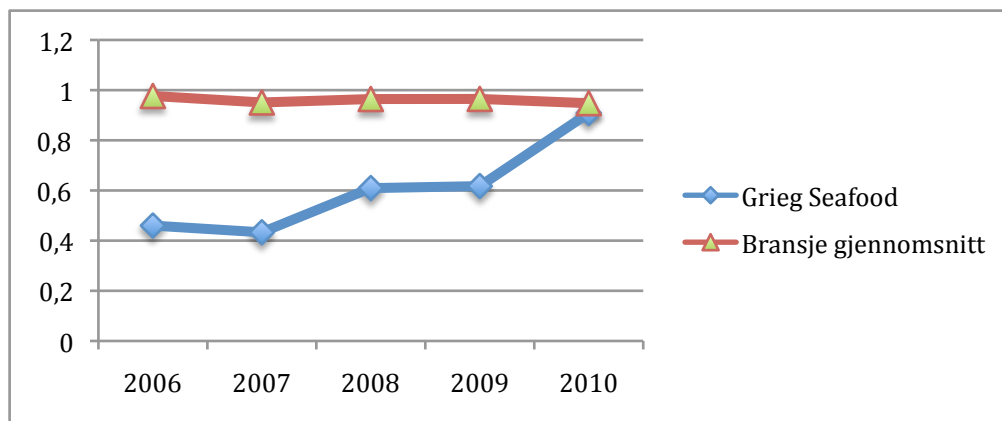
nettodriftsmargin 2% over gjennomsnittet.

Omløpet til netto driftseiendeler (onde) måler evne til å skape driftsinntekt per en krone investert i drift og er en form av effektivitetsmål.

onde	2006	2007	2008	2009	2010	Tidsvekt
<i>Grieg Seafood</i>	<i>0,46</i>	<i>0,43</i>	<i>0,61</i>	<i>0,62</i>	<i>0,91</i>	<i>0,76</i>
Lerøy Seafood Group	1,12	1,64	0,82	1,05	1,38	1,17
SalMar	0,08	0,65	0,60	0,80	0,67	0,70
Norway Royal Salmon	21,42	3,65	2,14	2,10	1,89	2,00
Marine Harvest	0,83	0,55	0,57	0,66	0,65	0,64
<i>Gjennomsnitt bransje</i>	<i>0,98</i>	<i>0,95</i>	<i>0,96</i>	<i>0,96</i>	<i>0,95</i>	<i>0,98</i>

Tabell 8.4 Utvikling av omløpet til Grieg Seafood og bransje

I utvikling av omløpet ser vi at Grieg har ulempe ifht bransje og det er ganske stor forskjell. Etter at Grieg Seafood gjorde noen gode oppkjøp, forandret kapitalstrukturen, mao bedrifts effektivitet økte betydelig, begynte trenden å gå opp mot bransjegjennomsnitt.



Figur 8.6 Omløpet til netto driftseiendeler for Grieg Seafood i forhold til bransjen

Grieg Seafood har lavere omløpshastighet på driftseiendeler enn bransjegjennomsnittet og selskapet gjør det litt bedre enn SalMar og Marine Harvest. Lerøy og Norway Royal Salmon bruker sin kapital ganske effektivt i forhold til bransjegjennomsnitt som gjør at de leder i effektivitet av kapitalbruk. Utviklingen er likevel positiv for Grieg Seafood og onde bedrer seg fra år til år gjennom perioden, mens bransjen ligger ganske stabilt. Dette skyldes at Grieg Seafood skriver ned verdien på

investeringene hvert år og har hovedfokus i de siste årene på forbedringen av eksisterende teknologier som forbedrer effektiviseringsprosessen.

Hovedgrunnen til den positive utviklingen av netto driftsrentabilitet er trinnvis effektivisering av Grieg Seafood. Den positive utviklingen i omløpet er bedriftens driftsfordel i forhold til bransje. Nedgang i marginen i 2008 skapte den totale negative utviklingen for driftsrentabilitet for hele oppdrettsmarkedet. Dette skyldes på inntektsnedgang i fiskebransjen ved samme kostnadsbelastninger. Samtidig Grieg Seafood brukte sin kapital ikke så effektivt som andre bedriftene gjorde (det ser vi fra sammenligning av omløpet i årene 2006-2008). Analyse av netto driftskapital viser at bedriften ligger på samme lønnsomhetsnivå som bransjen og har noen fordeler der etter året 2010 (marginen).

Alt dekomponeringen og utvikling gjennom tiden som har blitt beskrevet før kan oppsummeres i følgende tabellen:

	Vekt	Symbol	2006	2007	2008	2009	2010	Tidsvekt
	Margin	$ndm-ndm_B$	0,05	0,00	-0,02	-0,02	0,02	0,05
*	Omløpet til netto driftseiendeler	$onde$	0,46	0,43	0,61	0,62	0,91	0,46
=	Marginfordel		0,02	0,00	-0,01	-0,01	0,02	0,02
+	Omløp	$onde-onde_B$	-0,52	-0,52	-0,36	-0,35	-0,04	-0,52
*	Netto driftsmargin	ndm_B	0,12	0,06	0,03	0,09	0,15	0,12
=	Omløpsfordel		-0,06	-0,03	-0,01	-0,03	-0,01	-0,06
=	Driftsfordel/ulempe	$ndr-ndr_B$	-0,04	-0,03	-0,02	-0,05	0,01	-0,04

Tabell 8.5 Dekomponering av driftsfordel/ulempe for Grieg Seafood sammenlignet med bransje

Grieg Seafood har driftsulempe på 4% i forhold til de andre fiskeoppdrettsselskap. Selskapet følger etter bransjen i utvikling av marginen og gjennomsnittlig lønnsomhets fordel ligger på 2%. Grieg Seafood har 6% omløpsulempe og taper litt på effektiv bruk av sin kapital i forhold til bransjegjennomsnitt.

8.3.2 Finansieringsfordel, dekomponering

Finansieringsfordel viser hvor stor forskjell mellom bedriftens finansieringsmuligheter i forhold til bransjegjennomsnittet og kan dekomponeres i spread fordel ($ndr - nfgr$) og gearing fordel ($nfgg$): $(ndr - nfgr) * nfgg$, hvor ndr – netto driftsrentabilitet, $nfgr$ – netto finansiell gjeldsrente, $nfgg$ – nettofinansiell gjeldsgrad.

Netto finansiell gjeldsrente har jeg funnet ved bruk av følgende formellen og resultat er fremstilt i tabellen nedenfor.

$Nfgr = (NFK - NFI) / NFG_{n-1}$, hvor

NFK – netto finanskostnad

NFI – netto finansinntekt

NFG_{n-1} – inngående netto finansiell gjeld

nfgr	2007	2008	2009	2010	Tidsvekt
<i>Grieg Seafood</i>	<i>0,066</i>	<i>0,068</i>	<i>0,040</i>	<i>0,026</i>	<i>0,038</i>
Lerøy Seafood Group	-0,001	1,251	0,002	-0,049	<i>0,185</i>
SalMar	-0,572	0,038	-0,033	-0,080	<i>-0,045</i>
Norway Royal Salmon	0,091	0,083	-0,003	-0,048	<i>-0,011</i>
Marine Harvest	0,013	0,100	-0,042	-0,004	<i>0,001</i>
<i>Gjennomsnitt bransje</i>	<i>-0,117</i>	<i>0,368</i>	<i>-0,019</i>	<i>-0,045</i>	<i>0,032</i>

Tabell 8.6 Netto finansiell gjeldsrente for Grieg Seafood og bransje

Selskapet har gjennomsnittlig samme netto finansiell rente som bransjen har. Renten har avtakende tendens for bedriften som er ganske bra.

