

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Høsten 2021

Grieg Seafood ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

Øyvind Bergeland og Alexander Solberg Håland

Veileder: Øystein Gjerde

Masteroppgave, Masterstudiet i økonomi- og administrasjon,
Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Formålet med masteroppgaven var å verdsette egenkapitalen til Grieg Seafood den 30.11.2021 og deretter estimere en aksjepris på selskapet. Basert på dette estimatet vil vi gi en anbefaling til en investor om han burde kjøpe, holde eller selge aksjen basert på Grieg Seafood sin aksjekurs den 30.11.2021. For å verdsette egenkapitalen blir fundamental verdsettelse benyttet som hovedmodell, men supplerer med komparativ verdsettelse. Alt av informasjon vi har innhentet er offentlig tilgjengelig informasjon.

I vår analyse undersøker vi den finansielle situasjonen til Grieg Seafood gjennom en regnskapsanalyse. Før vi gjennomfører regnskapsanalysen er det hensiktsmessig å skjønne «businessen» gjennom en strategisk analyse av selskapet og bransjen. Fra regnskapsanalysen kom det frem at selskapet ikke har noen likviditets eller soliditetsrisiko og at selskapet er godt rustet til å håndtere nedgangsperioder. Den strategiske analysen tok for seg en ekstern analyse der vi analyserte bransjen og en intern analyse der vi analyserte om Grieg Seafood hadde selskapsspesifikke ressursfordeler i forhold til sine konkurrenter. Konklusjonen fra den strategiske analysen ble at oppdrettsbransjen er en attraktiv bransje å operere i, men at Grieg Seafood ikke innehar noen selskapsspesifikke ressursfordeler i forhold til sine konkurrenter.

For å kunne gjennomføre den fundamentale verdsettelsen måtte vi utarbeide et fremtidsregnskap for perioden 2022-2031 for Grieg Seafood. Ved bruk av fremtidsregnskapet kunne vi nå begynne på fundamental verdsettelse der vi benyttet oss av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Basert på egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden fikk vi et fundamentalt verdiestimat på 114,41 kr. Etersom fremtidsregnskapet vårt bygger på flere forutsetninger måtte vi analysere usikkerheten. Dette gjorde vi gjennom en Monte Carlo simulering ved hjelp av Excel-verktøyet Crystal Ball. For å ta hensyn til usikkerheten knyttet til vår analyse valgte vi å supplere verdsettelsen med komparativ verdsettelse. Dette ga oss et estimat på 72,52 kr. Vi valgte å vekte fundamental verdsettelse med 75% ettersom det er vår hoved metode og bygger på våre forutsetninger som igjen bygger på vår kvalitative og kvantitative analyse av Grieg Seafood.

Ved bruk av en vektning på 75% for fundamental og 25% for komparativ ga dette oss et endelig verdiestimat på 103,94 kr for aksjen til Grieg Seafood den 30.11.2021. Konklusjonen for investoren blir da at vår anbefaling er at investoren burde kjøpe aksjen i forhold til vårt verdiestimat.

Forord

Masteroppgaven er gjennomført som en del av vår mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Vi ville skrive en oppgave om noe begge syntes var interessant og ettersom vi begge er interessert i aksjer var verdsettelse noe som passet oss bra. Grunnen til at vi valgte oppdrettsbransjen og Grieg Seafood er at dette er en bransje vi gjerne ville lære mer om og få et innblikk i hvordan bransjen fungerer.

Vi vil takke vår veileder Øystein Gjerde som har veiledet oss gjennom oppgaven med sin ekspertise. Han har utfordret våre synspunkter og det har vært en god dialog gjennom semesteret. Vi vil også takke Kjell Henry Knivsflå som ga oss tilgang til alt materiale knyttet til faget Verdsettelse. Dette materialet har vi brukt mye gjennom oppgaven og gitt oss økt kunnskap knyttet til verdsettelse.

Det har vært en spennende prosess å gjennomføre masteroppgaven og vi har lært oss mye. Sånn som med alle oppgaver er det oppturer og nedturer, men vi ble fornøyde med resultatet og at oppgaven har ført til at vi har innhentet informasjon som gjør oss klar til arbeidslivet. Vi håper leseren vil få noe ut av vår masteroppgave og at det blir spennende å lese gjennom oppgaven.

Desember, 2021

Øyvind Bergeland

Alexander Solberg Håland

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
1. INNLEDNING	9
1.1 FORMÅL	9
1.2 PROBLEMSTILLING	9
1.3 AVGRENSNINGER OG BEGRENSNINGER	9
1.4 OPPGAVENS OPPBYGGING	10
2. PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN.....	12
2.1 GRIEG SEAFOOD ASA.....	12
2.2 PRESENTASJON AV BRANSJEN.....	14
2.3 MARKEDSFORHOLD	17
2.3.1 <i>Laksepris</i>	17
2.3.2 <i>Kostnader</i>	18
2.3.3 <i>Internasjonal handel</i>	19
2.4 KOMPARATIVE SELSKAPER.....	20
2.4.1 <i>Mowi ASA</i>	20
2.4.2 <i>Lerøy Seafood Group ASA</i>	20
2.4.3 <i>SalMar ASA</i>	21
2.4.4 <i>Begrunnelse for valg av komparative selskaper</i>	21
3. VALG AV VERDSETTELSESMETODE/TEKNIKK	23
3.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	23
3.1.1 <i>Utbyttmodellen</i>	23
3.1.2 <i>Diskonterte kontantstrømmodeller</i>	25
3.1.3 <i>Resultatbaserte modeller</i>	26
3.1.4 <i>Superprofitt</i>	27
3.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	28
3.3 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	29
3.4 VALG AV METODE	29
3.4.1 <i>Endelig valg av metode</i>	31
3.5 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	31

4.	STRATEGISK ANALYSE	33
4.1	EKSTERN ANALYSE.....	33
4.1.1	<i>Porters fem krefter</i>	33
4.1.2	PESTEL.....	41
4.2	INTERN ANALYSE	48
4.2.1	VRIO-analyse	48
4.3	SWOT-ANALYSE.....	55
5.	REGNSKAPSANALYSE	56
5.1	RAMMEVERK.....	56
5.2	REGNSKAPSKVALITET OG PRAKTISKE VALG	57
5.2.1	Regnskapskvalitet.....	57
5.2.2	Valg av analysenivå.....	58
5.2.3	Valg av analyseperiode	59
5.3	PRESENTASJON AV RESULTAT, BALANSE OG KONTANTSTRØM.....	60
5.4	TRAILING	62
5.4.1	Trailing for resultatregnskapet.....	62
5.4.2	Trailing for balanse	66
5.5	OMGRUPPERING	68
5.5.1	Omgruppering av resultatregnskapet.....	68
5.5.2	Omgruppering av balansen	80
5.6	MÅLEFEIL OG JUSTERING	91
5.6.1	Kapitalisering av leasingkostnader.....	91
5.7	PRESENTASJON AV OMGRUPPERT OG JUSTERT FINANSREGNSKAP FOR GRIEG SEAFOOD	94
5.8	OMGRUPPERING OG JUSTERING AV FINANSREGNSKAP FOR BRANSJEN.....	96
5.9	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLANALYSE	98
6.	RISIKOANALYSE	100
6.1	LIKVIDITETSANALYSE	100
6.1.1	Likviditetsgrad 1	100
6.1.2	Likviditetsgrad 2	101
6.1.3	Finansiell gjeldsdekning.....	102
6.1.4	Likviditetsgrad 3	103

6.1.5	<i>Rentedekningsgrad</i>	105
6.2	SOLIDITETSANALYSE	106
6.2.1	<i>Egenkapitalandel</i>	106
6.2.2	<i>Gjeldsgrad</i>	107
6.2.3	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	108
6.2.4	<i>Opptjent egenkapitalgrad</i>	109
6.3	SYNTETISK RATING	110
6.4	OPPSUMMERING RISIKOANALYSE	112
7.	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	113
7.1	VEKTET GJENNOMSNTTLIG AVKASTNINGSKRAV – WACC	113
7.1.1	<i>Kapitalverdimodellen (CAPM)</i>	114
7.2	JUSTERING AV WACC OG CAPM.....	116
7.3	KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET	118
7.3.1	<i>Kredittrisiko</i>	118
7.3.2	<i>Egenkapitalbeta</i>	118
7.3.3	<i>Risikofri rente</i>	120
7.3.4	<i>Risikopremien til markedet</i>	121
7.3.5	<i>Illikviditetspremie</i>	121
7.4	FINANSIELLE KRAV	122
7.4.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	122
7.4.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	124
7.4.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	126
7.4.4	<i>Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta</i>	127
7.5	EGENKAPITAL, MINORITET OG SELSKAPSKRAV	128
7.6	OPPSUMMERING AV HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	130
8.	LØNNSOMHETSANALYSE	131
8.1	EBIT-MARGIN	131
8.2	OMLØPET TIL NETTO DRIFTSKAPITAL/OMLØPSHASTIGHET	133
8.3	NETTO DRIFTSRENTABILITET.....	134
8.4	EGENKAPITALRENTABILITET	135

8.5	STRATEGISK FORDEL	136
8.5.1	<i>Driftsfordel</i>	137
8.5.2	<i>Finansieringsfordel</i>	140
8.6	OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL	141
8.7	OPPSUMMERING LØNNSOMHETSANALYSE.....	141
9.	FREMTIDSREGNSKAP.....	143
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	143
9.2	VALG AV BUDSJETTHORISONT T OG BUDSJETTPUNKTER	144
9.3	VALG AV DETALJNIVÅ	145
9.4	VALG AV FRAMSKRIVING FOR BUDSJETTDRIVERNE	145
9.5	RAMMEVERK FOR BUDSJETTERING	146
9.5.1	<i>Steg 1 Budsjetterte driftsinntekter</i>	146
9.5.2	<i>Steg 2 Budsjettert netto driftseiendeler</i>	151
9.5.3	<i>Steg 3 Budsjettert netto driftsresultat</i>	153
9.5.4	<i>Steg 4 Budsjettert netto finansiell gjeld</i>	156
9.5.5	<i>Steg 5 Budsjetterte netto finanskostnader</i>	161
9.6	PRESENTASJON AV FREMTIDSREGNSKAP	162
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	164
10.1	KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITETSKRAV	164
10.1.1	<i>Estimat av risikofri rente</i>	164
10.1.2	<i>Egenkapitalbeta</i>	165
10.1.3	<i>Markedsrisikopremie</i>	165
10.1.4	<i>Ekstra illikviditetspremie</i>	165
10.1.5	<i>Estimert egenkapitalkrav</i>	165
10.2	FINANSIELLE KRAV	166
10.2.1	<i>Syntetisk framtdsrating</i>	166
10.2.2	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	166
10.2.3	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	167
10.2.4	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	168
10.3	SELKAPSKRAV	169

10.4	STRATEGISK FORDEL.....	170
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	171
11.1	UTBYTTEMODELLEN	171
11.2	DISKONTERTE KONTANTSTRØMMODELLER	172
11.2.1	<i>Selskapsverdi</i>	172
11.2.2	<i>Egenkapitalverdimetoden</i>	174
11.3	ESTIMAT VED BRUK AV FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	175
11.4	ANALYSE AV USIKKERHET I ESTIMATET	176
11.4.1	<i>Simuleringsanalyse</i>	176
11.5	OPPSUMMERING	184
12.	SUPPLERENDE VERDSETTELSE.....	186
12.1	KOMPARATIV VERDSETTELSE (MULTIPPELVURDERINGER)	186
12.1.1	<i>Pris/bok-multippel</i>	187
12.1.2	<i>Pris/fortjeneste-multippel</i>	187
12.1.3	<i>EV/EBITDA-multippel</i>	188
12.1.4	<i>EV/EBIT-multippel</i>	189
12.1.5	<i>EV/Kg-multippel</i>	190
12.2	KOMPARATIVT VERDIESTIMAT	191
13.	KONKLUSJON, ENDELIG ESTIMAT OG HANDLINGSSTRATEGI	192
13.1	OPPSUMMERING AV ANALYSEN	192
13.2	ENDELIG ESTIMAT.....	193
13.3	HANDLINGSSTRATEGI	193
13.3.1	<i>Sentiment</i>	194
	REFERANSER.....	195
	FORMELLISTE.....	204
	TABELLISTE.....	207
	FIGURLISTE	212

1. Innledning

Dette kapittelet vil ta for seg formålet med vår oppgave og hvilken problemstilling som oppgaven bygger på. Vi vil også gå nærmere inn på hvilke avgrensinger og begrensinger som knytter seg til oppgaven. Til slutt vil vi presentere oppgavens struktur.

1.1 Formål

Formålet med masterutredningen er å utføre en verdsettelse av oppdrettsselskapet Grieg Seafood ASA som er børsnotert på Oslo Børs. Verdsettelsen vil i hovedsak bestå av en fundamental analyse. Som et tiltak for å håndtere usikkerhet rundt vårt estimat ved bruk av fundamental analyse vil vi supplere med komparativ verdsettelse. Basert på endelig estimat av aksjen til Grieg Seafood den 30.11.2021 vil vi komme med en anbefaling for en investor der valgene er: kjøp, hold, eller selg.

1.2 Problemstilling

Vår hovedproblemstilling som vi skal undersøke er:

«Hva er den fundamentale verdien av aksjen til Grieg Seafood ASA den 30.11.2021?»

Ved bruk av hovedproblemstillingen har vi også følgende underproblemstilling som vi vil svare på:

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

1.3 Avgrensninger og begrensninger

Vi velger å benytte oss av kun fundamental og komparativ verdsettelse. En avgrensning med vår oppgave er at vi ikke benytter oss av opsjonsbasert verdsettelse av Grieg Seafood. Det er viktig å påpeke at på grunn av tiden vi har for vår oppgave så inkluderte vi bare tre konkurrenter av Grieg Seafood for å sammenligne med. Det er omfattende og tidskrevende å samle inn informasjon om alle selskapene i bransjen, for deretter å omgruppere finansregnskapet for alle sammen. Vi vil heller fokusere skikkelig på de komparative

selskapene vi valgte ut slik at vi får god innsikt om selskapene og underliggende økonomiske forhold. Vi fastsatte at verdsettelsestidspunktet ble den 30.11.2021. En viktig avgrensning og begrensning her er at vi har skrevet ting i oppgaven som vil ha endret seg noe, men dette har vi tatt hensyn til så godt det lar seg gjøre. All informasjon vi bruker er offentlig og vi har ikke hatt noe tilgang til informasjon om selskapene som kunne endret vår verdsettelse. Vi mener fremdeles at informasjonen som er tilgjengelig er god nok for vår analyse. Vi har også valgt å gjennomføre trailing av årsregnskapet for 2021. Det betyr at vi estimerer et årsregnskap for 2021 fordi vi ikke har hatt tilgang til rapportert årsregnskap for hele innværende år. Da denne oppgaven ble utarbeidet hadde vi bare tilgang til regnskapstall for de tre første kvartalene i 2021. Vi har derfor brukt regnskapstallene fra 4. kvartal 2020 til å estimere regnskapstallene for 4. kvartal 2021. Vi har altså valgt å bruke historisk estimat som beste estimat for fremtiden, som nødvendigvis ikke er gunstig. Dette vil bli diskutert nærmere i kapittel 5.4.

1.4 Oppgavens oppbygging

Vi vil starte med å gi en introduksjon av Grieg Seafood i kapittel 2. Videre i kapittelet vil vi presentere bransjen som selskapet operer i, der vi ser på hvordan det er å drive med fiskeoppdrett, miljøkonsekvenser, framtidsutsikter i Norge, historien til bransjen og markedsstruktur. Det vil også bli en kort presentasjon av komparative selskaper og hvorfor vi har valgt disse som sammenlignbare for Grieg Seafood. Kapittel 3 omfatter teorien vi benytter oss av for å kunne gjennomføre en fundamental og komparativ verdsettelse av Grieg Seafood.

Videre vil utføre en strategisk regnskapsanalyse av Grieg Seafood som strekker seg fra kapittel 4 til kapittel 8. Kapittel 4 består av en strategisk analyse av Grieg Seafood og bransjen. I den strategiske analysen blir det gjennomført en ekstern analyse og en intern analyse. Den eksterne analysen setter søkelys på oppdrettsbransjen, mens den interne analysen omhandler Grieg Seafood og om selskapet innehar spesifikke ressursfordeler i forhold til sine konkurrenter. I kapittel 5 vil det bli foretatt en regnskapsanalyse hvor det blir gjennomført en omgruppering av finansregnskapet til Grieg Seafood og de komparative selskapene. Kapittel 5 danner grunnlaget for kapittel 6, 7 og 8. Kapittel 6 omhandler risikoanalysen der vi analyserer likviditeten og soliditeten til Grieg Seafood i forhold til sine konkurrenter. I kapittel 7 beregner vi historiske avkastningskrav for Grieg Seafood i analyseperioden. I kapittel 8 blir det foretatt en analyse av Grieg Seafood sin historiske lønnsomhet.

Etter vi har gjennomført den strategiske regnskapsanalysen vil vi bruke innsikten som vi har fått til å predikere den finansielle situasjonen til Grieg Seafood. I kapittel 9 presenterer vi vårt fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm for selskapet. Det vil også bli gjennomgått de forutsetningene vi har tatt knyttet til budsjettthorisont og de viktigste budsjettdriverne for Grieg Seafood. Kapittel 10 vil ta for seg budsjettering av fremtidskravene for selskapet.

I kapittel 11 blir det foretatt en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood. Det blir også gjennomført en Monte Carlo-simulering – ved hjelp av Excel-verktøyet Crystal Ball – for å analysere usikkerheten knyttet til vårt verdiestimat. Kapittel 12 består av en supplerende verdsettelse hvor vi estimerer en verdi på Grieg Seafood ved bruk av komparativ verdsettelse. Kapittel 13 omhandler konklusjon, endelig estimat og handlingsstrategi som er basert på vårt endelige estimat av aksjen til Grieg Seafood den 30.11.2021.

2. Presentasjon av selskapet og bransjen

Dette kapittelet vil gi en presentasjon av Grieg Seafood ASA og de ulike datterselskapene. Deretter vil vi presentere bransjen selskapet operer i, der vi blant annet ser på hvordan fiskeoppdrett drives, miljøkonsekvenser ved oppdrett, framtidsutsiktene for bransjen, historien til bransjen og markedsstruktur. Vi vil også gi et raskt overblikk over ulike markedsforhold som er relevante for bransjen. Makroforhold som er relevante for bransjen blir grundigere gjennomgått i den strategiske analysen. Til slutt vil vi også gi en introduksjon av komparative selskaper som vi har valgt ut.

2.1 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood er en av verdens ledende oppdrettsselskaper og har spesialisert seg på atlantisk laks. Kjernevirksomheten er i hovedsak sjøvannsoppdrett. Grieg Seafood operer i hele prosessen – fra stamfiskdrift til høsting av ferdig utvokst laks (Grieg Seafood ASA, 2021a). Stamfisk vil si at kjønnsmoden fisk blir brukt til å produsere rogn og melke med forbedret og spesifikke egenskaper, som for eksempel sterk helse eller forbyggende mot lus og sjukdommer (Grieg Seafood ASA, 2021a). Deretter blir eggene plassert i RAS-anlegg (ferskvannsanlegg) hvor de klekkes og hvor fisken tilbringer tid til den blir moden nok til å settes ut i saltvann. Denne prosessen kalles for smoltifisering. Laksen blir til slutt høstet når de blir store nok – rundt 4-5kg. Grieg Seafood opprettet også nylig en integrert salgs- og markedsorganisasjon som har ansvar for salg og distribusjon av laksen (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 125).

Grieg Seafood ble børsnotert på Oslo Børs i 2007 (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 8) og har en markedsverdi på 8 985 millioner kroner. Hovedkontoret ligger i Bergen. Selskapet har mer enn 1 000 mennesker som arbeider for selskapet i deres regioner. Grieg Seafood er et av verdens ledende lakseoppdrettsselskaper med mål på å slakte 130 000 tonn laks innen 2025 (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 21). Selskapet er en del av et globalt laksemarked og leverte 2,6% av det globale volumet av atlantisk laks som ble høstet i 2020 (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 63). Høstevolumet for Grieg Seafood i 2020 var på 86 847 tonn. I løpet av de neste årene vil selskapet utvikle seg fra å bare være en leverandør av oppdrettslaks til å bli en innovasjonspartner for utvalgte kunder (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 10). Grieg Seafood anskaffet ytterligere produksjonskapasitet i Norge gjennom trafikklyssystemet: 647 tonn i Rogaland og 259 tonn i Finnmark (Grieg Seafood ASA, 2021, s. 24).

I dag operer Grieg Seafood med oppdrettsanlegg i Norge (Rogaland og Finnmark) og i Canada (British Columbia og Newfoundland). I flere år drev de også med oppdrettsvirksomhet på Shetland i Skottland. November 2020 ble det annonsert at selskapet skulle avvikle driften sin i dette området (Grieg Seafood ASA, 2021a). Tidligere i år, juni 2021, inngikk Grieg Seafood en avtale med Scottish Sea Farms om salg av disse eiendelen – hvor transaksjonen er forventet å være gjennomført innen 4. kvartal 2021 (Grieg Seafood ASA, 2021d). Det kommer frem fra årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 25) at selskapets norske og kanadiske regioner har det største biologiske potensialet og er også i nærheten av deres viktigste markeder – henholdsvis Europa og USA. Etter salget av Grieg Seafood Shetland AS, består Grieg Seafood ASA av fire datterselskap:

Grieg Seafood Rogaland AS

Grieg Seafood Rogaland ble opprettet i 1998 (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 8), og holder til i Rogaland på vestkysten av Norge. Av totalt slaktevolum i 2020 (ekskludert Shetland) bidro Grieg Seafood Rogaland med 32% av andelen. Antall tonn av slaktet fisk var på 23 043 i 2020, og målet er å øke til 35 000 tonn i 2025 (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 138). Grieg Seafood Rogaland er det eneste datterselskapet som operer med egen stamfisk aktivitet.

Grieg Seafood Finnmark AS

Grieg Seafood fusjonerte sammen med Volden Group og opprettet Grieg Seafood Finnmark i 2006 (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 8). De holder til i den nordligste delen av Norge – Troms og Finnmark. I 2020 bidro Grieg Seafood Finnmark med største andelen av totalt slaktevolum, med 38%. Antall tonn var på 26 919 i 2020 og målet er 45 000 tonn innen 2025 (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 144).

Grieg Seafood British Columbia AS

I 2001 kjøpte Grieg Seafood opp Scandic Marine Ltd. i British Columbia som førte til opprettelsen av Grieg Seafood British Columbia (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 8). British Columbia ligger på vestsiden av Canada. 32% av totalt slaktevolum i 2020 for Grieg Seafood ASA kommer fra denne virksomheten. Det ble slaktet 21 181 tonn det året og målet er å slakte 35 000 tonn innen 2025 (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 150).

Grieg Seafood Newfoundland AS

I 2020 valgte Grieg Seafood å opprette en ny virksomhet i Newfoundland i Øst-Canada, som de vil bygge opp ved å bruke beste industrielle praksis for bærekraftig oppdrett. Fra årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 24) fremkommer det at denne regionen vil avle minst 15 000 tonn i 2025, og har et langsiktig avlingspotensial på minst 45 000 tonn. Første parti med egg ble levert i juli 2020. Selskapet forventet at overføring av smolt til sjøen ville skje i sommeren 2021, med første innhøsting i 2022 (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 155). Gjennom en rutinemessig prøvetakning tidligere i år (sommeren 2021) var det en laks som ga mistenkelig påvisning av infeksjøs lakseanemi (ILA). ILA er en virussykdom hos laks som både er alvorlig og smittsom (Veterinærinstituttet, u.å.). Det ble gjort 295 tilleggsprøver, men det ble ikke oppdaget noe mer av viruset. Likevel valgte Grieg Seafood å være forsiktige ved å ikke ta risikoen på å introdusere viruset til miljøet (Grieg Seafood ASA, 2021d, s. 37). Derfor er forventet første overføring av smolt til sjøen utsatt med nesten et år til våren 2022. Første innhøsting er forventet å bli gjennomført ved årsskifte 2023/2024.

2.2 Presentasjon av bransjen

Fiskeoppdrett er å fø opp fisk i fangenskap (Misund, 2021). Fra artikkelen til Misund (2021) fremkommer det at Norge har en stor oppdrettsnæring med en årlig omsetning på mer enn 65 milliarder kroner og det er laks som utgjør mesteparten av dette. Norge er den desidert største produsenten av oppdrettslaks i verden.

Hvordan drives fiskeoppdrett?

Oppdrett av fisk omfatter tre faser i livssyklusen til fisken (Misund, 2021). Den første fasen for oppdrett av fisk omhandler stamfiskproduksjon som vil si at her bringes laksen frem til kjønnsmodning. Rogn fra hunnfisk og melke (hannfiskens sperm) samles fra gytemoden stamfisk, og rognkornene blir befruktet ved at rogn og melke blandes (Misund, 2021).

Den andre fasen er at fisken etter klekking blir til yngel (avkom av dyr). Ifølge Misund (2021) så er «formålet med yngelproduksjon å bringe fisken frem til en viss størrelse eller biologisk tilstand.» Denne fasen er over når laksen har gått gjennom en endring som gjør at den kan tåle saltvann (Misund, 2021). I den siste fasen blir det produsert mat til fisken. I denne fasen så går det ut på å føre opp fisken slik at fisken kan selges til kunder ettersom den blir til riktig størrelse.

Miljøkonsekvenser

På grunn av høy fiskedødelighet og mistriksel, og næringens påvirkning på miljøet har oppdrettsbransjen fått mye kritikk fra miljø- og dyrevernorganisasjoner. Ifølge Misund (2021) så er det spesielt ødeleggelse av økosystemer, bruk av antibiotika, bruk av ikke bærekraftige ingredienser i fiskefôr og utslipp til miljøet som miljøorganisasjonene er bekymret for. For oppdrettsbransjen i Norge så er det rømning og lakselus som er de største miljøutfordringene bransjen har. Rømt laks beveger seg i de samme elvene som villaksen og gyter der, og forskere er bekymret for at dette vil påvirke genmaterialet i villaksen på en negativ måte (Misund, 2021). Lakselus er et betydelig problem i lakseoppdrett. Det er en bekymring blant forskere om at lakselus fra oppdrett vil spre seg til laksesmolt som vandrer ut fra lakseelvene og går gjennom de samme kyst- og fjordsystemene hvor det drives laksefisk (Misund, 2021). Lakselus er et betydelig problem for oppdrettere og de må bruke mye tid og penger på behandling og forebygging av lakselus. Lakselus koster oppdrettsbransjen omkring 5-10 milliarder kroner per år (Misund, 2021).

Ifølge Misund (2021) så kan det i områder med dårlig vannutskiftning føre til biologiske og kjemiske endringer i bunnforholdene. Videre fra samme artikkel fremkommer det at i dag blir 90 prosent av lokalitetene kategorisert som gode og sju prosent av oppdrettslokalitetene blir beskrevet som dårlige. Hvis det er dårlig miljøtilstand kan Fiskeridirektoratet og fylkesmannens miljøvernavdeling fatte vedtak om brakklegging inntil lokalitetens miljøstand blir god (Misund, 2021). Hvis en sammenligner med annen kjøttproduksjon så har fiskeoppdrett et lavere utslipp som er mer gunstig for klimaet. Dette vil vi gå grundigere inn på i den strategiske analysen i kapittel 4.

Framtidsutsikter i Norge

Politikerne i Norge ønsker en mangedobling av næringen innen 2030 og 2050, men at veksten skjer på en bærekraftig måte (Misund, 2021). For at bransjen skal kunne vokse i fremtiden er de avhengig av de utfordringene bransjen har knyttet til miljø og fiskehelse blir tatt på alvor. Oppdrettere investerer derfor i ny teknologi for å redusere miljøavtrykket og at de kan bruke nye geografiske områder til oppdrett (Misund, 2021). Eksempler på dette er offshoreanlegg, semi-lukkede anlegg i sjø, lukkede anlegg i sjø, og landbaserte oppdrettsanlegg (Misund, 2021). Dette vil bli gått grundigere inn på i den strategiske analysen i kapittel 4.

Disse utfordringene knyttet til biologi, miljø og teknologi er også en mulighet for Norge å opprettholde og styrke sin ledende posisjon i havbruk og øke framtidig verdiskaping for

fiskeoppdrett. Andre land som ikke har en like sterk kunnskapsbase som Norge og like gode rammebetingelser vil ha vansker med å ta igjen Norges forsprang (Blomgren et al., 2019, s. 6). For at dette skal skje må bransjen ha gode politiske rammebetingelser. Hvordan politikken påvirker bransjen vil bli gått grundigere innpå i den strategiske analysen (kapittel 4).

Historien til oppdrettsbransjen

På 1960- og 1970-tallet ble det eksperimentert med ulike laksefiskarter, ernæring og oppdrettsteknologi, og på slutten av 1960-tallet satt brødrene Ove og Sivert Grøntvedt ut den første laksesmolten i sjø (Misund, 2021). I 1971 så ble den første oppdrettslaksen slaktet. Dette første pionerarbeidet av brødrene Grøntvedt la grunnlaget for moderne fiskeoppdrett i Norge (Misund, 2021). Det at Norge hadde sin lange, skjermete kyst med gode temperatur- og strømforhold åpnet et enormt ekspansjonsrom (Hovland et al., u.å.). I oppbyggingsfasen ble laksen viktigst på grunn av at den var enklere å markedsføre, ga bedre pris og gjorde dermed bransjen sterkere økonomisk (Hovland et al., u.å.). Fra 1973 ble det innført at det var obligatorisk med konsesjon for etablering av nye anlegg (Hovland et al., u.å.). Laksen dominerte i merdene og den fikk en solid markedsposisjon i Europa og USA.

Fra 1992 til 2009 var veksten enorm – fra 131 000 til 962 000 tonn (Hovland et al., u.å.). Laksen fortsatte å dominere selv om det foregikk stor innsats for å fremme nye arter gjennom oppdrett. Produktivitetsforbedringer var i hovedsak årsaken til den økte veksten. Hovland et al (u.å.) hevder at det litt varierende forholdet mellom Norge og EU gjorde at produksjonsveksten ble bremsset, blant annet gjennom fôrkvoter (1996-2005).

Markedsstruktur

Ifølge Misund (2021) var det i 1990 nesten 1000 oppdrettsselskaper i Norge, mens i dag er tallet rundt 150. De ti største oppdretterne i Norge står for omtrent 70 prosent av lakseproduksjonen i Norge (Misund, 2021). Lakseoppdrettsnæringen har vært gjennom en konsolideringsperiode i løpet av de siste tiårene som forventes å fortsette fremover. Fra Mowi sin rapport (2021b, s. 49) fremkommer det at det er ca. 120 selskaper som eier kommersielle lisenser for laks og ørret i Norge. Den totale forsyningen produseres av rundt 90 selskaper der det enten er direkte eller gjennom datterselskaper (Mowi ASA, 2021b, s. 49).

2.3 Markedsforhold

I dette delkapittelet vil vi gå gjennom de ulike markedsforholdene som er relevante for oppdrettsbransjen og Grieg Seafood: lakseprisen, kostnader og internasjonal handel.

2.3.1 Laksepris

Lakseprisen er svært syklisk. Figur 2-1 viser hvordan historisk utviklingen har vært for lakseprisen i perioden 2006-2021.



Figur 2-1 Historisk utvikling for lakseprisen fra 2006-2021 (Fishpool, 2021)

Her ser vi at lakseprisen har vært veldig volatil de seneste årene. I perioden 2006-2015 svinget prisen mellom 20-50 NOK/kg. I 2016 brøt lakseprisen grensen på 50 NOK/kg og nådde på det høyeste en pris på 80 NOK/kg. Fra 2016 og frem til i dag har den lagt seg på et nytt intervall fra 40-80 NOK/kg hvor den flere ganger har vært oppe og møtt motstand på 80 NOK/kg. I dag ligger lakseprisen på rundt 55 NOK/kg.

Volatiliteten i lakseprisen er noe aktørene i bransjen må ta stilling til ettersom vi kan se at den har endret seg markant de siste årene. På kort sikt er produksjonsnivået vanskelig og kostbart å justere ettersom produksjonssyklusen er tre år lang (Mowi ASA, 2021b, s. 45). Det betyr at på kort sikt er det leverte antallet svært uelastisk, mens etterspørselen varierer etter sesongen. Dette er den viktigste årsaken til prisvolatiliteten i markedet. Fra rapporten (Mowi ASA, 2021b, s. 45) kommer det frem at faktorer som påvirker lakseprisen er:

- Forsyning (absolutte og sesongmessige variasjoner)

- Etterspørsel (absolutte og sesongmessige variasjoner)
- Globalisering av markedet (arbitrasjemuligheter mellom regionale markeder)
- Tilstedeværelse av salgskontrakter som reduserer antall tilgjengelig for spotmarkedet
- Fleksibilitet i markedskanaler
- Kvalitet
- Sykdomsutbrudd
- Matfrykt (hvis det kommer ut at et land dropper import av norsk laks kan dette påvirke prisen)

2.3.2 Kostnader

Produksjonskostnadene for bransjen er over tid redusert og produktiviteten er økt på grunn av ny teknologi og forbedrede teknikker (Mowi ASA, 2021b, s. 59). Fra rapporten til Mowi (2021b, s. 59) fremkommer det at i de siste årene har kostnadene hatt en økende trend grunnet flere faktorer som for eksempel, økende fôrkostnader, biologiske kostnader og strengere overholdelse av forskrifter. Vi vil nå se på kostnadsstrukturen og hvilke kostnader som er de mest relevante.

Fôr

Som i all dyreproduksjon så er det fôr som utgjør mesteparten av den totale kostnaden. Variasjonen i kostnader mellom land er basert på noe ulike innspill til fôr, logistikk og fôrkonverteringsforholdet (Mowi ASA, 2021b, s. 60).

Smolt

Atlantisk laksemolt produseres i stor grad på landbaserte klekkerier der det enten er i gjennomstrømnings- eller RAS-systemer. Kostnaden per kilo øker etter hvert som oppdretterne øker størrelsen på smolten i klekkeriet før den slippes til sjøs. Kostnaden forventes å bli motregnet av kortere tid i sjø, mindre lusebehandling etc. (Mowi ASA, 2021b, s. 60).

Lønnskostnader

Lakseproduksjon er en kapitalintensiv industri. Av de totale kostnadene utgjør lønnskostnader en mindre del. Arbeidskostnadene økte imidlertid i perioden 2014-2017, blant annet på grunn av økt sysselsetting i forhold til lusespørsmål og ifølge Mowi (2021b, s. 60) har den vært stabil de siste årene.

Innhøsting/pakking/brønnbåt

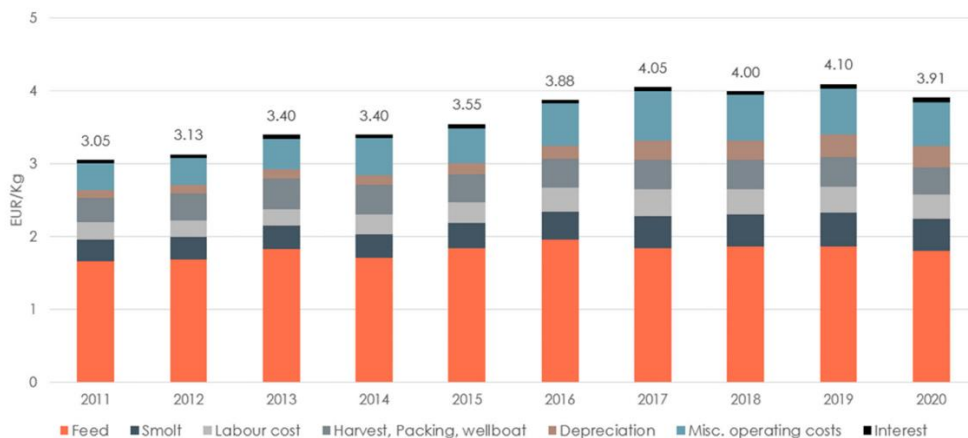
Kostnader knyttet til transport av levende fisk, slakting, prosessering og pakking er alle sterkt avhengig av mengde, logistikk og automatisering (Mowi ASA, 2021b, s. 60).

Avskrivninger

Industrien investerer tungt i ny teknologi og automatisering, men også i utstyr som brukes til å behandle lus, noe som igjen fører til høyere avskrivningskostnader (Mowi ASA, 2021b, s. 60).

Diverse driftskostnader

Andre kostnader inkluderer direkte og indirekte kostnader, administrasjon, forsikring, biologiske kostnader (unntatt dødelighet), etc. (Mowi ASA, 2021b, s. 60).



Figur 2-2 Kostnadsutvikling oppdrettsbransjen (Mowi, 2020, s. 60)

2.3.3 Internasjonal handel

De desidert største markedene for atlantisk laks er EU+UK og USA (Mowi ASA, 2021b, s. 41). 45 % av etterspørselen i markedet kommer fra EU, mens 21% er fra USA (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 124). Fra rapporten (Mowi ASA, 2021b, s. 41) fremkommer det at etter Russland innførte importforbud mot norsk laks i 2014, gikk det russiske markedet betydelig ned. Fremvoksende markeder som Brasil og Asia har vokst betydelig de siste årene i forhold til de mer tradisjonelle markedene. I gjennomsnitt har forbruket av atlantisk laks økt med 6% på alle markeder de siste 10 årene (Mowi ASA, 2021b, s. 41).

2.4 Komparative selskaper

I dette delkapittelet vil vi presentere tre ulike selskaper som vi anser som konkurrenter og sammenlignbare for Grieg Seafood. De vi har valgt ut er: Mowi ASA, Lerøy Seafood Group og SalMar ASA.

2.4.1 Mowi ASA

Mowi ASA er et av verdens største sjømatelskaper og verdens største produsent av atlantisk laks (Mowi ASA, 2021a, s. 1). Av selskapets totale produksjon blir rundt halvparten produsert i Norge. Selskapet ble opprettet i 1964, og har opplevd en fremragende vekst siden den gang. Mowi har opprettholdt sin ledende posisjon i næringen gjennom å vokse organisk og som følge av fusjoner og oppkjøp (Mowi, u.å.). Mowi ble børsnotert i 1997 og har nå en markedsverdi på 106 628 millioner kroner.

Fra årsrapporten (Mowi ASA, 2021a, s. 1) fremkommer det at selskapet har en fullt integrert verdikjede fra rogn til tallerken, og produserer sitt eget miljøvennlige fôr spesielt designet for Mowi sin laksestamme. Selskapet er rangert som nummer 1 både på markedsverdi og bærekraft (Mowi ASA, 2021a, s. 1). Ifølge selskapet selv så ser de på forskning og utvikling som en integrert del på tvers av verdikjeden deres, noe som differensierer dem i bransjen. Mowi har den største dedikerte forsknings/ og tekniske enheten i lakseoppdrettsnæringen (Mowi ASA, 2021a, s. 130). Det er ingen tvil om at Mowi er interessert i å utvikle seg og komme med nye muligheter for næringen for å løfte bransjen.

2.4.2 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group kan spore sine aktiviteter tilbake til slutten av 1800-tallet, da fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen slepte fisk i fiskekister etter robåten sin fra Lerøy til fisketorget i Bergen (Lerøy Seafood Group ASA, 2021, s. 9-10). Selskapet ble notert på Oslo Børs i 2002 og har en markedsverdi på 38 074 millioner kroner. Fra årsrapporten (Lerøy Seafood Group ASA, 2021, s. 9-10) fremkommer det at god kapitaltilgang – sammen med kompetanse – har vært kritiske faktorer for å utvikle konsernet fra å være en grossist til å bli det globale sjømatkonsernet det er i dag. En viktig del av selskapet sin strategi er å være en helintegrert leverandør av selskapets hovedprodukter (Lerøy Seafood Group ASA, 2021, s. 23-24). Lerøy operer i alle deler av produksjonen av laks og ørret, fangst og prosessering av hvitfisk og skalldyr (Lerøy Seafood ASA, 2021, s. 23-24). Fra årsrapporten til Lerøy (Lerøy

Seafood Group ASA, 2021, s. 25-26) fremkommer det at selskapet har den ambisiøse visjonen om å bli den ledende og mest lønnsomme leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat.

2.4.3 SalMar ASA

SalMar ASA ble etablert i 1991 og dette ble starten på en betydelig strukturendring i norsk oppdrettsnæring, som også etter hvert har ført til en betydelig industriell utvikling (SalMar ASA, 2021, s. 9). Siden starten i 1991 har selskapet utviklet seg til å bli et fullt ut vertikalt integrert oppdrettskonsern, med egen produksjon som strekker seg fra rogn/stamfisk til salg av ferdig vare (SalMar ASA, u.å.) SalMar gikk fra å være et selskap med bare en konsesjon for oppdrett av laks i Norge, til å bli et internasjonalt konsern med oppdrettsaktivitet i Norge, Island og Skottland, og salgskontorer i Asia (Salmar ASA, u.å.). I 2007 ble SalMar børsnotert og har en markedsverdi på 67 534 millioner kroner.

Fra årsrapporten (SalMar ASA, 2021, s. 11) fremkommer det at etablering av lakseoppdrett i eksponerte og havbaserte områder er en viktig del av SalMars strategi for å sikre bærekraftig vekst. SalMar startet opp med verdens første havmerd som ble kalt Ocean Farm 1. Ocean Farm 1 er verdens første offshore oppdrettsanlegg. SalMar sin havsatsing er stor og neste steget er Smart Fish Farm, som planlegges etablert i åpent hav på Norskehavet (SalMar ASA, 2021, s. 12). Ifølge årsrapporten til SalMar (2021, s. 12) så har selskapet gjennomført analyser som viser at havbasert akvakultur vil ha betydelige ringvirkninger i form av samfunnsmessig verdiskapning og sysselsetting, også på land i Norge. Dette kommer vi mer detaljert inn på i kapittel 4 gjennom strategisk analyse.

2.4.4 Begrunnelse for valg av komparative selskaper

Vi har valgt disse tre selskapene som komparative selskaper fordi vi anser disse som sammenlignbare for Grieg Seafood. En annen faktor er at selskapene har vært notert på Oslo Børs i flere år som gir oss tilgang til års- og kvartalsrapporter for analyseperioden vår. Nedenfor vil vi gå dypere inn på hvorfor vi mener selskapene er komparative.

Mowi er det største oppdrettsselskapet notert på Oslo Børs og er nesten 12 ganger større enn Grieg Seafood basert på markedsverdi. Uansett om Mowi er et mye større selskap enn Grieg Seafood anser vi fortsatt selskapene som sammenlignbare. Mowi har samme kjernevirksomhet som Grieg Seafood – sjøvannsoppdrett av atlantisk laks. Den største forskjellen fra virksomheten til Grieg Seafood er at Mowi produserer fôr til laksen på egenhånd. Ellers driver

også Mowi med avl, oppdrett og høsting, samt at de også har en egen salg- og markedsføringsorganisasjon (Mowi ASA, 2021a). Mowi operer med lakseoppdrett langs hele Norskekysten, samt British Columbia og Newfoundland i Canada. Dette er områder som Grieg Seafood også har oppdrettsvirksomhet i. Vi mener derfor at Mowi er et komparativt selskap for Grieg Seafood.

Selv om Lerøy Seafood operer i andre segmenter også – ørret, hvitfisk og skalldyr – er laksevirksomheten den største driveren av omsetningen (63,7%) (Lerøy Seafood Group ASA, 2021, s. 27). Selskapet har også helintegreerte verdikjeder (fra avl til slakt) for produksjon av laks. De har oppdrettsvirksomheter langs hele kysten av Norge – fra Sørvest-Norge helt opp til Nord-Norge. Lerøy Seafood har også et eget salg og distribusjons avdeling lignende den Grieg Seafood nylig opprettet. På bakgrunn av dette anser vi derfor Lerøy som en konkurrent og et sammenlignbart selskap for Grieg Seafood.

SalMar har også sjøvannsoppdrett som sin kjernevirksomhet (SalMar ASA, 2021), hvor de operer i alt fra avl til salg og distribusjon av laks. De har oppdrettsvirksomhet i Finnmark hvor også Grieg Seafood holder til. Med bakgrunn av dette mener vi derfor at SalMar er et komparativt selskap for Grieg Seafood.

3. Valg av verdsettelsesmetode/teknikk

Dette kapitlet vil ta for seg ulike verdsettelsesmetoder og vi vil presentere valget vårt for denne analysen. Vi vil se på fordeler og ulemper med de ulike metodene, og hva som påvirker hvilken verdsettelsesmetode som skal brukes. Det er tre hovedgrupper for verdsettelse som vi vil setter søkelys på: fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse.

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse bygger på utarbeiding av fremtidsregnskap (budsjett) og -krav, som igjen bygger på innsikt fra strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2021m). Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 29) så tar fundamental verdsettelse tilnærmingen utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap kan forventes å genere fremover. Verdien av selskapet er nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29). Ved bruk av denne tilnærmingen må man «1) lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer, 2) estimere et avkastningskrav og 3) diskontere kontantstrømmene tilbake til dagens verdi basert på avkastningskravet» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29). Formelen kan uttrykkes som følger:

$$Verdi = \frac{Kontantstrøm}{(1 + avkastningskrav)^{tid}}$$

Formel 3-1 Fundamental verdsettelse

Hvis kontantstrømmen er konstant, kan verdien beregnes ved bruk av Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29). Formelen kan uttrykkes som følger:

$$Verdi = \frac{Kontantstrøm}{(Avkastningskrav - vekstfaktor)}$$

Formel 3-2 Gordons Vekstformel

Vi vil nedenfor gå grundigere inn på fire forskjellige metoder knyttet til fundamental verdsettelse: utbyttmodellen, diskonterte kontantstrømmodeller, resultatbaserte modeller og superprofitt. Teori rundt avkastningskrav vil bli grundigere gjennomgått i kapittel 7

3.1.1 Utbyttmodellen

I utbyttmodellen trekkes finansposter, også opptak og nedbetaling av gjeld, inn i analysemodellen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 37). Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 37)

kan det forutsettes at fri kontantstrøm utbetales i sin helhet hvert år eller at en andel holdes tilbake. Ved bruk av utbyttmodellen må vi komme med estimater på fremtidig utbytte i selskapet og diskontere utbyttene med egenkapitalkravet. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$V0^{EQ} = \frac{D1}{(1 + r_{eq})} + \frac{D2}{(1 + r_{eq})^2} + \frac{D3}{(1 + r_{eq})^3} + \dots + \frac{Dn}{(1 + r_{eq})^n}$$

$V0^{EQ}$ = Verdi egenkapital i år 0, D = utbytte, r_{eq} = egenkapitalkravet, n = antall tidsperioder

Formel 3-3 Utbyttmodellen

Ved å anta at veksten i utbytte er konstant så kan dette forenkles basert på Gordons vekstformel. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$V0^{EQ} = \frac{D}{r_{eq} - g}$$

$V0^{EQ}$ = Verdi egenkapital i år 0, D = utbytte, r_{eq} = egenkapitalkravet, g = vekstraten

Formel 3-4 Gordons vekstformel

Rent intuitivt kan metoden virke fornuftig på grunn av at utbytte er den mest direkte formen for avkastning aksjonærer får. For selskaper som banker og andre finansinstitusjoner er denne måten den enkleste å regne ut verdien av selskapet på. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 38) så er årsaken til dette at metoden tar hensyn til at deler av overskuddet må holdes tilbake for å finansiere regulatoriske krav til egenkapitalen dersom selskapet vokser. Utbyttmodellen stoler ikke på noen forutsetninger og gir upartiske verdianslag (forutsatt prognoser med perfekt etterpåklokskap) (Plenborg et al., 2021, s. 340). Modellen ser attraktiv ut basert på verdiattributtene.

Metoden som blir brukt for å fastsette avkastningskravet, forutsetter en konstant gjeldsandel målt på markedsverdi (Kaldestad & Møller, 2016, s. 38). Denne forutsetningen er i praksis vanskelig å få til. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 38) er det upraktisk å operere med et avkastningskrav som varierer over tid, selv om det er mulig. Inkonsistente forutsetninger gjør det lett å verdsette finansielle eiendeler feil, og feilen kan bli betydelig. Kaldestad og Møller (2016, s. 38) mener at skal metoden brukes, vil det regelmessig være behov for svært lange prognoseperioder, ofte mye lengre enn ved andre kontantstrømmodeller der det er nok at selve driften er i en «stabil fase».

3.1.2 Diskonterte kontantstrømmodeller

Diskontert kontantstrøm metoden er fortsatt en favoritt blant praktikere og akademikere fordi den er avhengig av kontantstrømmen inn og ut av selskapet, i stedet for regnskapsbasert inntjening (Mckinsey & Company et al., 2020, s. 177). Den diskonterte kontantstrømmodellen kan spesifiseres på to måter. En tilnærming anslår selskapsverdien (Enterprise value) og en annen tilnærming anslår egenkapitalverdien (Plenborg et al., 2021, s. 341). I dette delkapittelet går vi gjennom begge tilnærmingene.

3.1.2.1 Selskapsverdimetoden

I henhold til den diskonterte kontantstrømmodellen bestemmes verdien av et firma av nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (Plenborg et al., 2021, s. 341). Fra Plenborg et al (2021, s. 341) sin bok fremkommer det at i tilfelle det er en uendelig kontantstrøm, kan den diskonterte kontantstrømmodellen spesifiseres som:

$$\text{Enterprise value} = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

FCFF = Free cash flow (after tax) to the firm in period t, WACC = totalavkastningskravet

Formel 3-5 Selskapsverdimetoden

Den diskonterte kontantstrømmodellen kan også bli spesifisert som en totrinnsmodell:

$$\text{Enterprise value} = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

FCFF = free cash flow (after tax) to the firm in period t, WACC = totalavkastningskravet, g = vekstrate

Formel 3-6 Selskapsverdimetoden med Gordons vekstformel

Som det kommer frem ovenfor, deler den den diskonterte kontantstrømmodellen mange av de samme egenskapene som utbyttmodellen. Derimot så estimerer den diskonterte kontantstrømmodellen som spesifisert ovenfor selskapsverdien i motsetning til markedsverdi på egenkapitalen (Plenborg et al., 2021, s. 341). Ifølge Plenborg et al (2021, s. 341) er det derfor nødvendig å trekke markedsverdien av netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien for å oppnå en estimert markedsverdi av egenkapitalen.

3.1.2.2 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden basere seg på fri kontantstrøm til egenkapitalen. Den diskonterte kontantstrømmodellen fra et aksjersperspektiv er spesifisert som:

$$\text{Market value of equity} = \sum \frac{FCFE_t}{(1 + re)^t}$$

FCFE_t = free cash to the equity in period t, re = egenkapitalkrav

Formel 3-7 Egenkapitalmetoden

Forutsettes det at veksten i fri kontantstrøm til egenkapitalen er konstant kan metoden forenkles basert på Gordons vekstformel. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$\text{Market value of equity} = \sum \frac{FCFE_t}{(1 + re)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{re - g} * \frac{1}{(1 + re)^n}$$

FCFE = free cash to the equity in time period t, re = egenkapitalkrav, g = vekstraten

Formel 3-8 Egenkapitalmetoden med Gordons vekstformel

3.1.3 Resultatbaserte modeller

Regnskapsmessig er det driftsresultat etter skatt som representerer avkastningen til sysselsatt kapital (Kaldestad & Møller, 2016, s. 39). Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 39) er det ofte ulike løsninger for å bevege seg fra et resultatmål til et kontantstrømestimat, alt fra å bruke driftsresultatet, via top-down modeller der det tas utgangspunkt i et resultat før avskrivninger til detaljerte bottom-up analyser av fremtidige kontantstrømmer. Dette er ikke ulike verdsettelsesmetoder, men kun forskjellige teknikker for å predikere fremtidige kontantstrømmer.

Varianten til Kaldestad og Møller (2016, s. 39) er å ta utgangspunkt i EBIT fratrukket skatt. Verdien av driften vil i dette tilfellet bli nåverdien av fremtidig EBIT (driftsresultat) fratrukket skatt på driftsresultatet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 39). Formelen kan uttrykkes som følger:

$$EV = \frac{EBIT_1 - skatt_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{EBIT_2 - skatt_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{EBIT_3 - skatt_3}{(1 + WACC)^3} + \dots + \frac{EBIT_n - skatt_n}{(1 + WACC)^n}$$

EV = Enterprise value, EBIT = earnings before interest and taxes, WACC = totalavkastningskrav, n = totalt antall år

Formel 3-9 Resultatbaserte modeller

Forutsetter vi konstant vekst i resultatet kan dette forenkles basert på Gordons vekstformel.

$$EV = \frac{EBIT - skatt}{WACC - g}$$

EBIT = earnings before interest and taxes, WACC = totalavkastningskrav, n = totalt antall år

Formel 3-10 Resultatbaserte modeller med Gordons vekstformel

En fordel med modellen er at driftsmargin (driftsresultat/driftsinntekter) er et nøkkeltall som kan følges over tid og som kan fungere som en rimelighetssjekk når vi sammenligner forventet utvikling fremover med historiske tall (Kaldestad & Møller, 2016, s. 40). En annen fordel med modellen er at regnskapsmessige resultater sammenstiller inntekter og kostnader, herunder avskrivninger, på en måte som representerer et rimelig estimat på fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 39). Det medfører at en unngår problemet som kapasitetsinvesteringer skaper, da disse negative kontantstrømmene ikke blir inkludert i resultatet.

En ulempe med modellen er at avskrivninger vil på grunn av inflasjon mest sannsynlig undervurdere fremtidige vedlikeholds investeringer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 40). Det er heller ikke slik at investeringer i arbeidskapital kommer frem. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 40) så er det også en ulempe at skjønnsmessige betraktninger og ikke oversiktlige regler for nedskrivninger og reversering av slike, kompliserer sammenhengen mellom avskrivninger og reinvesteringer enda mer. En annen ulempe er at økt bruk av markedsverdi kan gi mulig støy til modellen i form av tilfeldige verdiendringer som er regnskapsført under driftsresultat.

3.1.4 Superprofitt

Superprofitt er en verdsettelsesmodell som forsøker å ta hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 42). Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 42) så er metoden, sammen med Pris/Bok populær innenfor academia fordi den bygger bro mellom finans, strategi og regnskapsanalyse. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$EV = IC + \sum \frac{Ri_t}{(1 + avkastningskrav)^t}$$

EV = enterprise value, IC = investert kapital, Ri = superprofitt eller meravkastningen på investeringen

Formel 3-11 Superprofitt

Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 44) så er en fordel med modellen at den setter søkelys på de virkelige verdidriverne i et selskap, og illustrerer at verdien til slutt avhenger av følgende tre komponenter:

- Differanse mellom rentabilitet og kapitalkostnad
- Kapitalbase, vekst i kapitalbase

- Lengde på periode med superprofitt

En annen fordel med modellen er at den unngår en av de største svakhetene ved tradisjonelt resultatregnskap som er at resultat per aksje delvis ignorerer kapitalkostnaden til selskapet. Kaldestad og Møller (2016, s. 44) mener at resultat etter skatt ikke er et godt mål på om selskapet har skapt verdier en periode ettersom alternativkostnaden til egenkapitalen ikke er trukket fra.

«Selv om modellen har en robusthet overfor effekten av ulike regnskapsprinsipper, er den ikke upåvirkelig for ulik praksis for eksempel med hensyn til aktivering og utgiftsføring av immaterielle eiendeler, særlig dersom selskapet går fra en investerings- til en høstningsfase» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 44). Kaldestad og Møller (2016, s. 45) mener modellen passer bedre i tradisjonell og modne bransjer, og er generelt sett mindre relevant i selskaper der mesteparten av verdiene er immaterielle.

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en verdsettelsesteknikk der verdien på et selskap blir funnet ved å sammenligne med verdien på samme type selskap (Knivsflå, 2021p). Her må det samles inn verdier for andre sammenlignbare selskaper. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 30) gir den komparative verdsettelsen en verdi som ligger nærmest «salgsverdi»- definisjonen, ettersom den gir et estimat på hva selskapet kan selges for i dag. Hvis en finner sammenlignbare selskaper, er metoden enkel. Dette er i praksis vanskelig, og man må ofte nøye seg med grove sammenligninger. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 31) er det derfor ikke opplagt at selskapene skal prises på samme multipler.

Ifølge Knivsflå (2021p) så kan komparativ verdsettelse være en enklere og mindre kostbar verdsettingsteknikk enn fundamental verdsettelse – og blir derfor mye brukt i praksis. Det at modellen er enkel kan innebære at teknikken er mindre presis. Det kan føre til at teknikken krever en god del arbeid for å gjøre verdsettelsen komparativ.

En ulempe med komparativ verdsettelse er at den avhenger av sammenligningsgrunnlaget, dvs. valg av basis og komparative virksomheter. Dette innebærer at den som gjennomfører komparativ verdsettelse kan ha stor frihet til å påvirke verdiestimatet gjennom å sette søkelys på den multiplikatoren eller salgsverdien som gir «rett» verdi (Knivsflå, 2021p). En annen

ulempe ifølge Knivsflå (2021p) er at komparativ verdsettelse kan føre til for høy verdi i forhold til fundamentalverdien dersom stemningen i markedet er optimistisk – og for lav verdi dersom stemningen er pessimistisk. Det er også en ulempe at ressursfordeler ikke blir reflekterte ved komparativ verdsettelse ettersom komparativ verdsettelse fanger opp det som er unikt med selskapet i forhold til komparative selskap.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

«Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av tradisjonell fundamental verdsettelse med det mål å eksplisitt bygge inn verdien av fleksibilitet» (Knivsflå, 2021q). Formelen til opsjonsbasert verdsettelse er som følger:

$$VEK = VEK^* + \text{nåverdien av særlig fleksibilitet}$$

*VEK** = den statiske verdien av egenkapitalen basert på fundamental verdsettelse,
 nåverdien av særlig fleksibilitet = verdien av en eller flere realopsjoner i driften

Formel 3-12 Opsjonsbasert verdsettelse

«En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel innen eller på et gitt tidspunkt i fremtiden til en pris som er avtalt på forhånd» (Knivsflå, 2021q). Det er to typer underliggende eiendeler: finansiell opsjon og realopsjon. Finansiell opsjon er følgelig finansiell, mens realopsjon er driftsrelatert. Knivsflå (2021q) definerer realopsjon som «en opsjon knyttet til en realøkonomisk eiendel i motsetning til en finansiell opsjon som er knyttet til aksjer, indekser, valuta og andre verdipapir.»

3.4 Valg av metode

Valg av metode som egner seg best vil variere i forhold til hvilket selskap som skal verdsettes. Kaldestad og Møller (2016, s. 33) mener dette avhenger av: tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet. Vi vil nå gå grundigere gjennom det Kaldestad og Møller (2016) mener valg av metode avhenger av.

Tilgang på informasjon

«De ulike variantene av den inntjeningsbaserte tilnærmingen forutsetter prognoser om fremtiden» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). For å utarbeide dette trenges det data og dette

vil ofte være vanskelig tilgjengelig. Dette medfører at det må brukes fornuftige forutsetninger for å verdi estimere. Dette vil være en begrensning på valg av metode.

Tid til disposisjon

Selv om informasjonsgrunnlaget er der, er det likevel tidkrevende å bearbeide dette til anvendelige prognoser og å vurdere rimeligheten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). Hvis en har knapt med tid kan det føre til at en må gjøre estimater eller å benytte seg av andre teknikker for verdsettelse som multipelvurdering.

Krav til pålitelighet

Det kan av og til være godt nok med et grovt overslag over verdien. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 33) kan dette være tilfellet når selskapet som analyseres, utgjør en liten andel av den totale porteføljen, eller man er i en preliminær fase i prosjektanalysen og kun ønsker et grovt overslag på verdien.

Ifølge Knivsflå (2021a) så er vanligvis fundamental verdsettelse best, men det avhenger av at:

- Det er godt med fundamental informasjon om selskapet og bransjen. Dette vil være tilfellet for modne selskaper og bransjer
- Det ikke er særskilt fleksibilitet med stor verdi
- Det ikke er stor fare for avvikling

Opsjonsbasert verdsettelse er ofte best som et supplement til den fundamentale verdsettelsen og ifølge Knivsflå (2021a) gjelder dette spesielt ved:

- Tidlig eller sent i livssyklusen dersom det er spesiell fleksibilitet knyttet til ekspansjon eller avvikling
- I den modne fasen dersom det er særlig fleksibilitet av stor verdi

Komparativ verdsettelse er ofte brukt i praksis. Ifølge Knivsflå (2021a) bør den bare være hovedteknikk når:

- Det er lite fundamental informasjon om selskapet, men godt med komparative bransjeselskap
- Det ikke foreligger spesielle selskapsfordeler.

3.4.1 Endelig valg av metode

Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 33) burde det gunstig sett benyttes flere tilnæringer i en verdsettelse. Det er vanlig at fundamental og komparativ verdsettelse gir de mest pålitelige svarene, og det burde derfor søkes etter å benytte seg av begge metodene. I vår analyse har vi valgt å benytte oss av fundamental verdsettelse som vår hoved metode og supplerer det med komparativ verdsettelse. Ifølge Knivsflå (2021a) så egner opsjonsbasert verdsettelse seg best hvis det er tidlig eller sent i livssyklusen dersom det er spesiell fleksibilitet knyttet til ekspansjon eller avvikling. Vi velger å droppe opsjonsbasert verdsettelse ettersom vi ikke mener det er hensiktsmessig å benytte seg av for å verdsette Grieg Seafood. Grunnen til det er at vi anser ikke Grieg Seafood for å være tidlig eller sent i livssyklusen, samt at det ikke foreligger noen forventinger om ekspansjon eller avvikling av drift. For å finne den fundamentale verdien til Grieg Seafood benytter vi oss av utbyttmodellen og diskontert kontantstrømodeller.

3.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Målet med rammeverket til Knivsflå (2021a) er å lage et fundamentalt verdierestimert som gir en god avbildning av underliggende økonomiske forhold i det analyserte selskapet – altså lage et godt verdierestimert. Vi vil nå gjennom de ulike stegene i Knivsflå sitt rammeverk. Det vil ikke bli gått grundig gjennom hvert steg ettersom dette kommer senere i oppgaven.

Steg 1: Strategisk analyse

Dette vil være en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold. Ifølge Knivsflå (2021a) må vi forstå «businessen» før vi ser på regnskapstallene. Det er to kilder til strategisk fordel. Vi har den eksterne fordelen som omhandler bransjeorientert strategisk fordel mens intern fordel omhandler selskapsfordel i forhold til konkurrenter. Strategisk analyse av Grieg Seafood vil bli gjennomgått i kapittel 4.

Steg 2: Regnskapsanalyse

Dette vil være en kvantitativ analyse av underliggende økonomiske forhold. Knivsflå (2021a) har også et rammeverk for regnskapsanalysen som vi benytter oss av:

- steg 1: «trailing» årsregnskap
- steg 2: omgruppering for analyse

- steg 3: analyse og justering for målefeil
- steg 4: analyse av forholdstall – risiko og rentabilitet

Regnskapsanalysen starter i kapittel 5 hvor vi vil gjennomføre trailing av årsregnskapet 2021, samt en grundig omgruppering av finansregnskapet til Grieg Seafood for å fremstille det mer investortvinnlig. I kapittel 5 vil det også bli gjennomført en justering i forhold til operasjonell leasing. Forholdstallsanalysen blir gjennomgått i kapittel 6 (risiko) og kapittel 8 (rentabilitet).

Steg 3: Fremtidsregnskap og -krav

Prognose på fremtiden bygger på strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2021a). I denne delen følger vi også Knivsflå (2021a) sitt rammeverk som er knyttet til fremtidsregnskap:

- steg 1: budsjetter drift
- steg 2: budsjetter finans
- steg 3: budsjetter minoritet
- steg 4: fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet vil bli presentert i kapittel 9 og estimerte krav er utarbeidet i kapittel 10.

Steg 4: Fundamental verdsettelse

I steg 4 er målet å komme frem til en verdi på selskapet basert på fremtidsregnskapet og -kravene som ble utarbeidet i forrige steg. Det gjennomføres også en analyse av uvissheten i verdiestimatet. Dette vil bli gjennomgått i kapittel 11.

Steg 5: Handling

I dette steget blir verdiestimatet faktisk brukt til noe. Her vil verdiestimatet gi grunnlag for aksjehandel der det enten blir å kjøpe, selge eller holde aksjen. Grunnlaget for handling vil baserer seg på den fundamentale verdien til selskapet, samt supplerende verdsettelse som blir utført i kapittel 12.

4. Strategisk analyse

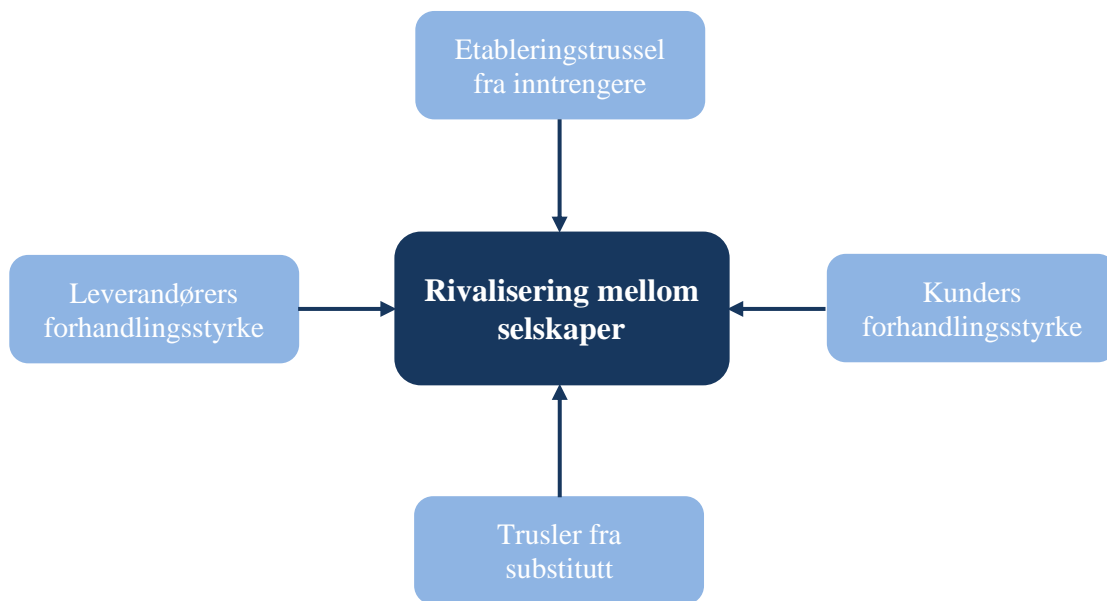
Ifølge Knivsflå (2021b) så fører strategisk analyse til innsikt i kildene til strategisk fordel, risiko og vekst. For at vi skal kunne si noe om regnskapstallene til Grieg Seafood er det viktig at vi skjønner «businessen» først. I den strategiske analysen skal vi gjøre en ekstern analyse som vil ta for seg Porters fem krefter og PESTEL, samt en intern analyse der VRIO analyse blir brukt. Til slutt vil det bli en oppsummering med en SWOT analyse.

4.1 Ekstern analyse

Hensikten med den eksterne analysen vil være å undersøke hvorvidt oppdrettsbransjen innehar en fordel som bransje. Den eksterne analysen vil ta for seg Porters fem krefter som tar for seg om bransjen kan vurderes som attraktiv. I tillegg vil vi undersøke makromiljøet der en PESTEL-analyse blir brukt.

4.1.1 Porters fem krefter

«Den vanligste formen for ekstern analyse kalles bransjeanalyse, konkurranseanalyse eller analyse av Porters fem krefter» (Løwendahl et al., 2010, s. 197). Analysen ble utviklet av økonomen Michael Porter i 1980 og blir i dag brukt av flere norske bedrifter. Porters fem krefter består av: etableringstrussel fra inntrengere, trusler fra substitutt, kunders forhandlingsstyrke, leverandørers forhandlingsstyrke og rivalisering mellom bedrifter (Løwendahl et al., 2010, s. 197). Formålet med Porters fem krefter er å identifisere og analysere de mest sentrale aktørene for denne bedriften (Løwendahl et al., 2010, s. 198). For Porter er en attraktiv bransjestruktur en som gir godt overskuddspotensial (Johnson, 2014, s. 41). Ifølge Johnson (2014, s. 41) er Porters viktigste budskap at der de frem kreftene er høye, er næringer ikke attraktive å konkurrere i.



Figur 4-1 Porters fem krefter (Løwendahl et al., 2010, s. 197)

4.1.1.1 Etableringstrussel fra inntrengere

«Hvor lett det er å komme inn i bransjen påvirker graden av konkurranse» (Johnson, 2014, s. 44). Videre mener Johnson (2014, s. 44) at en attraktiv bransje har høye inngangsbarrierer for å redusere trusselen om nye konkurrenter. Inngangsbarrierer er de barrierene som må overvinnes av «inntrengere» for å kunne konkurrere med de allerede etablerte aktørene i en bransje. Ifølge Johnson (2014, s. 44) så er de følgende fem viktige barrierer:

- Skala og erfaring
- Tilgang til forsynings eller distribusjonskanaler
- Forventet gjengjeldelse
- Lovgivning eller statlige tiltak
- Differensiering

Vi vil nå gå igjennom de ulike punktene vi mener er relevant for vår analyse for å avgjøre hvorvidt det er en etableringstrussel fra inntrengere.

Skala og erfaring

De allerede etablerte aktørene i oppdrettsbransjen kan sies å ha en stor grad av stordriftsfordeler. Grunnen til dette er at for å få starte oppdrett av laks i Norge må det betales høye summer for konsesjoner samt at utstyr ikke er billig. Laks har også en langvarig produksjonslevetid som vil føre til at nye aktører vil få høye produksjonskostnader på grunn

av et lavere produksjonsvolum og begrensninger i produksjonsfleksibilitet. I fremtiden er det sannsynlig at bransjen vil bli enda mer kapitalintensiv da det foregår mye forskning rundt anlegg under vann og på land.

Lovgivning eller statlige tiltak

Regjeringen (2020) har vist at de er klar til å innføre tiltak i oppdrettsbransjen hvis det trengs gjennom trafikklyssystemet. Ifølge Johnson (2014, s. 45) så er organisasjoner sårbare til nye aktører hvis det ikke er noen regjering som kan innføre tiltak. Det er heller ikke bare rett frem å få starte med oppdrett i Norge. Nye aktører må få lisenser (konsesjoner) som er kostbart og blir straffet hardt hvis det ikke tas hensyn til miljøet.

Differensiering

Som tidligere nevnt i oppgaven må oppdrettsselskapene få konsesjoner for å kunne drive med oppdrett i Norge. Potensielle nye aktører må derfor først erverve konsesjoner før de kan få drive med oppdrett i Norge. Nye aktører i bransjen kan her differensiere seg ved at de har en metode for oppdrett som er mer gunstig for samfunnet. Slik kunnskap er vanskelig å opparbeide seg før en blir en del av oppdrettsbransjen. Nye aktører i bransjen vil slite med å klare differensiere seg bare i form av produktet (laks). Det er liten grad av kundelojalitet for sluttbruker. Det er vanskelig å differensiere seg i oppdrettsbransjen ettersom det er liten grad av kundelojalitet og at produktet (laks) blir handlet på et internasjonalt marked som opererer med en likevektspris.

I oppdrettsbransjen er det stor grad av stordriftsfordeler og det er en kapitalintensiv bransje. Dette fører til at det blir vanskeligere for inntrengere å etablere seg i oppdrettsbransjen. Det er også kostbart å drive med oppdrett ettersom at selskapene må skaffe seg konsesjoner og at regjeringen gjennom trafikklyssystemet har vist at de straffer dem som ikke følger reglene. For nye inntrengere er det også vanskelig å differensiere seg basert på produktet og at det er liten grad av kundelojalitet i bransjen. På bakgrunn av diskusjonen ovenfor anser vi etableringstrusselen fra inntrengere som lav.

4.1.1.2 Trusler fra substitutter

Johnson (2014, s. 45) definerer substitutter som «produkter eller tjenester som tilbyr en lignende fordel som en bransjes produkter eller tjenester, men har en annen karakter.» Det er to viktige punkter å huske på om substitutter (Johnson, 2014, s. 45):

- pris/ytelsesforhold

- effekter utenfor industrien

Vi vil nå gå igjennom de ulike punktene vi mener er relevant for vår analyse for å avgjøre hvorvidt det finnes trusler fra substitutter.

Pris/ytelsesforhold

Laks gir kroppen protein med mindre kalorier sammenlignet med kjøtt (Mowi, 2019a). Det fremkommer videre fra Mowi (2019a) at en 100 grams porsjon med laks inneholder 139 kalorier og 23 gram protein. For å sammenligne så inneholder 100 gram storfekjøtt 210 kalorier og 20 gram protein. Det at laks gir bra ernæring og lavere karbonuttrykk enn storfe, gir incentiver for å spise laks. Fra Mowi (2019b) fremkommer det at oppdrettslaks fra merder i sjøen har et karbonavtrykk på 2,9 kg/CO₂ ekvivalenter per kg. Dette er mindre en tilsvarende tall for storkjøtt (30 kg) og for svinekjøtt er det (5,9 kg). Med alt søkelyset på klimaet i disse tider vil dette være en god nyhet for merkevaren til laks. Det er nok mange som vil velge å se vekk fra at laks er noe dyrere enn svin, storfe og kylling på bakgrunn av næringsinnholdet og et mer klimavennlig avtrykk. På bakgrunn av det ovenfor mener vi at laks ikke blir nevneverdig utfordret av kylling, storfe og svin i forhold til pris/ytelsesforhold. Derfor anser vi trusselen fra substitutter som lav.

4.1.1.3 Kunders forhandlingsstyrke

«Hvis kunder er mektige, kan de kreve billige priser eller forbedringer av produkter eller tjenester som kan redusere fortjenesten» (Johnson, 2014, s. 45). Ifølge Johnson (2014, s. 45) så er kunders forhandlingsstyrke sannsynligvis høy når noen av de følgende kravene er oppfylt:

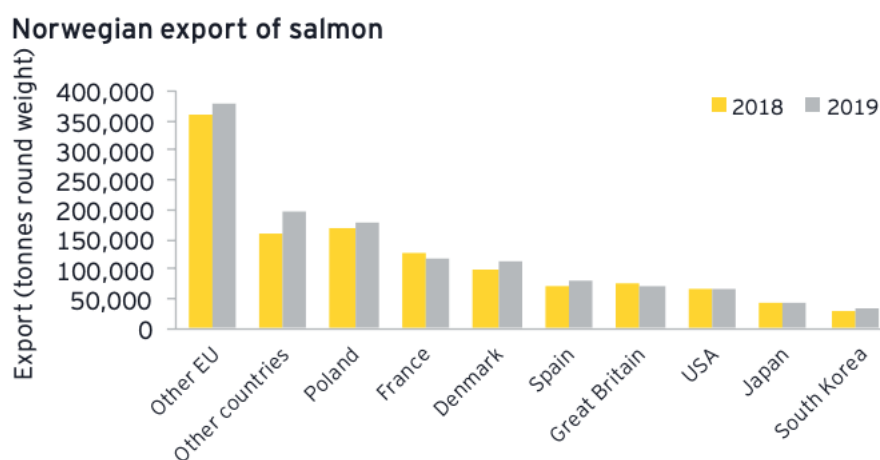
- Konsentrerte kjøpere
- Lave byttekostnader
- Kjøperskonkurransen trussel

Vi vil nå gå igjennom de ulike punktene vi mener er relevant for vår analyse for å avgjøre hvorvidt kunders forhandlingsstyrke i oppdrettsbransjen er høy.

Konsentrerte kjøpere

Av figur 4-2 ser vi at det ikke er et spesifikt land som skiller seg nevneverdig ut i forhold til import av norsk laks. Med andre ord så er det ikke tilfelle av noen få store konsentrerte kjøpere som utgjør mesteparten av salget. Ifølge Johnson (2014, s. 45) så vil kunders

forhandlingsstyrke øke der noen få store kunder står for størstedelen av salget. Dette er ikke tilfellet her.



Figur 4-2 Norwegian export of salmon (EY, 2021, s. 15)

Lave byttekostnader

Ifølge Johnson (2014, s. 46) så vil kunder ha en sterk forhandlingsposisjon der de enkelt kan bytte mellom en leverandør og en annen. I oppdrettsbransjen er det flere aktører som tilbyr samme produkt som vil gjøre det enkelt for kunder å bytte leverandør hvis de ikke er fornøyd. Byttekostnader er typisk lave for lite differensierte produkter slik som stål (Johnson, 2014, s. 46). Dette vil være det samme for laks.

Kjøperkonkurranse trussel

Hvis kjøperen har evnen til å produsere produktet selv, eller har muligheten til å gjøre dette vil forhandlingsmakten være høy (Johnson, 2014, s. 46). Det virker lite sannsynlig at kjøperne skal begynne med oppdrett ettersom dette er en stor kostnad som også er en langvarig prosess.

For oppdrettsbransjen er det ikke en spesifikk aktør som skiller seg ut i forhold til import av norsk laks. Det er dog lave byttekostnader for kundene til oppdrettsbransjen ettersom byttekostnader er typisk lave for produkter som ikke er differensierte. Det vil være dyrt for kundene av oppdrettsbransjen og starte med oppdrett selv ettersom bransjen er så kapitalintensiv. På bakgrunn av diskusjonen ovenfor anser vi at kunders forhandlingsstyrke i oppdrettsbransjen er lav.

4.1.1.5 Leverandørers forhandlingsstyrke

«Leverandører er de som gir organisasjonen det den trenger for å produsere produktet eller tjenesten» (Johnson, 2014, s. 46). Ifølge Johnson (2014, s. 46) så vil leverandørers forhandlingsstyrke sannsynligvis være høy når det forekommer:

- Konsentrerte leverandører
- Høye byttekostnader
- Leverandørers konkurranse trussel

Vi vil nå gå igjennom de ulike punktene vi mener er relevant for vår analyse for å avgjøre hvorvidt leverandørers forhandlingsstyrke i oppdrettsbransjen er høy.