Ved å analysere netto finansiell gearing får vi innblikk i lønnsomheten ved å bruke netto finansiell gjeld som finansieringskilde:

nfgg	2006	2007	2008	2009	2010	Tidsvektet
<i>Grieg Seafood</i>	<i>1,152</i>	<i>0,889</i>	<i>1,598</i>	<i>0,984</i>	<i>0,519</i>	<i>0,854</i>
Lerøy Seafood Group	0,198	0,006	0,383	0,249	0,098	0,196
SalMar	0,860	0,953	1,163	0,746	1,182	1,033
Norway Royal Salmon	-0,564	1,082	1,059	1,142	0,995	1,055
Marine Harvest	0,496	1,029	1,453	0,930	0,887	0,995
<i>Gjennomsnitt bransje</i>	<i>0,247</i>	<i>0,768</i>	<i>1,015</i>	<i>0,767</i>	<i>0,790</i>	<i>0,820</i>

Tabell 8.7 Netto finansiell gjeldsgrad til Grieg Seafood og bransje

Grieg Seafood har tidsvektet netto finansiell grad på 0,854, mens bransjen har tidssnitt på 0,820.

Gearingfordelen er positiv: $0,854 - 0,820 = 0,034$.

Tidsvektet gjennomsnitt viser at Grieg Seafood har finansieringsulempe på 2,5% i forhold til bransje:

	<i>Analyse av finansiering</i>	<i>Formel</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>Tidsvekt</i>
	Gearing _B	$nfgg - nfgg_B$	0,121	0,583	0,217	-0,271	0,034
*	Spread	$ndr_B - nfgr_B$	0,173	-0,343	0,110	0,187	0,073
=	Gearingfordel/ulempe		0,021	-0,200	0,024	-0,051	-0,051
+	Spread _B	$(ndr - nfgr) - (ndr_B - nfgr_B)$	-0,214	0,281	-0,106	-0,057	-0,017
*	Gearing	$nfgg$	0,889	1,598	0,984	0,519	0,854
=	Spreadfordel		-0,190	0,450	-0,104	-0,029	0,026
=	Finansieringsfordel	$fin - fin_B$	-0,169	0,249	-0,080	-0,080	-0,025

Tabell 8.8 Dekomponering av finansieringsfordel for Grieg Seafood og bransje.

Bedriften har gearingsulempe på 5,1% og litt mindre spread fordel for bransje på 2,6%.

Økning i netto finansiell gearing fører til økning av finansiell risiko og dermed til økning i egenkapitalkrav. For Grieg Seafood er det ikke så aktuelt siden deres nfgg hadde fallende trend.

	<i>Symbol</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>Tidsvekt</i>
Driftsfordel	$ndr - ndr_B$	-0,03	-0,02	-0,05	0,01	-0,011
Finansieringsfordel	$fin - fin_B$	-0,17	0,25	-0,08	-0,08	-0,025
Ressursfordel	$ekr - ekr_B$	-0,20	0,23	-0,13	-0,07	-0,037

Tabell 8.9 Fordeling av ressursfordel til drift og finans, Grieg Seafood sammenlignet med bransjen

Ressursulempe til Grieg Seafood ligger gjennomsnittlig på 3,7% hvor 2,5% er finansieringsulempe mot 1,1% driftsulempe. Det er en syklisk trend i utviklingen av ressursfordel/ulempe.

Ressursulempen er stor for bedriften i året 2007, deretter kommer økning til 23% og etter igjen fall til -13% i 2009 og liten oppgang til -7% i 2010. Hovedsakelig har Grieg Seafood mest finansieringsulempe sammenlignet med bransjen. Driftsulempen er ganske liten, og situasjonen i ferd med å snu i framtiden.

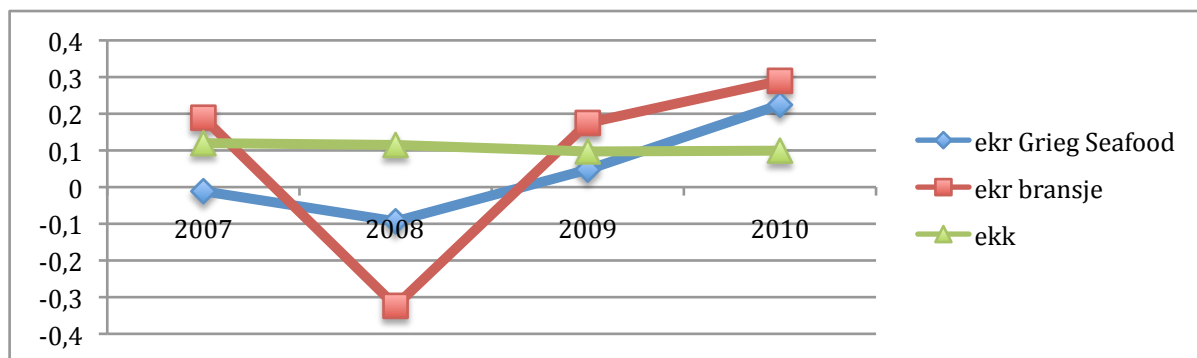
8.4 Oppsummering: analyse av superrentabilitet

Superrentabilitet regnes ut som differanse mellom egenkapital rentabilitet (ekr) og kravet (ekk). Dette har jeg regnet ut både for Grieg Seafood og bransje:

Superrentabilitet beregning	2007	2008	2009	2010
Egenkapitalrentabilitet	-0,011	-0,093	0,048	0,224
Egenkapitalkrav	0,120	0,115	0,097	0,099
Superrentabilitet for Grieg Seafood (ekr - ekk)	-0,131	-0,208	-0,049	0,125
Superrentabilitet for bransje ($ekr_B - ekk$)	0,069	-0,439	0,078	0,190
Superrentabilitet i forhold til bransje ($ekr - ekr_B$)	-0,200	0,231	-0,127	-0,065

Tabell 8.10 Sammenligning av superrentabilitet for Grieg Seafood og bransje

Det viser seg at Grieg Seafood gjør det ikke så bra som bransje gjør når vi ser på rentabiliteten. Egenkapitalrentabilitet i forhold til avkastningskravet for bedriften har syklisk utvikling og trenden er i ferd med å snu positivt. I 2010 genererer bedriften 12,5% høyere egenkapitalrentabilitet i forhold til kravet. Dette kan forklares med ganske solide inntjeninger og som konsekvens kraftig økning i nettoresultat til EK. Der har bransje fordel i de siste årene og ganske positiv utvikling. Likevel ligger Grieg Seafood sin superrentabilitet på 6,5% i 2010 under bransje:



Figur 8.7 Utvikling av rentabilitet til Grieg Seafood og bransje, sammenligning med egenkapitalkrav

Figuren viser den sykliske trenden for egenkapitalrentabilitet, mens avkastningskravet holder seg ganske stabilt i perioden. Hele bransjen hadde problemer med rentabiliteten fra året 2007 til 2009 grunnet hovedsakelig finansieringssvikter. Der hadde Greig Seafood en finansieringsfordel for bransje i den vanskelige kriseperioden. Dette kan forklares at i januar 2008 hadde Grieg Seafood inngått finansieringsavtale for refinansiering av eksisterende gjeld og sikker finansiering av økonomisk vekst plan. I tillegg er det viktig å nevne at årene 2007-2008 i observasjonsperioden har vært preget av finanskrisen i verdensøkonomien som påvirket på de negative svingingene i de fleste markedene.

Egenkapital rentabilitet har positiv utvikling siden året 2008 både for bransje og Grieg Seafood. EK rentabilitet ligger over kravet siden 2009. Egenkapital rentabilitet til Grieg Seafood ligger under gjennomsnittlig nivå for bransjen i de siste årene dvs. at selskapet har strategisk ulempe i fht. bransjen. Dekomponeringen viser at hovedgrunnen til at bedriften ligger under bransjegjennomsnitt på rentabiliteten er finansieringsulempen særlig i de siste to årene og driftsulempe i form av dårlig effektivisering. Bedriften klarer ikke å bruke fullt kapasiteten sin.

Generelt i bransjen ligger omløpet på under 1, dvs. at oppdrettsbransje er svært kapitalbelastet hvor det trenges an del investeringer før man begynner å få inntjeninger.