Konsentrerte leverandører

Historisk sett har det vært tre aktører som har dominert fôrleveranse til norsk lakseoppdrett: Biomar, EWOS, og Skretting» (Blomgren et al., 2019, s. 40). Fra rapporten (Blomgren et al., 2019, s. 40) fremkommer det at bransjen har vært kjennetegnet av tøff konkurranse og lave marginer for de uavhengige fôrprodusentene. Denne tøffe konkurransen ble forsterket da Marine Harvest (nå Mowi) valgte å produsere sitt eget fôr der de opprettet Marine Harvest Fish. For leverandørene av fiskefôr var dette negativt grunnet av at den største kjøperen falt ut fra etterspørselssiden, noe som skviset leverandørene enda mer.

Siden 2014 har marginer i undersegmentet fiskehelse doblet. Forbedret søkelys på biologi og fiskehelse i havbruksnæringen har ført til en ekstraordinær vekst for delsegmentet de siste årene (EY, 2021, s. 11). Det fremkommer videre fra rapporten til EY (2021, s. 51) at fra 2018 til 2019 vokste næringen med 18%. Fiskehelse leverandører omfatter selskaper som selger antibiotika, vaksiner og generelt utstyr som kan forhindre sykdom for laksen.

Høye byttekostnader

Hvis det er dyrt eller forstyrrende å bytte leverandør, blir kjøperen avhengig av leverandøren og får et svakere forhandlingskort (Johnson, 2014, s. 46). Selskaper i oppdrettsbransjen gjennomfører årlige revisjoner av leverandører for å sikre høy kvalitet. Dette gjelder spesielt innen fiskefôr og farmasøytiske produkter. Disse revisjonene gjør at leverandører må møte krav som oppdrettsbransjen setter for å sikre kvalitet. Dette medfører at oppdrettsselskapene pådrar seg byttekostnader, noe som medfører en økning i leverandørenes forhandlingsmakt.

Leverandørers konkurranse trussel

Mowi startet med sin egen produksjon av fiskefôr noe som innebærer at dette er noe andre i bransjen også kan gjøre. Dette vil være en risiko for leverandører av fiskefôr og det svekker også leverandørenes forhandlingsmakt.

For fôrprodusenter har det vært tøff konkurranse og lave marginer de siste årene. Høye byttekostnader for selskapene i bransjen øker leverandørers forhandlingsstyrke ettersom selskapene i bransjen gjennomfører årlige revisjoner for å sikre høy kvalitet. Det at Mowi startet med sin egen produksjon av fiskefôr reduserer igjen leverandørers forhandlingsstyrke. På bakgrunn av diskusjonen ovenfor anser vi at leverandørers forhandlingsstyrke i bransjen er moderat.

4.1.1.5 Intern rivalisering

Ifølge Johnson (2014, s. 42) er det fem faktorer som har en tendens til å definere omfanget av rivalisering i en bransje eller et marked:

- Konkurrentbalanse
- Industriens vekst
- Høye faste kostnader
- Høye utgangsbarrierer
- Lav differensiering

Vi vil nå gå igjennom de ulike punktene vi mener er relevant for vår analyse for å kunne definere omfanget av intern rivalisering i oppdrettsbransjen.

Konkurrentbalanse

«Der konkurrenter er omtrent like store, er det fare for intenst rivaliserende oppførsel når en konkurrent prøver å ta markedsandel fra den andre, for eksempel gjennom priskutt» (Johnson, 2014, s. 42). I oppdrettsbransjen er det noen få aktører som har store markedsandeler.

Mowi representerer den største totale produksjonen, og høster mer enn en femtedel av laksen produsert i Norge (Mowi ASA, 2021a, s. 48). Det at Mowi er så store som de er reduserer muligheten for intens rivaliserende oppførsel. Dette vil redusere muligheten for intern rivalisering i bransjen og er noe som er positivt for oppdrettsbransjen.

Industriens vekst

«I industrier med sterk vekst kan en organisasjon vokse med markedet, mens i industrier med lav vekst vil sannsynligvis enhver vekst gå på bekostning av en rival og møte hard motstand» (Johnson, 2014, s. 42). Ifølge Johnson (2014, s. 43) så er markeder med lav vekst ofte forbundet med priskonkurrans og lav lønnsomhet. De siste 10 årene har forbruket av atlantisk laks økt med 6% på alle markeder (Mowi ASA, 2021b, s. 41). Fra rapporten til Mowi (2021b, s. 42) fremkommer det at i de 10 største markedene etter land varierer forbruket per innbygger fra 0,06 kg WFE (Kina/Hong Kong) til 3,24 kg WFE (Frankrike). I Norge, Sverige og Finland er forbruket per innbygger mellom 6-8 kg WFE (Mowi ASA, 2021b, s. 42). Implikasjonen av dette er at det er et betydelig vekstpotensial blant de største markedene. I fremtiden er det forventet at etterspørselen vil stige og at lakseprisen vil fortsette å holde det høye nivået. Dette medfører at selskapene i bransjen er mindre avhengig av å konkurrere for å ta markedsandeler fra hverandre siden markedet totalt vokser. Siden oppdrettsbransjen kan vise til sterk vekst historisk og at det er predikert en fortsettende vekst i fremtiden kan selskaper i oppdrettsbransjen vokse med markedet.

Høye utgangsbarrierer

«Eksistensen av høye utgangsbarrierer – med andre ord nedleggelse eller avinvestering – har en tendens til å øke rivaliseringen, spesielt i fallende næringer» (Johnson, 2014, s. 44). Konesjoner er enkle å ta over noe som medfører lave utgangsbarrierer. En forutsetning for at dette stemmer er at konesjonene blir ansett som verdifulle.

Lav differensiering

«I et varemarked, der produkter eller tjenester er dårlig differensiert, øker rivaliseringen fordi det er lite som stopper kundene med å bytte mellom konkurrenter og den eneste måten å konkurrere på er pris» (Johnson, 2014, s. 44). Fisk som produkt er svært homogent og det er få muligheter for selskapene å differensiere seg i forhold til selve produktet. Dette vil øke rivaliseringen ettersom produktet er dårlig differensiert.

Det at Mowi er såpass store som de er og at selskapene i oppdrettsbransjen ikke må krige om markedsandeler reduserer muligheten for intens rivaliserende oppførsel. Oppdrettsbransjen kan vise til sterk vekst historisk og det er predikert en fortsettende vekst i fremtiden som tyder på at selskapene i bransjen kan vokse med markedet. Det at konesjoner er enkle å ta over medfører lave utgangsbarrierer som reduserer intern rivalisering i bransjen. Fisk som produkt er svært homogent og det er få muligheter for bedriftene å differensiere seg i forhold til selve

produktet. Dette vil øke intern rivalisering. På bakgrunn av diskusjonen ovenfor anser vi intern rivalisering i bransjen som lav.

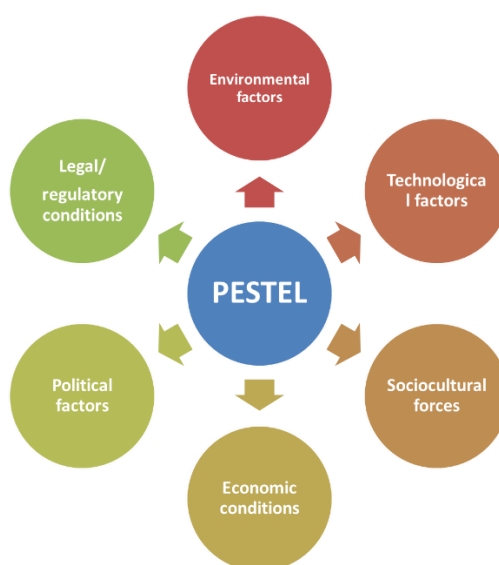
4.1.1.6 Oppsummering Porters fem krefter

	<i>Lav</i>	<i>Moderat</i>	<i>Høy</i>
<i>Etableringstrussel fra inntrengere</i>	X		
<i>Trusler fra substitutter</i>	X		
<i>Kunder forhandlingsstyrke</i>	X		
<i>Leverandørers forhandlingsstyrke</i>		X	
<i>Intern rivalisering</i>	X		

Tabell 4-1 Oppsummering Porters fem krefter

4.1.2 PESTEL

«PESTEL-rammeverket gir opplysninger om viktige makroøkonomiske forhold» (Løwendahl et al., 2010, s. 230). PESTEL-analysen skal bistå oss i vår analyse til å få en oversikt over de mest kritiske faktorene i dag og i fremtiden. De seks PESTEL kategoriene er: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige og legale (Løwendahl et al., 2010, s. 230). Grunnen til at vi valgte å benytte oss av PESTEL-rammeverket i vår analyse er det gir et innblikk i hvilke makroforhold som er viktige for Grieg Seafood i dag og i tiden fremover. Nedenfor vil vi gå dypere inn på de ulike PESTEL-kategoriene.



Figur 4-3 PESTEL analyse (Blogspot, 2014)

4.1.2.1 Politiske faktorer

«Politiske faktorer fremhever statens og andre politiske krefters rolle» (Johnson, 2014, s. 34). Det er flere politiske faktorer som vil kunne påvirke oppdrettsbransjen. Politiske utfordringer kan komme i form av miljøutfordringer og eksport. For å kunne drive med oppdrett i Norge må det søkes om tillatelse (konsesjoner) fra flere forskjellige myndighetsetater. Kravene for å få tillatelse fra myndighetene har også blitt strengere på grunn av et økende søkelys på bærekraft. Nærings- og fiskeridepartementet vedtok i 2013 en ordning med grønne konsesjoner som skulle være en drivkraft for en positiv endring for næringen (Bjørøya, u.å.). Dette viser at myndighetene er klar til å regulere næringen om det trengs.

Den politiske situasjonen i Norge har vært relativ stabil over en lengre periode. For oppdrettsbransjen vil det være viktig at Norge ikke havner i en handelskonflikt, sånn som skjedde da Kina boikottet Norge på grunn av Nobels fredspris utdelingen til Liu Xiaobo. Dette er en faktor som vil påvirke inntektene til selskapet ettersom Kina er en del av markedet som bransjen opererer i. Det har skjedd endringer i Norge for den innenlandske politiske situasjonen som kan påvirke bransjen. Et regjeringsskifte kan føre til politiske endringer knyttet til miljø som vil påvirke produksjonen til oppdrettsbransjen. Det kan også komme økte kostnader grunnet avgifter rundt negative miljøeffekter. Det ble den 1. januar 2021 innført en produksjonsavgift på 40 øre pr. Kg produsert laks, ørret og regnbueørret (KPMG, 2021). Dette viser igjen hvordan politikerne kan påvirke næringen negativt i form av at dette øker kostnadene.

En annen politisk faktor som det må ta hensyn til er lokalsamfunn og eventuelt urfolk som holder til i virksomhetsområdene til Grieg Seafood. I British Columbia må selskapet ta hensyn til urbefolkningen (First Nations) som lever rundt oppdrettsanleggene. Det samme gjelder i Finnmark som har vært hjemmet til samene i årtusener (Grieg Seafood ASA, 2021a). Disse gruppene har spesielle rettigheter ifølge United Nations erklæring om urfolks rettigheter (United Nations, u.å.). Dette er noe som Grieg Seafood må ta hensyn til for å ikke krenke/støtte disse gruppene. I desember 2020 dukket det opp en sak hvor Grieg Seafood, Mowi og Cermaq (et canadisk oppdrettsselskap) måtte fase ut deler av produksjon i British Columbia-området (Furuset et al., 2020). Dette skyldes at kanadiske myndigheter nektet å forlenge oppdrettslisenser rundt Discovery Islands i British Columbia. First Nations mener at selskapene ødelegger områdene deres og truer den kraftig minkende villaksen i området.

Tidligere i år gikk oppdrettsgiganten til retten for å stoppe utfasingen av oppdrettsanleggene (Knudsen, 2021).

4.1.2.2 Økonomiske faktorer

«Økonomiske faktorer referer til makroøkonomiske faktorer som valutakurser, konjunkturer og differensielle økonomiske vekstrater rundt om i verden» (Johnson, 2014, s. 36). Johnson (2014, s. 36) mener at det er viktig for et selskap å forstå hvordan markedene påvirkes av velstanden i økonomien som en helhet.

Nedenfor i figur 4-4 ser vi utviklingen i laksepris siden 2006. Fra 2015 til 2016 var det et markant hopp i prisen. Den gikk fra å ligge på et intervall på 20-45 NOK/kg før 2015 til et intervall på 40-80 NOK/kg etter 2016. De høye lakseprisene etter 2016 førte til at oppdrettsbransjen opplevde signifikant vekst. Det er viktig for næringen at lakseprisene holder seg stabilt høye slik at inntektene ikke synker signifikant i forhold til kostnadene. Lakseprisen falt markant i 2020 som følger av lockdown, stengte grenser og færre kunder som spiste på hotell og restauranter. Det var også færre som etterspurte catering. Dette førte til lavere etterspørsel etter laks som var med på å presse prisen ned. Ifølge Grieg Seafood (Grieg Seafood ASA, 2021a) forventer de at etterspørselen vil øke betraktelig når hotell og restauranter åpner for fullt igjen, som vil drive lakseprisen opp igjen. Lakseprisens volatilitet vil være et risikomoment for selskapet ettersom det er en såpass lang produksjonsprosess med laks. Det betyr at det er vanskelig å utnytte tider med høye laksepriser og en nedgang i lakseprisen kan bety problemer for bransjen.

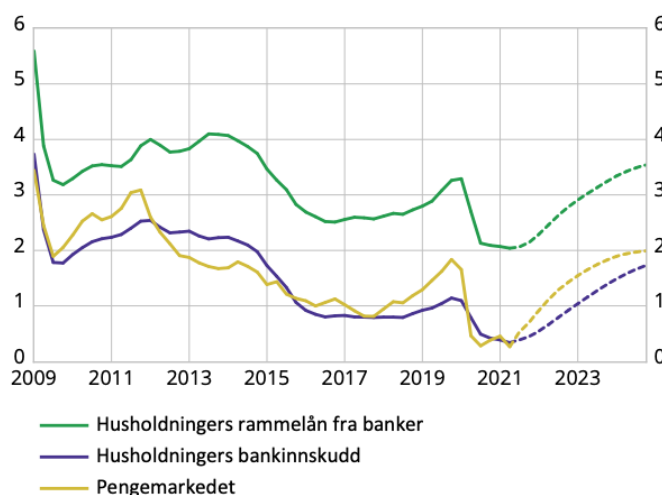


Figur 4-4 Historisk utvikling av lakseprisen fra 2006-2021 (Fish pool, 2021)

Innhenting av internasjonal økonomi trues nå av en ny og mer aggressiv variant av coronaviruset (SSB, 2021, s. 4). SSB (2021, s. 3) ser for seg at hvis vaksinerne er effektive mot mer alvorlige sykdomsforløp så vil innhenting av internasjonal økonomi fortsette. Det er allikevel usikkerhet knyttet til dette og er noe som vil påvirke næringen. På kort sikt er Kinas nulltoleranse-tilnærming til coronaviruset en betydelig nedsiderisiko (SSB, 2021, s. 3). Oppdrettsbransjen er avhengig av at internasjonal handel flyter for at de skal kunne tjene penger. Likevel er det en lysere fremtid i møte selv om coronaviruset enda er en faktor. SSB (2021, s. 4) ser for seg at etter hvert som Norges viktigste handelspartnere får kontroll over viruset og en økende andel av befolkningen utvikler immunitet, vil det oppstå en normalisering av konjunkturforløpet. SSB sine prognoser er at handelspartnerne til Norge vil være på vei inn i en høykonjunktur i løpet av 2023. Vi ser for oss at internasjonal økonomi fremover vil kunne øke kraftig og at dette vil være en mulighet for bransjen.

Aktiviteten i norsk økonomi har økt de siste månedene da gjenåpningen av samfunnet er på agendaen (SSB, 2021, s. 14). SSB (2021, s. 14) forventer at den økonomiske veksten vil fortsette. Disse utsiktene for norsk økonomi er positivt for oppdrettsbransjen. Denne økonomiske veksten kan også igjen føre til økt press knyttet til lønn. Økt lønnsvekst vil øke kostnadene til oppdrettsnæringen og vil være negativt for lønnsomheten til bransjen. Den norske kronen svekket seg kraftig i 2020 grunnet coronaviruset. SSB (2021, s. 16) sine prognoser legger til uendret kronekurs framover, basert på valutakursene i slutten av august. På årsbasis vil det innebære en styrking av krona fra 2020 til i år, og en liten svekkelse fra i år til neste år (SSB, 2021, s. 16). En svak norsk krone vil hjelpe den norske oppdrettsnæringen ettersom norsk lakseeksport for mesteparten blir foretatt i utenlandsk valuta.

Renten har også blitt kraftig påvirket av pandemien. SSB (2021, s. 17) sine prognoser viser at det første rentehoppet kommer i september. Neste år kan det bli ytterligere tre renteøkninger og renteøkningen vil trolig fortsette i 2023 og 2024 (SSB, 2021, s. 17). Med denne utviklingen vil det ta to år før renta er tilbake til 1,5 prosent som var nivået før pandemien. Denne økningen i styringsrenta betyr at lånekostnadene til selskaper også forventes å øke.



Kilde: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Figur 4-5 Norske renter. Skjerm bilde fra (SSB, 2021, s. 20)

4.1.2.3 Sosiokulturelle faktorer

«Sosiokulturelle faktorer refererer til endrede kulturer og demografi» (Johnson, 2014, s. 36). Det er anbefalt av Helsedirektoratet (2016) at man bør spise fisk to-tre ganger i uken. Helsedirektoratet har ansvar for å følge med på ulike ting som påvirker folkehelsen og hvordan utviklingen er i helse- og omsorgstjenestene (Helsedirektoratet, 2020). Som en kommunikasjonskanal blir Helsedirektoratet av de fleste sett på som en troverdig kilde. Det at de mener at en burde spise fisk for å fremme folkehelsen er positivt for bransjen. Dette kan øke den allerede høye merkevaren laks har som kan igjen øke etterspørselen etter laks. Følgelig vil en økning i etterspørselen etter laks være positivt for bransjen.

I en undersøkelse av markeds- og media instituttet Ipsos kommer det frem at andelen av nordmenn som ser på seg selv som vegetarianere eller veganere har doblet seg fra 4% til 8% siden 2019 (Sørnes, 2021). Hvis denne trenden fortsetter vil det være negativt for bransjen ettersom folk vil slutte å spise fisk. Det kommer også frem av rapporten (Sørnes, 2021) at hele 23% sier at de begrenser kjøttinntaket sitt, kontra 16% fra året før. Dette er ikke alarmerende tall og det er fremdeles flere som er interessert i å spise laks. Det virker lite sannsynlig at denne trenden vil påvirke bransjen nevneverdig de neste årene.

Befolkningen har de siste hundre årene vokst kraftig (FN, 2021). Ifølge FN (2021) så vil middels befolkningsvekst gi 9,7 milliarder mennesker i 2050. Befolkningsveksten vil ikke være like intens som vi har sett de siste hundre årene. Veksten vil fremdeles være en mulighet for oppdrettsbransjen å vokse enda mer. FN (2021) forventer at det vil bli økt urbanisering i land i Afrika og Asia. Denne urbaniseringen i Afrika og Asia kan føre til innovasjon og høyere

grad av effektivitet, noe som igjen fører til økonomisk vekst. En økonomisk vekst i disse to befolkningsrike verdensdelene kan føre til at flere kjøper sunnere mat som laks. Laks er dyrere enn andre proteinkilder og en forventet økt urbanisering kan være en mulighet for bransjen å vokse enda mer.

4.1.2.4 Teknologiske faktorer

Fra årsrapporten til Grieg Seafood (2021a) fremkommer det at det er enighet i markedet om at i fremtiden vil den eksisterende kystnære havbruksnæringen oppnå beskjeden organisk vekst. Dette vil først og fremst være drevet av nye og forbedrede teknologier. Teknologi og evnen til å være innovativ vil være ekstremt viktig for oppdrettsbransjen. I følge Norsk Industri (u.å., s. 15) vil også landbaserte anlegg bli lønnsomme med de høye prisene vi har i dag.

De siste årene har det vært forsket mye rundt det å hindre lakselus. «Stabil vannkvalitet, god vannhastighet og fravær av lus og lusebehandlinger kan bidra til god vekst, sterkere muskler og en sterk fisk, sier forsker innen seksjon Havbruk Villfisk og velferd ved Veterinærinstituttet Arve Nilsen» (Holm, 2021). Her er mulighetene for bransjen enorme. Det er uten tvil en fordel ved at en ny type oppdrettsanlegg hindrer lakselus. Lakselus er noe som er et problem for bransjen. Fra artikkelen (Holm, 2021) fremkommer det at Nilsen mener at en annen fordel med semi-lukkede merder er at det er mulig å samle opp fôr rester og avføring. Dette kan spare bransjen for kostnader ettersom de kan gjenbruke fôr rester og avføring. Noe av dette kunne kanskje blitt brukt til gjødsel på land, andre deler til gjenbruk og produksjon av dyrefor eller nytt fiskefor, foreslår Nilsen (Holm, 2021).

Det har også vært en utvikling rundt nye typer anlegg. Et eksempel på dette er Ocean Farm 1 – verdens første oppdrettsanlegg til havs (SalMar ASA, 2019). Oppdrettsanlegget skal brukes til å teste ut hvordan havbruk kan vokse på en bærekraftig måte (SalMar ASA, 2019). Her er det åpenbart store muligheter for bransjen og det vil være viktig for Grieg Seafood at de er med på denne utviklingen. Det er åpenbart at forskning på ulike typer oppdrettsanlegg gir store muligheter for bransjen.

4.1.2.5 Miljømessige/samfunnsmessige faktorer

«Miljømessige/samfunnsmessige faktorer referer til forurensing, avfall og klimaendringer» (Johnson, 2014, s. 36). Forskrifter i forhold til miljø kan pålegge ekstra kostnader, men de kan også være en kilde til muligheter.

Oppdrettsbransjen har en rekke miljømessige faktorer som påvirker dem negativt. Naturvernforbundet (2020) skriver på sin hjemmeside at oppdrettsindustrien har forårsaket trusler mot villaksen gjennom at oppdrettslaks rømmer fra anleggene og lakselus som sprer seg i fjordene. Det at oppdrettsbransjen truer villaksen kan være med å påvirke omdømmet til bransjen i negativ forstand noe som aldri vil være positivt. Lakselus utgjør en kjempetrussel mot vill laksefisk (Naturvernforbundet, 2020). Det at det er så høy tetthet av oppdrettslaks fører til at lakselusen kan formere seg til unaturlig store mengder. Det er uten tvil flere miljømessige utfordringer som oppdrettsbransjen må ta tak i.

Global oppvarming er et mye omdiskutert tema som påvirker oss alle. Det påvirker også oppdrettsbransjen. En stadig stigende havtemperatur vil være problematisk for bransjen ettersom det øker havnivået og endrer hvordan livet i havet er. Det er knyttet stor usikkerhet rundt hvordan en stigende havtemperatur vil påvirke oppdrettsbransjen. Fra en artikkel på kyst.no (2021) fremkommer det at høyere sjøtemperatur vil føre til at lakselusen trives bedre. Dette vil føre til markant høyere smittepress på oppdrettsfisk og villfisk. Bransjen må være en del av denne dugnaden knyttet til global oppvarming. Selv om oppdrettsnæringen har mindre utslipp enn andre proteinkilder som storfe og svin er det viktig at bransjen tar en del av dugnaden.

4.1.2.6 Juridiske faktorer

«Juridiske faktorer omfatter lovgivningsmessige og regulatoriske begrensninger eller endringer» (Johnson, 2014, s. 36). Oppdrettsbransjen reguleres av Akvakulturloven. Akvakulturloven presiserer at havbruk skal etableres, drives og avvikles på en måte som er miljømessig forsvarlig (Laksefakta, 2021). Oppdrettsbransjen blir også overvåket av myndigheter slik som: Mattilsynet, Kystverket, Fylkesmannen og NVE (Laksefakta, 2021). Bransjen er også pålagt å gjennomføre en egen risikovurdering i forhold til blant annet miljøpåvirkningen. Det er åpenbart flere juridiske faktorer som påvirker bransjen som en må ta hensyn til. Det kan være katastrofalt for aktører i bransjen hvis de ikke overholder de forskrifter og tillatelser som gjelder.

I 2020 så skrudde regjeringen på trafikklyssystemet for havbruksnæringen. Fra regjeringens nettside (2020) fremkommer det at trafikklys systemet skal sørge for forutsigbar og bærekraftig vekst i havbruksnæringen. Hvilken farge som settes blir vurdert i forhold til hvordan lakselusa påvirker villaksen i området. Videre så vil også fargen på lyset avgjøre om oppdretterne i området får lov til å vokse, eller om de får sin produksjonskapasitet redusert

(Regjeringen, 2020). Det var to områder på Vestlandet som fikk rødt lys. Dette innebærer at de to områdene må redusere produksjonskapasiteten med 6 prosent (Regjeringen, 2020). Dette er et godt eksempel på at oppdrettsbransjen blir påvirket av juridiske faktorer. Her viser regjeringen at det er viktig at bransjen opprettholder de krav i forhold til miljø som er fastsatt. Det vil være katastrofalt hvis områder der en opererer får rødt lys.

4.2 Intern analyse

I den eksterne analysen så vi på hvordan Grieg Seafood og bransjen skaper verdier for sine eiere og kunder. I den interne analysen er søkelyset på hvordan Grieg Seafood kan skape merverdi, med hovedfokus på hvordan selskapet kan skape merverdi. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 103) er det i en verdsettelse kritisk å forstå hvorfor et selskap gjør det bedre eller dårligere enn resten av bransjen. For å hjelpe oss med dette vil vi foreta en VRIO analyse.

4.2.1 VRIO-analyse

Ifølge Johnson (2014, s. 76) så er særegne evner nødvendig for bærekraftige konkurransefortrinn og overlegen økonomisk ytelse. Dette delkapittelet vil ta for seg fire viktige kriterier som kan vurderes med tanke på at de gir grunnlag for nevnte konkurransefortrinn og overlegen økonomisk ytelse. De fire kriteriene er ifølge Johnson (2014, s. 76):

- Verdi (ressursen må skape høyere inntekter eller lavere kostnader eller begge deler)
- Sjeldenhet (ressursen må være besatt på en unik måte av en organisasjon eller av noen få andre)
- Ikke imiterbar (ressursen må være vanskelig og kostbar å etterligne eller skaffe eller erstatte)
- Organiserbar (organisasjonen må være organisert slik at den kan støtte disse evnene)



Figur 4-6 VRIO Analysis (Free-management-ebooks, u.å.)

Basert på VRIO-analysen skal vi forsøke å få et innblikk i hvordan vi ser for oss at lønnsomheten til Grieg Seafood vil se ut sammenlignet med resten av oppdrettsbransjen. I den eksterne analysen så hadde vi søkelyset på selve bransjen og hvordan vi kan forvente lønnsomheten vil se ut i forhold til andre bransjer. Vi vil nå gå gjennom ulike ressurser som selskapet innehar og vil bruke VRIO-rammeverket for å gjøre oss opp en mening om Grieg Seafood har konkurransefortrinn eller ikke i forhold til sine konkurrenter.

4.2.1.1 Lokalisering

Lokalisering for anlegg er en viktig ressurs for fiskeoppdrettere. Grieg Seafood har valgt en diversifisert portefølje i forhold til plasseringen av oppdrettsanleggene sine. Den strategiske plasseringen er i hovedsak knyttet til nærheten til markedssegmentene. Ved å plassere oppdrettsanlegg i Norge er veien kort til det europeiske markedet. Anlegget i British Colombia gjør at de også er stor grad eksponert mot det amerikanske markedet, i hovedsak Nord-Amerika. Nysatsingen i Newfoundland øker eksponeringen mot dette feltet. Europa og Amerika er som nevnt tidligere de kontinentene som spiser mest laks.

Fordelen ved å lokalisere seg i nærheten av markedene er først og fremst i forhold til transport. Kortere vei betyr lavere kostnader ved å frakte fisken. En annen fordel er tiden det tar fra laksen blir slaktet til den blir konsumert av forbruker. Lav transporttid betyr bedre kvalitet på fisken, som gir fornøyde kunder. Lavere karbonavtrykk vil også være en effekt ved å lokalisere seg nærmere markedet. Med dagens søkelys på klima og miljø er dette positivt for Grieg Seafood.

Det er også biologiske fordeler ved å spre produksjonen til flere områder. Andre faktorer som påvirker den strategiske plasseringen er vanntemperatur, vannkvalitet, forekomst av

sykdommer og vanngjennomstrømming (mye strøm og lite bølgeeksponering) (Fauchald, 2020). For fiskeoppdrettere som satser sjøbasert er det risiko knyttet til klima og natur. Ekstremvær som følge av klimaendringer kan føre til store svingninger i temperaturen i sjøen som kan skade og påvirke kvaliteten på fisken. Ekstremvær kan også føre til store skader på anleggene. Spredt lokalisering av oppdrettsanlegg er en måte å diversifisere risikoen på knyttet til ekstremvær, sjukdommer, og skader som hemmer driften til selskapet.

Verdi

Lokaliseringen til Grieg Seafood ser vi som verdifull. Ved å plassere seg strategisk nærme markedssegmentene sine oppnår de lavere transportkostnader. Diversifisert lokalisering reduserer også risikoen for ekstra kostnader knyttet til sykdom og skader som følge av klima og økologiske årsaker.

Sjeldenhet

Ved å sammenligne hvor konkurrentene har oppdrettsanlegg i forhold til Grieg Seafood kan vi si noe om sjeldenheten for valg av lokalisering. Mowi driver med oppdrett både i Norge og Canada. I Canada er Mowi plassert i flere provinser, blant annet British Columbia og Newfoundland, og i Norge har de oppdrettsanlegg over hele kystlinjen. Både Lerøy og SalMar har begrenset sin lokalisering av oppdrettsanlegg til bare Norge. Lerøy driver langs hele kysten, mens SalMar operer fra Midt-Norge til Nord-Norge. Grieg Seafood sin plassering er ikke unik, og vi anser ressursen ikke som sjelden.

Ikke imiterbar

For å kunne drive med oppdrett må selskapene inneha konsesjoner. Disse konsesjonene kan ofte være veldig dyre og vanskelig å få tak i. Dette kan løses ved oppkjøp av mindre aktører. Det er fullt mulig for andre oppdrettselskap å velge en lignende strategisk plassering. Ressursen er imiterbar, men det betyr ikke likevel at det er lett for konkurrenter å plassere seg i områdene til Grieg Seafood.

Organiserbar

Grieg Seafood er organisert slik at selskapet kan støtte ressursen grunnet tidligere suksess på de forskjellige oppdrettsanleggene i forskjellige land.

4.2.1.2 Program etter smolt

I tradisjonelt lakseoppdrett overføres fisk til sjøen når de har gjennomgått smoltifiseringsprosessen, noe som gjør dem fysiologisk klare for liv i saltvann (Grieg Seafood

ASA, 2021a, s. 27). Med Grieg Seafood sin post-smolt strategi holder de fisken lenger på land eller i lukkede anlegg i sjøen, og forkorter tiden de bruker på å vokse i åpne sjøpinner med flere måneder. Fra årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 27) fremkommer det at mindre tid til sjøs vil forbedre biologisk kontroll, fiskevelferd, overlevelse, og kvalitet fordi hver laks er mindre utsatt for biologiske risikoer som lus, sjøfødte sykdommer eller andre ugunstige havforhold som skadelige alger eller ugunstige oksygen nivåer. Redusert eksponering for disse risikoene vil tillatte selskapet å bedre utnytte forebyggende metoder og unngå dyre behandlinger. Dette vil også redusere selskapets miljøpåvirkning og produksjonskostnadene (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 27).

Fra årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 27) fremkommer det at post-smolt øker også fleksibiliteten når det gjelder overføring av smolt, slik at de kan ha brakk plasser i lengre perioder om nødvendig. Dette gjør at fisken blir større og sterkere når den kommer i havvekstfasen, som selskapet tror vil øke helse og velferd i seg selv (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 27). Post-smolt overføring gir også selskapet muligheten til en mer effektiv produksjonssyklus. Det tar mindre tid å nå høstbar størrelse i sjøen, som frigjør kapasitet ved oppdrett til å dyrke mer laks innenfor eksisterende lisenser (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 27). Fra årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 27) fremkommer det at resultatet er et lavere miljøavtrykk per fisk, bedre fiskehelse og velferd, lavere kostnader og økte årlige avlinger. Selskapet forventer at post-smolt reduserer driftsutgiftene i havvekstfasen, forbedrer lønnsomheten og konkurransevnen og gir muligheter for bærekraftig produksjonsvekst. Dette styrker Grieg Seafood sin havbaserte lakseoppdrett.

Grieg Seafood driver deres post-smolt-strategi i Rogaland (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 27). De har også investert i post-smolt-kapasitet i Finnmark, British Columbia og Newfoundland. Siden det tar to til tre år å dyrke en laks, vil det ta tid før Grieg Seafood har høstet nok generasjoner fisk med vesentlig kortere tid til sjøs for å trekke endelige konklusjoner. Det kommer frem av årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 27) at de også må lære hvordan de kan optimalisere velferd og oppdrett med denne nye produksjonssyklusen, og justere deretter. Selskapet gir uttrykk for at deres erfaring så langt indikerer at resultatene oppfyller forventningene. De har allerede fått resultater fra Rogaland, hvor post-smolt blir prøvd ut på regionalt nivå (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 27):

- Mens en gjennomsnittlig smolt overført til sjøen i 2014 veide 90 gram, veide den gjennomsnittlige smolten som ble overført i Rogaland 280 gram i 2019 og 400 gram i 2020.
- Produksjon og vekst av fisk basert på en syklus etter smolt fungerer bra. Partier med post-smolt med en rekke gjennomsnittlige overføringsvekter er testet, inkludert et parti med en gjennomsnittlig vekt på 1,1 kg.
- Pancras sykdom (PD) har vært en av de viktigste biologiske utfordringene i Rogaland de siste årene, og forekom ofte på slutten av tiden i sjøen i en tradisjonell produksjonssyklus. I 2020 hadde selskapet bare ett utbrudd på ett sted, noe som indikerer at post-smolt og kortere tid i sjøen bidrar til å unngå denne sykdommen.
- Partier med post-smolt fisk som bruker mindre enn 12 måneder til sjøs reduserte antall lakselus behandlinger med 50%.

Verdi

Ressursen skaper verdi ved at det blir mindre kostnader grunnet at hver laks er mindre utsatt for biologiske risikoer som lus, sjøfødte sykdommer eller andre ugunstige havforhold som skadelige alger. Dette bidrar til at Grieg Seafood slipper dyre behandlinger noe som reduserer kostnadene.

Sjeldenhet

Mowi vil fremskynde ferskvanninvesteringene i løpet av de neste fem årene for å produsere mer og større smolt (Mowi ASA, 2021a, s. 8). SalMar driver også med havbasert oppdrett som skal bidra til utfordringer rundt biologiske forhold og fiskevelferd (SalMar ASA, 2021, s. 11). Denne ressursen er ikke noe som vil være unikt for selskapet. Dette gjelder også for Lerøy Seafood som velger å ikke gjøre investeringer i nye regioner grunnet deres vurdering om at avkastningen i post-smolt investeringer er større (Lerøy Seafood Group, 2021, s. 55).

Ikke imiterbar

Ressursen vil ikke være vanskelig å imitere ettersom de konkurrentene vi valgte ut også driver med dette. Det vil dog være kostbart for en av de mindre konkurrentene å gjøre det samme så en er avhengig av tilgang på mye kapital for å gjennomføre.

Organiserbar

Grieg Seafood er organisert slik at selskapet kan støtte ressursen grunnet tilgang på kapital slik at prosjektet kan fortsette muligens i de andre områdene de opererer i og ikke bare i Rogaland.

4.2.1.3 «Grieg Seafood Precision Farming»: Data-drevet beslutningsstøtte

«Grieg Seafood Precision Farming» er selskapets konsept for digitalisering av oppdrett, med sikte på å tilby strategisk, taktisk og operativ beslutningsstøtte i deres produksjonsprosesser (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 29). Fra årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 29) fremkommer det at «Precision Farming»-konseptet introduserer datadrevne beslutninger som et tillegg til eksisterende kunnskap og erfaring. Det at selskapet kan bruke Big data analyser på tidligere ukjente forbindelser mellom fisk og miljø gir innsikt for strategisk beslutningstaking. Fra årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 29) kommer det frem at digitale verktøy og dashbord, som gir data i sann tid på forskjellige oppdrettsparametere til driftssentre så vel som til oppdrettere, har som mål å forbedre taktiske og operative beslutninger. Målet med digitaliseringen er at selskapet skal kunne forutsi negative hendelser tidlig, slik at de kan bruke forebyggende tiltak og forbedre sine beslutninger.

Resultatet av digitaliseringen forventes å bli økt vekst, redusert miljøpåvirkninger, forbedret fiskevelferd, økt produktivitet og lavere kostnader (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 29). I 2020 har selskapet gjennomført flere data- og regresjonsanalyser, for å gi strategisk og taktisk beslutningsstøtte, rettet mot å redusere biologiske utfordringer. Fra årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 29) fremkommer det at disse analysene ble foretatt på dette:

- Analyser av utbrudd av ISA og vintersår i Finnmark har forårsaket endringer i produksjonsplanleggingen for å redusere risikoen.
- Dataanalyser støtter kortere tid til sjøs (post-smolt) som et viktig verktøy for å redusere risikoen for biologiske utfordringer som ISA og vintersår.
- Analyser av smolt utbytte har gitt ny innsikt i hvordan selskapet kan optimalisere produksjonen av post-smolt i løpet av landbasert fase, for å sikre robusthet, sterk helse og vekst i havfasen.

Alt av biologisk produksjon er nå overvåket og kontrollert av senteret etter at deres integrerte driftssentre i Rogaland ble fullført ved årsskiftet 2020-2021 (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 29). Senteret har også hatt sterke resultater å vise til siden det ble opprettet i 2019. Fra

årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 29) fremkommer det at British Columbia forbedret overlevelseshraten betydelig på grunn av bruk av sensorer og pågående reduserende forbedringer for å redusere virkningen av skadelige alger. Senteret kan vise til at dødelighet knyttet til algeoppblomstring var redusert fra 3,4% i 2019 ned til 0,9% i 2020.

Verdi

Det er ingen tvil om at ressursen er verdifull for Grieg Seafood gjennom at den bidrar til forbedret fiskevelferd, økt vekst, økt produktivitet og lavere kostnader.

Sjeldenhet

Mowi startet et pilotprosjekt for å hente mer innsikt og intelligens fra dataene deres gjennom deres integrerte verdikjede (Mowi ASA, 2021a, s. 127). SalMar driver på med å tilrettelegge sanntidsdata og skreddersy gunstige rapport- og sekundæringsverktøy (SalMar ASA, 2021, s. 31). Det er likevel litt vanskelig å vite om det er eksakt samme måte å bruke datadrevne beslutninger på, men konseptet er det samme.

Ikke imiterbar

Ressursen vil ikke være vanskelig å imitere ettersom de konkurrentene vi valgte ut også driver med dette. Det er muligheter for at Grieg Seafood sitt digitaliseringsprosjekt vil gi større utbytte enn sine konkurrenter som de vil slite med å imitere.

Organiserbar

Selskapet er organisert slik at det kan støtte denne ressursen. Dette viser de gjennom resultater de har oppnådd på grunn av «Precision-Farming» konseptet.

4.2.1.4 Oppsummering av VRIO-analyse

	<i>Verdi</i>	<i>Sjeldenhet</i>	<i>Ikke imiterbar</i>	<i>Organiserbar</i>
<i>Lokalisering</i>	Ja	Nei	Nei	Ja
<i>Program etter smolt</i>	Ja	Nei	Nei	Ja
<i>«Grieg Seafood Precision Farming»</i>	Ja	Nei	Nei	Ja

Tabell 4-2 Oppsummering VRIO-analyse

Ingen av ressursene blir ansett å gi Grieg Seafood en strategisk fordel da ingen av de tre oppfyller samtlige krav som kreves for å kunne bli ansett å gi selskapet en strategisk fordel. Grunnen til dette er at ressursene er mulig for konkurrentene å skape eller slik at det gir lik

fordel. Det er viktig å påpeke at siden vi er to eksterne aktører er det ikke mulig for oss å identifisere alle ressursene selskapet mulig innehar. Det er derfor fullt mulig at selskapet har ressurser som oppfyller alle kravene, men dette har ikke vi tilgang til. På bakgrunn av analysen blir det forventet at Grieg Seafood ikke har noen spesifikk strategisk fordel i forhold til sine konkurrenter og at lønnsomheten vil være nærliggende bransjegjennomsnittet. Dette vil vi komme tilbake til senere i oppgaven.

4.3 SWOT-analyse

«SWOT-analyse står for styrker, svakheter, muligheter og trusler» (Løwendahl et al., 2010, s. 227). Styrker og svakheter finner vi ved hjelp av den interne analysen mens ved hjelp av den eksterne analysen finner vi trusler og muligheter. Ifølge Johnson (2014, s. 92) så er målet med analysen å identifisere i hvilken grad styrker og svakheter er relevante eller i stand til å håndtere endringene som skjer i forretningsmiljøet. SWOT-analysen er en oppsummering av den strategiske analysen.

<p>Styrker:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lokalisering • Program etter smolt • «Grieg Seafood Precision Farming» 	<p>Svakheter:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Problemer knyttet til lus
<p>Muligheter:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Økt søkelys på bærekraft (mer miljøvennlig enn andre kjøttprodukter) • Nye typer oppdrettsanlegg • Sterk etterspørsel kontra tilbud • Internasjonal økonomi kan få en kraftig vekst etter pandemien • Befolkningsvekst 	<p>Trusler:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Statlige tiltak • Volatil laksepris • Valutaendringer (styrking av den norske kronen) • Stigende havtemperatur

Tabell 4-3 SWOT-analyse

Basert på vår eksterne analyse og de mulighetene oppdrettsbransjen har så anser vi bransjen som en attraktiv bransje å operere i. Som nevnt i VRIO-analysen så konkluderer vi at Grieg Seafood ikke innehar noen selskapsspesifikke ressursfordeler i forhold til sine konkurrenter. Den eksterne og interne konklusjonen for Grieg Seafood vil vi bruke senere i vår analyse.

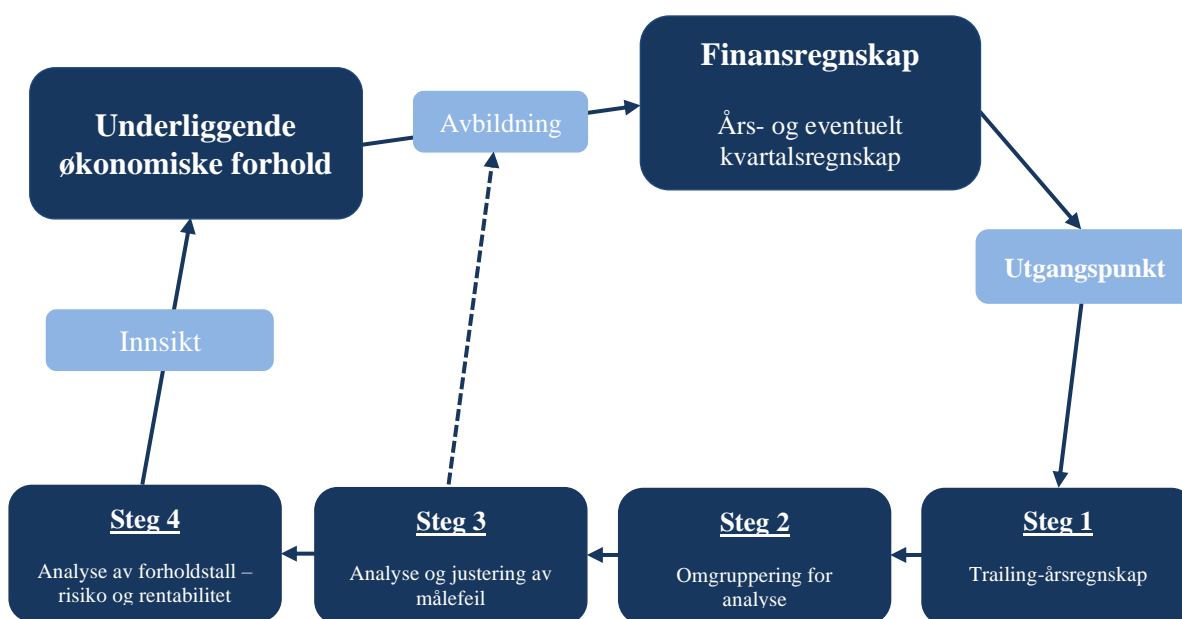
5. Regnskapsanalyse

Hensikten med dette kapittelet er å få et overblikk og innsikt i Grieg Seafood sin historiske regnskapstall og trender. Regnskapsanalyse blir definert av Knivsflå (2021c, lysark 5) som en «kvantitativ analyse for å avdekke og klargjøre underliggende økonomiske forhold», slik at vi kan skaffe oss et grunnlag for å si noe om framtidsutsiktene til selskapet. Selskapets historiske tall og nåværende situasjon vil danne grunnlaget for fremtidsregnskapet vårt i kapittel 9.

Videre i dette kapittelet vil vi først gjør rede for rammeverket og praktiske valg som er blitt gjort. Deretter vil vi presentere rapporterte tall for årene 2012-2020 for Grieg Seafood, som rapporterer etter International Financial Reporting Standards (IFRS). For å få et mer oppdatert regnskap har vi valgt å estimere et trailing-årsregnskap for 2021. Det vil gi oss et dypere innblikk i den nåværende situasjonen til Grieg Seafood. Etterpå vil vi omgruppere oppstillingsplanen til både resultatregnskapet og balansen slik at den blir mer brukervennlig for oss som investorer. Videre vil vi gjøre en analyse av målefeil og justeringer som er blitt gjort. Til slutt vil vi komme med et rammeverk for forholdstallanalyse som danner grunnlaget for risikoanalysen i kapittel 6 og lønnsomhetsanalysen i kapittel 8.

5.1 Rammeverk

Rammeverket for denne regnskapsanalysen baserer seg på Knivsflå (2021c) sin tilnærming og er illustrert nedenfor i figur 5-1.



Figur 5-1 Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2021c)

Ved å ta utgangspunkt i finansregnskapet til selskapet kan vi ta i bruk fire steg for å skaffe oss innsikt i hvordan de underliggende økonomiske forholdene er. I steg 1 utarbeides det et trailing-årsregnskap for innværende regnskapsår for å gi et oppdatert bilde på den økonomiske situasjonen til selskapet. Her brukes de nyeste kvartalsrapportene for å estimere et regnskap for innværende år. I steg 2 omgrupperes oppstillingen for å gjøre den mer investororientert. Videre i steg 3 analyseres det for målefeil som følger av omgrupperingen, og eventuelt justere for målefeil. De tre første stegene danner grunnlaget for steg 4 hvor målet er å kartlegge de økonomiske evnene til selskapet i forhold til risiko (likviditet og soliditet) og rentabilitet. Steg 4 blir nærmere analysert i kapittel 6 og 8.

5.2 Regnskapskvalitet og praktiske valg

Før regnskapsanalysen kan utarbeides skal vi se nærmere på regnskapskvaliteten og foreta noen praktiske valg angående analysenivå og analyseperiode.

5.2.1 Regnskapskvalitet

«Regnskapstall er en av de viktigste input-faktorer investorer og analytikere baserer seg på for å prise selskaper» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 85). Derfor er det viktig å undersøke kvaliteten på regnskapstallene. I følge Plenborg et al. (2021) så må analytikere gjøre en vurdering av påliteligheten, sammenlignbarheten og nytten av uttalelsene når en bruker informasjon fra regnskapet.

God regnskapskvalitet er ikke noe det finnes en god universell definisjon på. Vi har valgt å benytte oss av (Gaynor et al., 2016) sin som definerer høyere regnskapskvalitet slik: «mer komplett, nøytral og fri for feil og gir mer nyttig prediktiv eller bekreftende informasjon om firmaets underliggende økonomiske posisjon og ytelse.»

Hovedregelen i International Accounting Standards (IAS) 1 sier at «en virksomhet skal rapportere all inntekt og kostnad i en periode som profitt eller tap med mindre IFRS krever eller tillater noe annet» (Knivsflå, 2021d, lysark 20). Unntakene skal rapporteres i annet fullstendig resultat (totalresultat). Dette reduserer sannsynligheten for «dirty surplus» i regnskapet. «Dirty surplus» oppstår når det er brudd på kongruensprinsippet. Kongruensprinsippet forteller at alle inntekter og kostnader skal resultatføres i

resultatregnskapet eller i totalresultatet. Brudd på dette prinsippet betyr at inntekter og kostnader blir ført direkte på egenkapitalen.

Av Grieg Seafoods årsrapporter (Grieg Seafood ASA, 2013-2021a) fremkommer det at regnskapene er avlagt etter IFRS' regnskapsstandarder over perioden vi analyserer (2012-2021). Dette gjelder også for utvalgte komparative selskaper. Siden IFRS opererer med annet fullstendig resultat er i prinsippet «dirty surplus» lik null for de som opererer med disse regnskapsstandardene. Vi konkluderer med at både Grieg Seafood og de komparative selskapene rapporterte regnskapsdata overholder definisjonen på en tilfredsstillende måte.

5.2.2 Valg av analysenivå

For å utføre en verdsettelse av et selskap må det tas hensyn til om selskapet skal analyseres samlet som én enhet eller om mulige forskjellige forretningsområder skal bli analysert hver for seg. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 85) anbefales det å analysere forretningsområdene separat. Grieg Seafood opererer innenfor en rekke ulike virksomhetsområder som: produksjon, slakting, salg og distribusjon. Isolert sett så taler dette for å analysere enhetene separat. I dette tilfellet så er alle aktivitetene en del av selskapets vertikalt integrerte verdikjede. Dersom virksomheter som er tett driftsmessig integrert innenfor et virksomhetsområde anbefaler Kaldestad og Møller (2016, s. 85) å analysere selskapet samlet, gjerne på basis av et konsernregnskap.

De enkelte underliggende regnskapene i et konsern vil sjelden gi nok informasjon for analyseformål (Kaldestad & Møller, 2016, s. 85). Grieg Seafood har mangelfull regnskapsinformasjon om de ulike forretningsområdene sine. Dette er også et argument for at Grieg Seafood burde analyseres som én enhet. Et argument imot å analysere de ulike områdene som én enhet er at forretningsområdene er lokalisert i ulike land. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 85) så skaper operasjoner i flere land komplikasjoner, delvis fordi kontantstrømmer i ulike valutaer bør analyseres for seg, herunder diskonteres med det relevante avkastningskravet for hver valuta. Optimalt sett burde disse analyseres individuelt. På en annen side er Grieg Seafood driftsmessig integrert rundt oppdrettslaks og informasjonen fra regnskapene er oppgitt i samme valuta (NOK). På bakgrunn av punktene ovenfor så velger vi å analysere Grieg Seafoods forretningsområder samlet som én enhet.

Til slutt må det bestemmes om det er selskapets konsernregnskap eller morselskapets selskapsregnskap som skal bli analysert. Konsernregnskapet blir av Knivsflå (2021c, lysark

23) definert slik: «regnskap som om mor og datter var ett selskap». Morselskapet sitt selskapsregnskap inkluderer investeringer i datterselskap som egne poster. Ettersom vårt formål er å analysere Grieg Seafoods forretningsområder samlet som én enhet blir det rimelig at vi tar konsernregnskapet som utgangspunkt for våre analyser.

5.2.3 Valg av analyseperiode

«Valg av analyseperiode avhenger av om virksomheten har vært stabil – eller om virksomheten har endret karakter over tid» (Knivsflå, 2021c, lysark 24). Ifølge Knivsflå (2021c) så bør vi velge en relativt lang analyseperiode (10 år) hvis selskapet driver med det samme over tid – siden vi da får en lang tidsserie av forholdstall. Hvis selskapet endrer seg over tid, skal det tas utgangspunkt i konsernregnskapet eller morselselskapets selskapsregnskap for analyse? Dette var en problemstilling vi måtte ta hensyn til. For eksempel gjennom oppkjøp av nye forretningsområder bør vi velge en relativt kort horisont – for eksempel 4 år – siden de eldre regnskapstallene er lite representative for dagens virksomhet (Knivsflå, 2021c). Selskaper som operer i sykliske bransjer bør ha en så lang analyse horisont at vi får med både en oppgangs- og en nedgangskonjunktur – eller i det minste være klar over at analyseperioden kan være lite representativ slik at dette blir korrigert ved tolkning av tallene (Knivsflå, 2021c).

De fleste endringene – med stor betydning – som Grieg Seafood har vært gjennom de seneste årene har skjedd etter inngangen av 2020. Som nevnt tidligere i kapittel 2.1 opprettet de nye virksomhetsområder i Newfoundland i Canada i 2020. I 2020 valgte de å holde eiendelene knyttet til Shetland for salg – som ble solgt tidligere i år. I tillegg valgte Grieg Seafood å oppløse salgsorganisasjonen Ocean Quality – som var et partnerskap med Bremnes Fryseri AS – og heller opprette en ny integrert salgs- og markedsorganisasjon. Selv om Grieg Seafood har vært gjennom disse endringene er kjernevirksomheten den samme (sjøvannsoppdrett, avl og høsting av ferdig utvokst laks). Dette taler for en lengre tidshorisont.

Som nevnte ovenfor bør en når en verdsetter selskaper i sykliske bransjer ha en så lang analysehorisont at en får med både oppgangs- og nedgangskonjunkturer. Vi mener det blir for kort å bare skulle ta hensyn for 4 år og mener derfor at en periode på 10 år (2012-2021) gir et bedre innblikk i hvordan selskapet har utviklet seg. Her får vi da med oss perioden før lakseprisen økte kraftig til 2016 og perioden etter lakseprisen har vært markant høy.

5.3 Presentasjon av resultat, balanse og kontantstrøm

I dette delkapittelet blir resultat- og balanseregnskapet til Grieg Seafood presentert for perioden 2012-2020. Regnskapstallene er hentet fra års- og kvartalsrapporter som er offentlig tilgjengelig for allmenheten. Som nevnt tidligere i kapittelet har vi valgt å bruke konsolidert konsernregnskap for regnskapsanalysen. Det er verdt å nevne at regnskapet fra virksomheten i Shetland – i 2020 – kommer i egne poster: netto profitt fra diskontinuerlige virksomheter i resultatregnskapet (tabell 5-1), og diskontinuerlig virksomhet og gjeld som er direkte knyttet til diskontinuerlig virksomhet i balansen (tabell 5-2).

Beløp i NOK 1 000 000

Rapportert resultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekter	2 050	2 404	2 665	4 609	6 545	7 017	7 500	8 274	4 384
+ Andre inntekter	28	20	10	45	41	22	26	27	29
+ Andre gevinster/tap	0	1	64	-15	17	-2	26	4	-5
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper	13	6	10	7	1	-1	-2	0	3
- Varekostnader	1 202	969	1 154	2 739	3 287	3 724	3 853	4 182	1 717
- Lønns- og personalkostnader	276	302	340	409	483	483	541	611	500
- Andre driftskostnader	642	675	774	1 236	1 492	1 725	1 822	2 013	1 593
= EBITDA før verdjustering knyttet til biologiske eiendeler	-30	484	481	261	1 342	1 106	1 334	1 498	602
- Avskrivninger varige driftsmidler	157	133	135	162	175	196	230	405	360
- Avskrivninger konsesjoner og andre immaterielle eiendeler	4	3	5	5	5	5	5	6	9
+ Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler	0	0	0	-46	6	0	0	0	0
= EBIT før verdjustering knyttet til biologiske eiendeler	-191	348	341	48	1 168	904	1 099	1 088	233
+ Verdjustering knyttet til biologiske eiendeler	98	267	-127	33	516	-91	256	-221	-290
= EBIT	-93	616	214	81	1 683	813	1 355	867	-57
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper	-1	2	3	3	12	0	0	0	0
+ Finansinntekter	3	33	51	38	20	42	19	51	0
- Finanskostnader	112	106	106	131	155	57	97	78	248
= Resultat før skattekostnad	-202	545	161	-9	1 561	798	1 277	841	-304
- Skattekostnad	-55	114	23	-14	339	198	280	196	12
= Resultat videreført virksomhet	-147	431	138	4	1 222	601	997	645	-316
+ Netto profitt fra diskontinuerlige virksomheter	0	0	0	0	0	0	0	0	-199
= Årsresultat	-147	431	138	4	1 222	601	997	645	-515
Henføres til:									
Kontrollerende eierinteresser	-147	431	138	-7	1 186	571	973	620	-541
Ikke-kontrollerende eierinteresser	0	0	0	11	36	30	25	25	26

Tabell 5-1 Rapportert resultatregnskap for Grieg Seafood fra 2012-2020 (Grieg Seafood ASA, 2013-2021a)

Beløp i NOK 1 000 000

Rapportert totalregnskap	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Årsresultat	-147	431	138	4	1 222	601	997	645	-515
Poster uten skatteeffekt ved realisering som senere reverseres i resultatet:									
Valutaomregningsdifferanser datterselskaper	-16	13	38	6	-10	17	-6	53	-50
+ Verdiendring av eiendeler tilgjengelig for salg	0	0	26	0	0	0	0	0	0
= Sum	-16	13	64	6	-10	16	-6	53	-51
Poster med skatteeffekt ved realisering som senere reverseres i resultatet:									
Valutaeffekt av nettoinvestering	-19	43	79	54	-90	22	-4	30	-24
+ Endring virkelig verdi av kontantstrømsikring	0	0	0	0	6	-25	15	-5	-1
+ Skatteeffekt	5	-12	-21	-14	20	0	-3	-6	5
= Netto effekt	-14	32	58	41	-64	-2	8	20	-19
= Utvidet resultat etter skatt	-30	44	121	47	-74	14	1	73	-70
= Årets totalresultat	-177	475	259	51	1 148	615	999	718	-585

Tabell 5-2 Rapportert totalregnskap for Grieg Seafood fra 2012-2020 (Grieg Seafood ASA, 2013-2021a)

Beløp i NOK 1 000 000

Rapportert balanse	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Eiendeler									
Goodwill	105	107	109	111	109	109	109	110	638
Utsatt skattefordel	0	0	0	10	0	4	2	1	29
Konsesjoner	977	994	1 066	1 093	1 061	1 069	1 122	1 134	1 508
Andre immaterielle eiendeler	4	5	12	17	18	18	25	16	38
Varige driftsmidler	1 141	1 204	1 425	1 535	1 510	1 872	2 293	2 958	3 033
Investeringer i tilknyttede selskaper	49	41	42	26	0	9	37	81	84
Eiendeler knyttet til skadeløsholdelse	0	0	0	0	0	0	0	0	40
Lån til tilknyttede selskaper og felleskontroll virk.	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	1	1	2	1	1	1	1	1	0
Andre langsiktige fordringer	0	0	0	3	4	0	0	2	9
Sum anleggsmidler	2 279	2 354	2 654	2 796	2 703	3 082	3 589	4 303	5 381
Varelager	66	74	88	91	89	92	126	178	78
Biologiske eiendeler	1 310	1 766	1 844	1 929	2 460	2 698	3 195	3 438	2 546
Kundefordringer	125	178	254	582	801	761	925	460	179
Andre kortsiktige fordringer	51	54	57	146	163	199	166	335	133
Derivater og andre finansielle instrumenter	0	1	0	0	49	48	3	7	84
Kontanter og kontantekvivalenter	240	164	144	392	504	272	138	214	275
Sum omløpsmidler	1 792	2 237	2 388	3 140	4 065	4 070	4 554	4 632	3 296
Diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0	0	1 973
Sum eiendeler	4 070	4 591	5 042	5 936	6 768	7 153	8 142	8 935	10 650
Egenkapital og gjeld									
Aksjekapital	447	447	447	447	447	447	447	447	454
Egne aksjer	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Contingent consideration (Oppkjøp av Grieg Newfoundland AS)	0	0	0	0	0	0	0	0	702
Annen egenkapital - ikke resultatført	-52	-2	93	140	63	88	84	155	84
Opptjent egenkapital	1 124	1 549	1 687	1 626	2 646	2 775	3 308	3 488	3 136
Sum kontrollerende eierinteresser	1 513	1 989	2 222	2 207	3 151	3 304	3 834	4 084	4 371
Ikke-kontrollerende eierinteresser	0	0	0	30	56	44	49	57	0
Sum egenkapital	1 513	1 989	2 222	2 238	3 207	3 348	3 884	4 141	4 371
Utsatte skatteforpliktelse	427	557	560	539	675	722	878	875	909
Pensjonsforpliktelse	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Kontantopsjoner	9	0	2	4	11	9	8	8	0
Lån	976	851	959	1 518	980	1 192	1 299	1 564	3 376
Annen langsiktig gjeld	0	24	24	21	16	15	14	13	0
Forpliktelse finansielle leiekontrakter	156	170	236	273	250	202	292	633	532
Sum langsiktig gjeld	1 569	1 603	1 781	2 356	1 932	2 139	2 491	3 093	4 817
Kortsiktige lånefasiliteter	500	425	0	0	0	0	47	0	0
Kortsiktig del av langsiktige lån	110	111	488	102	98	99	107	98	104
Kortsiktig del av forpliktelse finansielle leiekontrakter	45	46	53	61	67	58	68	199	153
Factoring gjeld	0	0	0	338	503	501	573	86	0
Kontantopsjoner	0	10	1	1	0	7	9	11	2
Leverandørgjeld	246	318	301	653	494	585	649	855	563
Betalbar skatt	0	1	51	25	172	157	130	212	15
Skyldig lønn og offentlige avgifter	20	22	13	12	49	16	29	51	22
Derivater og andre finansielle instrumenter	14	12	23	27	24	28	6	9	14
Annen kortsiktig gjeld	54	55	110	123	222	213	149	180	95
Sum kortsiktig gjeld	988	999	1 039	1 342	1 629	1 665	1 768	1 701	969
Gjeld som er direkte knyttet til diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0	0	493
Sum gjeld	2 557	2 602	2 820	3 698	3 561	3 805	4 259	4 794	6 279
Totalkapital	4 070	4 591	5 042	5 936	6 768	7 153	8 142	8 935	10 650

Tabell 5-3 Rapportert balanse for Grieg Seafood fra 2012-2020 (Grieg Seafood ASA, 2013-2021a)

5.4 Trailing

I skrivende stund er ikke årsregnskapet til Grieg Seafood for 2021 ferdigstilt og tilgjengelig. Derfor er første steget i regnskapsanalysen å estimere trailing for årsregnskapet for 2021. Dette er mulig å gjøre ved å ta utgangspunkt i kvartalsrapportene som er blitt publisert i innværende år. Da denne verdsettelsen ble gjennomført hadde vi tilgang til 1., 2. og 3. kvartalsrapporter. Hensikten med trailing er å bygge inn den nyeste regnskapsinformasjonen slik at vi får et mer oppdatert bilde over den finansielle situasjonen til selskapet. Vår estimering av trailing for 2021 tar utgangspunkt i metodene til Knivsflå (2021c).

5.4.1 Trailing for resultatregnskapet

Først vil vi utføre trailing av resultatregnskapet for 2021. Vi har valgt å dele opp trailingen av resultatregnskapet i 4 deler: trailing for normale poster, trailing for unormale poster, trailing for finansposter og trailing for skattekostnad. Årsaken til dette er fordi det brukes ulike metoder for estimering av trailing. Trailing for normale poster er ekskludert normale finansposter og normal skattekostnad siden det knytter seg utfordringer til disse postene.

5.4.1.1 Trailing for normale poster

Siden vi har tilgang til tredje kvartalsrapport for Grieg Seafood har vi valgt å bruke følgende formel for trailing av normale poster:

$$Trailing_{normale\ poster} = Q_{1t} + Q_{2t} + Q_{3t} + Q_{4t-1}$$

Q_{1t} = 1. kvartalsrapport 2021, Q_{2t} = 2. kvartalsrapport 2021, Q_{3t} = 3. kvartalsrapport 2021,
 Q_{4t-1} = 4. kvartalsrapport 2020

Formel 5-1 Trailing for normale poster

Trailing for normale driftsrelaterte poster i 2021 for Grieg Seafood baserer seg på tallene fra 1., 2. og 3. kvartalsrapport, samt tallene fra 4. kvartalsrapport i 2020. Hvilke poster som kan betraktes som normale og unormale blir diskutert i kapittel 5.5.1.3. Dette gjøres for å utarbeide et løpende finansregnskap hvor målet er å estimere et så presist årsregnskap for innværende år så godt som mulig.

En annen metode for utarbeiding av trailing-regnskap er å legge til en vekstjustering i kvartalstallene (Knivsflå, 2021c). Ved å bruke de tre første kvartalsrapportene i både 2020 og 2021 er det mulig å beregne en vekstfaktor som kan brukes til å estimere trailing-året. Vi har

valgt å ikke bruke denne metoden fordi som nevnt tidligere ble Grieg Seafood hard rammet av pandemien som kom i 2020. Dette har ført til at veksten ikke har vært normal det siste året. Vi mener derfor den veksten som selskapet hadde fra de første kvartalene i 2020 til 2021 ikke er et godt estimat for justering av trailing for 2021.

5.4.1.2 Trailing for unormale poster

Poster i resultatregnskapet som blir ansett på som unormale skal behandles på en annen måte enn normale poster. Formelen for trailing av disse postene er som følgende:

$$Trailing_{unormale\ poster} = Q_{1t} + Q_{2t} + Q_{3t} + 0$$

Q_{1t} = 1.kvartalsrapport 2021, Q_{2t} = 2.kvartalsrapport 2021, Q_{3t} = 3.kvartalsrapport 2021

Formel 5-2 Trailing for unormale poster

Unormale poster i Q_{4t-1} settes lik null siden disse postene ikke er relevante for Q_{4t} . Disse postene er ikke relevante på grunn av at det er engangsposter eller poster med stor volatilitet (Knivsflå, 2021c). Unormale poster settes derfor lik null i 4. kvartalsrapport i 2020 for Grieg Seafood. Dette gjelder postene: andre inntekter, reversering/nedskrivning av varige driftsmidler, verdijustering knyttet til biologiske eiendeler og netto profitt fra diskontinuerlige virksomheter. Postene i totalregnskapet er også betraktet som unormale. Hvorfor disse postene er klassifisert som unormale blir diskutert i kapittel 5.5.1.3.

5.4.1.3 Trailing for finansposter

Kvartalsrapportene til Grieg Seafood er vesentlig mindre detaljert sammenlignet med årsrapportene. Dette skaper noen utfordringer i forhold til trailing av finansinntekter og finanskostnader. Grieg Seafood oppgir bare netto finansposter i resultatregnskapet i kvartalsrapportene. Ved å gå inn i noten som omhandler finansposter er nesten alle postene oppgitt i netto. Vi velger derfor å behandle positive netto finansposter som finansinntekt og negative netto finansposter som finanskostnad. Tabell 5-4 oppsummerer trailing for finansielle poster.

Beløp i NOK 1 000 000

Trailing for finansielle poster	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2020Q4	2021T
Netto endring virkelig verdi på derivater	14	2	7	0	23
Netto finansielle renter	-46	-49	-48	-48	-192
Netto valutagevinst (tap)	52	33	-8	0	77
Utbytte	0	0	0	0	0
Netto andre finansielle inntekter (kostnader)	-5	-3	-5	0	-14
Sum finansinntekter					101
Sum finanskostnader					-205

Tabell 5-4 Trailing for finansielle poster for Grieg Seafood

Renteinntekter og rentekostnader betraktes som normale finansrelaterte poster, mens resterende finansposter betraktes som unormale (Knvisflå, 2021d). Derfor er alle postene i 4. kvartal 2020 – utenom netto finansielle renter – ikke relevante for Q4 i 2021 og settes lik 0.

5.4.1.4 Trailing for skattekostnad

For å kunne gjennomføre trailing for skattekostnaden til Grieg Seafood i 2021 må vi ta noen forutsetninger; driftsresultatet blir skattlagt med driftsskattesatsen, finansinntekter og unormalt finansresultat har en effektiv skattesats på finansinntektsskattesats, og finanskostnad har en effektiv skattesats på finanskostnadsskattesatsen (Knivisflå, 2021c). Skattekostnaden kan derfor beregnes ved følgende formel:

$$SK = dss * DR + fISS * (FI + UFR) - fKSS * FK$$

*SK = Skattekostnad, dss = Driftsskattesatsen, DR = Driftsresultat, fISS = Finansinntektsskattesatsen,
FI = Normale finansinntekter, UFR = Unormalt finansresultat, fKSS = Finanskostnadsskattesatsen,
FK = Normale finanskostnader
Formel 5-3 Skattekostnad*

Første steget for å beregne skattekostnaden er å finne driftsskattesatsen for de tre første kvartalene i 2021. Den kan finnes ved følgende formel:

$$dss_{Q1-Q3,t} = \frac{NSK_{Q1-Q3,t} - fISS * (FI_{Q1-Q3,t} + UFR_{Q1-Q3,t}) + fKSS * FK_{Q1-Q3,t}}{DR_{Q1-Q3,t} + UDR_{Q1-Q3,t}}$$

*Dss = Driftsskattesats, NSK = Normal skattekostnad, fISS = finansinntektsskattesats, FI = Normale finansinntekter,
UFR = Unormalt finansresultat, fKSS = Finanskostnadsskattesats, FK = Normale finanskostnader,
DR = Normalt driftsresultat, UDR = Unormalt driftsresultat
Formel 5-4 Driftsskattesats for 1., 2. og 3. kvartal*

For å finne driftsskattesatsen for trailing-året 2021 må vi ta et vektet snitt av driftsskattesatsen for de tre første kvartalene i 2021 og driftsskattesatsen for hele 2020. Driftsskattesatsen for 2020 blir utregnet senere i kapittel 5.5.1.4 og er vist i tabell 5-21. Følgende formel vil bli brukt for trailingåret:

$$dss_t = dss_{Q1-Q3,t} * \frac{3}{4} + dss_{t-1} * \frac{1}{4}$$

*dss = driftsskattesats
Formel 5-5 Driftsskattesats for trailingåret*

Normal skattekostnad er rapportert skattekostnad fratrukket unormal skattekostnad. Siden kvartalsrapportene er vesentlig mindre detaljert en årsrapportene har vi ikke mulighet til å identifisere unormal skattekostnad for de tre første kvartalene. Derfor brukes rapportert skattekostnad som normal skattekostnad. Videre må vi finne finansinntektskattesatsen. Siden uttaksmodellen i skatteloven sier at utbytte og aksjegevinster ikke blir skattlagt på selskapsnivå er effektiv finansinntektskattesats lavere enn selskapsskattesatsen (Knivsflå, 2021c). I følge Knivsflå (2021c) er en tommelfingerregel å benytte to tredjedeler av selskapsskattesatsen –som i 2021 var på 22% – som estimat for finansskattesatsen. Denne tommelfingerregelen vil vi benytte oss av videre i oppgaven. Finanskostnadskattesatsen forutsetter vi er lik selskapsskattesatsen. Normale finansinntekter, normale finanskostnader, og unormalt finansresultat blir definert i kapittel 5.5.1.3.

Beløp i NOK 1 000 000

	2021Q1	2021Q2	2021Q3
Skattekostnad	46	35	61

Tabell 5-5 Skattekostnad for 1., 2. og 3. kvartal 2021

5.4.1.5 Presentasjon av trailing-resultatregnskapet for Grieg Seafood

Beløp i NOK 1 000 000

Trailing for resultatregnskapet	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2020Q4	2021T
Salgsinntekter	660	1 122	1 303	1 163	4 248
+ Andre inntekter	19	8	28	0	55
+ Andre gevinster/tap	0	0	0	0	0
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper	0	0	0	2	2
- Varekostnader	185	478	497	491	1 651
- Lønns- og personalkostnader	128	119	156	145	549
- Andre driftskostnader	295	391	427	448	1 560
= EBITDA før verdijustering knyttet til biologiske eiendeler					545
- Avskrivninger varige driftsmidler	86	97	100	91	374
- Avskrivninger konsesjoner og andre immaterielle eiendeler	2	2	2	4	9
+ Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler	0	0	0	0	0
= EBIT før verdijustering knyttet til biologiske eiendeler					163
+ Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	156	105	121	0	382
= EBIT					545
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper	0	0	0	0	0
+ Finansinntekter					101
- Finanskostnader					205
= Resultat før skattekostnad					440
- Skattekostnad*					-38
= Resultat videreført virksomhet					402
+ Netto profitt fra diskontinuerlige virksomheter	12	28	56	0	96
= Årsresultat					498
Henføres til:					
Kontrollerende eierinteresser					498
Ikke-kontrollerende eierinteresser					0

Tabell 5-6 Trailing for resultatregnskapet for Grieg Seafood

Beløp i NOK 1 000 000

Trailing for totalregnskapet	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2020Q4	2021T
Årsresultat					498
Poster uten skatteeffekt ved realisering som senere reverseres i resultatet:					
Valutaomregningsdifferanser datterselskaper	10	30	-5	0	35
+ Verdiendring av eiendeler tilgjengelig for salg	0	0	0	0	0
= Sum					35
Poster med skatteeffekt ved realisering som senere reverseres i resultatet:					
Valutaeffekt av nettoinvestering	8	15	-3	0	20
+ Endring virkelig verdi av kontantstrømsikring	0	0	0	0	0
+ Skatteeffekt	-2	-3	1	0	-4
= Netto effekt					16
= Utvidet resultat etter skatt					51
= Totalresultat					548

Tabell 5-7 Trailing for totalregnskapet for Grieg Seafood

5.4.2 Trailing for balanse

Trailing for balanse tar utgangspunkt i siste tilgjengelige kvartalstall (Knivsflå, 2021c). Derfor vil trailing-balanse i 2021 for Grieg Seafood tilsvare rapporterte tall fra Q3. Siden kvartalsrapportene er mindre detaljert enn årsrapportene er flere av balansepostene blitt slått sammen. Det skaper utfordringer ved å skille balansepostene fra hverandre, spesielt når det er mangelfullt på notene også. Vi har valgt å løse dette ved å finne forholdstallene fra 2020 mellom postene som er blitt slått sammen, og bruke dette forholdstallet til å beregne trailing for 2021. Andre kortsiktige fordringer var blitt slått sammen med derivater og andre finansielle instrumenter. Kontantopsjoner var blitt slått sammen med skyldig lønn og offentlige avgifter, derivater og andre finansielle instrumenter, og annen kortsiktig gjeld.

En svakhet ved trailing er at totalresultatet er et estimat for hele regnskapsåret, mens egenkapitalen tar bare utgangspunkt til utgangen av 3.kvartal. Dette fører til et avvik i endring av egenkapitalen som gjør at trailingen for egenkapitalen i 2021 ikke går opp. For at trailingen skal gå opp føres differansen opp som driftsrelatert «dirty surplus» direkte mot egenkapitalen (Knivsflå, 2021c). Tabell 5-8 viser at det oppstår et «dirty surplus» på 53 millioner kroner for trailing-året.

Beløp i NOK 1 000 000

Endring i trailing-egenkapital	
Egenkapital 31.12.2020	4 371
+ Totalresultat 2021T	548
- "Dirty surplus" ved trailing	53
- Netto betalt utbytte 2021T	0
= Egenkapital 30.09.2021 (2021T)	4 866

Tabell 5-8 Endring i trailing-egenkapital for Grieg Seafood

5.4.2.1 Presentasjon av trailing-balanse for Grieg Seafood

Beløp i NOK 1 000 000

Trailing for balanse	2021T
Eiendeler	
Goodwill	656
Utsatt skattefordel	37
Konsesjoner	1 531
Andre immaterielle eiendeler	38
Varige driftsmidler	3 454
Investeringer i tilknyttede selskaper	87
Eiendeler knyttet til skadeløsholdelse	40
Lån til tilknyttede selskaper og felleskontroll verk.	0
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	0
Andre langsiktige fordringer	32
Sum anleggsmidler	5 875
Varelager	133
Biologiske eiendeler	3 214
Kundefordringer	99
Andre kortsiktige fordringer	198
Derivater og andre finansielle instrumenter	125
Kontanter og kontantekvivalenter	146
Sum omløpsmidler	3 916
Diskontinuerlig virksomhet	1 944
Sum eiendeler	11 735
Egenkapital og gjeld	
Aksjekapital	454
Egne aksjer	-5
Contingent consideration (Oppkjøp av Grieg Newfoundland AS)	702
Annen egenkapital - ikke resultatført	0
Opptjent egenkapital	3 715
Sum kontrollerende eierinteresser	4 866
Ikke-kontrollerende eierinteresser	0
Sum egenkapital	4 866
Utsatte skatteforpliktelsener	1 070
Pensjonsforpliktelsener	0
Kontantopsjoner	10
Lån	3 111
Annen langsiktig gjeld	
Forpliktelsener finansielle leiekontrakter	604
Sum langsiktig gjeld	4 795
Kortsiktige lånefasiliteter	0
Kortsiktig del av langsiktige lån	705
Kortsiktig del av forpliktelsener finansielle leiekontrakter	187
Factoring gjeld	0
Kontantopsjoner	5
Leverandørgjeld	547
Betalbar skatt	0
Skyldig lønn og offentlige avgifter	45
Derivater og andre finansielle instrumenter	29
Annen kortsiktig gjeld	195
Sum kortsiktig gjeld	1 714
Gjeld som er direkte knyttet til diskontinuerlig virksomhet	360
Sum gjeld	6 869
Totalkapital	11 735

Tabell 5-9 Trailing for balanse for Grieg Seafood

5.5 Omgruppering

Formålet med omgrupperingen er å «skreddersy regnskapsoppstillingene for analyse» (Knivsflå, 2021d). Som nevnt tidligere rapporterer Grieg Seafood etter IFRS. IFRS er en kreditororientert-oppstilling (Knivsflå, 2021d). Resultatoppstillingen er i hovedsak satt søkelys på om verdiskapningen til selskapet er større en gjeldskostnaden. Balanseoppstillingen er gruppert etter likviditeten til eiendelene og forfallstidspunkt på gjelden.