9. Fremtidsregnskap

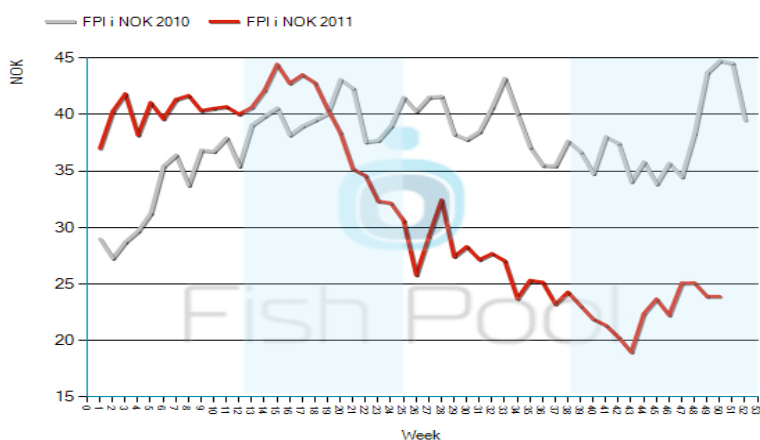
Er basert på den strategiske regnskapsanalyse, samt de historiske budsjett drivere som jeg har valgt, jeg bygger prognose for budsjett horisonten på 8 år: 2012E-2019E. Jeg tar utgangspunktet i de normaliserte og justerte regnskapstallene som jeg har fått og vekst i de tallene.

9.1 Estimering av framtidige driftsinntekter

Driftsinntekter for Grieg Seafood avhengig av to komponenter: produksjons- og distribusjonsvolumet av laks og spotpris. Dersom velger jeg å bygge prognose for årene 2012 - 2019 basert på historiske tallene og trendene i laksemarkedet i de siste årene, blir det vanskelig å si noe konkret og selve fiskeanalytikere vil ikke uttale seg angående utvikling i laksemarkedet siden det var så stor fall i prisene siden april-mai 2011.

Når vi ser på utvikling i verdensøkonomien i kortsiktig perspektiv opplever vi nå en volatil og relativt dårlig periode for både europeisk og verdensøkonomien (konkurs i Hellas, en rekke økonomiske kriser i PIGS landene). Samtidig med denne nedgangen kan være et stort potensiale for langsiktig økonomisk vekst i EU i tiden framover (økonomisk syklus teorien). Dermed skal jeg prøve å være realistisk i mine prognoser i utvikling av prisene og volumet.

Prisene for produsert laks blir delt for vanlig spotpris og pris for differensiert produksjon. Den siste prisen er 20 % høyere en gjennomsnittlig spotpris utifra rapportene til Grieg Seafood. Spotprisene for laks hentet jeg fra en offentlig og regulert markeds plass for kjøp og salg av finansielle laksekontrakter Fish Pool ASA:



Figur 9.1 Utvikling av spotprisene på fersk laks i det siste året sammenlignet med 2010 (*Fish Pool Index Weekly spot prices, Fresh Salmon SUP3-6 kg FCA Oslo, desember 2011*

<<http://www.fishpool.eu>>)

Der fant jeg informasjon om de årlige spotprisene for årene 2006-2011 og prisene er basert på forwardkontraktene for å bygge prognosen for de framtidige 8 år.

Produksjonsvolum for årene 2007-2010 har økende tendens. I rapporten for 2. kvartal 2011 står det at konsernet forventer total produksjon for 2011 63.500 tonn og jeg mener at dette er en litt for positiv prognose. Grieg Seafood hadde 17 % nedgang i produksjonen i første kvartal 2011 sammenlignet med første kvartal i året 2010. For det første halvåret 2011 produserte Grieg Seafood kun 26 161 tonn.

Jeg har justert produksjonsprognosen til 60 000 tonn og anslått 5 prosent produksjons vekst årlig. Alle disse forutsetningene har jeg tatt i tabellen nedenfor ved estimering av pris og volume på produsert fisk for Grieg Seafood.

Estimater for laks	2006	2007	2008	2009	2010	2011T
Spotpris fra Fishpool	32,32	25,76	26,35	30,87	37,49	32
Pris differensiert produksjon	38,784	30,912	31,62	37,044	44,988	38,4
Harvest volume, spot		34425	43945	41395	54570	51000
Differensiert produksjon		6075	7755	7305	9630	9000
Total produksjon		40500	51700	48700	64200	60000
Driftsinntekt		1074578,4	1403163,8	1548470,1	2479063,7	1977600,0
Avvik estimat fra den egentlige		5 %	-5 %	-4 %	1 %	-10 %

Tabell 9.1 Estimater på driftsinntekt i året 2006-2011T i 1000 NOK

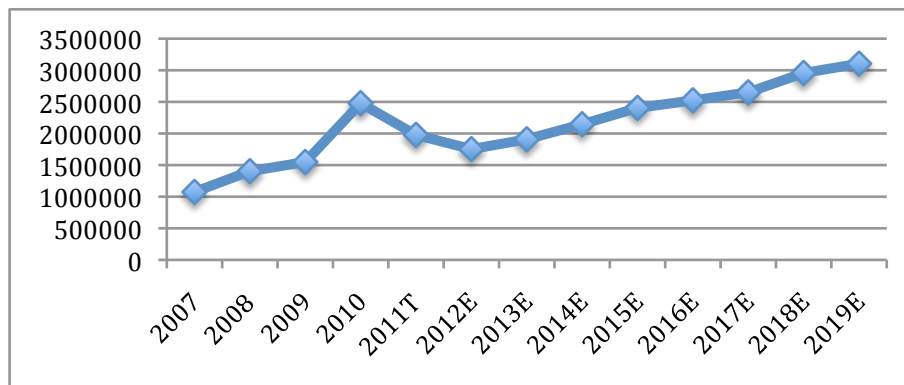
Vi ser at avvik fra det rapporterte estimat på driftsinntekten ligger på rundt 5 % som viser at forutsetninger ble tatt ganske presist, dersom jeg skal bruke denne metoden for å bygge framtidig driftsinntekt.

Prognosering av driftsinntekt ved bruk av visse forutsetninger representert i følgende tabell:

Estimater for laks	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Spotpris fra Fishpool	27	28	30	32	32	32	34	34
Pris differensiert produksjon	32,4	33,6	36	38,4	38,4	38,4	40,8	40,8
Harvest volume, spot	53550	56227,5	59038,9	61990,8	65090,4	68344,9	71762,1	75350,3
Differensiert produksjon	9450,0	9922,5	10418,6	10939,6	11486,5	12060,9	12663,9	13297,1
Total produksjon	63000	66150	69457	72930	76577	80406	84426	88647
Driftsinntekt	175203 0	1907766	2146237	2403785	2523974	2650173	2956599	3104429

Tabell 9.2 Prognosering av driftsinntekt i 1000 NOK

Det globale tilbudet av laks har økt kraftig i det siste året som førte til et stort fall i markedsprisen i alle hovedmarkeder. Dette er hovedgrunnen til så stor prisnedgang og inntektssvinging for år 2011-2012. Etter 2012 går inntektene opp igjen og fortsetter å øke videre i framover tid:



Figur 9.2 Utvikling av driftsinntekter for Grieg Seafood fra 2007 til 2019E

9.2 Valg av verdidrivere og bygging av prognose

De historiske verdidrivere som jeg har valgt å bruke for å lage prognosetall er representert i tabellen nedenfor.

Siden det er så stor variasjon i tallene har jeg valgt å bruke tidsvektet gjennomsnitt på alle verdidrivere utenom Netto finanskostnader/Finansiell gjeld (den var relativt stabilt over 6 års periode), Netto driftsmargin, Driftsrelatert arbeidskapital/Driftsinntekter. Grieg Seafood hadde ingen minoritetsinteresser siden 2007, så har jeg valgt å se bort i fra dem.