Vi har et investorperspektiv på vår verdsettelse av Grieg Seafood. Formålet er derfor å gjøre både regnskap og balanse mer brukervennlig for investorer. Omgrupperingen går ut på at vi skiller de operasjonelle aktivitetene fra de finansielle aktivitetene. Når en beregner økonomiske forhold for å måle et firmas lønnsomhet, er det gunstig å skille «drift» og «investering i drift» fra finansieringsaktiviteter (Plenborg et al., 2021, s. 109). Ifølge Plenborg et al (2021) så er årsaken for å skille de operasjonelle aktivitetene fra de finansielle at selskapets driftsvirksomhet er den primære drivkraften bak verdiskaping og derfor viktig å isolere. En investor ønsker å identifisere i hvilken grad driften til selskapet er i stand til å skape fremtidig verdiskapning. Her er det også viktig å skille mellom normale og unormale poster. Ønsker å identifisere poster som er stabile og gjengangere, og som kan si noe om den fremtidige verdiskapningen til selskapet. Dette blir diskutert nærmere i kapittel 5.5.1.3.

5.5.1 Omgruppering av resultatregnskapet

For å gjøre resultatregnskapet mer investororientert må vi identifisere de postene som sier noe om den normale inntjeningen og verdiskapningen til selskapet. På grunn av faktorer som regnskapsmanipulasjon, bruk av beregning av virkelig verdi og unormale poster kan oppstillingen av resultatregnskapet i årsrapportene gi investoren et uklart bilde for den reelle situasjonen til selskapet. Resultatregnskapet skal normaliseres, og derfor ønsker vi å skille mellom normale og unormale poster. Omgruppering av resultatregnskapet krever også at hver post klassifiserer enten som operasjonell eller finansiell (Plenborg et al., 2021, s. 113). Formålet med å klassifisere postene på denne måten er å få bedre kunnskap om de ulike kildene til verdiskapning i et firma (Plenborg et al., 2021, s. 113).

Knivsflå (2021d) kommer med 4 steg for omgruppering av resultatet som vi vil ta i bruk:

1. Identifisere fullstendig nettoresultat
2. Fordeling av fullstendig nettoresultat

-
3. Identifisere normale og unormale poster
 4. Fordeling av skattekostnaden

Ferdig omgruppert resultatregnskap vil se tilnærmet lik slik tabell 5-10 illustrerer.

	Driftsinntekter
-	Driftskostnader
=	Driftsresultat i egenvirksomhet
-	Driftsrelatert skatt
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet
+	Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter
=	Netto driftsresultat
+	Netto finansinntekt
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital
-	Netto finanskostnad
-	Netto minoritetsresultat
=	Nettoresultat til egenkapital
+	Unormalt netto driftsresultat
+	Unormalt netto finansresultat
-	Unormalt netto minoritetsresultat
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital
-	Netto betalt utbytte
=	Endring i egenkapital

Tabell 5-10 Eksempel på oppstilling av omgruppert resultatregnskap (Knivsflå, 2021d)

5.5.1.1 Steg 1 Identifisere fullstendig nettoresultat

Første steget i omgrupperingen av resultatregnskapet er å identifisere fullstendig nettoresultat.

Fullstendig nettoresultat er gitt ved følgende formel:

$$FNR = RES + AFR + DSP$$

FNR = Fullstendig nettoresultat, RES = Rapportert årsresultat, AFR = Annet fullstendig resultat,

DSP = Dirty surplus

Formel 5-6 Fullstendig nettoresultat

Ifølge IAS 1 skal all inntekt og kostnad i en periode rapporteres i årsresultatet, både som gevinst eller tap (Knivsflå, 2021d). I visse tilfeller kan IFRS tillatte eller kreve unntak for denne regelen, og disse unntakene skal dermed rapporteres i annet fullstendig resultat. I noen tilfeller har vi brudd på denne regelen (kongruensprinsippet). Inntekt og kostnad blir ført direkte mot egenkapitalen og blir ikke resultatført, dette kalles «dirty surplus». Selskaper som opererer med IFRS hvor annet fullstendig resultat rapporteres så er i prinsippet «dirty surplus» lik null. Likevel kan det forekomme at inntekter og kostnader blir ført direkte mot egenkapitalen, for eksempel emisjonskostnader eller diverse justeringer og prinsippendringer (Knivsflå, 2021d). Fra 2012-2021 er det ikke blitt ført inntekter eller kostnader direkte mot egenkapitalen for Grieg Seafood. Driftsrelatert «dirty surplus» i 2021T skyldes avvik på grunn av trailing, som er forklart tidligere i kapittel 5.4.2. Annet fullstendig resultat er det samme som utvide resultat etter skatt, vist i tabell 5-11. Tabell 5-11 oppsummerer fullstendig nettoresultat i perioden 2012-2021T.

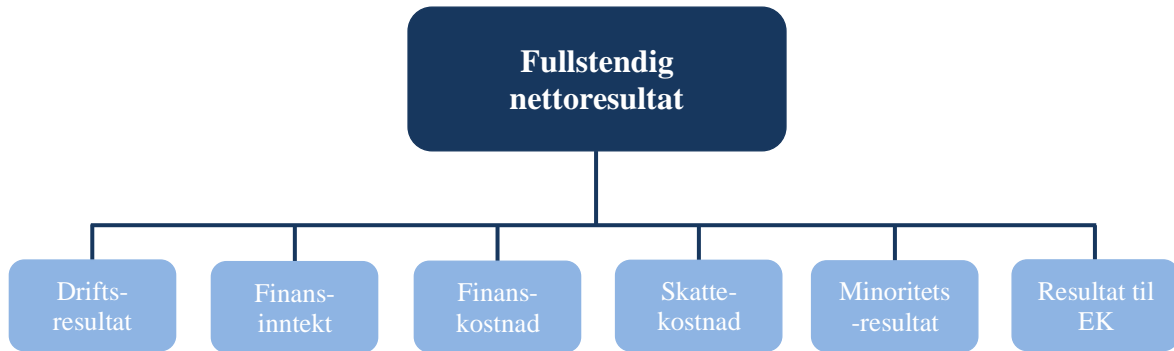
Beløp i NOK 1 000 000

Fullstendig nettoresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Årsresultat	-147	431	138	4	1 222	601	997	645	-515	498
+ Annet fullstendig resultat	-30	44	121	47	-74	14	1	73	-70	51
= Totalresultat	-177	475	259	51	1 148	615	999	718	-585	548
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0	0	0	53
+ Finansrelatert dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	-177	475	259	51	1 148	615	999	718	-585	602

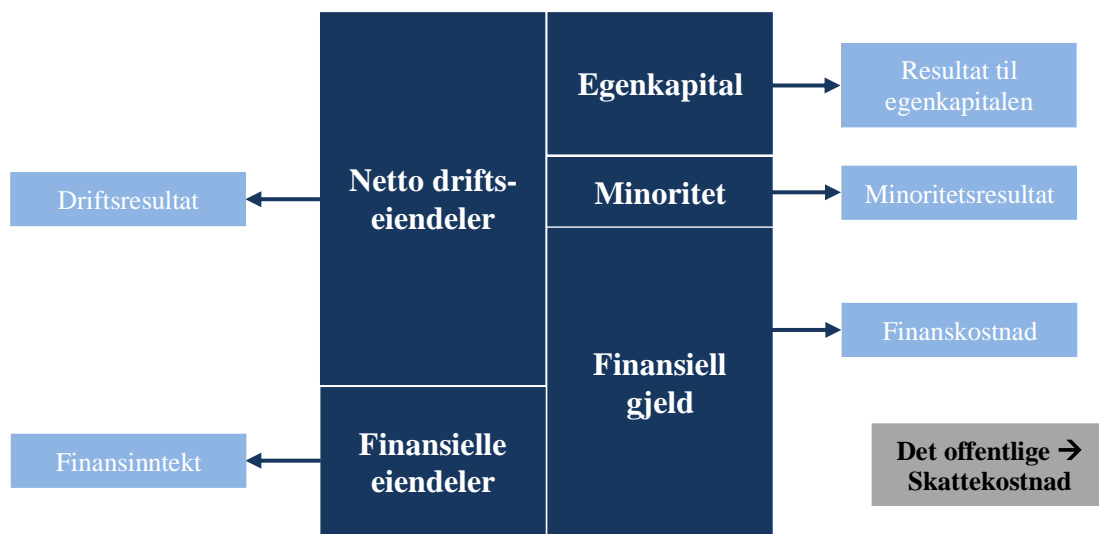
Tabell 5-11 Fullstendig nettoresultat for Grieg Seafood, 2012-2021T

5.5.1.2 Steg 2 Fordeling av fullstendig nettoresultat

Etter at fullstendig nettoresultat har blitt identifisert må den fordeles på kapitalene i balansen slik at de får sitt resultat før skatt (Knivsflå, 2021d), som illustrert i figur 5-3. Formålet med dette er å identifisere kildene til hva som driver fullstendig netto resultat, og hvordan det blir fordelt til de ulike kapitlene. Figur 5-2 illustrerer hvordan fullstendig nettoresultat blir fordelt.



Figur 5-2 Fordeling av fullstendig nettoresultat (Knivsflå, 2021d)



Figur 5-3 Resultat til kapitalene i balansen

Figur 5-2 og 5-3 viser at som sagt hvordan fullstendig nettoresultat fordeles og hvordan kapitalene i balansen bidrar til denne fordelingen. Driftsresultatet stammer fra netto driftseiendeler i selskapet. Netto driftseiendeler er eiendelene knyttet til drift fratrukket driftsrelatert gjeld. Dette kan ses på som den investerte kapitalen i selskapet. Finansinntektene kommer fra de finansielle eiendelene til selskapet, mens finanskostnadene går til å betjene den finansielle gjelden som selskapet har tatt. Det offentlige skal også ha sin del hvor selskapet betaler skatt til staten (skattekostnaden). Eventuelle minoritetsinteresser i selskapet skal også ha sin del før resultatet overføres til egenkapitalen.

Som investor er det ønskelig å skille mellom inntekter og kostnader som skyldes drift og hva som skyldes finansiering. Det er i all hovedsak driften som sier noe om framtidsutsiktene til selskapet. Driftsinntekter og -kostnader kommer fra eiendelene og gjeld som er knyttet til driften, mens finansinntekter og -kostnader skapes av de finansielle eiendelene og gjeld. Det

er driften som driver verdiskapningen i selskapet og er derfor av interesse å skille ut denne delen.

Driftsrelaterte poster i resultatregnskapet

Salgsinntekter er knyttet til salg av fisk og er derfor ansett som en driftsrelatert post. Fra notene til årsregnskapet kommer det frem at posten andre gevinster/tap inkluderer salg av aksjer og driftsmidler, samt verdiendringer på valutaterminkontrakter som føres til virkelig verdi over resultatet (Grieg Seafood ASA, 2018) – blir derfor klassifisert som en driftspost. Om postene andel resultat fra tilknyttede selskaper blir ansett på som driftsrelatert eller finansrelatert bestemmes av hvor stor eierandel Grieg Seafood har i de aktuelle selskapene. Med en eierandel på mellom 20-50 prosent blir vanligvis denne investeringen sett på som driftsrelatert. I notene kommer det frem at investeringene i tilknyttede selskaper er strategiske med eierandel på mellom 20-50 prosent og dermed knyttet til driften. Varekostnaden til Grieg Seafood består av fôr, rogn, vaksiner og medisiner, og er dermed en driftspost. Lønns- og personalkostnader er en driftspost. Andre driftskostnader består av typisk driftskostnader som vedlikehold, strøm, transportkost, leiekostnader etc., og anses derfor som driftsrelatert. Begge avskrivningspostene er knyttet til driftseiendeler – det samme gjelder posten reversering/nedskrivning av varige driftsmidler – de grupperes derfor som en driftspost. Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler er at fisken skal vurderes til virkelig verdi – klassifiseres derfor som en driftspost.

I totalresultatet finner vi også noen driftsrelaterte poster. Posten valutaomregningsdifferanser datterselskap er en driftspost siden eierandelen er over 50% og dermed påvirkning på driften. Endring virkelig verdi av kontantstrømsikring knytter seg til bruk av derivater for å hedge fysiske, langsiktige leveransekontrakter (Grieg Seafood ASA, 2021a) – derfor anses den som driftsrelatert.

Finansielle poster i resultatregnskapet

Fra notene i årsrapportene fremkommer det at posten andre inntekter hovedsakelig er oppgjør av forsikringer og andre tjenester som ikke er direkte produksjonsrelaterte (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 257). Derfor blir denne posten klassifisert som en finansrelatert post. Finansinntekter og finanskostnader er også ansett som finansielle poster. Posten netto profitt fra diskontinuerlig virksomhet knytter seg til salget av Shetland-eiendelene. Disse eiendelene er holdt for salg og har ikke noe med den fremtidige driften til Grieg Seafood. Derfor klassifiserer vi denne posten som finansiell.

I totalresultatet dukker det også opp noen finansielle poster. Det er ikke noe informasjon rundt posten verdiendring av eiendeler tilgjengelig for salg, men vi klassifiserer den som en finansiell post siden vi antar at de knytter seg til salget av Shetland. Fra notene kommer det frem at posten valutaeffekt av nettoinvesteringer blir regnet som egenkapitalfinansiering i datterselskapene, og at det ikke skal tilbakebetales til mor. Derfor blir den betraktet som en finansiell post siden den ikke påvirker driften til Grieg Seafood. Posten skatteeffekt er knyttet til valutaeffekt av nettoinvesteringer og vi anser den derfor som en finanspost.

Oppsummering av fordeling av fullstendig nettoresultat

Tabellene nedenfor oppsummerer fordelingen av fullstendig nettoresultat.

Beløp i NOK 1 000 000

Fullstendig driftsresultat før skatt	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Driftsinntekter	2 050	2 404	2 665	4 609	6 545	7 017	7 500	8 274	4 384	4 248
+ Andre gevinster/tap	0	1	64	-15	17	-2	26	4	-5	0
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper	12	8	13	10	13	-1	-2	0	3	2
- Varekostnader	1 202	969	1 154	2 739	3 287	3 724	3 853	4 182	1 717	1 651
- Lønns- og personalkostnader	276	302	340	409	483	483	541	611	500	549
- Andre driftskostnader	642	675	774	1 236	1 492	1 725	1 822	2 013	1 593	1 560
= EBITDA før verdjustering knyttet til biologiske eiendeler	-59	467	474	220	1 313	1 084	1 309	1 472	573	490
- Avskrivninger varige driftsmidler	157	133	135	162	175	196	230	405	360	374
- Avskrivninger konsesjoner og andre immaterielle eiendeler	4	3	5	5	5	5	5	6	9	9
+ Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler	0	0	0	-46	6	0	0	0	0	0
= EBIT før verdjustering knyttet til biologiske eiendeler	-220	330	334	6	1 139	883	1 073	1 061	204	107
+ Verdjustering knyttet til biologiske eiendeler	98	267	-127	33	516	-91	256	-221	-290	382
= Driftsresultat	-122	598	207	39	1 655	791	1 329	840	-85	489
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat	-16	13	38	6	-4	-8	9	48	-51	35
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0	0	0	53
= Fullstendig driftsresultat før skatt	-138	611	244	45	1 650	783	1 338	889	-136	577

Tabell 5-12 Fullstendig driftsresultat før skatt for Grieg Seafood, 2012-2021T

Beløp i NOK 1 000 000

Fullstendig finansresultat før skatt	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Finansinntekter	3	33	51	38	20	42	19	51	0	101
+ Andre inntekter	28	20	10	45	41	22	26	27	29	55
- Finanskostnader	112	106	106	131	155	97	97	78	248	205
= Finansresultat	-80	-53	-46	-48	-94	7	-52	0	-219	-49
+ Netto profitt fra diskontinuerlige virksomheter	0	0	0	0	0	0	0	0	-199	96
+ Finansielt annet fullstendig resultat	-14	32	84	41	-70	22	-7	24	-19	16
+ Finansielt dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-94	-21	38	-8	-164	30	-59	24	-437	62

Tabell 5-13 Fullstendig finansresultat før skatt for Grieg Seafood, 2012-2021T

Beløp i NOK 1 000 000

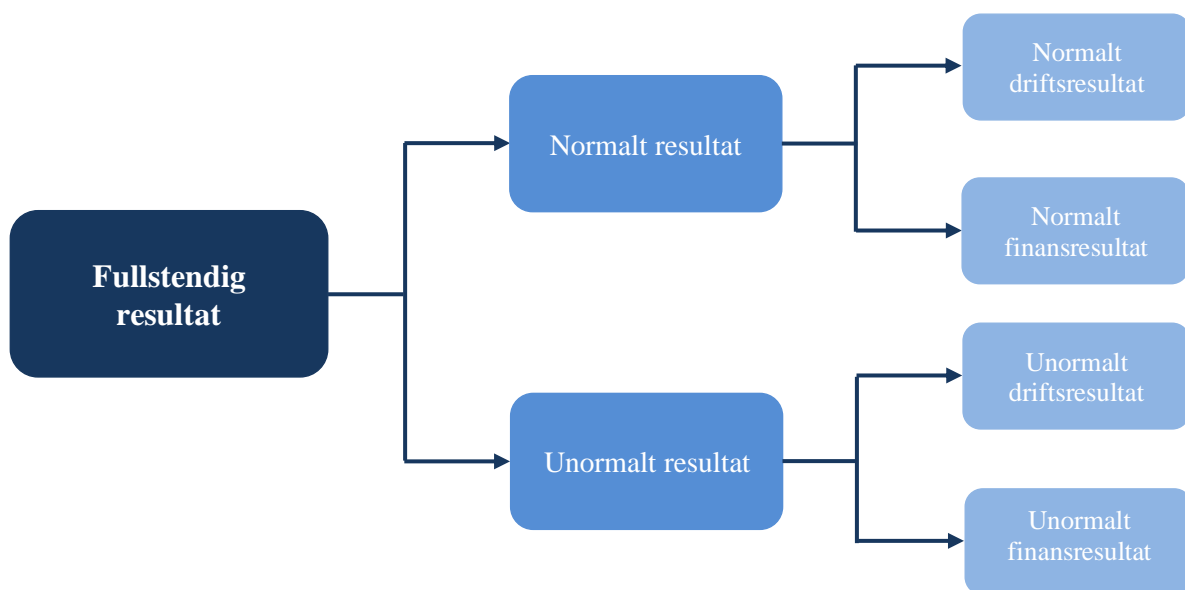
Fordeling av skatt, minoritetsresultat og resultat til egenkapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Fullstendig driftsresultat før skatt	-138	611	244	45	1 650	783	1 338	889	-136	577
+ Fullstendig finansresultat før skatt	-94	-21	38	-8	-164	30	-59	24	-437	62
= Fullstendig resultat før skatt	-232	589	282	38	1 486	813	1 279	913	-573	640
- Skattekostnad	-55	114	23	-14	339	198	280	196	12	-38
= Fullstendig resultat til egenkapital i konsernet	-177	475	259	51	1 148	615	1 000	717	-585	678
- Fullstendig resultat til minoritet	0	0	0	11	36	30	25	25	26	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital - majoritet	-177	475	259	40	1 112	585	975	692	-611	678

Tabell 5-14 Fullstendig netto resultat til egenkapital for Grieg Seafood, 2012-2021T

Ved å sammenligne resultat til egenkapital i tabell 5-14 med fullstendig nettoresultat i tabell 5-11 ser vi at det gir samme beløp. Dette indikerer at fordelingen av resultatet til de ulike kapitalene er blitt gjennomført riktig.

5.5.1.3 Steg 3 Identifisere normale og unormale poster

Hensikten med å identifisere normale og unormale poster er for å skille mellom hvilke poster som er relevante for fremtiden og predikasjon, og hvilke som ikke har betydning i det lange løp. Figur 5-4 illustrerer hvordan fullstendig resultat kan fordeles på normalt resultat og unormalt resultat. Det er ønskelig å identifisere normalt resultat fordi det er relevant for predikasjon av den fremtidige finansielle situasjonen til selskapet (Knivsflå, 2021d). Normale poster er poster som kommer hver periode og som holder seg jevn uten store svingninger. Unormale poster er poster som dukker opp i resultatet sporadisk, store variasjoner og vanskelig å bruke for si noe om fremtiden. Unormale poster er ofte uten en trend med stor volatilitet.



Figur 5-4 Fordeling av normale og unormale poster (Knivsflå, 2021d)

Driftsposter

Driftsposter som vi anser som for normale er: salgsinntekter, varekostnaden, lønns- og personalkostnader, andre driftskostnader, avskrivninger varige driftsmidler, og avskrivninger konsesjoner og andre immaterielle eiendeler. Disse postene er gjengangere i resultatregnskapet med liten volatilitet og som vi mener er relevante for fremtidig drift.

Posten andre gevinster/tap er en gjenganger i resultatregnskapet, men den har svinger veldig uten en tydelig trend. Den er også i perioder negativ som gjør det vanskelig å predikere hvordan den vil være i fremtiden. Vi klassifisere derfor posten andre gevinster/tap som unormal. En annen post som vi ser på som unormal i forhold til driften er reversering/nedskrivning av varige driftsmidler. Denne posten dukker opp bare to ganger i løpet av analyseperioden.

For selskaper som tar i bruk IFRS er den regnskapsmessige behandlingen av levende fisk regulert av IAS 41, Landbruk (Grieg Seafood ASA, 2017, s. 37). Hovedprinsippet i IAS 41 er at biologiske eiendeler skal måles til virkelig verdi. Dette medfører at alle endringer på virkelig verdi på de biologiske eiendelene til Grieg Seafood må resultatføres løpende. Dette resultatføres i posten verdijustering knyttet til biologiske eiendeler. Fremtidig pris, slaktetidspunkt, slaktevekt, samt gjenværende produksjonskost er alle faktor som har påvirkning på beregningen av virkelig verdi (Grieg Seafood ASA, 2018). Et viktig element som påvirker endring i verdien på de biologiske eiendelene til Grieg Seafood er lakseprisen, som er kjent for å være svært volatile. Store svingninger i prisen gjør det vanskelig å predikere den virkelige verdien. Det er også vanskelig å predikere slaktetidspunkt og slaktevekt. Flere faktorer som gjør det vanskelig å predikere fremtidige verdier og gi et representativt bilde på fremtiden gjør at vi anser denne posten som en unormal driftspost.

Tabell 5-15 oppsummerer hvilke poster vi har klassifisert som normal og unormal.

<i>Driftsposter</i>	<i>Normal</i>	<i>Unormal</i>
<i>Salgsinntekter</i>	X	
<i>Andre gevinster/tap</i>		X
<i>Andel resultat fra tilknyttede selskaper</i>	X	
<i>Varekostnad</i>	X	
<i>Lønns- og personalkostnader</i>	X	
<i>Andre driftskostnader</i>	X	
<i>Avskrivninger varige driftsmidler</i>	X	
<i>Avskrivninger konsesjoner og andre immaterielle eiendeler</i>	X	
<i>Reversering/nedskrivninger av varige driftsmidler</i>		X
<i>Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler</i>		X

Tabell 5-15 Oppsummering av normale og unormale driftsposter for Grieg Seafood

Etter vi har identifisert normale og unormale driftsposter kan vi beregne unormalt netto driftsresultat. Dette er illustrert i tabell 5-16.

Beløp i NOK 1 000 000

Unormale driftsposter	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Andre gevinster/tap	0	1	64	-15	17	-2	26	4	-5	0
+ Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler	0	0	0	-46	6	0	0	0	0	0
+ Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	98	267	-127	33	516	-91	256	-221	-290	382
= Unormalt driftsresultat før skatt	98	268	-63	-28	540	-93	282	-217	-294	382
- Skatt på unormalt driftsresultat	18	63	-15	-13	121	-23	63	-52	15	-13
+ Unormalt nettoresultat fra driftstilknnyttede selskap	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert annen fullstendig resultat	-16	13	38	6	-4	-8	9	48	-51	35
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0	0	0	53
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	3	12	11	16	29	44	26	43	-51	-24
- Unormal skatt på normalt og unormalt (direkte gruppert)	1	2	-1	-1	-10	7	0	0	48	0
= Unormalt netto driftsresultat	60	204	-20	-23	395	-129	203	-160	-357	508

Tabell 5-16 Unormalt netto driftsresultat for Grieg Seafood, 2012-2021T

Finansposter

Knivsflå (2021d) definerer at normale finansposter er renteinntekter og rentekostnader, mens unormale finansposter er verdiendring finansielle instrumenter, valutatap og -gevinst, og etc. Vi har derfor valgt å benytte oss av denne definisjonen når vi klassifiserer finanspostene til Grieg Seafood. Tabell 5-17 oppsummerer hvilke finansposter som klassifiseres som normal og unormal.

<i>Finansposter</i>	<i>Normal</i>	<i>Unormal</i>
<i>Andre inntekter</i>		X
<i>Netto profit fra diskontinuerlig virksomhet</i>		X
<i>Renteinntekter fra tilknyttede selskaper</i>	X	
<i>Andre renteinntekter</i>	X	
<i>Utbytte</i>		X
<i>Netto endring i virkelig verdi på derivater</i>		X
<i>Netto valutagevinster</i>		X
<i>Andre finansinntekter</i>		X
<i>Rentekostnader banklån og leasing</i>	X	
<i>Andre rentekostnader</i>	X	
<i>Netto valutatap</i>		X
<i>Andre finanskostnader</i>		X

Tabell 5-17 Oppsummering av normale og unormale finansposter for Grieg Seafood

Etter vi har klassifisert hvilke finansposter som er normale og unormale kan vi regne ut netto normalt finansresultat og unormalt finansresultat. Dette er vist i tabell 5-18.

Beløp i NOK 1 000 000

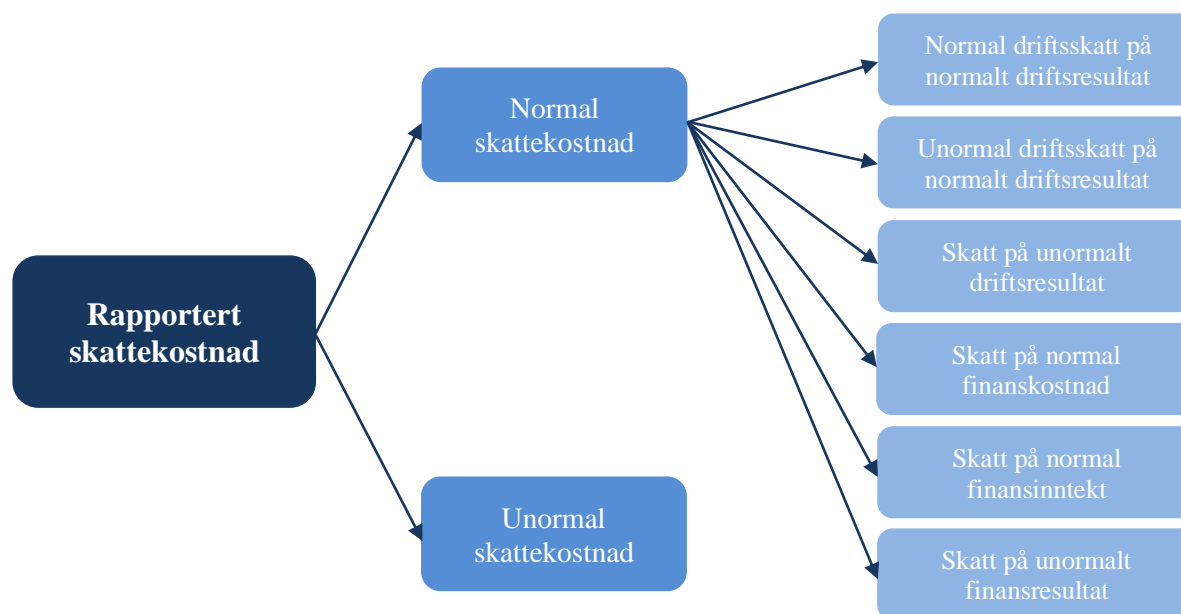
Finansposter	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Finansinntekter:										
Renteinntekt fra tilknyttede selskaper	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Andre renteinntekter	2	3	4	5	11	17	19	19	0	0
+ Utbytte	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Netto endring i virkelig verdi på derivater	0	4	0	4	9	5	0	0	0	23
+ Netto valutagevinster	1	26	46	29	-	21	0	33	0	77
+ Andre finansinntekter	0	0	0	0	63	1	0	0	0	0
+ Andre inntekter	28	20	10	45	41	22	26	27	29	55
= Sum finansinntekter	31	53	61	83	124	64	45	78	29	156
Normale finansinntekter	2	3	4	5	11	17	19	19	0	0
Unormale finansinntekter	29	51	56	78	113	48	26	59	29	156
Finanskostnader:										
Rentekostnader banklån og leasing	76	90	89	118	75	45	54	62	114	180
+ Andre rentekostnader	25	8	1	8	9	10	12	10	7	12
+ Netto endring virkelig verdi på derivater	6	0	11	0	0	0	5	3	25	0
+ Netto valutatap	0	0	0	0	70	0	23	0	99	0
+ Andre finanskostnader	5	8	6	5	1	2	2	3	4	14
+ Teoretisk rentekostnad operasjonell leasing*	25	26	24	23	32	11	16	0	0	0
= Sum finanskostnader	136	133	131	154	188	68	113	78	248	205
Normale finanskostnader	126	124	114	149	116	66	82	72	121	192
Unormale finanskostnader	11	8	17	5	71	2	31	6	127	14
Normale finansinntekter	2	3	4	5	11	17	19	19	0	0
- Normale finanskostnader	126	124	114	149	116	66	82	72	121	192
= Normalt finansresultat	-123	-122	-110	-144	-105	-49	-63	-53	-121	-192
- Skatt (finansinntektsskattesats)	-23	-23	-20	-26	-18	-8	-10	-8	-18	-28
+ Normalt resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Netto normalt finansresultat	-100	-99	-90	-118	-88	-41	-54	-45	-103	-164
Unormale finansinntekter	29	51	56	78	113	48	26	59	29	156
- Unormale finanskostnader	11	8	17	5	71	2	31	6	127	14
= Unormalt finansresultat	19	42	40	73	42	45	-5	53	-98	142
- Skatt (finansinntektsskattesatsen)	3	8	7	13	7	7	-1	8	-14	21
+ Unormalt resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0	0	-199	96
+ Finansielt annen fullstendig resultat	-14	32	84	41	-70	22	-7	24	-19	16
+ Finansielt dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Netto unormalt finansresultat	1	66	116	100	-35	61	-11	70	-301	233

*Teoretisk rentekostnad skyldes operasjonell leasing som ikke er kostnadsført av Grieg Seafood. Blir diskutert nærmere i kapittel 5.6.1.

Tabell 5-18 Netto normalt og unormalt finansresultat for Grieg Seafood, 2012-2021T

5.5.1.4 Steg 4 Fordeling av skattekostnaden

Siste steget i omgrupperingen av resultatregnskapet er å fordele rapportert skattekostnad ut på alle resultatene. Figur 5-5 illustrerer hvordan denne fordelingen foregår.



Figur 5-5 Fordeling av rapportert skattekostnad (Knivsflå, 2021d)

Det første som må gjøres er å identifisere normal og unormal skattekostnad. Da må vi gå inn i noten i årsrapportene til Grieg Seafood som omhandler skatt. Unormal skatt kan være estimatavvik, skatt som blir korrigert i årets skattekostnad, nedskrivning på utsatt skattefordel etc. (Knivsflå, 2021d). I regnskapet til Grieg Seafood finner vi følgende unormale skatteposter: anvendelse av underskudd til fremføring, tidligere ikke innregnet, og skattemessig underskudd til fremføring, ikke innregnet. Dette er skatteposter som blir korrigert i skattekostnaden. Tabell 5-19 viser hvordan skattekostnaden til Grieg Seafood er fordelt mellom normal og unormal.

Beløp i NOK 1 000 000

Normal og unormal skattekostnad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Skattekostnad	-55	114	23	-14	339	198	280	196	12	-38
Anvendelse av underskudd til fremføring, tidligere ikke innregnet	0	0	0	0	-1	1	0	0	57	0
+ Skattemessig underskudd til fremføring, ikke innregnet	1	2	-1	-1	-10	7	0	0	-9	0
= Unormal skattekostnad	1	2	-1	-1	-10	7	0	0	48	0
= Normal skattekostnad	-56	112	24	-13	349	190	280	196	-36	-38

Tabell 5-19 Normal og unormal skattekostnad for Grieg Seafood, 2012-2021T

Etter å ha identifisert normal skattekostnad kan vi begynne å fordele skatt til de ulike kapitalene slik at vi finner nettoresultatene. Som vist i tabell 5-14 tar omgruppert resultatregnskap hensyn til nettoresultatene for å finne fullstendig nettoresultat til egenkapital. Første steget i fordelingen av normal skattekostnad er å regne ut driftskattesatsen ved følgende formel:

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * (FI + UFR) + f_{kss} * FK}{DR + UDR}$$

dss = driftsskattesats, NSK = Normal skattekostnad, f_{iss} = finansinntektskattesats, FI = Normale finansinntekter,

UFR = Unormalt finansresultat, f_{kss} = finanskostnadskattesatsen, FK = Normale finanskostnader,

DR = Normalt driftsresultat, UDR = Unormalt driftsresultat

Formel 5-7 Driftsskattesats

Grunnen til at vi beregner en driftsskattesats er at den kan ha store avvik fra selskapsskattesatsen på grunn av fremførbart underskudd, permanente forskjeller, skatt i utlandet etc. (Knivsflå, 2021d). Når driftsskattesatsen for hvert år er utregnet tar vi gjennomsnittet eller medianen – minst ekstrem av de to – for å finne normalisert driftsskattesats (Knivsflå, 2021d). Den normaliserte driftsskattesatsen brukes til å beregne driftsrelatert skattekostnad i omgrupperingen av resultatregnskapet vårt.

Normal skattekostnad for Grieg Seafood er allerede funnet som vist i tabell 5-19. Det samme gjelder for normal finansinntekt, unormalt finansresultat, normal finanskostnad, normalt driftsresultat og unormalt driftsresultat. Disse ble utregnet i kapittel 5.5.1.3. Finansinntektskattesatsen er som nevnt tidligere, i kapittel 5.4.1.4, satt lik to tredjedeler av selskapsskattesatsen. Finanskostnadskattesatsen settes lik selskapsskattesatsen. Tabell 5-20 oppsummerer hvordan selskapsskattesatsen har vært i Norge gjennom analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Selskapsskattesats</i>	28%	28%	27%	27%	25%	24%	23%	22%	22%	22%

Tabell 5-20 Selskapsskattesats i Norge fra 2012-2021 (Regjeringen, 2021)

Etter å ha identifisert alle parameterne for utregning av driftsskattesatsen får vi følgende satser hvert enkelt år som vist i tabell 5-21.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Driftsskattesats	18,70 %	23,44 %	24,15 %	46,95 %	22,49 %	24,79 %	22,29 %	23,92 %	-5,10 %	-3,46 %
Normalisert driftsskattesats	22,96 %									

Tabell 5-21 Driftsskattesats for Grieg Seafood, 2012-2021T

Driftsskattesatsen til Grieg Seafood har variert noe de seneste årene. Spesielt i 2015, 2020 og 2021T avviker den veldig fra selskapsskattesatsen. Årsaken til at driftsskattesatsen er på hele 46,95% i 2015 er på grunn av at Grieg Seafood hadde en effektiv skattesats på 147% det året som skyldte endringer i skattesats og permanente forskjeller (Grieg Seafood ASA, 2016, s. 12). Det fremkommer ikke i noen rapporter om hvorfor driftsskattesatsen har så relativt store

avvik i 2020 og 2021. Normalisert driftsskattesats er på 22,96% som er funnet ved å ta medianen av driftsskattesatsene. Normalisert driftsskattesats skal som nevnt tidligere settes lik det minst ekstreme av gjennomsnittet og medianen.

Når vi har regnet ut driftsskattesats og normalisert driftsskattesats kan vi begynne å fordele normal skattekostnad ut på de forskjellige resultatene for de ulike kapitalene i balansen. Fordelingen er presentert i tabell 5-22, som også oppsummerer fordelingen av rapportert skattekostnad for Grieg Seafood. Her ser vi at avviket mellom rapportert skattekostnad og fordelt skattekostnad er lik null. Det betyr at fordelingen er blitt gjort korrekt ut ifra forutsetningene vi har tatt angående klassifisering av drifts- og finansposter og av normale og unormale poster.

Beløp i NOK 1 000 000

Fordeling av rapportert skattekostnad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Normal driftsskatt på normalt driftsresultat	-53	74	59	13	253	203	241	243	47	24
+ Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	10	2	3	14	-5	16	-7	10	-58	-28
+ Skatt på unormalt driftsresultat	18	63	-15	-13	121	-23	63	-52	15	-13
- Skatt på normal finanskostnad	35	35	31	40	29	16	19	16	27	42
+ Skatt på normal finansinntekt	0	1	1	1	2	3	3	3	0	0
+ Skatt på unormalt finansresultat	3	8	7	13	7	7	-1	8	-14	21
= Normal skattekostnad	-56	112	24	-13	349	190	280	196	-36	-38
+ Unormal skattekostnad	1	2	-1	-1	-10	7	-0	0	48	0
= Fordelt skattekostnad	-55	114	23	-14	339	198	280	196	12	-38
Rapportert skattekostnad	55	-114	-23	14	-339	-198	-280	-196	-12	38

Tabell 5-22 Oppsummering av fordeling av rapportert skattekostnad for Grieg Seafood, 2012-2021T

5.5.2 Omgruppering av balansen

Målet med å omgruppere balansen er å utlede investert kapital og netto rentebærende gjeld. Driftsforpliktelser som leverandørgjeld reduserer behovet for rentebærende gjeld og trekkes derfor fra driftsmidler (Plenborg et al., 2021, s. 117). Investert kapital blir definert slik av (Plenborg et al., 2021, s. 117): «investert kapital representerer nettobeløpet et selskap har investert i sin driftsvirksomhet og som krever avkastning». Også her ønsker vi å gjøre omgrupperingen mer investororientert. En investor er opptatt av verdiskapningen til selskapet. Derfor er det av interesse å identifisere den sysselsatte kapitalen i selskapet – med andre ord den kapitalen som er satt ut i drift og som skaper verdi.

Knivsflå (2021e) oppgir 4 steg for omgruppering av balansen som vi vil ta i bruk:

1. Eventuelt avsatt utbytte er lik egenkapital
2. Identifisere hva som er drift og finansiering i totalbalansen

3. Fra totalkapital til sysselsatt kapital
4. Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Oppstillingen av totalbalansen vil se ut som i tabell 5-23 når vi er ferdig med omgrupperingen.

	Driftsrelaterte anleggsmidler
+	Driftsrelaterte omløpsmidler
=	Driftseiendeler
	Finansielle anleggsmidler
+	Finansielle omløpsmidler
=	Finansielle eiendeler
=	Eiendeler
	Kontrollerende interesser - majoritet
+	Ikke-kontrollerende interesser - minoritet
=	Egenkapital i konsernet
	Langsiktig driftsrelatert gjeld
+	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
=	Driftsrelatert gjeld
	Langsiktig finansiell gjeld
+	Kortsiktig finansiell gjeld
=	Finansiell gjeld
=	Gjeld
=	Totalkapital

Tabell 5-23 Eksempel på oppstilling av totalbalanse (Knivsflå, 2021e)

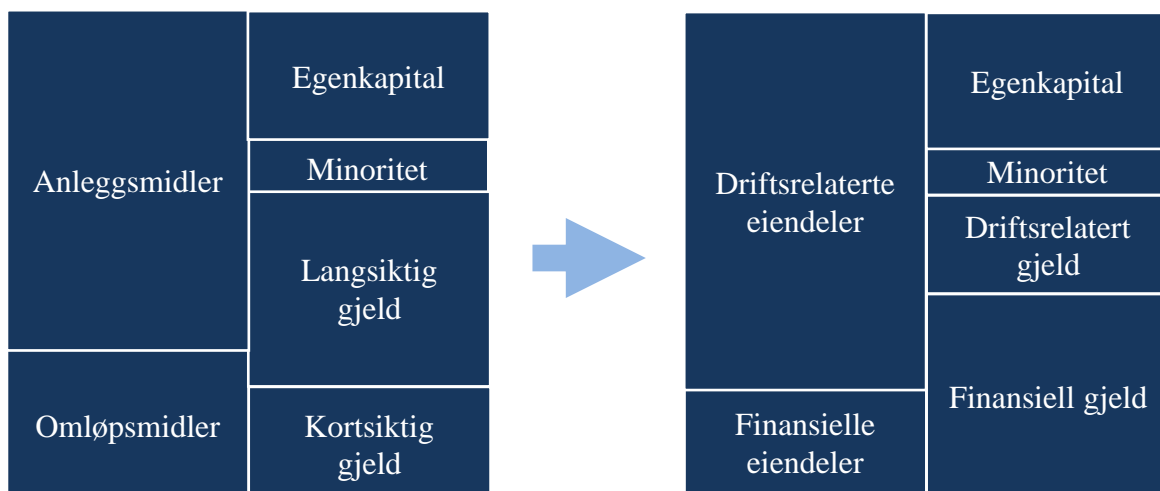
5.5.2.1 Steg 1 Eventuelt avsatt utbytte er lik egenkapital

Endring i egenkapital kan forklares ved fullstendig nettoresultat minus netto utbytte. Positivt opptjent resultat øker egenkapitalen. Netto utbytte – utbetaling minus innskudd – reduseres egenkapitalen. For selskaper som rapporterer etter norsk god regnskapsskikk (NGRS) blir det foreslåtte utbytte ført som kortsiktig gjeld i balansen (Knivsflå, 2021e). Gjeld blir definert som «krav – finansiell eller driftsrelaterte, legale eller frivillige – som er ventet å føre til

økonomiske ulemper for virksomheten i fremtiden» (Knivsflå, 2021e, lysark 10). For en investor med et eier syn på selskapet er ikke foreslått utbytte gjeld, men egenkapital som snart skal tilbakebetales. Derfor er det nødvendig med en omgruppering av avsett utbytte slik at den blir ført tilbake til egenkapitalen. Grieg Seafood rapporterer etter IFRS hvor foreslått utbytte ikke blir avsett som kortsiktig gjeld. Her blir ikke utbyttet avsett før generalforsamlingen har vedtatt utbytte, som innebærer at egenkapitalen på slutten av året har blitt redusert med det betalte utbytte i løpet av året. Dette kommer frem i årsrapportene i endringer på egenkapitalen, og det er derfor ikke nødvendig med omgruppering av utbytte.

5.5.2.2 Steg 2 Identifisere hva som er drift og finansiering i totalbalansen

Som nevnt tidligere er balanseoppstillingen etter IFRS mer kreditororientert enn investororientert. Eiendelen er gruppert etter likviditet i anleggs- og omløpsmidler, og gjeld gruppert etter forfallstidspunkt i langsiktig og kortsiktig gjeld. En investor er mer opptatt av drift og verdiskapning. Derfor bør en omgruppert balanse ha et klart skille mellom drift og finansiering. I den omgrupperte oppstillingen vil eiendeler blir gruppert i driftseiendeler og finansielle eiendeler, mens gjeld vil bli gruppert inni i driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld. Overgangen fra en kreditoroppstilling til en investoroppstilling er illustrert i figur 5.6. Det er viktig at postene blir behandlet på lik linje som i resultatregnskapet ved omgruppering av balansen (Plenborg et al., 2021, s. 116). For eksempel inntjeningen fra «andel resultat fra tilknyttede selskaper» er klassifisert som «drift» i resultatregnskapet, må den samsvarende posten «investeringer i aksjer og tilknyttede selskaper» i balansen også klassifiseres som «drift».



Figur 5-6 Fra kreditoroppstilling til investoroppstilling – drift kontra finans (Knivsflå, 2021e)

Driftseiendeler er eiendeler som er knyttet til den operasjonelle driften til selskapet, enten at de inngår i driftssyklusen (driftsrelaterte omløpsmidler) eller representerer infrastrukturen til driftssyklusen (driftsrelaterte anleggsmidler). Finansielle eiendeler er knyttet til pengeplasseringen og andre driftsfremmede eiendeler. Driftsrelatert gjeld er lån som knyttet til syklusen og infrastrukturen til driften, og som det ikke betales rente på. Finansiell gjeld er i hovedsak lån hos banker eller i finansmarkedet som finansierer selskapet, hvor det betales renter. Hovedskillet her er ikke rentebærende gjeld (driftsrelatert gjeld) og rentebærende gjeld (finansiell gjeld). Nedenfor er en oversikt over kategoriseringen av de ulike balansepostene.

Driftsrelaterte anleggsmidler

«**Goodwill** er forskjellen mellom anskaffelseskost ved kjøp av virksomhet og virkelig verdi konsernets andel av netto identifiserbare eiendeler i virksomheten på oppkjøpstidspunktet» (Grieg Seafood ASA, 2018, s. 79). Hos Grieg Seafood er goodwillen knyttet til oppkjøp av datterselskap (Grieg Seafood ASA, 2013-2021a). Datterselskapene til Grieg Seafood er alle en del av driften til selskapet, derfor blir denne posten gruppert som en driftsrelatert eiendel.

Utsatt skattefordel inngår i driftsrelaterte anleggsmidler som en immateriell eiendel (Knivsflå, 2021e). Dette skyldes at utsatt skatt beregnes på midlertidige forskjeller fra investeringer i datterselskaper og tilknyttede selskaper (Grieg Seafood ASA, 2018). Dette er en del av driftssyklusen til Grieg Seafood og vi klassifiserer denne posten som driftsrelatert eiendel.

Konsesjonene til Grieg Seafood knytter seg til lakseoppdrett og smoltproduksjon. Uten disse lisensene hadde ikke Grieg Seafood hatt tillatelse til å drive med akvakulturvirksomhet. Konsesjoner er derfor en viktig del av driften og vi klassifiserer den som en driftsrelatert eiendel.

Andre immaterielle eiendeler består av kjøpt kundeportefølje og programvarelisenser. Både kunder og programvare er en viktig del av driftssyklusen og vi anser denne som en driftsrelatert eiendel.

Varige driftsmidler i Grieg Seafood sitt tilfelle består av bygninger/fast eiendom, produksjonsanlegg/flåter, nøter/merder/fortøyninger og andre driftsmidler. Dette er driftsmidler som er en viktig del av infrastrukturen til driftssyklusen. Denne posten klassifiseres derfor som en driftspost.

Investeringer i tilknyttede selskaper er i hovedsak investeringer som er nært knyttet til den daglige driften til Grieg Seafood og vi klassifiserer den derfor som driftsrelatert.

Eiendeler knyttet til skadeløsholdelse knytter seg til en spesiell garanti som angår en forventet kostnadsoverskridelse knyttet til et RAS-anlegg, hvor selgeren skal refundere 40 millioner kroner til kjøperen (Grieg Seafood ASA, 2021a). Denne posten blir derfor klassifisert som en driftsrelatert eiendel.

Andre langsiktige fordringer er en post som det er lite tilleggsinformasjon rundt. Fra 2012-2018 er det ingen noter som kan forklare oss om disse fordringene er driftsrelaterte eller finansielle. I årsregnskapet 2019 og 2020 kommer det frem at Grieg Seafood har utstedt et langsiktig lån til Nordnorsk Smolt AS som er inkludert i andre langsiktige fordringer. Nordnorsk Smolt AS er et tilknyttet selskap som Grieg Seafood klassifiserer som en del av driften. Vi har valgt å anta at andre langsiktige fordringer fra 2012-2018 er innenfor samme kategori, selv om det er et vagt argument. Vi velger uansett å klassifisere denne posten i sin helhet som driftsrelatert.

Driftsrelaterte omløpsmidler

Varelageret til Grieg Seafood består i hovedsak av fôr, rogn, frossen fisk og tilleggsprodukter. Dette er en kritisk del av driftssyklusen til selskapet, uten tilgang på dette vil ikke driften gå rundt. Klassifiseres derfor som en driftspost.

«**Biologiske eiendeler** omfatter beholdning av stamfisk, smolt og matfisk» (Grieg Seafood ASA, 2017, s. 120). Dette er produktet som til slutt skal ut til kundene og er derfor en kritisk del av driftssyklusen til Grieg Seafood. Vi klassifiserer denne posten som driftsrelaterte omløpsmidler.

Kundefordringer blir gruppert som en driftsrelatert post fordi det er påløpte fordring knyttet til salg av fisk.

Andre kortsiktige fordringer består blant annet av merverdiavgift og lignende til gode, forskuddsbetalte utgifter, forsikringskrav. Dette er fremtidige innbetalinger som Grieg Seafood har til gode som følge av drift og tjenester. Vi anser dette på som en del av driften og derfor blir posten klassifisert som driftsrelatert.

Vi har valgt å dele opp posten derivater og andre finansielle instrumenter til to poster: driftsrelaterte derivater og andre finansielle instrumenter, og finansielle derivater og andre

instrumenter. Tabell 5-24 viser hvordan vi har valgt å gruppere denne posten. Derivater blir brukt for å hedge risiko, til dømes fremtidige kontantstrømmer. Det kan også brukes til spekulasjon. For å skille mellom om driftsrelaterede derivater og finansielle derivater så må man studere om den blir brukt til å sikre en driftsposisjon, eller om den blir brukt til ren spekulasjon eller for å sikre en finansiell posisjon. Posten derivater og andre finansielle instrumenter består av valutaterminkontrakter, renteswapavtaler og finansielle laksekontrakter. Valutaterminkontraktene er både knyttet til fysiske leveransekontrakter på salg av fisk til kunder i fremtiden og spotsalg av fisk. Disse er dermed brukt til å sikre valutarisiko på en driftsposisjon. Renteswapavtalene er inngått for å sikre en finansiell posisjon gjennom flytende rente på det eksisterende lånet, hvor det til enhver tid skal være fastrentesikret for en viss prosent av konsernets rentebærendegjeld. Finansielle laksekontrakter er kjøps- og salgskontrakter som blir brukt for å sikre risiko mot eventuelle store svingninger i lakseprisen, disse kontraktene er basert på forward-prisene til Fish Pool. Disse finansielle laksekontraktene er med på å sikre en driftsposisjon. **Driftsrelaterede derivater og andre finansielle instrumenter** består av valutaterminkontrakter og finansielle laksekontrakter som er brukt til å sikre driftsposisjoner – klassifiseres derfor som driftsrelaterede omløpsmidler.

Beløp i NOK 1 000 000

Oppdeling av posten derivater og andre finansielle instrumenter	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Eiendeler										
Valutaterminkontrakter - til virkelig verdi over resultat	0	1	0	0	1	5	0	2	1	
+ Valutaterminkontrakter - sikringskontrakter via utvidet resultat	0	0	0	0	6	0	0	0	0	
+ Renteswapavtaler	0	0	0	0	0	0	1	5	8	
+ Finansielle laksekontrakter - kjøpskontrakter	0	0	0	0	42	0	0	0	0	
+ Finansielle laksekontrakter - salgskontrakter	0	0	0	0	0	43	2	0	76	
= Sum derivater og andre finansielle instrumenter til virkelig verdi	0	1	0	0	49	48	3	7	84	125*
Driftsrelaterede derivater og andre finansielle instrumenter	0	1	0	0	49	48	2	2	76	77
Finansielle derivater og andre finansielle instrumenter	0	0	0	0	0	0	1	5	8	48

*Mangelfull note på derivater og andre finansielle instrumenter i kvartalsrapportene gjør at vi ikke får oppgitt størrelsene på de ulike derivatene. Vi har derfor valgt å gruppere denne posten i 2021 ved å beregne forholdstallet for 2020 og bruke det til å estimere størrelsene på driftsrelatert og finansiell

Tabell 5-24 Oppdeling av posten derivater og andre finansielle instrumenter – eiendeler

For å drive et selskap må det være likvide midler tilgjengelig for å betjene kortsiktige forpliktelser. Kontanter og kontantekvivalenter kan i prinsippet bli sett på som en driftsrelatert eiendel, med mindre selskapet har for mye. Overskudd av kontanter og kontantekvivalenter er en finansiell eiendel. Derfor må vi dele posten kontant og kontantekvivalenter i to: **driftsrelaterede kontanter og kontantekvivalenter**, og overskudd kontanter og kontantekvivalenter. Ved å ikke skille overskudd av kontanter fra driften vil det gi et feil inntrykk på avkastningen på investert kapital, den vil bli fremstilt lavere enn den faktisk er. Det å beregne ut hvor stor del av kontanter som er driftsrelatert og hvor stor del er finansielle

er ingen lett oppgave. Selskaper er ikke pålagte til å oppgi hvor stor del som er driftsavhengige. Vi velger derfor å bruke metoden til (Mckinsey & Company et al., 2015). De har gjennomført en historisk analyse av selskaper hvor selskapene med lavest kontantbeholdning holdt kontanter rett under 2% av driftsinntektene. Derfor forslår de å bruke 2% av driftsinntektene som et fornuftig estimat på driftsrelaterte kontanter og kontantekvivalenter. Alt over 2% burde derfor bli sett på som overskudd. Tabell 5-25 oppsummerer fordelingen av kontanter.

Beløp i NOK 1 000 000

Oppdeling av posten kontanter og kontantekvivalenter	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Kontanter og kontantekvivalenter	240	164	144	392	504	272	138	214	275	146
Nødvendig kontanter (2% av omsetning) i forhold til drift	41	48	53	92	131	140	150	165	88	85
Driftsrelaterte kontanter og kontantekvivalenter	41	48	53	92	131	140	138	165	88	85
Overskudd kontanter og kontantekvivalenter	199	116	91	300	373	131	0	49	188	62

Tabell 5-25 Oppdeling av posten kontanter og kontantekvivalenter for Grieg Seafood, 2012-2021T

Finansielle anleggsmidler

«**Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg** er ikke-derivat finansielle eiendeler som man velger å plassere i denne kategorien eller som ikke er klassifisert i noen annen kategori» (Grieg Seafood ASA, 2018, s. 81). Eiendeler som er tilgjengelig for salg er lite relevante for fremtidig drift, derfor blir denne posten klassifisert som finansiell.

Diskontinuerlig virksomhet er relatert til Shetland eiendelene og drift knyttet til Ocean Quality partnerskapet. November 2020 annonserte styret i Grieg Seafood at de hadde bestemt å avvikle driften på Shetland og ble derfor holdt for salg. I mai 2020 inngikk Grieg Seafood en avtale med Bremnes Fryseri om å løse opp Ocean Quality partnerskapet. Selv om disse eiendelene har vært knyttet til driften tidligere er de ikke lenger relevante for fremtidig drift, og blir derfor ansett som finansielle eiendeler.

Finansielle omløpsmidler

Finansielle derivater og andre finansielle instrumenter ble gruppert ut fra posten derivater og andre finansiell instrumenter. Dette kommer frem i tabell 5-24. Denne posten består av renteswapavtaler som er inngått for å sikre Grieg Seafoods eksponering mot flytende renter og klassifiseres derfor som finansielle omløpsmidler.

Overskudd kontanter og kontantekvivalenter består av det overskuddet av kontanter og kontantekvivalenter selskapet sitter igjen med etter at all rentebærende gjeld er nedbetalt. Dette restbeløpet ikke driftsrelatert lenger og derfor klassifiserer vi den som finansiell.

Langsiktig driftsrelatert gjeld

Fra notene i årsregnskapene kommer det frem at **utsatte skatteforpliktelser** for Grieg Seafood i hovedsak skyldes driftsrelaterte eiendeler. Derfor klassifiseres denne posten som driftsrelatert gjeld.

Pensjonsforpliktelser inngår i lønnskostnaden til selskapet og blir derfor klassifisert som en driftsrelatert gjeld.

Kontantopsjoner er lønnsbonuser for ledelsen og andre nøkkelpersoner i Grieg Seafood – hvor de har muligheten til å innløse disse opsjonene innen 24 måneder etter utstedelsestidspunkt. Denne posten blir dermed klassifisert som driftsrelatert gjeld.

Ved å studere notene i årsregnskapet blir det oppgitt av at **annen langsiktig gjeld** knytter seg til ikke-rentebærende lån. Ved utgangspunkt fra tidligere antagelser om at ikke-rentebærende lån blir sett på som en del av driftssyklusen, blir denne posten klassifisert som driftsrelatert gjeld.

Kortsiktig driftsrelatert gjeld

Kortsiktige **kontantopsjoner** er samme type lønnsordninger som langsiktige kontantopsjoner. Klassifiseres derfor som driftsrelatert gjeld.

Leverandørgjeld er gjeld som skyldes at Grieg Seafood har betalt for varer og tjenester som på kreditt. Disse varene og tjenestene er knyttet til driftssyklusen, og derfor blir denne posten klassifisert som driftsrelatert gjeld.

Som de andre skattepostene er **betalbar skatt** en del av driftssyklusen og som ikke er rentebærende. Klassifiseres som driftsrelatert gjeld.

Skyldig lønn og offentlige avgifter klassifiseres som driftsrelatert gjeld siden det er en del av driftssyklusen til bedriften.

Derivater og andre finansielle instrumenter består både av driftsrelaterte og finansielle. Vi velger derfor å gruppere denne posten i to: **kortsiktig driftsrelatert gjeld knyttet til derivater og andre finansielle instrumenter**, og kortsiktig finansiell gjeld knyttet til derivater og andre finansielle instrumenter. Tabell 5-26 viser grupperingen. Kortsiktig driftsrelatert gjeld knyttet til derivater og andre finansielle instrumenter består av derivater som er brukt til å sikre

driftsposisjoner, som valutaterminkontrakter og laksekontrakter. Klassifiseres derfor som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Beløp i NOK 1 000 000

Oppdeling av posten derivater og andre finansielle instrumenter	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Kortsiktig gjeld										
Valutaterminkontrakter - til virkelig verdi over resultat	0	0	3	13	0	6	2	0	0	
+ Valutaterminkontrakter - sikringskontrakter via utvidet resultat	0	0	0	0	0	19	4	-1	0	
+ Renteswapavtaler	14	10	18	15	5	4	0	0	14	
+ Finansielle laksekontrakter - kjøpskontrakter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+ Finansielle laksekontrakter - salgskontrakter	0	1	3	0	19	0	0	10	0	
= Sum derivater og andre finansielle instrumenter til virkelig verdi	14	12	23	27	24	28	6	9	14	30*
Driftsrelaterte derivater og andre finansielle instrumenter	0	1	6	13	19	24	6	9	0	20
Finansielle derivater og andre finansielle instrumenter	14	10	18	15	5	4	0	0	14	10

*Mangelfull note på derivater og andre finansielle instrumenter i kvartalsrapportene gjør at vi ikke får oppgitt størrelsene på de ulike derivatene. Vi har derfor valgt å gruppere denne posten i 2021 ved å beregne forholdstallet for 2020 og bruke det til å estimere størrelsene på driftsrelatert og finansiell

Tabell 5-26 Oppdeling av posten derivater og andre finansielle instrumenter – kortsiktig gjeld

Annen kortsiktig gjeld er påløpte kostnader knyttet til varekjøp, transportkostnader, bonus/rabatt til kunder, påløpt lønn og forsikring. Denne posten består også av andre kortsiktede forpliktelser som består av urealisert tap på fysiske leveransekontrakter. Dette er gjeld som er en del av driftssyklusen og vi klassifiserer denne posten som driftsrelatert gjeld.

Langsiktig finansiell gjeld

Lån er rentebærende gjeld som er tatt opp for å finansiere selskapet og klassifiseres derfor som finansiell gjeld.

Det kommer frem i årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a) at **forpliktelser finansielle leiekontrakter** er rentebærende. Ved å følge Knivsfå (2021e) sin definisjon om at rentebærende gjeld er finansiell gjeld velger vi å klassifisere denne posten som finansrelatert.

Gjeld som er direkte knyttet til diskontinuerlig virksomhet knytter seg til en factoringavtale til Shetland eiendelene som er blitt holdt for salg. Disse eiendelen avvikles og er dermed ikke lenger en del av driftssyklusen til Grieg Seafood. Posten klassifiseres som finansiell gjeld.

Kortsiktig finansiell gjeld

Kortsiktige lånefasiliteter knytter seg til rentebærende kredittfasilitet og klassifiseres dersom som finansiell gjeld.

Kortsiktig del av langsiktig lån er den kortsiktige delen av det finansielle lånet. Klassifiseres som finansiell gjeld.

Forpliktelser finansielle kontrakter ble tidligere klassifisert som finansiell, derfor blir også **kortsiktig del av forpliktelser finansielle kontrakter** klassifisert som det samme.

Factoring gjeld er rentebærende (Grieg Seafood ASA, 2016). Klassifiseres derfor som finansiell gjeld.

Kortsiktig finansiell gjeld knyttet til derivater og andre finansielle instrumenter er gjeld knyttet til renteswapavtaler, se tabell 5-26. Som nevnt tidligere er dette kontrakter som er inngått for å sikre en finansiell posisjon. Ved å følge definisjonen til Knivsflå (2021e) klassifiseres denne som finansiell gjeld.

Oppsummering av drifts- og finansposter for eiendeler og gjeld

<p>Driftsrelaterte anleggsmidler:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Goodwill - Utsatt skattefordel - Konesjoner - Andre immaterielle eiendeler - Varige driftsmidler - Investeringer i tilknyttede selskaper - Eiendeler knyttet til skadeløsholdelse - Andre langsiktige fordringer 	<p>Driftsrelaterte omløpsmidler:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Varelager - Biologiske eiendeler - Kundefordringer - Andre kortsiktige fordringer - Driftsrelaterte derivater og andre finansiell instrumenter - Driftsrelaterte kontanter og kontantekvivalenter
<p>Finansielle anleggsmidler:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Finansiell eiendeler tilgjengelig for salg - Eiendeler holdt for salg 	<p>Finansielle omløpsmidler:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Finansielle derivater og andre finansielle instrumenter - Overskudd kontanter og kontantekvivalenter

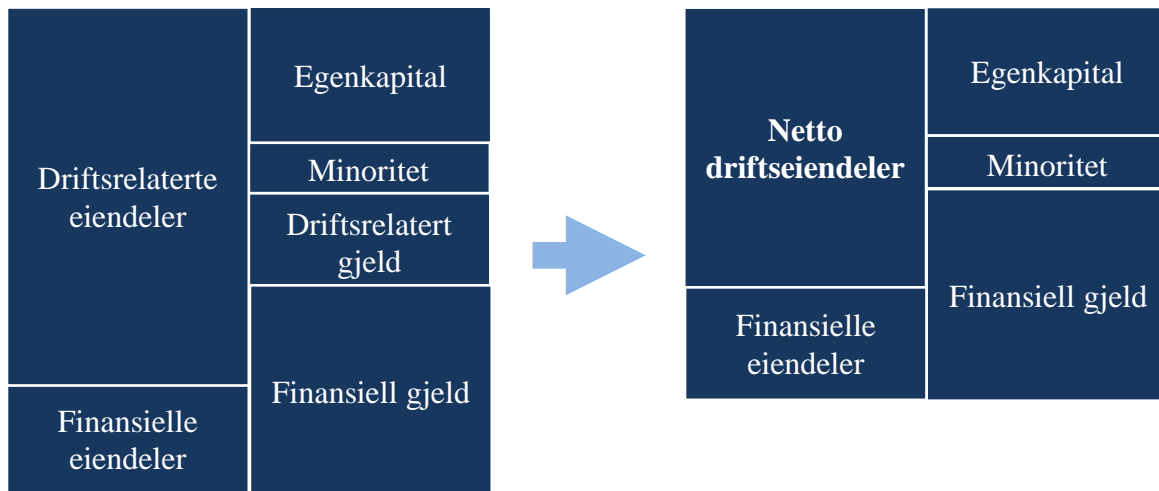
Tabell 5-27 Oppsummering av drifts- og finansposter av eiendelene for Grieg Seafood

<p>Langsiktig driftsrelatert gjeld:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Pensjonsforpliktelser - Kontantopsjoner 	<p>Kortsiktig driftsrelatert gjeld:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Leverandørgjeld - Betalbarskatt - Skyldig lønn og offentlige avgifter - Kortsiktig driftsrelaterte gjeld knyttet til derivater og andre finansiell instrumenter - Annen kortsiktig gjeld
<p>Langsiktig finansiell gjeld:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Lån - Forpliktelser finansielle kontrakter - Gjeld som er direkte knyttet til diskontinuerlig virksomhet 	<p>Kortsiktig finansiell gjeld:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Kortsiktige lånefasiliteter - Kortsiktig del av langsiktig lån - Kortsiktig del av forpliktelser finansielle leieavtaler - Factoring gjeld - Kortsiktig finansiell gjeld knyttet til derivater og andre finansiell instrumenter

Tabell 5-28 Oppsummering av drift- og finansposter av gjelden for Grieg Seafood

5.5.2.3 Steg 3 Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Etter vi har identifisert hva som er drift og hva som er finansiering i totalbalansen kan vi finne sysselsatt kapital for Grieg Seafood. Vi løser dette ved å flytte driftsrelatert gjeld over på eiendelsiden, og finner netto driftseiendeler, se figur 5-7.

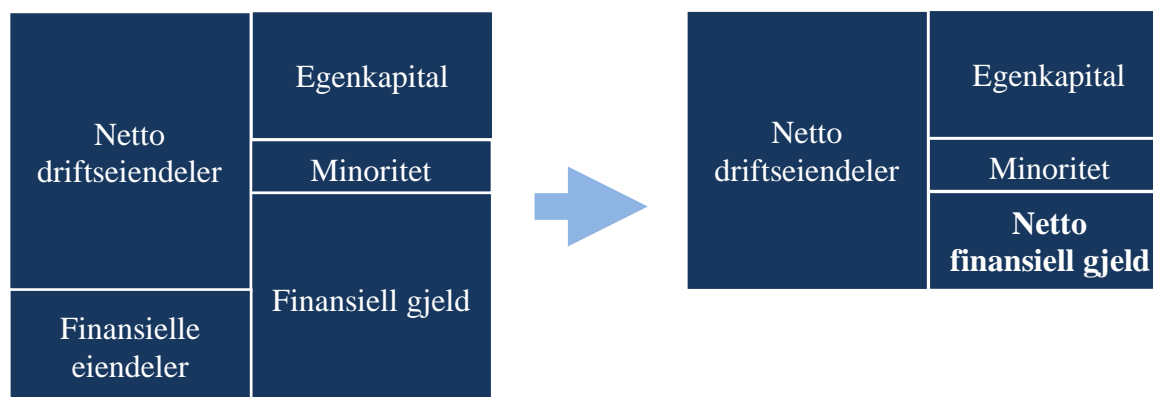


Figur 5-7 Fra totalkapital til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2021e)

Sysselsatt kapital den kapitalen som er satt ut i drift fra kapitalinvestorer som eiere og finansielle långivere. Formålet med å gå fra totalkapital til sysselsatt kapital er fordi driftsrelatert gjeld ikke er sysselsatt kapital som er plassert aktivt gjennom kapitalmarkedet (Knivsflå, 2021e). Driftsrelatert gjeld oppstår som en naturlig del av driften, og er derfor ikke plassert på samme måte som ved kapitalinnskudd fra kapitalmarkedet. Driftsrelatert gjeld er vanligvis ikke direkte rentebærende, men renten kommer for eksempel i form av høyere innkjøpspriser etc. – som gir en høyere driftskostnad. Ved å identifisere sysselsatt kapital kan vi si noe om evnen selskapet har til å skape avkastning på den investerte kapitalen. Med andre ord er sysselsatt kapital lik investert kapital. For en investor er det ønskelig at den investerte kapitalen i selskapet er brukt på en effektiv måte som skaper verdi for aksjonærene.

5.5.2.4 Steg 4 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i driften og ikke i finansielle eiendeler (Knivsflå, 2021e). Finansielle eiendeler er i prinsippet eiendeler som selskapet har utover de som trengs for å drive selskapet (Knivsflå, 2021e). Dette er likvider som kan raskt brukes til å betale ned på den finansielle gjelden. Derfor er det naturlig å ønske å identifisere netto finansiell gjeld, som også kan bli sett på som netto rentebærende gjeld. Finansielle eiendeler blir flyttet over på kapitalsiden slik at vi får netto finansiell gjeld, se figur 5-8.



Figur 5-8 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsflå, 2021e)

5.6 Målefeil og justering

Formålet med regnskapsanalysen er å måle den «virkelige» økonomiske situasjonen til selskapet. Regnskapsstandarder, som IFRS, skal gi kreditorer og investorer et reelt bilde over de økonomiske forholdene til selskapet (Visma, u.å.). Målefeil oppstår når det er avvik mellom rapporterte og «virkelige» tall. Det skilles mellom tre typer målefeil.

Målefeil type 1 innebærer at selskapet rapporterer et netto resultat som er større enn det som er virkeligheten (Knivsflå, 2021f). Det vil si at selskapet overrapporterer resultatet slik at den økonomiske situasjonen blir fremstilt bedre enn det den faktiske er. Målefeil type 2 resulterer i at balanseposter blir rapportert mindre enn virkelig verdi, altså en underrapportering. Målefeil type 3 skyldes kreativ regnskapsføring (regnskapsmanipulasjon). Selskapet fremstiller den økonomiske situasjonen bedre enn det virkeligheten tilsier.

Ved å foreta en justering kan eventuelle målefeil i finansregnskapet fjernes. Vi vil foreta justering knyttet til målefeil type 2 slik at vi får et bedre bilde av den underliggende situasjonen til Grieg Seafood. Årsaken til at vi vil gjennomføre en justering av målefeil type 2 er på grunn av manglende balanseføring av operasjonell leasing. Ved manglende balanseføring vil kapitalen bli undervurdert og rentabiliteten overvurdert (Knivsflå, 2021f). Dette vil bli forklart nærmere i neste delkapittel.

5.6.1 Kapitalisering av leasingkostnader

Grieg Seafood operer med både operasjonell og finansiell leasing. For selskaper som følger IFRS ble disse behandlet ulikt i regnskapet helt frem til 2019. Ved finansiell leasing er det leietaker som er regnskapsmessig ansvarlig, kontrollen og den økonomiske risikoen overføres

til leietaker (Pedersen, 2016). Ved operasjonell leasing er det utleier som har den økonomiske risikoen. Finansiell leasing betalinger blir resultatført gjennom rentekostnad og avskrivninger, og balanseført gjennom oppføring av leasing utstyret som eiendeler og det finansierte beløpet som gjeld. Operasjonelle leasing betalinger føres kun direkte som en løpende driftskostnad i regnskapet. Dette fører til manglende balanseføring av leasing-eiendelene. Et resultat av utelatelse av å føre operasjonell leasing i balansen er at netto driftskapital blir lavere som kan gi et feil bilde på verdiskapningen til driften. Derfor vil vi foreta en justering av balansen i perioden 2012-2018. Etter at IAS 17 ble erstattet av IFRS 16 i 2019 er ikke denne justeringen nødvendig for 2019-2021T. IFRS 16 sier at både betalinger knyttet til operasjonelle og finansiell leasing skal kapitaliseres. Fra 2019 vil derfor operasjonelle leasing bli resultatført gjennom rentekostnad og avskrivninger, og bli balanseført som eiendeler hvor finansieringsbeløpet blir ført som gjeld.

For å gjennomføre en justering av operasjonell leasing må vi først identifiseres operasjonelle leasingkostnader for 2012-2018. Disse finner vi i noten som omhandler andre driftskostnader. Dette er vist i tabell 5-29.

Beløp i NOK 1 000 000

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Kostnadsført operasjonell leasing	15	31	36	49	59	108	98	57

Tabell 5-29 Kostnadsført operasjonell leasing for Grieg Seafood (Grieg Seafood ASA, 2013-2019)

Når vi har operasjonell leasingkostnad, kan vi kapitalisere leasingkostnadene med følgende formel:

$$\text{Leasingkapital} = \text{Gjennomsnittlig leasingkostnad} * \text{Kapitaliseringsfaktor}$$

Formel 5-8 Leasingkapital

Kapitaliseringsfaktoren tilsvarer en vanlig annuitetsfaktor og kan uttrykkes følgende:

$$\text{Kapitaliseringsfaktor} = \frac{1}{i} * \left(1 - \frac{1}{(1+i)^N}\right)$$

i = rentekostnad, N = gjennomsnittlig leieperiode

Formel 5-9 Kapitaliseringsfaktor

Rentekostnaden for hvert år estimerer vi ved å dele finanskostnaden på finansiell gjeld. Deretter tar vi gjennomsnittet for å finne rentekostnaden for perioden.

Beløp i NOK 1 000 000

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Finanskostnad	112	106	106	131	155	57	97	
Finansiell gjeld	1 800	1 613	1 754	2 307	1 904	2 056	2 386	
Rentekostnad (i)	0,062	0,066	0,061	0,057	0,082	0,028	0,041	0,056

Tabell 5-30 Rentekostnad for kapitalisering av leasingkostnad for Grieg Seafood, 2012-2018

Rentekostnaden for hvert år blir brukt til å estimere teoretisk rentekostnad for operasjonell leasing som ble nevnt i kapittel 5.6.1.

Siden det er dårlig informasjon angående lengde på leasingavtalene i notene, har vi valgt å gjennomføre metoden til (Mckinsey & Company et al., 2015, s. 441) for estimering av levetid. De bruker en tilnærming der de tar gjennomsnittet av varige driftsmidler delt på avskrivninger hvert år for å estimere gjennomsnittlig leieperiode. Tabell 5-31 viser at vi får en estimert levetid på 9,20 år ved å bruke denne metoden. Dette er innenfor intervallet som Grieg Seafood rapporter på 2-10 år for operasjonell leasing (Grieg Seafood ASA, 2019). Vi velger derfor å bruke den videre i beregningen av kapitalisert leasing.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Varige driftsmidler	1 141	1 204	1 425	1 535	1 510	1 872	2 293	
Avskrivninger varige driftsmidler	157	133	135	162	175	196	230	
Estimert levetid (N)	7,27	9,02	10,52	9,46	8,61	9,54	9,96	9,20

Tabell 5-31 Estimert levetid for operasjonell leasing for Grieg Seafood, 2012-2018

Vi får en kapitaliseringsfaktor på 7,02 som gir estimert leasing kapital på 397 millioner kroner. Tabellene nedenfor viser hvordan justeringen av kapitalisert leasing vil påvirke resultatet og balansen. Ved å justere for operasjonelle leasingkostnader vil både netto driftseiendeler og finansiell gjeld øke tilvarende netto kapitalisert leasing. Avskrivningene forutsettes å være lik kostnadsført leasing (Knivsflå, 2021f). Derfor vil ikke justeringen påvirke resultatet til selskapet.

Beløp i NOK 1 000 000

Virkning av justering på resultatet	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Rapportert ordinært driftsresultat	-	232	322	257	57	1 102	885	1 049
+ Kostnadsført leasing		15	31	36	49	59	108	98
- Avskrivning kaptalisert leasing		15	31	36	49	59	108	98
= Justert ordinært driftsresultat	-	232	322	257	57	1 102	885	1 049

Tabell 5-32 Virking av justering av operasjonell leasing på resultatet til Grieg Seafood, 2012-2018

Beløp i NOK 1 000 000

Virkning av justering på balansen	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Rapportert netto driftseiendeler	3 113	3 485	3 884	4 243	4 737	5 271	6 268
+ Kapitalisert leasing	397	397	397	397	397	397	397
+ Utsatt skatt (ndss=0,23)	91	91	91	91	91	91	91
= Justert netto driftseiendeler	3 419	3 791	4 190	4 549	5 043	5 577	6 574
Rapportert finansiell gjeld	1 800	1 613	1 754	2 307	1 904	2 056	2 386
+ Kapitalisert leasing	397	397	397	397	397	397	397
+ Utsatt skatt (ndss = 0,23)	91	91	91	91	91	91	91
= Justert finansiell gjeld	2 106	1 919	2 060	2 613	2 210	2 362	2 692

Tabell 5-33 Virkning av justering av operasjonell leasing på balansen til Grieg Seafood, 2012-2018

5.7 Presentasjon av omgruppert og justert finansregnskap for Grieg Seafood

Oppstillingen for omgruppert og justert resultatregnskap og balanse for Grieg Seafood blir presentert i tabellene nedenfor.