Verdidriverne	2006	2007	2008	2009	2010	2011T	Snitt
Driftsinntekt vekst	91,29 %	44,10 %	9,61 %	51,52 %	0,21 %	5,00 %	6,0 %
Netto driftsmargin(EBIT/DI)	16,63 %	5,64 %	1,00 %	7,24 %	17,74 %	27,50 %	11,4 %
Netto finansinntekter/FE	2,09 %	9,97 %	5,20 %	0,80 %	0,97 %	0,97 %	0,8 %
Netto finanskostnader/FG	2,71 %	3,95 %	5,11 %	3,97 %	3,05 %	3,05 %	3,6 %
Utbytteforhold	-3,138	-11,526	-0,146	-2,014	0,063	0,278	17,2 %
Netto driftsrelaterte AM/DI	1,235	1,309	0,997	0,869	0,585	0,720	68,7%
DAK/DI	108 %	103 %	64 %	82 %	65 %	58%	75 %

Tabell 9.3 Historiske verdidrivere

På basis av gjennomsnittlige tall og trendene har jeg laget prognose i vekst for samme verdidriverne i årene 2012E-2019E

Verdidriver	Snitt	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Driftsinntekt vekst	6,0 %	-11,4 %	8,9 %	12,5 %	12,0 %	5,0 %	5,0 %	11,6 %	5,0 %
Netto driftsmargin (EBIT/DI)	11,4 %	11,0 %	13,0 %	15,0 %	17,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %
Netto finansinntekter/FE	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
Netto finanskostnader/FG	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %
Utbytteforhold	-17,2 %	15,0 %	25,0 %	35,0 %	45,0 %	55,0 %	56,0 %	57,0 %	58,0 %
Netto driftsrelaterte AM/DI	68,7 %	92,6 %	88,6 %	82,0 %	76,3 %	75,7 %	75,1 %	70,1 %	69,6 %
DAK/DI	74,7 %	74,7 %	74,7 %	74,7 %	74,7 %	74,7 %	74,7 %	74,7 %	74,7 %

Tabell 9.4 Estimater for aktuelle verdidriverne for framover tid

Gjennomsnitt på driftsinntekt vekst basert på gjennomsnittet av inntekten som er estimert i tabellen "Prognosering av driftsinntekt". Netto driftsmargin i 2012E er samme som gjennomsnittet med 2% vekst til året 2016E, og deretter er det samme nivå fram til 2019E.

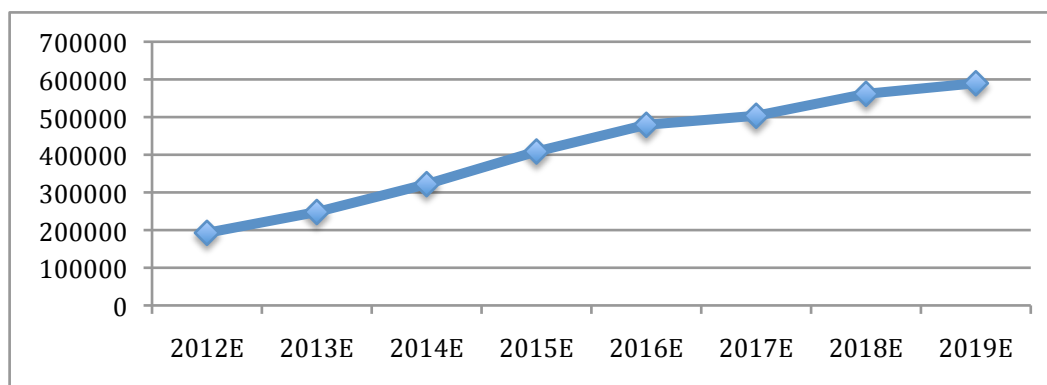
Netto finansinntekter/ Finansielle eiendeler og Netto finanskostnader/ Finansiell gjeld har det samme nivået som gjennomsnitt. Jeg har forutsatt at utbytteforhold øker med tiden til 59% i 2019E dersom netto driftsresultat har økende trend og investorer vil få tilbake sine midler uten at det blir noen særlig forandringer i kapitalstrukturen for selskapet.

Siden netto driftsrelaterte anleggsmidler har økt med 4,2% gjennomsnittlig, hadde jeg antatt 4,2% økning til året 2019E. Deretter har jeg estimert Netto driftsrelaterte anleggsmidler/Driftsinntekter. Driftsrelatert arbeidskapital i summen av driftsinntekter har jeg tatt samme som gjennomsnittlig nivå på 74,7%.

Jeg bruker de verdidriverne som jeg har fått for å lage resultatregnskap for årene 2012E-2019E:

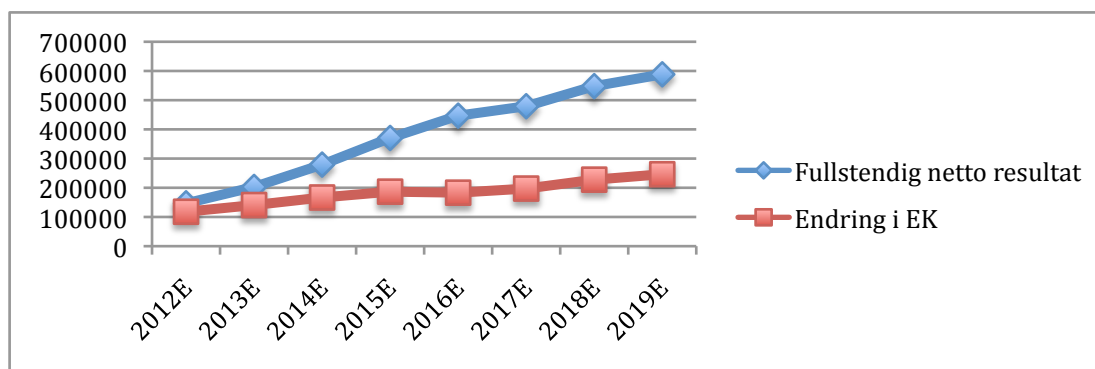
År, 1000 NOK	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Driftsinntekter	1752030	1907766	2146237	2403785	2523974	2650173	2956599	3104429
Netto driftsresultat								
EBIT (1-t)	192723	248010	321936	408643	479555	503533	561754	589842
Netto finansinntekter	1381	1409	1437	1466	1495	1525	1556	1587
Nettoresultat til SSK	194105	249419	323373	410110	481050	505058	563310	591428
Netto finanskostnader	47314	46607	43983	39555	34101	25850	15304	2960
Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat til EK	146791	202812	279390	370554	446950	479208	548005	588468
Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat	146791	202812	279390	370554	446950	479208	548005	588468
Netto utbetalt utbytte	28908	62002	112677	183890	263755	281978	320200	342108
Endring i EK	117882	140810	166713	186665	183194	197230	227806	246360

Tabell 9.5 Resultatregnskapsprognose ved bruk av verdidriverne



Figur 9.3 Utvikling av netto driftsresultat for Grieg Seafood

Netto driftsresultat og endring i egen kapital har positiv utvikling og doblet seg i året 2019E:



Figur 9.4 Utvikling av fullstendig netto resultat og endring i egenkapital fra 2012E til 2019E

Fullstendig nettoresultat er økt kraftig siden 2012E (rund 4 ganger av nivået i 2012E), samme som netto driftsresultat. Endring av egenkapital er doblet seg og hadde økt fra 118 millioner til 246 millioner NOK .

År	2007	2008	2009	2010	2011T	Snitt
Netto driftsrelaterte AM	102,8 %	9,7 %	-4,5 %	2,0 %	10,6 %	4,4 %
Driftsrelatert arbeidskapital	82,5 %	-10,2 %	40,2 %	20,8 %	-20,1 %	7,7 %
Netto driftseiendeler	102,2 %	2,4 %	8,2 %	3,7 %	6,4 %	5,2 %
Finansielle eiendeler	-52,2 %	188,5 %	106,4 %	-9,4 %	-4,7 %	-2,3 %
Sysselsette eiendeler	95,1 %	4,5 %	11,3 %	2,9 %	5,8 %	6,2 %
Egenkapital	148,5 %	-24,2 %	35,0 %	31,4 %	6,3 %	12,1 %
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0,0 %
Finansiell gjeld	35,4 %	-2,9 %	-20,8 %	5,1 %	4,2 %	-3,6 %
Sysselstatt kapital	95,1 %	4,5 %	11,3 %	2,9 %	5,8 %	6,2 %

Tabell 9.6 Prosentvis vekst av eiendeler, egenkapital og gjeld i balansen

Tabellen viser den historiske utviklingen av balansepostene siden 2007. Driftsrelaterte anleggsmidler hadde en fallende trend fram til 2009 og deretter den rettet seg opp igjen i de siste to årene.

Prosentveksten for driftsrelatert arbeidskapital har en fallende trend.