Beløp i NOK 1 000 000

Omgruppert og justert resultatregnskap	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Salgsinntekter	2 050	2 404	2 665	4 609	6 545	7 017	7 500	8 274	4 384	4 248
- Varekostnader	1 202	969	1 154	2 739	3 287	3 724	3 853	4 182	1 717	1 651
- Lønns- og personalkostnader	276	302	340	409	483	483	541	611	500	549
- Andre driftskostnader	642	675	774	1 236	1 492	1 725	1 822	2 013	1 593	1 560
+ Tilbakeføring kostnadsført leasing	15	31	36	49	59	108	98	0	0	0
= Ordinært driftsresultat før avskrivning	-55	489	433	273	1 342	1 194	1 383	1 468	575	488
- Avskrivninger varige driftsmidler	157	133	135	162	175	196	230	405	360	374
- Avskrivninger konsesjoner og andre immaterielle eiendeler	4	3	5	5	5	5	5	6	9	9
- Avskrivning kapitalisert leasing	15	31	36	49	59	108	98	0	0	0
= Ordinært driftsresultat i egen virksomhet	-232	322	257	57	1 102	885	1 049	1 057	206	105
- Driftsrelatert skattekostnad	-53	74	59	13	253	203	241	243	47	24
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	-179	248	198	44	849	682	808	814	159	81
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper	12	8	13	10	13	-1	-2	0	3	2
= Netto driftsresultat	-167	256	211	54	862	681	806	815	162	83
+ Netto normalt finansresultat	-100	-99	-90	-118	-88	-41	-54	-45	-103	-164
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	11	36	30	25	25	26	0
= Nettoresultat til egenkapital majoritet	-267	157	121	-74	738	609	728	744	32	-81
+ Netto unormalt driftsresultat	53	214	-12	-21	430	-101	236	-127	-351	511
+ Netto unormalt finansresultat	1	66	116	100	-35	61	-11	70	-301	233
= Fullstendig nettoresultat	-213	438	225	4	1 133	569	952	687	-620	664
- Netto utbetalt utbytte	0	0	0	55	166	442	439	440	-189	0
= Endring i egenkapital - kontrollerende interesser	-213	438	225	-51	967	127	513	247	-431	664

Tabell 5-34 Omgruppert og justert resultatregnskap for Grieg Seafood, 2012-2021T

Beløp i NOK 1 000 000

Omgruppert og justert totalbalanse	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Goodwill	105	107	109	111	109	109	109	110	638	656
+ Utsatt skattefordel	0	0	0	10	0	4	2	1	29	37
+ Konsesjoner	977	994	1 066	1 093	1 061	1 069	1 122	1 134	1 508	1 531
+ Andre immaterielle eiendeler	4	5	12	17	18	18	25	16	38	38
+ Varige driftsmidler	1 141	1 204	1 425	1 535	1 510	1 872	2 293	2 958	3 033	3 454
+ Investeringer i tilknyttede selskaper	49	41	42	26	0	9	37	81	84	87
+ Eiendeler knyttet til skadeløsholdelse	0	0	0	0	0	0	0	0	40	40
+ Andre langsiktige fordringer	1	1	0	3	4	0	0	2	9	32
+ Netto kapitalisert leasing	397	397	397	397	397	397	397	0	0	0
= Driftsrelaterte anleggsmidler	2 674	2 750	3 050	3 192	3 099	3 478	3 985	4 301	5 381	5 875
Varelager	66	74	88	91	89	92	126	178	78	133
+ Biologiske eiendeler	1 310	1 766	1 844	1 929	2 460	2 698	3 195	3 438	2 546	3 214
+ Kundefordringer	125	178	254	582	801	761	925	460	179	99
+ Andre kortsiktige fordringer	51	54	57	146	163	199	166	335	133	198
+ Driftsrelaterte derivater og andre finansielle instrumenter	0	1	0	0	49	48	2	2	76	77
+ Driftsrelaterte kontanter og kontantekvivalenter	41	48	53	92	131	140	138	165	88	85
= Driftsrelatert omløpsmidler	1 593	2 121	2 297	2 840	3 693	3 939	4 553	4 578	3 100	3 806
= Driftseiendeler	4 267	4 871	5 347	6 032	6 791	7 417	8 538	8 879	8 481	9 681
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	1	1	2	1	1	1	1	1	0	0
+ Diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0	0	1 973	1 944
= Finansielle anleggsmidler	1	1	2	1	1	1	1	1	1 973	1 944
Finansielle derivater og andre finansielle instrumenter	0	0	0	0	0	0	1	5	8	48
+ Overskudd kontanter og kontantekvivalenter	199	116	91	300	373	131	0	49	188	62
= Finansielle omløpsmidler	199	116	91	300	373	131	1	55	196	110
= Finansielle eiendeler	200	117	92	301	374	133	2	56	2 168	2 054
= Eiendeler	4 467	4 988	5 439	6 333	7 165	7 550	8 540	8 935	10 650	11 735
Egenkapital - majoritet	1 513	1 989	2 222	2 207	3 151	3 304	3 834	4 084	4 371	4 866
+ Ikke-kontrollerende interesser - minoritet	0	0	0	30	56	44	49	57	0	0
= Egenkapital i konsernet	1 513	1 989	2 222	2 238	3 207	3 348	3 884	4 141	4 371	4 866
Utsatte skatteforpliktelsler	427	557	560	539	675	722	878	875	909	1 070
+ Pensjonsforpliktelsler	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Kontantopsjoner	9	0	2	4	11	9	8	8	0	10
+ Annen langsiktig gjeld	0	24	24	21	16	15	14	13	0	0
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	437	582	586	565	702	746	900	896	909	1 080
Kontantopsjoner	0	10	1	1	0	7	9	11	2	5
+ Leverandørgjeld	246	318	301	653	494	585	649	855	563	547
+ Betalbar skatt	0	1	51	25	172	157	130	212	15	0
+ Skyldig lønn og offentlige avgifter	20	22	13	12	49	16	29	51	22	45
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld knyttet til derivater og andre finansielle instrumenter	0	1	6	13	19	24	6	9	0	20
+ Annen kortsiktig gjeld	54	55	110	123	222	213	149	180	95	195
= Kortsiktig driftsrelatert gjeld	320	407	480	826	955	1 003	973	1 317	697	812
= Driftsrelatert gjeld	757	989	1 066	1 391	1 657	1 749	1 873	2 214	1 606	1 892
Lån	976	851	959	1 518	980	1 192	1 299	1 564	3 376	3 111
+ Forpliktelsers finansielle leiekontrakter	156	170	236	273	250	202	292	633	532	604
+ Gjeld som er direkte knyttet til diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0	0	493	360
+ Netto gjeld av kapitalisert leasing	397	397	397	397	397	397	397	0	0	0
= Langsiktig finansiell gjeld	1 529	1 418	1 592	2 188	1 627	1 791	1 988	2 197	4 401	4 075
Kortsiktige lånefasiliteter	500	425	0	0	0	0	47	0	0	0
+ Kortsiktig del av langsiktige lån	110	111	488	102	98	99	107	98	104	705
+ Kortsiktig del av forpliktelsers finansielle leiekontrakter	45	46	53	61	67	58	68	199	153	187
+ Factoring gjeld	0	0	0	338	503	501	573	86	0	0
+ Kortsiktig finansiell gjeld knyttet til derivater og andre finansielle instrumenter	14	10	18	15	5	4	0	0	14	10
= Kortsiktig finansiell gjeld	668	592	559	516	673	662	795	384	272	902
= Finansiell gjeld	2 197	2 010	2 151	2 704	2 301	2 453	2 783	2 580	4 673	4 977
= Sum gjeld	2 954	2 999	3 217	4 095	3 958	4 202	4 656	4 794	6 279	6 869
= Totalkapital	4 467	4 988	5 439	6 333	7 165	7 550	8 540	8 935	10 650	11 735

Tabell 5-35 Omgruppert og justert totalbalanse for Grieg Seafood, 2012-2021T

Beløp i NOK 1 000 000

Omgruppert og justert sysselsatt kapitalbalanse	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Driftsrelatert anleggsmidler	2 674	2 750	3 050	3 192	3 099	3 478	3 985	4 301	5 381	5 875
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	437	582	586	565	702	746	900	896	909	1 080
= Netto anleggsmidler	2 237	2 168	2 464	2 627	2 397	2 732	3 085	3 405	4 471	4 795
Driftsrelatert omløpsmidler	1 593	2 121	2 297	2 840	3 693	3 939	4 553	4 578	3 100	3 806
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	320	407	480	826	955	1 003	973	1 317	697	812
= Driftsrelatert arbeidskapital	1 273	1 714	1 816	2 013	2 737	2 936	3 580	3 260	2 404	2 994
= Netto driftseiendeler	3 510	3 882	4 281	4 640	5 134	5 668	6 665	6 666	6 875	7 789
Finansielle anleggsmidler	1	1	2	1	1	1	1	1	1 973	1 944
+ Finansielle omløpsmidler	199	116	91	300	373	131	1	55	196	110
= Finansielle eiendeler	200	117	92	301	374	133	2	56	2 168	2 054
= Sysselsatte eiendeler	3 710	3 999	4 373	4 942	5 508	5 801	6 667	6 721	9 044	9 843
Egenkapital - majoritet	1 513	1 989	2 222	2 207	3 151	3 304	3 834	4 084	4 371	4 866
Ikke-kontrollerende interesser - minoritet	0	0	0	30	56	44	49	57	0	0
Langsiktig finansiell gjeld	1 529	1 418	1 592	2 188	1 627	1 791	1 988	2 197	4 401	4 075
+ Kortsiktig finansiell gjeld	668	592	559	516	673	662	795	384	272	902
= Finansiell gjeld	2 197	2 010	2 151	2 704	2 301	2 453	2 783	2 580	4 673	4 977
= Sysselsatt kapital	3 710	3 999	4 373	4 942	5 508	5 801	6 667	6 721	9 044	9 843

Tabell 5-36 Omgruppert og justert sysselsatt kapitalbalanse for Grieg Seafood, 2012-2021T

Beløp i NOK 1 000 000

Omgruppert og justert netto driftskapitalbalanse	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Netto anleggsmidler	2 237	2 168	2 464	2 627	2 397	2 732	3 085	3 405	4 471	4 795
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 273	1 714	1 816	2 013	2 737	2 936	3 580	3 260	2 404	2 994
= Netto driftseiendeler	3 510	3 882	4 281	4 640	5 134	5 668	6 665	6 666	6 875	7 789
Egenkapital - majoritet	1 513	1 989	2 222	2 207	3 151	3 304	3 834	4 084	4 371	4 866
Ikke-kontrollerende interesser - minoritet	0	0	0	30	56	44	49	57	0	0
Finansiell gjeld	2 197	2 010	2 151	2 704	2 301	2 453	2 783	2 580	4 673	4 977
- Finansielle eiendeler	200	117	92	301	374	133	2	56	2 168	2 054
= Netto finansiell gjeld	1 997	1 893	2 059	2 403	1 927	2 321	2 781	2 525	2 504	2 923
= Netto driftskapital	3 510	3 882	4 281	4 640	5 134	5 668	6 665	6 666	6 875	7 789

Tabell 5-37 Omgruppert og justert netto driftskapitalbalanse for Grieg Seafood, 2012-2021T

5.8 Omgruppering og justering av finansregnskap for bransjen

Ved å gjennomføre samme prosess for de komparative selskapene som vi har gjort på Grieg Seafood i dette kapittelet har vi nå et sammenligningsgrunnlag. Regnskapstallene for de komparative selskapene har blitt hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter. I 2016 startet Mowi å rapportere regnskapstallene sine i EUR. Rapporteringsvalutaen til Grieg Seafood er i NOK. Derfor må vi omregne regnskapstallene i 2016-2021 for Mowi til NOK. Vi har løst dette ved å hente NOK/EUR kursen hvert år fra 2016-2021 og multiplisert kursen med regnskapstallene for respektive år. Finansregnskapet for bransjen er presentert i tabellene nedenfor. Regnskapstallene for bransjen er vekta snitt av de komparative selskapene, inkludert Grieg Seafood.

Omgruppert og justert resultat - bransje	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Driftsinntekter	7 705	9 654	11 990	13 317	16 363	17 624	18 815	20 421	19 392	19 439
- Varekostnader	4 909	5 200	6 502	7 743	8 527	8 462	9 052	10 168	9 955	10 215
- Lønns- og personalkostnad	1 052	1 174	1 410	1 603	1 805	2 077	2 274	2 575	2 720	2 760
- Andre driftskostnader	1 136	1 337	1 632	1 981	2 281	2 678	2 964	2 963	3 011	3 019
+ Tilbakeføring kostnadsført leasing	63	80	114	153	189	235	250	0	0	0
= Ordinært driftsresultat før avskrivning	671	2 023	2 559	2 142	3 940	4 642	4 775	4 716	3 707	3 444
- Avskrivning	325	357	438	258	593	650	714	1 242	1 483	1 545
- Avskrivning kapitalisert leasing	63	80	114	153	189	235	250	0	0	0
= Ordinært driftsresultat i egen virksomhet	282	1 587	2 007	1 731	3 157	3 756	3 812	3 473	2 224	1 900
- Driftsrelatert skattekostnad	62	350	441	380	697	829	841	765	490	417
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	221	1 237	1 566	1 351	2 461	2 928	2 971	2 708	1 734	1 483
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper	55	145	88	80	286	206	243	195	96	307
= Netto driftsresultat	275	1 382	1 653	1 431	2 746	3 134	3 214	2 903	1 830	1 790
+ Netto normalt finansresultat	-152	-203	-173	-156	-161	-155	-169	-232	-243	-235
- Netto minoritetsresultat	7	68	19	23	85	14	51	20	17	55
= Nettoresultat til egenkapital majoritet	116	1 110	1 462	1 253	2 500	2 965	2 995	2 650	1 570	1 501
+ Netto unormalt driftsresultat	13	58	-201	687	739	-1 657	338	-378	-996	829
+ Netto unormalt finansresultat	-29	-102	-373	-108	-450	80	-387	162	-117	66
= Fullstendig nettoresultat	100	1 067	888	1 831	2 789	1 388	2 945	2 434	457	2 395
- Netto utbetalt utbytte	95	293	1 100	455	449	1 397	1 692	2 411	874	1 201
= Endring i egenkapital - kontrollerende interesser	4	774	-212	1 376	2 340	-9	1 254	23	-417	1 194

Tabell 5-38 Omgruppert og justert resultat for bransje, 2012-2021T

Beløp i NOK 1 000 000

Omgruppert og justert totalbalanse - bransje	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Immaterielle eiendeler	3 715	4 039	4 354	4 599	5 502	5 127	5 838	8 185	9 831	9 916
+ Varige driftsmidler	2 735	3 611	4 175	4 604	5 137	5 762	6 621	6 743	7 584	7 820
+ Investeringer i tilknyttede selskaper	494	520	528	628	816	896	1 090	1 025	920	970
+ Andre driftsrelaterte anleggsmidler	45	57	59	51	46	77	81	71	118	152
= Driftsrelaterte anleggsmidler	6 989	8 226	9 117	9 883	11 501	11 862	13 630	16 024	18 453	18 858
Varelager	379	589	805	909	835	1 051	1 160	1 209	1 359	1 453
+ Biologiske eiendeler	3 057	4 527	4 664	5 124	7 124	5 622	7 257	7 433	7 159	7 672
+ Kundefordringer og andre kortsiktige driftsfordringer	1 101	1 744	1 850	2 152	2 466	2 312	2 601	2 676	2 401	2 374
+ Andre driftsrelaterte omløpsmidler	0	42	53	28	49	41	28	28	38	33
+ Driftsrelaterte kontanter og kontantekvivalenter	147	193	240	266	327	310	373	405	379	375
= Driftsrelaterte omløpsmidler	4 685	7 094	7 612	8 479	10 802	9 338	11 420	11 751	11 335	11 906
= Driftseiendeler	11 674	15 321	16 729	18 362	22 302	21 199	25 049	27 776	29 788	30 764
Langsiktige finansielle fordringer	1	1	3	2	12	14	5	24	23	26
+ Langsiktige finansielle investeringer	261	35	44	3	3	3	3	9	9	9
+ Diskontinuerlig virksomhet	0	265	5	4	8	1	0	0	654	486
= Finansielle anleggsmidler	262	301	52	9	24	18	8	32	686	521
Andre kortsiktige finansielle omløpsmidler	61	54	73	135	108	78	74	101	141	128
+ Overskudd kontanter og kontantekvivalenter	281	444	477	356	630	818	705	754	756	584
= Finansielle omløpsmidler	343	498	550	491	738	896	780	855	897	711
= Finansielle eiendeler	605	799	602	500	762	913	788	887	1 583	1 233
= Eiendeler	12 278	16 119	17 331	18 862	23 065	22 113	25 837	28 662	31 371	31 996
Egenkapital - majoritet	5 320	7 446	7 316	8 355	10 376	11 519	14 161	14 610	15 147	16 378
+ Ikke-kontrollerende interesser - minoritet	214	290	223	249	271	254	285	426	509	565
= Egenkapital i konsernet	5 533	7 736	7 539	8 604	10 647	11 774	14 446	15 036	15 656	16 943
Utsatt skatt	1 268	1 652	1 731	1 774	2 296	1 925	2 208	2 351	2 316	2 527
+ Annen langsiktig driftsrelatert gjeld	120	260	625	68	65	59	49	40	76	40
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 388	1 912	2 355	1 842	2 362	1 984	2 257	2 391	2 392	2 566
Leverandørgjeld	822	1 031	951	1 150	1 405	1 441	1 505	1 660	1 802	1 872
+ Betalbar skatt	31	150	308	303	599	624	663	558	296	289
+ Annen kortsiktig driftsrelatert gjeld	511	688	1 063	811	1 387	903	1 025	1 060	953	966
= Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 363	1 869	2 321	2 264	3 391	2 968	3 193	3 277	3 051	3 127
= Driftsrelatert gjeld	2 751	3 781	4 677	4 106	5 752	4 952	5 450	5 668	5 443	5 694
Langsiktig finansiell gjeld	3 355	4 012	4 787	5 386	5 962	4 435	5 112	6 984	8 899	8 051
+ Kortsiktig finansiell gjeld	638	590	328	766	704	952	829	974	1 373	1 308
= Finansiell gjeld	3 994	4 602	5 115	6 152	6 666	5 387	5 942	7 958	10 272	9 359
= Sum gjeld	6 745	8 383	9 792	10 258	12 419	10 339	11 391	13 626	15 715	15 053
= Totalkapital	12 278	16 120	17 331	18 862	23 065	22 112	25 837	28 662	31 371	31 996

Tabell 5-39 Omgruppert og justert totalbalanse for bransjen, 2012-2021T

Beløp i NOK 1 000 000

Omgruppert og justert sysselsatt kapitalbalanse - bransje	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Driftsrelatert anleggsmidler	6 989	8 226	9 117	9 883	11 501	11 862	13 630	16 024	18 453	18 858
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 388	1 912	2 355	1 842	2 362	1 984	2 257	2 391	2 392	2 566
= Netto anleggsmidler	5 601	6 314	6 761	8 041	9 139	9 878	11 373	13 634	16 062	16 291
Driftsrelatert omløpsmidler	4 685	7 094	7 612	8 479	10 802	9 338	11 420	11 751	11 335	11 906
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 363	1 869	2 321	2 264	3 391	2 968	3 193	3 277	3 051	3 127
= Driftsrelatert arbeidskapital	3 321	5 225	5 291	6 215	7 411	6 369	8 227	8 474	8 284	8 779
= Netto driftseiendeler	8 922	11 539	12 052	14 256	16 550	16 247	19 600	22 108	24 346	25 070
Finansielle anleggsmidler	262	301	52	9	24	18	8	32	686	521
+ Finansielle omløpsmidler	343	498	550	491	738	896	780	855	897	711
= Finansielle eiendeler	605	799	602	500	762	913	788	887	1 583	1 233
= Sysselsatte eiendeler	9 527	12 338	12 654	14 756	17 312	17 161	20 388	22 994	25 928	26 303
Egenkapital - majoritet	5 320	7 446	7 316	8 355	10 376	11 519	14 161	14 610	15 147	16 378
Ikke-kontrollerende interesser - minoritet	214	290	223	249	271	254	285	426	509	565
Langsiktig finansiell gjeld	3 355	4 012	4 787	5 386	5 962	4 435	5 112	6 984	8 899	8 051
+ Kortsiktig finansiell gjeld	638	590	328	766	704	952	829	974	1 373	1 308
= Finansiell gjeld	3 994	4 602	5 115	6 152	6 666	5 387	5 942	7 958	10 272	9 359
= Sysselsatt kapital	9 527	12 338	12 654	14 756	17 313	17 161	20 388	22 994	25 928	26 302

Tabell 5-40 Omgruppert og justert sysselsatt kapitalbalanse for bransjen, 2012-2021T

Beløp i NOK 1 000 000

Omgruppert og justert netto driftskapitalbalanse - bransje	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Netto anleggsmidler	5 601	6 314	6 761	8 041	9 139	9 878	11 373	13 634	16 062	16 291
+ Driftsrelatert arbeidskapital	3 321	5 225	5 291	6 215	7 411	6 369	8 227	8 474	8 284	8 779
= Netto driftseiendeler	8 922	11 539	12 052	14 256	16 550	16 247	19 600	22 108	24 346	25 070
Egenkapital - majoritet	5 320	7 446	7 316	8 355	10 376	11 519	14 161	14 610	15 147	16 378
Minoritet	214	290	223	249	271	254	285	426	509	565
Finansiell gjeld	3 994	4 602	5 115	6 152	6 666	5 387	5 942	7 958	10 272	9 359
+ Finansielle eiendeler	605	799	602	500	762	913	788	887	1 583	1 233
= Netto finansiell gjeld	3 389	3 803	4 513	5 652	5 904	4 474	5 154	7 072	8 689	8 127
= Netto driftskapital	8 922	11 539	12 052	14 256	16 550	16 247	19 600	22 108	24 345	25 070

Tabell 5-41 Omgruppert og justert driftskapital balanse for bransjen, 2012-2021T

5.9 Rammeverk for forholdstallanalyse

Nå som vi i dette kapittelet har omgruppert balansen og resultatet til Grieg Seafood og de komparative selskapene kan det nå gjennomføres en forholdstallanalyse. Ved bruk av forholdstall vil vi gjennomføre en risikoanalyse i kapittel 6 og en lønnshetsanalyse i kapittel 8. Ifølge Knivsflå (2021f) så kan vi finne ut om et forholdstall er «godt» ved bruk av:

- 1) Sammenligne over tid – tidsserieanalyse
- 2) Sammenligne med bransjen – bransjeanalyse
- 3) Sammenligne med teoretisk målestokk.

Tidsserieanalyse innebærer at forholdstallene til selskapene blir sammenlignet over tid (Knivsflå, 2021f). For å gjøre dette har vi valgt å benytte oss av tidsvektet snitt der vi vekter de ulike årene for vår analyseperiode. Vi har valgt å vekte de tidligste årene med lavest vekt,

mens de seneste årene får den største vektingen. Tabell 5-42 oppsummerer vektingen for de ulike årene vi har benyttet oss av for vår analyse.

	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2021</i>
Vekting	2%	3%	5%	8%	8%	12%	12%	14%	18%	18%

Tabell 5-42 Tidsvektet snitt

Bransjeanalysen innebærer at vi omgrupperer regnskapet og balansen for de konkurrentene vi valgte ut. Bransjegjennomsnittet inneholder Grieg Seafood samt konkurrentene ettersom vi mener det er lite hensiktsmessig å ikke inkludere Grieg Seafood som en del av bransjen. For å kunne ha en formening om et forholdstall er «godt» eller ikke bruker vi teoretisk målestokk der det er mulig og sammenligner med bransjegjennomsnittet hvis det ikke finnes noen teoretisk målestokk.

6. Risikoanalyse

I dette kapittelet skal vi foreta en analyse av kredittrisikoen gjennom en likviditetsanalyse og soliditetsanalyse. Kredittrisikoen vil bli oppsummert gjennom en syntetisk rating der selskapet får en karakter i forhold til underliggende selskapsspesifikk risiko (Knivsflå 2021f). Det vil bli gitt karakterer der AAA er den beste og D er den dårligste. Videre har man AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, og C (Knivsflå, 2021f).

6.1 Likviditetsanalyse

I dette delkapittelet skal vi gjennomføre en likviditetsanalyse. Ifølge Knivsflå (2021f) så er det gjennom en tidsserieanalyse, bransjeanalyse og sammenligne med teoretisk målestokk en finner ut om et forholdstall er “godt” eller ikke. En analyse vil også gi oss sannsynligheten for at selskapet havner i en likviditetsskvis på kort sikt med fare for konkurs (Knivsflå 2021f). I likviditetsanalysen skal vi se på disse forholdstallene: likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, finansiell gjeldsdekning, likviditetsgrad 3 og rentedekningsgrad.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser oss forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Knivsflå, 2021f). Forholdstallet måler selskapets evne til å håndtere sine kortsiktige betalingsforpliktelser. Formelen kan uttrykkes som følger:

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

OM = Omløpsmidler, KG = Kortsiktig gjeld, DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler, FOM = Finansielle omløpsmidler,

KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld, KFG = Kortsiktig finansiell gjeld

Formel 6-1 Likviditetsgrad 1

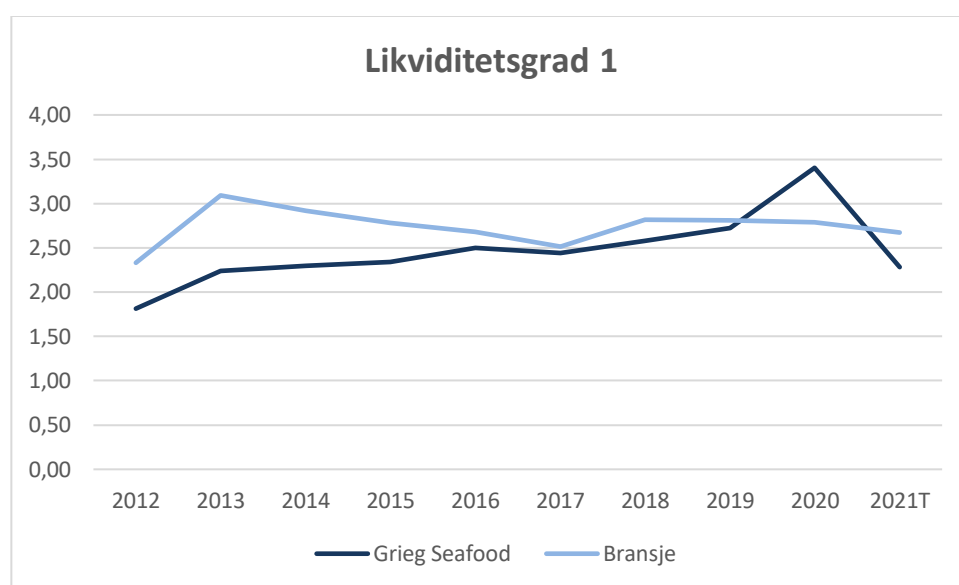
En vanlig tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2. Ifølge Knivsflå (2021f) er den beste målestokken bransjegjennomsnittet. Likviditetsgraden vil bli ansett som god hvis den er over bransjegjennomsnittet.

Tabell 6-1 og figur 6-1 nedenfor viser at Grieg Seafood har lavere likviditetsgrad 1 enn bransjen gjennom hele perioden – utenom 2020. Dette kan antyde at selskapet har en ulempe sammenlignet med sine konkurrenter. På en annen side så ligger likviditetsgrad 1 over 2 i alle år utenom 2012. Dette antyder at Grieg Seafood ikke har et likviditetsproblem, men de gjør

det vesentlig dårligere enn bransjegenomsnittet gjennom perioden. Det kommer frem av figur 6-1 at Grieg Seafood har en positiv trend. Det er viktig å nevne at bransjen har en overvekt av biologiske eiendeler som gjør at det blir vanskelig å konkludere. Grunnen til dette er at de biologiske eiendelene ikke er likvide på kort sikt.

Likviditetsgrad 1	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Grieg Seafood	1,81	2,24	2,30	2,34	2,50	2,44	2,58	2,72	3,40	2,28	2,61
Mowi	2,92	3,15	3,22	3,34	3,03	2,70	3,70	3,39	3,40	3,28	3,3
Lerøy Seafood	2,51	2,74	3,12	2,54	2,90	2,98	2,99	2,81	2,68	2,58	2,78
SalMar	2,08	4,24	3,05	2,89	2,29	1,94	2,02	2,31	1,67	2,54	2,29
Bransje	2,33	3,09	2,92	2,78	2,68	2,52	2,82	2,81	2,79	2,67	2,74

Tabell 6-1 Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 6-1 Utvikling i likviditetsgrad 1 (Knivsflå, 2021f)

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 viser oss forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld (Knivsflå, 2021f). Varelageret trekkes her ut av formelen ettersom det er å anse som den minst likvide posten. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{FOM}{KG} = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

FOM = Finansielle omløpsmidler, KG = Kortsiktig gjeld, KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld,

KFG = Kortsiktig finansiell gjeld

Formel 6-2 Likviditetsgrad 2

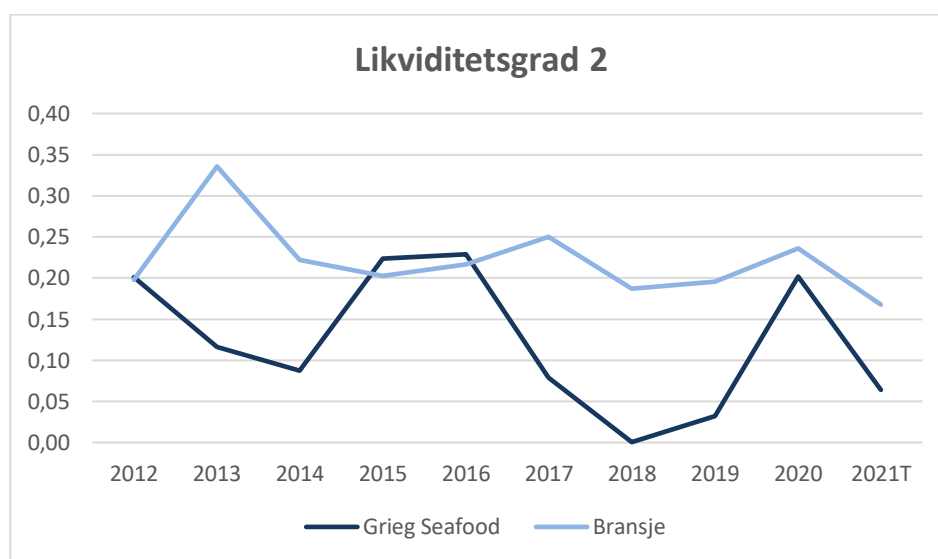
En vanlig tommelfingerregel er at likviditetsgrad 2 bør være større enn 1 for å kunne anses som god. Vi velger å bruke Knivsflå (2021f) sin målestokk som er å sammenligne med

bransjegjennomsnittet. Hvis forholdstallet er over bransjegjennomsnittet så vil likviditetsgraden anses som god.

Tabell 6-2 og figur 6-2 viser at Grieg Seafood har en lavere likviditetsgrad 2 i flere år i forhold til bransjegjennomsnittet. Det kommer frem av tabell 6-2 og figur 6-2 at både Grieg Seafood og bransjegjennomsnittet kan anses som dårlig ved å bruke tommelfingerregelen. Det er negativt for selskapet at de gjennom perioden har en lavere likviditetsgrad 2 sammenlignet med bransjegjennomsnittet. Kommer det en nedgangsperiode der lakseprisen går kraftig ned er det positivt for selskapet å ha en solid likviditet. Det kan være en ulempe for Grieg Seafood at de svinger mye mer enn bransjen i forhold til likviditetsgrad 2.

Likviditetsgrad 2	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,20	0,12	0,09	0,22	0,23	0,08	0,00	0,03	0,20	0,06	0,11
Mowi	0,01	0,01	0,12	0,05	0,04	0,01	0,03	0,05	0,05	0,01	0,04
Lerøy Seafood Group	0,42	0,27	0,47	0,31	0,46	0,82	0,63	0,59	0,60	0,43	0,54
SalMar	0,16	0,95	0,21	0,22	0,14	0,09	0,09	0,10	0,09	0,17	0,15
Bransje	0,20	0,34	0,22	0,20	0,22	0,25	0,19	0,20	0,24	0,17	0,21

Tabell 6-2 Likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 6-2 Utvikling i likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransje

6.1.3 Finansiell gjeldsdekning

Finansiell gjeldsdekning sier noe om selskapet har nok finansielle eiendeler til å kunne betjene finansiell gjeld (Knivsflå, 2021f). Formelen kan uttrykkes som følger:

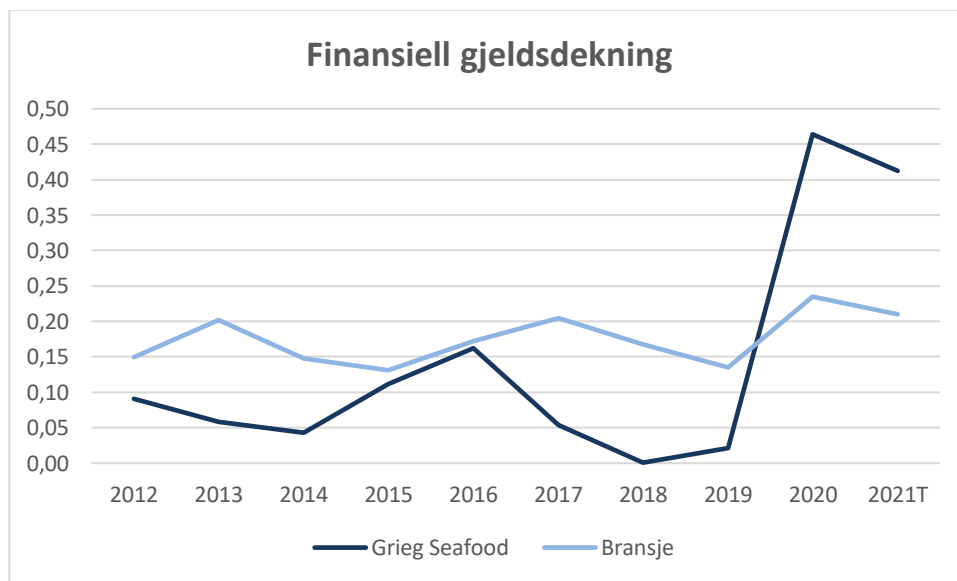
$$\text{Finansiell gjeldsdekning} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Formel 6-3 Finansiell gjeldsdekning

En finansiell gjeldsdekning større enn 1 innebærer at virksomheten har nok finansielle eiendeler til å betjene finansiell gjeld (Knivsflå, 2021f). Fra tabell 6-3 og figur 6-3 ser vi resultatene for finansiell gjeldsdekning for perioden. Forholdstallet er generelt sett lavt for både bransjen og Grieg Seafood gjennom perioden. Grunnen til at finansiell gjeldsdekning for selskapet går markant opp i 2020 og 2021 er salget av Shetland-eiendelene som nå anses som finansielle eiendeler. Tidsvektet snitt er litt høyere for Grieg Seafood enn bransjen gjennom perioden. Dette gir mening ettersom 2020 og 2021 blir vektet høyest og her var finansiell gjeldsdekning dobbelt så stort i forhold til bransjen.

Finansiell gjeldsdekning	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,09	0,06	0,04	0,11	0,16	0,05	0,00	0,02	0,46	0,41	0,20
Mowi	0,14	0,12	0,07	0,02	0,02	0,01	0,01	0,02	0,05	0,01	0,03
Lerøy Seafood Group	0,28	0,22	0,35	0,26	0,34	0,54	0,47	0,38	0,34	0,30	0,37
SalMar	0,09	0,41	0,13	0,14	0,17	0,21	0,18	0,11	0,09	0,12	0,15
Bransje	0,15	0,20	0,15	0,13	0,17	0,20	0,17	0,13	0,23	0,21	0,18

Tabell 6-3 Finansiell gjeldsdekning for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 6-3 Utvikling i finansiell gjeldsdekning for Grieg Seafood og bransje

6.1.4 Likviditetsgrad 3

Likviditetsgrad 3 beregnes av forholdet mellom arbeidskapital og sum eiendeler. Dette er gitt ved formelen under:

$$\text{Likviditetsgrad 3} = \text{Arbeidskapital} / \text{Sum eiendeler}$$

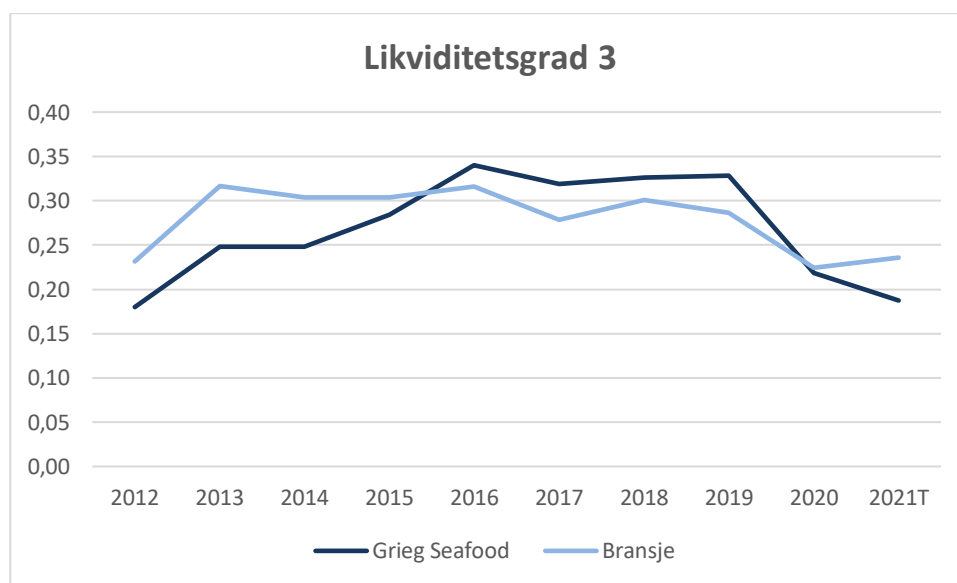
Formel 6-4 Likviditetsgrad 3

Likviditetsgrad 3 er et forholdstall som viser hvor stor del arbeidskapitalen utgjør av sum eiendeler. Altman (1968, s. 594) definerer likviditetsgrad 3 slik: «forholdet mellom arbeidskapital og eiendeler er et mål på netto likviditet av eiendeler i forhold til den totale kapitaliseringen til selskapet». Arbeidskapitalen forteller oss hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert av langsiktig kapital, og er et viktig mål på likviditeten til et selskap fordi den forteller hvor mye likvide midler selskapet står igjen med etter at den kortsiktige gjelden er fratrukket. Opplever selskapet en nedgang i driftsresultatet vil omløpsmidlene reduseres i forhold til de totale eiendelene i bedriften. Arbeidskapital er kapital som selskapet sitter igjen med etter at den har innkassert sine kortsiktige fordringer og betalt sine kortsiktige forpliktelser. Høy likviditetsgrad 3 er derfor et tegn på god likviditet.

Av tabell 6-4 og figur 6-4 fremkommer det at selskapet gjør det relativt likt i forhold til bransjen når det gjelder likviditetsgrad 3. Dette kan indikere at selskapet ikke har noen signifikant likviditetsrisiko i forhold til bransjen. Dette stemmer overens med våre betraktninger tidligere i oppgaven i forhold til likviditet.