Netto driftseiendeler har syklisk utvikling over tiden, så gjennomsnittlig økning ligger på 5,2%

Verdi på finansielle eiendeler har fallende trend.

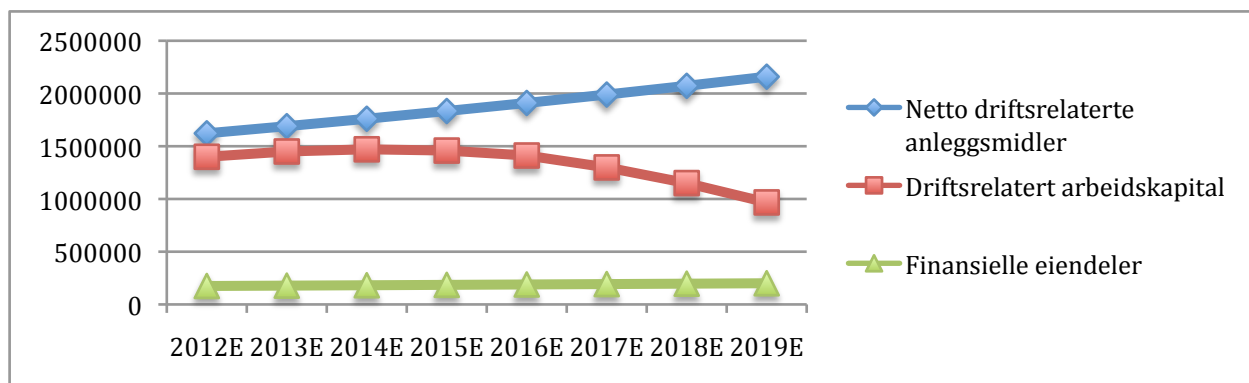
Egenkapital øker hvert år og det er ganske positiv utvikling, finansiell gjeld økte i de siste to årene med 4-5% men gjennomsnittlig gjeld faller med 3,6%. Dette tyder på at selskapet skaffer seg de mest sikre finansieringsmidler som gjør at de øker soliditeten i form av sikringen for langsiktig selskapsrisiko.

Generelt ser vi økning i total sysselsatt balansen til Grieg Seafood til året 2016E, deretter går kapitalen litt ned grunnet økt utbytte.

År, 1000 NOK	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Netto driftsrelaterte AM	1622321	1689954	1760406	1833796	1910245	1989881	2072837	2159252
Driftsrelatert arbeidskapital	1399965	1450202	1470814	1458817	1412002	1299143	1150407	967295
Netto driftseiendeler	3022286	3140156	3231220	3292613	3322247	3289024	3223244	3126547
Finansielle eiendeler	174870	178367	181935	185573	189285	193070	196932	200870
Sysselsette eiendeler	3197156	3318523	3413155	3478187	3511532	3482095	3420176	3327417
Egenkapital	1897314	2038124	2204836	2391501	2574695	2771925	2999731	3246091
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	
Finansiell gjeld	1299842	1280399	1208318	1086686	936836	710170	420445	81326
Sysselsatt kapital	3197156	3318523	3413155	3478187	3511532	3482095	3420176	3327417

Tabell 9.7 Framtidig balanseoppstilling

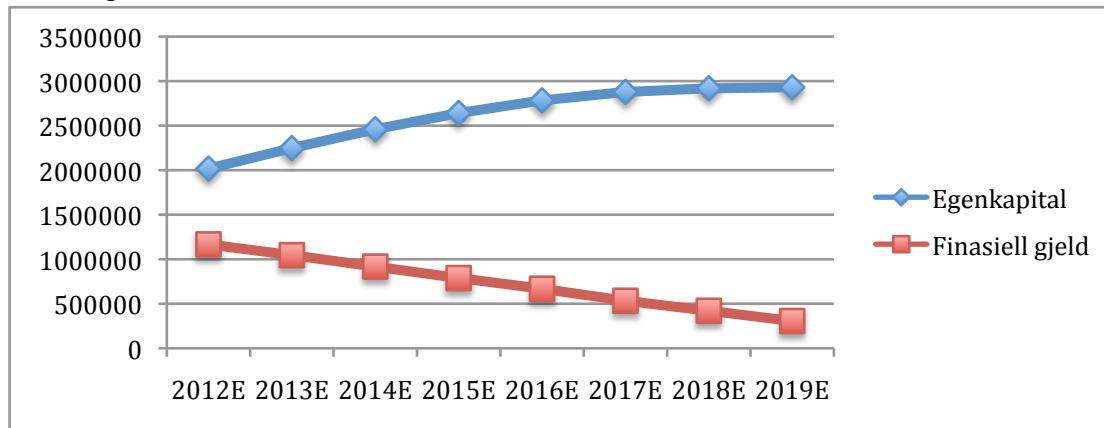
Jeg skal se nærmere på utvikling av sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital:



Figur 9.5 Utvikling i sysselsatte eiendeler i Grieg Seafood i år 2012E-2019E

Selskapets strategi er å eksponere i de nye markeder, derfor øker nivået på netto driftseiendeler i framtiden. Summen av driftsrelaterte arbeidskapital går trinnvis ned etter 2016 og det tyder på at selskapet har mindre driftsrelaterte omløpsmidler (som kan være mindre biologiske eiendeler på lageret) og mer finansielle eiendeler. Dette viser at likviditetsgrad 1 kan gå litt ned sammenlignet med den historiske og likviditetsgrad 2 går opp som gjør de forbedret.

Finansielle eiendeler ligger på 170-200 millioner NOK og summen går trinnvis opp som er en bra utvikling.



Figur 9.6 Utvikling i sysselsatt kapital i balansen for Grieg Seafood i årene 2012E-2019E

Figuren viser at selskapet velger å fortsette med en strategisk trinnvis økning av egenkapitalen og samtidig minske den finansielle gjelden slik at selskapet blir mer stabilt for fremtidige investeringer.

9.3. Budsjettering av avkastningskravet

For å regne ut verdien av kapitalen i de nærmeste årene, bør vi vektjustere kravene på egenkapital og finansiell gjeld på nytt. Estimerer på egenkapital og netto finansiell gjeld til netto driftskapital har jeg kalkulert ut ifra prognoser som jeg har laget. Totalt har jeg fått økende trend på netto driftskrav:

År	Snitt	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Egenkapitalkrav	0,111	0,111	0,111	0,111	0,111	0,111	0,111	0,111	0,111
EK/NDK	0,511	0,593	0,614	0,646	0,688	0,733	0,796	0,877	0,976
Netto finansiell gjeldskrav	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038
NFG/NDK	0,487	0,407	0,386	0,354	0,312	0,267	0,204	0,123	0,024
Netto driftskrav	0,075	0,081	0,082	0,085	0,088	0,091	0,096	0,102	0,109

Tabell 9.8 Budsjettering av netto driftskravet

Egenkapitalkrav og netto finansiell gjeldskrav har jeg tatt den samme som gjennomsnitt.

10 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er verdivurdering basert på analyse av underliggende økonomiske forhold gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeiding av framtidsregnskap og avkastningskrav. Det finnes to metoder å gjøre dette på – egenkapitalmetoden som verdsetter egenkapitalen direkte, og selskapskapitalmetoden som verdsetter egenkapitalen indirekte. Det finnes flere modeller innenfor hver metode for fundamental verdsettelse som bygger på det budsjetterte framtidsregnskapet og estimerte avkastningskrav (Penman 2010).

10.1 Oversikt over fundamentale verdsettelsesmodeller

Penman, 2010 beskriver detaljert følgende metoder er basert på regnskapstallene:

1. Metoder som ikke inkluderer prognosebygging:

- Comparables som er basert på aksje pris multipler (aksjepris delt på fortjeneste, salgsinntekter, egenkapital og andre tall fra regnskapsrapportene) som regnes for bedrifter i samme bransje og med lignende kapitalstruktur.
- Multiple Screening metode finner undervurderte og overvurderte aksjer på basis av deres alternative multipler.
- Eiendelsbasert verdsetting (Asset-Based Valuation) av aksjer skjer ved estimering av virkelig verdi på eiendelene i firmaet og å trekke fra verdien av gjeld

2. Metoder som inkluderer prognoser:

- Utbyttmodellen (Dividend Discounting): diskontering av fremtidige utbytte til eierne og beregning av nåverdien på egenkapitalen.
- Kontantstrømmodellen (Discounted Cash Flow Analysis): beregning av nåverdien på basis av forekastet kontantstrømmen.
- Superprofittmodellen (Residual Earnings Analysis): verdi regnes som bokverdi pluss nåverdi av forventete fortjeninger.
- Superprofittvekst (Earning Growth Analysis): verdi regnes som bokverdi pluss nåverdi av unormal vekst i fortjeninger.

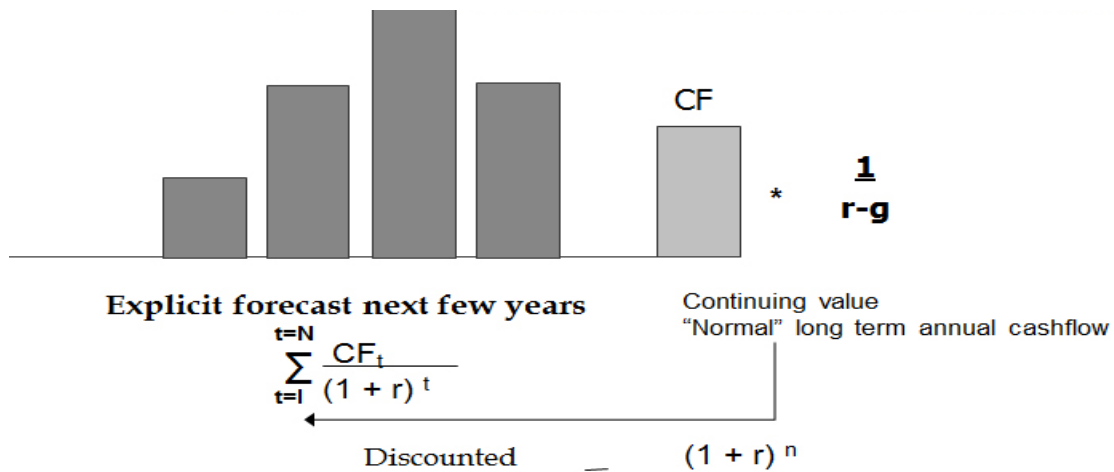
Et av problemene med utbyttmodellen er at utbytte ikke alltid er knyttet opp mot verdien av selskapet dersom det er best å bruke denne modellen når utbytteutbetalinger er direkte knyttet opp mot verdiskapning i virksomheten.

Fri kontantstrømmodellen fungerer i dette tilfellet best når kontantstrømmene vokser relativt konstant gjennom budsjettperioden, mens superprofittmodellene finner verdiene før de kontantstrømbaserte modellene, og har derfor et kortere krav til tidshorisont. I praksis vil også fri kontantstrømmodellen være lik utbyttmodellen i og med at den framtidige frie kontantstrømmen til egenkapital er lik netto betalt utbytte.

På basis av denne informasjon vil jeg gjennomføre en direkte og en indirekte verdsettelse av egenkapitalen til Grieg Seafood ved hjelp av totalkapitalmetode, egenkapitalmetode og komparativ verdsettelse.

10.2 Verdsettelse etter totalkapitalmetode

Først skal jeg fullføre direkte fundamental verdsettelse av Grieg Seafood ved hjelp av framtidige kontantstrømmer (Discounted Cash Flow) :



Bildet 10. Rammeverk for DCF metode (Kirsandal 2009)

Det inneholder beregning av fri kontantstrøm fra drift (Free Cash Flow For The Firm) på følgende måte: FCFF = Netto driftsresultat eller EBIT (t-1) – Endring i Arbeidskapital - (Capital Expenditures - Avskrivninger).

Diskonteringsfaktor som jeg skal bruke blir netto driftskrav som jeg har estimert tidligere i oppgaven.

Verdiestimat per	30.06.11		g=2%						
1000 NOK	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT (1-t)	570756	192723	248010	321936	408643	479555	503533	561754	589842
Endring i AK		113478	50236	20612	73440	60532	45806	29620	12404
Capex-avskr		64926	67633	70452	73390	76449	79636	82956	86414
FCFF		14319	130140	230871	261814	342574	378091	449178	491023
WACC		8,09 %	8,24 %	8,47 %	8,77 %	9,11 %	9,57 %	10,16 %	10,88 %
Diskonteringsfaktor		1,081	1,172	1,276	1,400	1,546	1,730	1,968	2,284
Nåverdi 2012-19	1375575	13247	111083	180898	187021	221560	218552	228217	214997
Horisontverdi	2470944								5643296
Verdi av netto driftskapital	3846519								
Fin. Eiendeler	171441								
EV	4017960								
Finans.gjeld	1273121								
MI	0								
Verdi av EK	2744839								
Antall aksjer	111662								
Verdi per aksje, NOK	24,58								

Tabell 10.1 Aksjeverdiberegning for Grieg Seafood ASA per 30.06.11 ved bruk av DCF modellen (netto driftskapital metoden), antatt vekst er 2 % (g=2%)

Ved bruk av DCF modellen har jeg fått verdi for aksje 24,58 NOK som er ganske høyt i forhold til dagens kurs som har vært per 30.06.2011 12,50 NOK (Oslo Børs webside).

Vanligvis ligger aksjegjennomsnittet for Grieg Seafood ligger på rund 20 NOK men siden april-mai 2011 har hele fiskemarkedet blitt rammet av stor aksjeprisnedgang grunnet stor spotpris fall.

Jeg skal bruke flere metoder videre i oppgaven for å sikre denne verdissetingen og sjekke aksjeverdien som jeg har fått.

10.3 Superprofitt til egenkapital modell

Superprofittmodellen tar utgangspunkt i balanseført kapital og forutsetter konstant vekst på horisonten. Ved å summere nåverdien til horisontleddet til nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen samt balanseført egenkapital finner vi verdiestimatet per 30.06.2011:

1000 NOK	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Balanseført EK	1742202								
Nettoreultat til EK		146791	202812	279390	370554	446950	479208	548005	588468
Ekk*Ekt-1		196687	209716	225281	243708	264341	284590	306390	331570
Superprofitt til EK		-49896	-6904	54109	126846	182609	194618	241615	256898
Diskonteringsfaktor		1,111	1,233	1,370	1,521	1,689	1,876	2,083	2,313
NV over budsjettperioden	511270	-44930	-5598	39507	83397	108110	103751	115985	111047
NV Horisontverdi	1471016								
Verdi av EK	1982286								
Antall aksjer	111662								
Verdi per aksje, NOK	17,75								

Tabell 10.2 Aksjeprisberegning for Grieg Seafood ASA ved bruk av superprofitt modellen

Verdi for utestående aksje blir i følge av denne metoden nesten 7 NOK lavere enn i fri kontantstrøm fra drift metoden, 24,58 NOK.

10.4 Endelig verdiestimat

Jeg får verdiestimat på Grieg Seafood på 1982,3 millioner NOK ved bruk av egenkapitalmetode, total kapitalmetoden gir meg 2744,8 millioner NOK. Anslaget blir 28 % lavere ved egenkapitalmetoden. Avkastningskravene EKK og NDK er forskjellige estimat dersom får vi anslaget i verdien. Kravene hadde vært estimert ved bruk av bokførte verdier, ikke markedsverdier, og er dermed i strid med Miller og Modigliani teorien om at NDK oppsettet skal være basert på markedsverdier (Berk og DeMarzo 2011). Bruk av bokførte verdier i investororientert analyse er det beste alternativet fordi det er vanskelig å estimere markedsverdi på egenkapital og total kapital. Istedenfor kunne jeg bruke passende avkastningskrav på den første egenkapital estimat, deretter få et nytt estimat av egenkapital og så verdsette egenkapital ved at total kapitalmetoden og egenkapitalen konvergerer. I utgangspunktet er begge verdiestimatene like "riktige", dersom finner jeg gjennomsnittet på 21,17 NOK. Dette blir den riktige verdiestimat for aksje til Grieg Seafood ASA per 30.06.2011

11. Alternativ verdsettelse - komparativ verdsettelse

For å gi prisen på aksjen til Grieg Seafood en ny dimensjon vil jeg også gjøre en kort verdsettelse ved å bruke en komparativ metode. Komparativ verdsettelse er mye brukt i analyse i praksis fordi at det er mye enklere enn fundamental verdsettelse eller opsjonsbasert verdsettelse. Det er lett å finne nødvendige data som kreves for verdsettelse og bruk av multiplikatorer er ganske tidsbesparende.

Denne verdsettelsesprosessen foregår i tre trinn:

1. Finne et sammenlignbart selskap

Jeg velger å bruke multipler til same komparative selskap som jeg gjorde forholdstallanalyse. Selskapet bør ha tilnærmet lik finansiell og operasjonell oppbygning og befinne seg i samme bransje som Grieg Seafood opererer i for å få et oversiktlig bilde over estimerer og gjøre verdsettelsen mer objektiv.

2. Bestemme forholdstallet som skal brukes som grunnlag for sammenligningen

Forholdstallene som er brukt er mange, for eksempel aksjekurs i forhold til salg, kontantstrømmer, inntjening, bokførte verdier osv. I min komparative verdsettelse har jeg valgt å benytte Price/Earnings (Pris/Fortjeneste) per aksje, Price/ Book (Pris/Bokført egenkapital) per aksje, Price/Sale (Pris/Salg) per aksje.

3. Sammenligne og vurdere forholdet mellom forholdstallene:

Foholdstallet nr 1	P/E				
Per 30.06.2011	Lerøy	SalMar	Norway Royal Salmon	Marine Harvest	GSF estim
Pris per aksje	127,00	53,00	18,40	4,33	32,04
Fortjeneste per aksje	5,1	3,07	1,53	0,28	1,84
P/E forholdet	25	17	12	15	17
Forholdstallet nr 2	P/Book				
Per 30.06.2011	Lerøy	SalMar	Norway Royal Salmon	Marine Harvest	GSF estim
Pris per aksje	127,00	53,00	18,40	4,33	25,85
Bokført egenkapital, mrd NOK	104,36	20,82	13,41	2,90	15,60
P/B forholdet	1,22	2,55	1,37	1,49	1,66
Forholdstallet nr 3	P/Sale				
Per 30.06.2011	Lerøy	SalMar	Norway Royal Salmon	Marine Harvest	GSF estim
Pris per aksje	127,00	53,00	18,40	4,33	42,26
Salgsinntekt, mrd NOK	43,90	6,62	11,44	0,85	9,60
P/Sale forholdet	2,89	8,00	1,61	5,10	4,40

Tabell 11 Verdiestimat for aksje for Grieg Seafood ASA ved bruk av multiplene til komparative selskap

Den komparative analysen ga veldig forskjellige verdiestimater på aksjepris til Grieg Seafood ASA og dette illustrerer svakheten av komparativ verdsettelse. Gjennomsnittig verdiestimat blir 33,38 NOK som ligger mellom de estimatene som jeg har fått fra fundamental verdsettelse.

Metoden er et greit supplement til den fundamentale verdsettelsen, samtidig som den viser nødvendigheten og behovet for en grundig fundamental analyse.

12 Oppsummering: handelsstrategi

Formålet med denne oppgaven har vært å sette et verdiestimat på egenkapitalen til konsern Grieg Seafood ASA, for å gi anbefalinger på en handlingsstrategi for aksjen.

Den strategiske regnskapsanalysen samt forholdstallsanalysen har lagt grunnlaget for framtidsregnskapet. Estimering av framtidsregnskapet og avkastningskravet ble brukt til å sette et verdiestimat på Grieg Seafood sin aksje gjennom en fundamental verdsettelse (netto driftskapital) og superprofitt til egenkapital modellen.

Jeg har fått gjennomsnittlig aksjepris på 21 NOK per 30.06.2011 for Grieg Seafood ved bruk av begge metodene for fundamental verdsettelse. I tillegg har jeg fullført komparativ verdsettelse som en alternativ måte for å finne aksjeverdi. Der resultatene har vært veldig varierende. Gjennomsnittet ved bruk av comparables ligger rund 12 NOK over det fundamentale estimatet som jeg har fått, dvs 33 NOK.

NOK. Per 30.06.2011 prisen for aksje på Oslo Børs var 12,50 NOK. Historisk pris for aksje i bedriften ligger rund 20 NOK. På bakgrunn av de estimeringene som jeg har fått, vil jeg anbefale handel av aksjen til Grieg Seafood ASA per 30.06.2011.

Fundamentale verdiestimatet inneholder en del usikkerheter. Den strategiske analysen som jeg har fullført i oppgaven baseres kun på offentlig informasjon. Så det kan vær en del unøyaktigheter i oppgaven som er vanskelig å få bort siden man ikke har innsikt i selskapet innenifra. I tillegg hadde jeg ikke så god kjennskap til selve bransjen, så de forutsetningene som jeg har tatt i oppgaven kan også være upresise.

Samtidig de fleste som investerer i aksjer og andre finansielle produkter som markedet tilbyr har ingen tilknytning til det selskapet hvor de investerer sine pengene i hvis ikke det er en stor investor som eier en god del av kapital til selskapet. Med andre ord har de reelle aktørene på markedet heller ikke så mye informasjon og de bygger sine prognoser og vurderinger på offentlig informasjon som er tilgjengelig. Men de har mer erfaring med aksjehandel og sine metoder for å sjekke risiko nivå og andre faktorer som spiller inn ved aksjehandel/salg.

For en investor vil det generelt være lønnsomt å investere i en aksje dersom verdiestimatet er høyere enn den observerte aksjekursen i markedet.

Dersom børskursen på tidspunktet for utarbeidelsen av verdiestimatet er lavere enn 21 NOK for aksje bør man kjøpe aksjen. Dersom aksjekursen ligger over 21 NOK, bør man selge den. Siden det hadde vært så stor nedgang i aksjeprisene i april-mai 2011 for alle fiskerier bør investorene følge med på pristrenden på Oslo Børs.

Dersom denne fallende trenden i fiskebransjen er så sterk og alle bedriftene merker sannsynlighet at trenden vil fortsette, eierne bør velge å beholde aksjen og vente til at prisene kommer til å stige igjen. De som vil kjøpe aksjer til Grieg Seafood bør også vente med å handle hvis denne nedgangstrenden skal fortsette i framtiden.

Finansanalytikerne sier at Grieg Seafood er spesielt følsomt for prisforandringer i markedet og de opplever særlig stor prisnedfall på Oslo Børs sammenlignet med de andre store aktørene.

Den strategiske regnskapsanalyse og forholdstalltrendene viser at Greg Seafood ASA er et ganske stabilt selskap som kommer ikke til å gå konkurs i den nærmeste framtiden uansett hvordan det går med markedet. Så investorene som har aksjer i selskapet men ikke fått solgt de trenger ikke å bekymre seg.

Jeg har diskutert i oppgaven hovedgrunnene til at fiskemarkedet går ned i de siste, og jeg velger derfor å forholde meg til den opprinnelige konklusjonen som baserer seg på de utarbeidede verdiestimatene. Min anbefaling til investorer per 30.06.2011 er definitivt å kjøpe Grieg Seafood sine aksjer.

Referanseliste

Bøker:

Barney, Jay B. (2011): Gaining and sustaining competitive advantage. 4th ed. Pearson, Boston.

Berk, Jonathan og DeMarzo, Peter (2011): Corporate Finance, 2nd ed. Pearson, Boston.

Bernhoft, Anne-Cathrine (2008): Internasjonale regnskapsstandarter: en presentasjon av IFRS. 3 utg. DnR forl. Oslo.

Bodie, Z. Et al. (2009): Investments. 8th ed. McGraw-Hill, Borton, Mass.

Damodaran, Aswath (2011): Applied Corporate Finance. 3rd ed. Wiley, Hoboken, N.J.

Hill, Charles W.L og Jones, Gareth. R. (2009): Theory of strategic management. 8th ed. Cengage Learning, London.

Hitt, Michael A. et al. (2011): Strategic Management: Competitiveness and Globalization: Concepts. 9th ed. South-Western Cengage Learning, Mason, Ohio.

Koller, Tim et al (2010): Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies 5th ed. Wiley, Hoboken, N.J.

Langli, John Christian og Tellefsen, Jan Terje (2010): Årsregnskapet. 9. utg. Gyldendal akademisk, Oslo.

Palepu, Krishna G. et al.(2010): Business analysis and Valuation. 2nd ed. IFRS ed. Cengage Learning, Andover, Hampshire.

Penman, Stephen H. (2010): Financial Statement Analysis and Security Valuation. 4th ed. McGraw-Hill, Boston, Mass.

Revsine, Lawrence et al.(2011): Financial Reporting and Analysis. 5th ed. McGraw-Hill/Irwin, New York.

Wild, John J. et al.(2001): Financial Statement Analysis. 7th ed. McGraw-Hill, Boston.

Artikkel i tidsskrift:

Asche, Frank, Hansen, Håvard, Tveteras, Ragnar og Tveterås, S. (2009): The Salmon Disease Crisis in Chile (Kingston, R.I. *Marine Resource Economics*, nr. 24(4), s. 405-411)

Avisartikler:

Kutter kursmål hos fire oppdrettselskaper. E24-Børs og finans 14.10.11 <<http://www.e24.no>> (oktober 2011)

Presentasjoner:

Ekspertutvalget for fisk. Generell presentasjon av Ekspertutvalget for fisk og norsk sjømat. Ekspertutvalget for fisk 2011 < <http://www.seafood.no>> (august – desember 2011)

Havforskningsrapporten 2011. Havforskningsinstituttet. Fisken og havet, særnr 1-2011 <<http://www.imr.no>> (august-desember 2011)

North Atlantic Seafood Conference: branding products in a spot market industry. Grieg Seafood ASA 4 mars 2010 <<http://www.griegseafood.com>> (august – desember 2011)

Internettkilder:

Damodaran hjemmeside < <http://www.damodaran.no>> (oktober 2011)

Den frie encyklopedi < <http://www.wikipedia.no> > (desember 2011)

Farmed and Dangerous hjemmenettside < <http://www.farmedanddangerous.org>> (oktober 2011)

Fish Pool hjemmeside < <http://www.fishpool.eu>> (oktober-november 2011)

Grieg Seafood hjemmeside <<http://www.griegseafood.com>> (februar - desember 2011)
Havforskningsinstituttet hjemmeside <<http://www.imr.no>> (august – desember 2011)
Kunnskapssenter for laks og vannmiljø (KLV) hjemmeside <<http://www.klv.no>> (august – desember 2011)
Lerøy Seafood ASA hjemmeside <<http://www.leroy.no>> (september - desember 2011)
Marine Harvest ASA hjemmeside <<http://www.marineharvest.com>> (september – desember 2011)
Norges Bank hjemmeside <<http://www.norges-bank.no>> (oktober 2011)
Norway Royal Salmon ASA hjemmeside <<http://www.norwayroyalsalmon.com>> (september – desember 2011)
SalMar ASA hjemmeside <<http://www.salmar.no>> (september – desember 2011)
Seafood Industry News, Reports, Supplier Directory <<http://www.seafoodsource.com>> (juli – november 2011)
Skatteetaten hjemmeside <<http://www.skatteetaten.no>> (oktober 2011)
Oslo Børs hjemmeside <<http://www.oslobors.no>> (august – desember 2011)

Øvrige kilder:

Kinserdal, Finn, 2009: Forelesningsnotater BUS 425 Verdsettelse og regnskapsanalyse, NHH Bergen
Knivsflå, Kjell Henry, 2011: Forelesningsnotater BUS 424 Strategisk regnskapsanalyse, NHH Bergen
Knivsflå, Kjell Henry, 2006: Forelesningsnotater BUS 425 Rekneskapsanalyse og verdsettning, NHH Bergen
Standard and Poor's Credit Rating
Thompson Datastream, Biblioteket NHH

Vedlegg 1. Beregning av driftsskattesats og normalisering av driftsskattesatsen

Jeg brukte formell- tommelfingerregel for beregning av driftsskattesatsen (Knivsflå 2011):

$$D_{ss} = \frac{NSK - 0,14*(FI + UFR) + 0,28*FK}{(DR + UDR)}$$

NSK – rapporterte skattekostnad – unormal skattekostnad;

FI – normale finansinntekter;

UFR – unormalt finansresultat;

FK – normale finanskostnader;

DR – normalt driftresultat;

UDR – unormalt driftresultat.

I denne formellen bruker jeg skattefri og skattepliktig finansinntekt og finansresultat, dersom det står koeffisient 0,14. For finans er skattesatsen 28%, dersom jeg ganger finanskostnader med 0,28.

Vedlegg 2 Syntetisk rating

Syntet. rating	2006		2007		2008		2009		2010		2011T		Gjennomsnitt		Vektet gjennomsnitt	
Likg 1	2,223	BBB	1,870	BBB	0,817	B	1,948	BBB	2,954	A	2,207	BBB	2,003	BBB	2,413	A
Rente dg	4,64	A	1,32	BB	0,24	CCC	1,96	BBB	11,86	AAA	15,67	AAA	5,95	AA	12,11	AAA
EK%	0,437	BBB	0,523	BBB	0,387	BBB	0,483	BBB	0,612	A	0,606	A	0,508	BBB	0,587	A
ndr	0,076	BB	0,024	CCC	0,006	CCC	0,044	B	0,159	A	0,208	A	0,086	BBB	0,165	A
Gjennomsnitt		BBB		BBB		BB		BBB		A		AA		BBB		A

Tabell 1. Syntetisk rating av Grieg Seafood ASA

Syntetisk rating bransje	2006		2007		2008		2009		2010		Gjennomsnitt		Vektet gjennomsnitt	
Likg 1	2,100	BBB	1,870	BBB	1,525	BBB	1,948	BBB	1,875	BBB	1,864	BBB	1,841	BBB
Rente dg	8,350	AA	2,125	BBB	1,725	BBB	2,050	BBB	1,800	BBB	3,210	A	1,871	BBB
EK%	0,457	BBB	0,531	BBB	0,470	BBB	0,548	BBB	0,459	BBB	0,493	BBB	0,490	BBB
ndr	0,113	BBB	0,056	BB	0,025	CCC	0,091	BBB	0,142	A	0,085	BBB	0,105	BBB
Gjenn. rating		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB

Tabell 2. Syntetisk rating for oppdrettsbransje

Vedlegg 3 Regresjon og varians

REGRESSION STATISTICS AND RISK

PARAMETERS LERØY

<i>RISK AND PERFORMANCE MEASURES</i>	
Intercept (Alpha) =	0,29 %
Slope (Beta)=	0,74147008
Rf(1- Beta) =	0,05 %
Intercept-Rf(1-Beta)=	0,24 %

<i>VARIANCE STATISTICS</i>	
Variance of the stock=	0,015013653
Variance of the market =	0,013565763
Systematic variance=	0,007458156
Unsystematic variance=	0,007555496
R squared =	49,68 %

REGRESSION STATISTICS AND RISK

PARAMETERS SALMAR

<i>RISK AND PERFORMANCE MEASURES</i>	
Intercept (Alpha) =	0,55 %
Slope (Beta)=	0,69018767
Rf(1- Beta) =	0,06 %
Intercept-Rf(1-Beta)=	0,49 %

<i>VARIANCE STATISTICS</i>	
Variance of the stock=	0,012467359
Variance of the market =	0,013151414
Systematic variance=	0,006264795
Unsystematic variance=	0,006202565
R squared =	50,25 %

REGRESSION STATISTICS AND RISK

PARAMETERS MARINE HARVEST

<i>RISK AND PERFORMANCE MEASURES</i>	
Intercept (Alpha) =	0,70 %
Slope (Beta)=	1,357805166
Rf(1- Beta) =	-0,07 %
Intercept-Rf(1-Beta)=	0,78 %

<i>VARIANCE STATISTICS</i>	
Variance of the stock=	0,030640882
Variance of the market =	0,013986958
Systematic variance=	0,025786844
Unsystematic variance=	0,004854038
R squared =	84,16 %