Likviditetsgrad 3	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,18	0,25	0,25	0,28	0,34	0,32	0,33	0,33	0,22	0,19	0,27
Mowi	0,25	0,31	0,32	0,33	0,34	0,30	0,35	0,32	0,30	0,29	0,31
Lerøy Seafood	0,27	0,31	0,33	0,30	0,31	0,29	0,29	0,26	0,24	0,24	0,27
SalMar	0,22	0,40	0,31	0,30	0,27	0,20	0,23	0,24	0,14	0,23	0,23
Bransje	0,23	0,32	0,30	0,30	0,32	0,28	0,30	0,29	0,22	0,24	0,27

Tabell 6-4 Likviditetsgrad 3 for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 6-4 Utvikling i likviditetsgrad 3 for Grieg Seafood og bransje

6.1.5 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgrad er nettoresultat fra sysselsatt kapital dividert på netto finanskostnad (Knivsflå, 2021f). I følge Knivsflå (2021f) så er det et problem at rentedekningsgraden bare ser på dekning av netto finanskostnad – og ikke avdrag. Formelen for rentedekningsgrad er som følger:

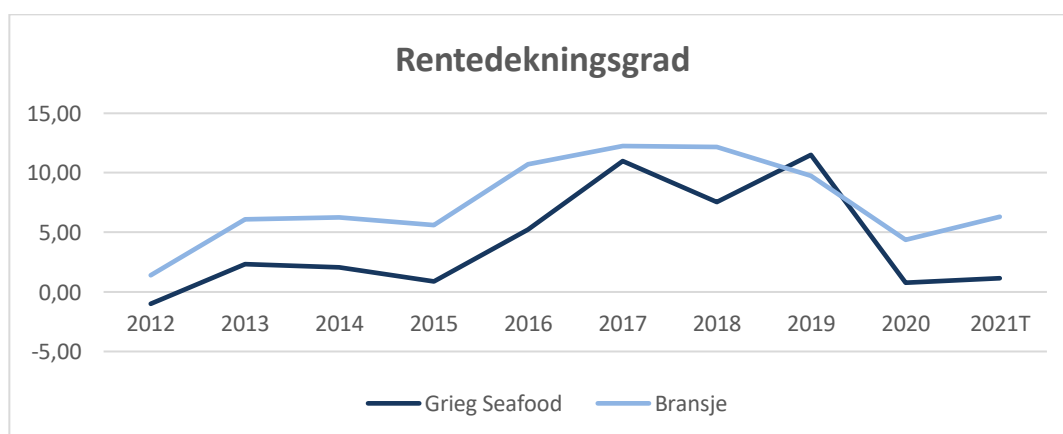
$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Formel 6-5 Rentedekningsgrad

Av tabell 6-5 og figur 6-5 ser vi at Grieg Seafood har vesentlig lavere rentedekningsgrad sammenlignet med bransjen gjennom perioden. Det er også en markant forskjell i forhold til tidsvektet snitt. Vi ser at selskapet i 2012 og 2015 hadde en veldig lav rentedekningsgrad sammenlignet med bransjen. I disse to årene var det problematisk for oppdrettsbransjen der lakseprisen var veldig lav. Årene 2020 og 2021 var vanskelige år for Grieg Seafood og det skyldes som nevnt tidligere problemene knyttet til coronaviruset og biologiske utfordringer i Finnmark. Vi ser at da lakseprisen gikk markant opp i 2016 og trenden fortsatte de neste årene er rentedekningsgraden markant høyere for både selskapet og bransjen. Dette indikerer at det er vanskelig å anslå hvordan dette forholdstallet vil utvikle seg i fremtiden ettersom det er nært tilknyttet den volatile lakseprisen.

Rentedekningsgrad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Grieg Seafood	-1,00	2,33	2,08	0,89	5,26	11,00	7,53	11,51	0,77	1,16	4,83
Mowi	0,97	1,47	1,26	2,76	1,89	7,28	2,56	7,79	3,46	6,52	4,57
Lerøy Seafood	3,30	11,56	9,14	7,89	15,70	13,49	13,52	8,45	5,36	4,27	8,91
SalMar	2,33	9,01	12,59	11,01	19,97	17,24	25,12	11,31	7,82	13,34	13,90
Bransje	1,40	6,09	6,27	5,64	10,70	12,25	12,18	9,77	4,35	6,32	8,05

Tabell 6-5 Rentedekningsgrad for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 6-5 Utvikling i rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransje

6.2 Soliditetsanalyse

I dette delkapittelet skal vi gjennomføre en soliditetsanalyse. I følge Knivsflå (2021f) så har en soliditetsanalyse som mål å kartlegge om selskapet har økonomiske ressurser til å betjene fremtidige tap. Tap blir ført mot egenkapitalen og egenkapitalen fungerer derfor som en sikring mot fremtidige tap og konkurs (Knivsflå 2021f). Vi vil i soliditetsanalysen ta for oss følgende forholdstall: egenkapitalandel, gjeldsgrad, netto driftsrentabilitet og opptjent egenkapitalgrad.

6.2.1 Egenkapitalandel

I følge Knivsflå (2021f) så er egenkapitalandel forholdstall nummer 1 ved soliditetsanalyse. Desto mer egenkapital i forhold til total kapital, desto mer skjermet er långiverne for tap (Knivsflå, 2021f). En høy egenkapitalandel er bra. Formelen for egenkapitalandel er som følger:

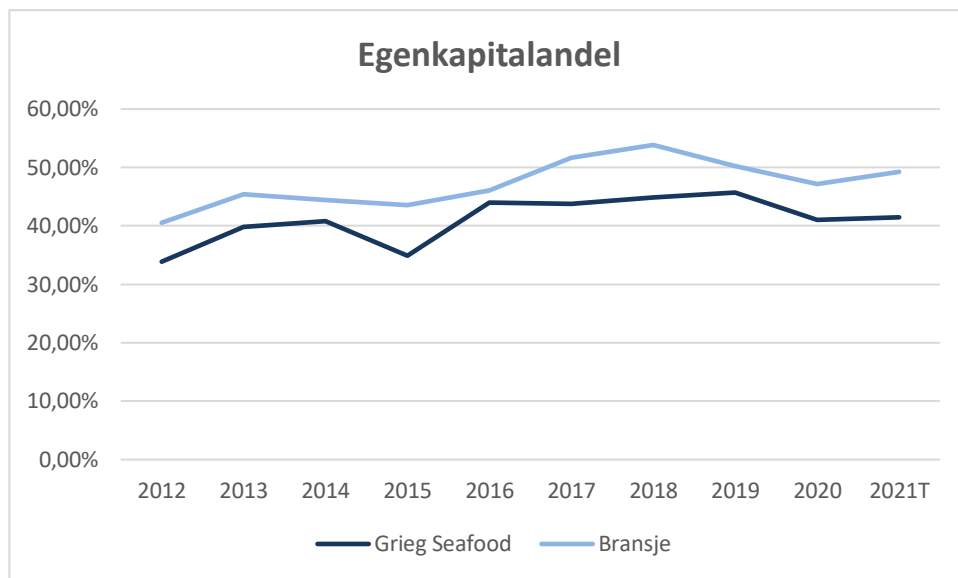
$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Total kapital}}$$

Formel 6-6 Egenkapitalandel

Av tabell 6-6 og figur 6-6 fremkommer det at egenkapitalandelen til Grieg Seafood er lavere enn bransjegjennomsnittet gjennom perioden. Vi ser også at tidsvektet snitt for selskapet er noe lavere i forhold til bransjen. Dette kan være en indikator på at soliditeten til selskapet er svak i forhold til bransjen. For å bedre egenkapitalandel kan selskapet nedbetale gjeld.

Egenkapitalandel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Grieg Seafood	33,87 %	39,87 %	40,85 %	34,85 %	43,97 %	43,77 %	44,90 %	45,71 %	41,04 %	41,47 %	42,11 %
Mowi	46,03 %	45,77 %	37,79 %	43,09 %	41,22 %	51,01 %	53,82 %	49,52 %	47,25 %	52,54 %	48,40 %
Lerøy Seafood	45,14 %	48,59 %	48,88 %	49,34 %	50,00 %	53,03 %	56,93 %	55,82 %	55,55 %	53,85 %	53,45 %
SalMar	37,12 %	47,56 %	50,14 %	47,04 %	49,24 %	58,64 %	59,78 %	50,08 %	44,78 %	49,01 %	50,48 %
Bransje	40,54 %	45,44 %	44,42 %	43,58 %	46,11 %	51,61 %	53,86 %	50,28 %	47,16 %	49,21 %	48,61 %

Tabell 6-6 Egenkapitalandel for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 6-6 Utvikling i egenkapitalandel for Grieg Seafood og bransje

6.2.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad gir uttrykk for forholdet mellom gjeld og egenkapital. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

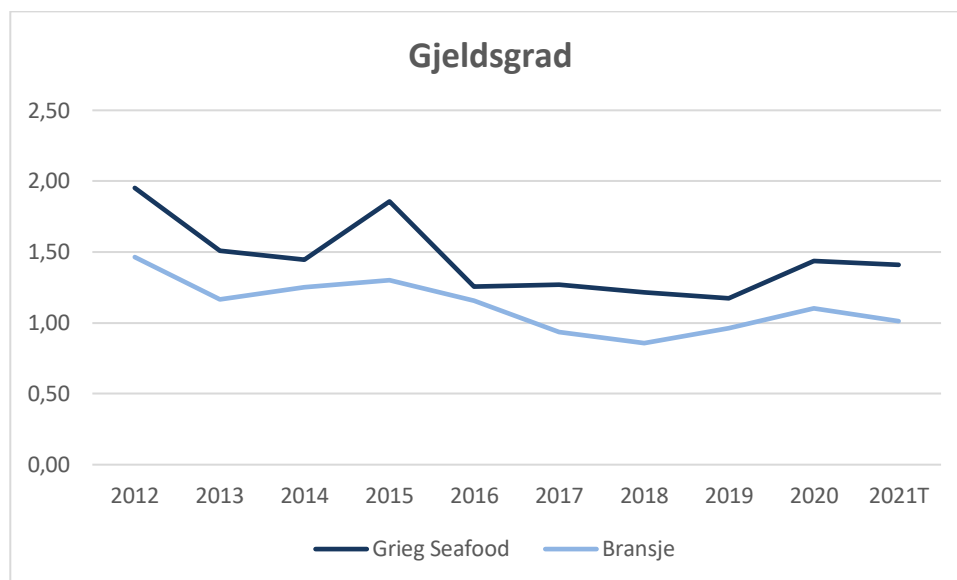
Formel 6-7 Gjeldsgrad

En høy gjeldsgrad betyr at selskapet har brukt mye gjeld for å finansiere nye prosjekter. Endringer i rentemarkedet kan påvirke de med høy gjeldsgrad hvis det skjer endringer i rentemarkedet. Økte rentekostnader grunnet høye renter vil øke risikoen for insolvens. En lav gjeldsgrad vil være positivt ettersom det styrker soliditeten til selskapet.

Av tabell 6-7 og figur 6-7 fremkommer det at Grieg Seafood har en høyere gjeldsgrad sammenlignet med bransjegjennomsnittet gjennom hele perioden. Dette antyder at selskapet har mer gjeld i forhold til sine konkurrenter. Det er spesielt fire år som skiller seg ut når det kommer til gjeldsgraden. I 2012 og 2015 var lakseprisen lav og oppdrettsbransjen opplevde en dårlig periode og dette forklarer hvorfor selskapet har en del mer gjeld enn egenkapital i disse årene. 2020 og 2021 var år som påvirket økonomien hardt på grunn av pandemien og flere selskaper måtte ta opp gjeld her. Grunnen til at Grieg Seafood sin gjeldsgrad økte markant fra 2019 til 2020 var fordi de utstedte et «Green Bond» på hele 1 500 millioner kroner. Alt i alt så ser vi ikke noen signifikant risiko knyttet til gjeldsgrad for bransjen og Grieg Seafood. Bransjen er en kapitalintensiv bransje og da vil det noen år være behov for å ta opp mye gjeld.

Gjeldsgrad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Grieg Seafood	1,95	1,51	1,45	1,86	1,26	1,27	1,21	1,17	1,44	1,41	1,38
Mowi	1,17	1,18	1,64	1,32	1,43	0,96	0,86	1,02	1,12	0,90	1,08
Lerøy Seafood	1,09	0,94	0,93	0,92	0,93	0,82	0,70	0,74	0,75	0,79	0,81
SalMar	1,65	1,03	0,98	1,11	1,02	0,69	0,66	0,92	1,12	0,94	0,94
Bransje	1,46	1,17	1,25	1,30	1,16	0,94	0,86	0,96	1,10	1,01	1,05

Tabell 6-7 Gjeldsgrad for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 6-7 Utvikling i gjeldsgrad for Grieg Seafood og bransje

6.2.3 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet måler underliggende kjerne lønnsomhet (Knivsflå, 2021f). Formelen kan uttrykkes som følger:

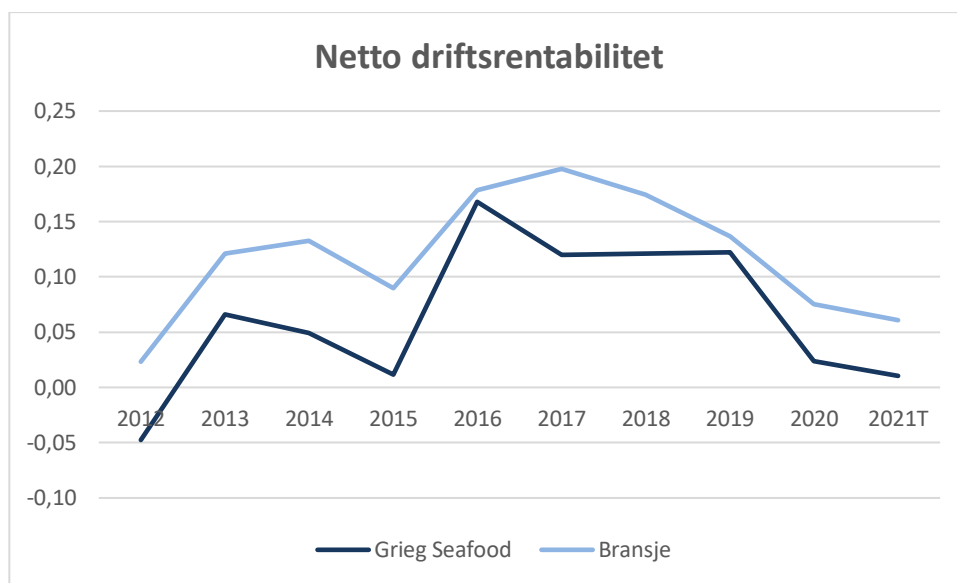
$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{netto driftsresultat}}{\text{netto driftseiendeler}}$$

Formel 6-8 Netto driftsrentabilitet

Av tabell 6-8 og figur 6-8 fremkommer det at Grieg Seafood har lavere netto driftsrentabilitet enn bransjen gjennom nesten hele perioden. Vi ser også at selskapet har lavere tidsvektet snitt sammenlignet med bransjegjennomsnittet. Netto driftsrentabilitet blir påvirket av utviklingen i lakseprisen og svinger i forhold til denne. Dette kan vi se ut fra tabell 6-8 der vi ser at 2012 og 2015 som var to svake år for bransjen, var netto driftsrentabilitet svak både for Grieg Seafood og bransjen. I årene 2016-2019 var lakseprisen høy i forhold til tidligere år som forklarer økningen i netto driftsrentabilitet.

Netto driftsrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Grieg Seafood	-0,05	0,07	0,05	0,01	0,17	0,12	0,12	0,12	0,02	0,01	0,07
Mowi	0,05	0,14	0,14	0,09	0,14	0,19	0,15	0,10	0,07	0,04	0,11
Lerøy Seafood	0,03	0,11	0,13	0,10	0,16	0,18	0,15	0,13	0,06	0,08	0,11
SalMar	0,07	0,17	0,21	0,15	0,25	0,31	0,28	0,19	0,15	0,11	0,19
Bransje	0,02	0,12	0,13	0,09	0,18	0,20	0,17	0,14	0,08	0,06	0,12

Tabell 6-8 Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 6-8 Utvikling i netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransje

6.2.4 Opptjent egenkapitalgrad

Opptjent egenkapitalgrad er et nøkkeltall som viser forholdet mellom opptjent egenkapital og sum eiendeler. Formelen er illustrert under:

$$\text{Opptjent egenkapitalgrad} = \text{Opptjent egenkapital} / \text{Sum eiendeler}$$

Formel 6-9 Opptjent egenkapitalgrad

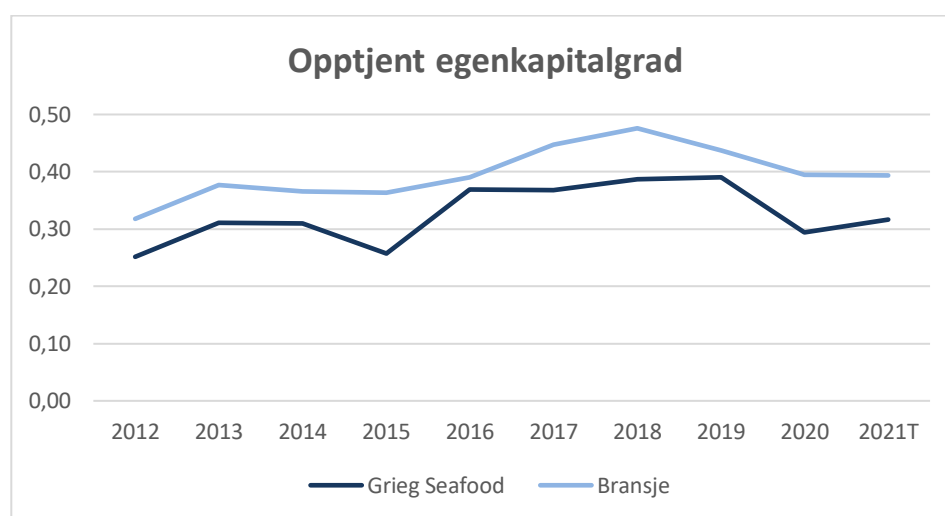
Selskaper skaffer seg en høy opptjent egenkapital ved å være lønnsomme over flere år. Overskudd kan velges å beholdes internt i selskapet, betales som utbytte eller konsernbidrag til aksjonærene. Selskaper som bestemmer seg for å holde midlene i bedriften og er i stand til å bygge opp en høy opptjent egenkapital vil mest sannsynlig ha en god soliditet. Den oppbygde egenkapitalen vil fungere som en sikring dersom bedriften opplever en nedgangsperiode.

Av tabell 6-9 og figur 6-9 fremkommer det at Grieg Seafood gjør det dårligere enn bransjen i hovedparten av perioden i forhold til opptjent egenkapitalgrad. Vi ser også at selskapet har lavere tidsvektet snitt enn bransjegjennomsnittet. Dette er en ulempe for selskapet ettersom

forholdstallet kan være en indikator på hvor rustet selskapet er til å håndtere nedgangsperioder sammenlignet med bransjen.

Opptjent egenkapitalgrad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,25	0,31	0,31	0,26	0,37	0,37	0,39	0,39	0,29	0,32	0,34
Mowi	0,50	0,48	0,40	0,45	0,43	0,53	0,56	0,50	0,47	0,52	0,50
Lerøy Seafood	0,21	0,29	0,30	0,32	0,31	0,34	0,40	0,40	0,40	0,39	0,36
SalMar	0,31	0,43	0,45	0,42	0,45	0,54	0,56	0,46	0,42	0,35	0,45
Bransje	0,32	0,38	0,37	0,36	0,39	0,45	0,48	0,44	0,39	0,39	0,41

Tabell 6-9 Opptjent egenkapitalgrad for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 6-9 Utvikling i opptjent egenkapitalgrad for Grieg Seafood og bransje

6.3 Syntetisk rating

I dette kapittelet vil vi oppsummere likviditets- og soliditetsanalysen som vi gjorde i de tidligere delkapitlene i en syntetisk rating av Grieg Seafood og konkurrentene vi har valgt. Analyse av risiko – både kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko – kan oppsummeres gjennom en karakter på risikoen, nemlig syntetisk rating (Knivsflå 2021f).

Vi velger å benytte oss av ratingmodellene til S&P Global ratings, som er et kredittvurderingsselskap. Resultatene fra de tidligere delkapitlene skal hjelpe oss å finne kredittratingen til Grieg Seafood og de konkurrentene vi valgte ut. Nedenfor vil vi vise Knivsflå (2021f) sitt forslag til rating på basis av fire forholdstall: likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og nettodriftsrentabilitet. Ifølge Knivsflå (2021f) gir disse fire forholdstallene en indikasjon på ratingen, men det er den samlede risikoanalysen, inkludert strategisk risikoanalyse, som er avgjørende for den endelige ratingen.

Skalaen går fra AAA til D, der AAA er den høyeste karakteren. En karakter på AAA gir uttrykk for at selskapet har minimal likviditetsrisiko. Tabellen nedenfor, utarbeidet ved hjelp av Knivsflå (2021f), viser hvordan karakterene skal settes og sannsynligheten for konkurs knyttet til karakteren.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Konkurssansynlighet
AAA	11,4-8,7	16,9-11,6	0,934-0,886	0,330-0,288	0,0000
AA	6-4,4	6,3-4,825	0,837-0,738	0,246-0,196	0,0002
A	2,8-2,15	3,35-2,755	0,638-0,527	0,146-0,111	0,0008
BBB	1,5-1,25	2,16-1,69	0,417-0,358	0,076-0,062	0,0026
BB	1-0,850	1,220-1,060	0,3-0,252	0,048-0,034	0,0097
B	0,7-0,550	0,9-0,485	0,204-0,162	0,020-0,006	0,0493
CCC	0,4-0,35	0,07-(-0,345)	0,120-0,096	(-0,008)-(-0,022)	0,1261
CC	0,3-0,25	(-0,760)-(-1,170)	0,073-0,028	(-0,036)-(-0,050)	0,2796
C	0,2-0,15	(-1,580)-(-1,995)	(-0,018)-(-0,090)	(-0,064)-(-0,078)	0,5099
D	0,1	(-2,410)	(-0,161)	(-0,092)	0,8554

Tabell 6-10 Syntetisk rating (Knivsflå, 2021f)

Det er også noen svakheter med dette rammeverket. På grunn av oppgavens omfang har vi ikke tatt hensyn til forhold som er spesifikke for oppdrettsbransjen. Rammeverket er likevel et bra hjelpemiddel for å kunne vurdere kredittrisikoen til Grieg Seafood. Det er også en svakhet at rammeverket inneholder relativt få forholdstall. Vi velger likevel å benytte oss av ratingen ettersom den er et hjelpemiddel for å kunne vurdere kredittrisikoen.

Resultater

Resultatet av den syntetiske ratingen er illustrert gjennom tabell 6-11 og 6-12. Vi ser av tabellene at Grieg Seafood samlet sett gjør det likt som bransjen på de fire forholdstallene. Dette indikerer at selskapet ikke innehar noen likviditets eller soliditetsfordel sammenlignet med bransjen. Denne betraktningen stemmer også overens med vår eksterne strategiske analyse der vi kom frem til at selskapet ikke innehar noen ressursfordel sammenlignet med bransjen. Det er viktig å nevne at Grieg Seafood og bransjen ikke virker å ha en høy kredittrisiko og er godt rustet til å håndtere en mulig nedgang i oppdrettsbransjen. Som nevnt tidligere i oppgaven har bransjen biologiske utfordringer og en volatil laksepris som påvirker mye. Det er ikke noen kritiske risikofaktorer knyttet til kreditt for Grieg Seafood per dags dato slik vi ser det.

Vi kommer frem til en kredittrating på BBB for selskapet og BBB for bransjen i 2021. Dette anser vi som rimelig gitt analysen av kredittrisikoen til Grieg Seafood og bransjen i de tidligere kapitlene. Disse ratingene vil være et hjelpemiddel videre i oppgaven slik at vi skal kunne vurdere kredittrisikoen til Grieg Seafood og bransjen. Måten vi fant ut gjennomsnittsratingen

på var at vi ga hver rating et nummer – for eksempel AAA ble gitt karakteren 10 og D ble gitt karakteren 1.

Grieg Seafood	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Likviditetsgrad 1	BBB	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	CC	AA	A	B	AA	AAA	AAA	AAA	CCC	BBB
Egenkapitalprosent	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	CCC	A	BB	B	AA	A	A	BBB	CCC	B
Gjennomsnittsrating	B	A	BBB	BB	A	A	A	A	BB	BBB

Tabell 6-11 Rating for Grieg Seafood

Bransje	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Likviditetsgrad 1	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	A	AA	AA	AA	AAA	AAA	AAA	AA	A	AA
Egenkapitalprosent	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	A	A	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	CCC	A	A	BBB	AA	A	AA	BBB	BB	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB	A	A	A	AA	AA	A	A	BBB	BBB

Tabell 6-12 Rating for bransje

6.4 Oppsummering risikoanalyse

I likviditetsanalysen så gjør Grieg Seafood det dårligere enn bransjen for alle forholdstallene utenom finansiell gjeldsdekning. Det er likevel ikke slik at selv om Grieg Seafood har dårligere likviditet i forhold til bransjen at det foreligger en likviditetsrisiko for selskapet. Vi kom frem til i vår interne strategisk analyse av Grieg Seafood at selskapet ikke innehar ressursfordeler i forhold til sine konkurrenter som kan forklare hvorfor selskapet gjør det dårligere på likviditet. For soliditet så gjør selskapet det dårligere på alle forholdstall. Vi noterer oss at Grieg Seafood har en høyere gjeldsgrad enn sine konkurrenter som antyder at de har mer gjeld. Det er likevel ikke store forskjeller. Bransjen er kapitalintensiv som gjør det naturlig at selskapene må ta opp gjeld i perioder. Det er ikke store forskjeller på de forholdstallene der Grieg Seafood gjør det dårligere enn bransjen. På bakgrunn av vår risikoanalyse anser vi at Grieg Seafood ikke har en kredittrisiko som de må ta umiddelbare aksjoner for å betjene. Selskapet fikk også en syntetisk rating på BBB som tilsier at sannsynligheten for at Grieg Seafood går konkurs er 0,26%. Dermed anser vi at Grieg Seafood har en lav likviditet og soliditetsrisiko.

7. Historisk avkastningskrav

I dette kapittelet vil vi beregne historiske avkastningskrav for Grieg Seafood i perioden 2012-2021T. Avkastningskrav er forventet avkastning en investering må gi basert på risiko og termin. En investering med høyere risiko bør gi en høyere forventet avkastning for å kompensere for den økte risiko som blir tatt. For en risikabel investering består avkastningskravet av avkastningen på en risiko fri investering (risikofri rente), pluss en risikopremie som kompenserer for å holde risiko (Berk & DeMarzo, 2020, s. 382). Det vil bli gjennomgått teori om temaet herunder vektet gjennomsnittlig avkastningskrav (WACC) og kapitalverdimodellen (CAPM).

7.1 Vektet gjennomsnittlig avkastningskrav – WACC

Et selskap kan finansiere sin virksomhet via ulike kilder, for eksempel via tradisjonell egenkapital, preferanseaksjer, tradisjonell gjeld og konvertible lån (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). Forskjellige finansieringskilder har ulik risiko, og forventet avkastningen vil da variere. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 152) så må avkastningen til de ulike finansieringskildene sees opp mot hva en investor kunne tjent på en alternativ investering med lik risiko. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 153) så er årsaken til at vi ser på avkastningskravet til totalkapitalen, er at den frie kontantstrømmen som diskonteres for å estimere selskapsverdien, skal betjene alle de ulike finansieringskildene. For et selskap som er finansiert med egenkapital og gjeld kan WACC uttrykkes ved følgende formel:

$$r_{wacc} = \frac{E}{E + D} r_E + \frac{D}{E + D} r_D * (1 - t_c)$$

r_{wacc} = vektet gjennomsnittlig avkastningskrav, E = egenkapital, D = gjeld, r_E = egenkapitalkrav,

r_D = gjeldskrav, t_c = marginal selskappsskattesats

Formel 7-1 WACC (vektet gjennomsnittlig avkastningskrav)

Formel 7-1 viser at gjennomsnittlig avkastningskrav for et selskap som er finansiert ved egenkapital og gjeld består av egenkapitalkrav og gjeldskrav – hvor kravene er vektet basert på henholdsvis egenkapitalandelen og gjeldsandelen. Kapitalkravene kan beregnes ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM). Denne modellen vil bli presentert i neste delkapittel. Det er også verdt å legge merke til at gjeldskravet er etter skatt. Dette er for å ta hensyn til rentefradrag på skatten.

7.1.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen (CAPM) er likevektsmodellen som ligger til grunn for all moderne finansteori (Bodi et al., 2018, s. 277). Modellen forteller oss forholdet vi bør observere mellom risikoen til en investering og forventet avkastning. Den grunnleggende ideen med CAPM er at avkastningskravet er renten fra å ha en risikofri eiendel (den alternative investeringen til en risikabel eiendel) pluss en risikopremie for å investere i risikofylte eiendeler (Plenborg et al., 2021, s. 303). En viktig forutsetning med kapitalverdimodellen er at kapitalmarkedene er perfekte slik at investorer bare får betalt for å bære systematisk risiko, noe som er den eneste relevante risikoen (Knivsflå, 2021g). Systematisk risiko er markedsrisikoen – risikoen som påvirker hele markedet. Denne risikoen er det ikke mulig å diversifisere vekk. Usystematisk risiko – selskapsspesifikkrisiko – er risiko som knytter seg til selskapsspesifikke hendelser. Denne risikoen er det mulig å fjerne ved å holde en diversifisert portefølje. Derfor gir ikke markedet kompensasjon for slik risiko. Forventet avkastning basert på CAPM er uttrykt i følgende formel:

$$E[r_i] = r_f + \beta_i * (E[r_{mkt}] - r_f)$$

E[r] = forventet avkastning for investering i, *r_f* = risikofri rente, *β_i* = beta/systematisk risiko for investering i,

E[r_{mkt}] = forventet avkastning for markedet

Formel 7-2 CAPM

Hvor

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_{mkt})}{Var(r_{mkt})}$$

β_i = beta/systematisk risiko for investering i, *Cov(r_i, r_{mkt})* = kovariansen mellom avkastning for investering i og avkastning for markedet, *Var(r_{mkt})* = variansen til markedet

Formel 7-3 Beta/systematisk risiko

Formel 7-2 forteller oss at forventet avkastning på en investering er risikofri rente (*r_f*) pluss en risikopremie (*β_i* * (*E[r_{mkt}]* – *r_f*)). Basisen på en investering er risikofri rente. For å holde risiko må investoren bli kompensert med høyere avkastning. Dette bestemmes av *β_i* (systematisk risiko) og markedets risikopremie (*E[r_{mkt}]* – *r_f*). Markedets risikopremie er avkastningen markedet gir over den risikofrie renten. Hvor stor del av markedets risikopremie som skal kompenseres for å holde risiko bestemmes av beta (*β_i*). Formel 7-3 viser at betaen måler volatiliteten for en investering som oppstår på grunn av markedsrisiko i forhold til markedet

som en helhet (Berk & DeMarzo, 2020, s. 424). Med andre ord så fanger betaen investeringen sin følsomhet til markedsrisiko. Markedet har en beta på 1 – markedet er en portefølje bestående av alle eiendelene i økonomien og derfor må vektet gjennomsnittlig beta av alle eiendelene være lik 1 (Bodie et al., 2018, s. 284). En beta som er større enn 1 er sett på som en aggressiv investering siden den har en høyere sensitivitet mot markedssvingninger enn gjennomsnittet – og bør derfor kompenseres med en høyere forventet avkastning. Beta lavere enn 1 er sett på som en defensiv investering på grunn av lavere sensitivitet mot markedssvingninger enn gjennomsnittet – og bør derfor kompenseres med en lavere forventet avkastning.

For at modellen skal fungere i praksis er det en forutsetning om at investorene holder markedsporteføljen for å ikke være eksponert mot usystematisk risiko – som absolutt ikke er tilfelle. CAPM er også basert på to andre forutsetninger 1) investorer er rasjonelle og alle er «mean-variance optimizers» med samme tidshorisont og tilgang til samme informasjon 2) perfekte kapitalmarkeder (Bodie et al., 2018, s. 278). «Mean-variance optimizers» betyr at investoren maksimerer forventet nytte basert på forventet avkastning og varians. Investorer er ikke alltid rasjonelle når beslutninger skal tas og kapitalmarkedene er ikke perfekte. Derfor har CAPM vist seg å prestere middels på empiriske tester. Likevel er den en av de mest brukte finansmodellene for risiko og avkastning på bakgrunn av innsikten den gir.

Utvidelse av CAPM

På bakgrunn av at CAPM har feilet på empiriske tester, har det blitt utviklet andre modeller for å forsøke å forklare forholdet mellom forventet avkastning og risiko. En populær modell som blir mye brukt i praksis er en multifaktormodell. En slik modell åpner for andre systematiske risiko faktorer som kan forklare forventet avkastning på en investering. Forventet avkastning ved bruk av en multifaktormodell er gitt ved følgende formel:

$$E[r_s] = r_f + \sum_{n=1}^N \beta_s^{F,n} (E[r_{F,n}] - r_f)$$

$E[r_s]$ = forventet avkastning på investering s , r_f = risikofri rente, $\beta_s^{F,n}$ = faktorbeta for investering s ,

$E[r_{F,n}]$ = forventet avkastning på faktor n

Formel 7-4 Multifaktormodell

Fra formel 7-4 ser vi at multifaktormodellen er en utvidelse av CAPM. Fra formel 7-4 ser vi at risikopremien i multifaktormodellen er summen av risikopremien for hver faktor

multiplisert med betaen for den faktoren. Eksempel på faktorer som kan gi en ekstra risikopremie utover markedsrisikopremie er:

- SMB (Small Minus Big) – meravkastningen på en portefølje av små aksjer utover avkastningen på en portefølje av større aksjer.
- HML (High Minus Low) – meravkastningen på en portefølje av aksjer med høy «book-to-market» rate utover avkastningen på en portefølje av aksjer med lav «book-to-market» rate.
- MOM (Momentum) – meravkastningen på en portefølje av aksjer som har prestert bra utover avkastningen på en portefølje av aksjer som har prestert dårlig.

7.2 Justering av WACC og CAPM

I kapittel 7.1 presenterte vi WACC og CAPM i sin opprinnelige form. Vi vil foreta noen justeringer for å tilpasse avkastningskravene til vår analyse. I kapittel 5.5 omgrupperte vi balansen slik at vi kunne identifisere sysselsatt kapital og netto driftskapital. Vi vil senere i kapittel 11 estimere en selskapsverdi på Grieg Seafood ved bruk av fri kontantstrøm fra både sysselsatt kapital og netto driftskapital. Derfor er det hensiktsmessig å beregne sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav – som er vektet kapitalavkastningskrav (WACC). Kravene for henholdsvis sysselsatt kapital og netto driftskapital er følgende:

$$\text{Sysselsatt kapitalkrav} = ekk * \frac{EK}{SSK} + mik * \frac{MI}{SSK} + fgk * \frac{FG}{SSK}$$

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

ek = Egenkapitalkrav, *EK* = Egenkapital, *NDK* = Netto driftskapital, *mik* = Minoritetskrav, *MI* = Minoritet,
nfgk = Netto finansielt gjeldskrav, *NFG* = Netto finansiell gjeld, *SSK* = Sysselsatt kapital,
fgk = Finansielt gjeldskrav, *FG* = Finansiell gjeld

Formel 7-5 Beregning av totalavkastningskravene

Egenkapitalkravet i formel 7-5 er den samme for både sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav. Siden egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt, må sammenligningsgrunlaget være et nominelt krav etter skatt (Knivsflå, 2021g). Vi kan derfor beregne egenkapitalkravet ved bruk av følgende formel:

$$Egenkapitalkrav = rf * (1 - s) + \beta_{EK} * erp + arp_{EK}$$

$rf*(1-s)$ = Risikofri rente etter skatt, β_{EK} = Egenkapitalbeta, erp = Egenkapital risikopremien,
 arp_{EK} = Andre risikopremier (ekstra faktorpremie)

Formel 7-6 Egenkapitalkrav

Vi ser at formel 7-6 er en utvidet CAPM-modell som er justert for skatt. Erp tilsvarende markedets risikopremie i CAPM-modellen. arp_{EK} er en samlebetegnelse på andre faktor premier tilsvarende i en multifaktormodell.

Siden Grieg Seafood har hatt minoritetsinteresser i løpet av analyseperioden er vi nødt til å ta hensyn til dette når vi beregner totalavkastningskravene. Minoritetskravet skiller seg fra egenkapitalkravet på grunn av graden av innlåsing eller illikviditet (Knivsflå, 2021g). Dette er uttrykt gjennom en ekstra illikviditetspremie:

$$mik = ekk_{CAPM} + ekstra\ illikviditetspremie$$

mik = Minoritetskrav, ek_{CAPM} = Egenkapitalkravet beregnet med kapitalverdimodellen

Formel 7-7 Minoritetskrav

I formel 7-5 legger vi merke til at hovedforskjellen mellom totalavkastningskravene er gjeldskravet. Sysselsatt kapitalkrav bruker finansielt gjeldskrav, mens netto driftskrav bruker netto finansielt gjeldskrav. Dette skyldes at netto driftskapital er kapitalen som er investert i driften og ikke i finansielle eiendeler. Derfor trekkes finansielle eiendeler fra finansiell gjeld for å beregne gjeldskravet til netto driftskrav. Formlene for å beregne finansielt gjeldskrav, finansielt eiendelskrav og netto finansielt gjeldskrav er som følgende:

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

fgk = risikofri rente etter skatt + kredittrisikopremie

$$fek = rf * (1 - s) * \left(\frac{KON}{FE}\right) + (rf * (1 - s) + krp_{FOR}) * \left(\frac{FOR}{FE}\right) \\ + (rf * (1 - s) + \beta_{INV} * erp + arp_{INV}) * \left(\frac{INV}{FE}\right)$$

$Nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, fgk = Finansielt gjeldskrav, FG = Finansiell gjeld, NFG = Netto finansiell gjeld,
 fek = Finansielt eiendelskrav, FE = Finansielle eiendeler, rf = Risikofri rente, s = skattesats, KON = kontanter,
 krp_{FOR} = Kredittrisikopremie fordringer, FOR = Fordringer, INV = Investering, erp = Egenkapitalrisikopremie,
 arp_{INV} = Andre risikopremier

Formel 7-8 Beregning av finansielle krav

Formel 7-8 viser at netto finansielt gjeldskrav er finansielt gjeldskrav minus finansielt eiendelskrav. Finansielt gjeldskrav er summen av risikofri rente etter skatt pluss kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien blir fastsatt basert på syntetisk rating der vi ga en rating til selskapet. Finansielt eiendelskrav er beregnet ut ifra en vekting av selskapets finansielle kontant, fordring og investeringskrav.

7.3 Krav til egenkapital og minoritet

Dette delkapittelet vil ta for seg de inputfaktorene vi trenger for å komme frem til egenkapital- og minoritetskravene ved bruk av kapitalverdimodellen. Vi vil først gå gjennom beregning av egenkapitalbeta, deretter risikofri rente, risikopremien til markedet og til slutt illikviditetspremie.

7.3.1 Kredittrisiko

For selskaper som har risiko for å gå konkurs så må det beregnes kredittrisiko. Kredittrisiko er risikoen for at låntager ikke overholder sine forpliktelser rundt betaling. Det er ikke mulig å diversifisere bort kredittrisiko og blir da ansett som systematisk risiko for kreditor.

7.3.2 Egenkapitalbeta

«Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet og hvor eksponert den er for den generelle markedsrisikoen» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Hvis beta er lik 1, så vil det bety at en aksje beveger seg i samme retning som aksjemarkedet. Formelen uttrykkes som følger:

$$\text{Egenkapitalbeta} = \frac{\text{Kovarian aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Formel 7-9 Egenkapitalbeta

Grieg Seafood har vært på børs over en lengre periode og det er derfor mest hensiktsmessig at vi benytter oss av historiske data for å regne ut egenkapitalbetaen til selskapet. Ved hjelp av regresjonsanalyse i Excel har vi utført en regresjon mellom de månedlige avkastningene til selskapet mot Oslo Børs for å finne egenkapitalbetaen. Dette gir oss samme egenkapitalbeta som ved bruk av formel 7-9. Vi vil påpeke at det er svakheter med vårt valg av indeks

(OSEBX). Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 162) er et sentralt problem med dette er den skjeve vektingen mot oljerelatert industri.

SUMMARY OUTPUT								
<i>Regression Statistics</i>								
Multiple R	0,320857762							
R Square	0,102949703							
Adjusted R Square	0,094406367							
Standard Error	0,098912401							
Observations	107							
ANOVA								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	0,117896005	0,117896005	12,050293	0,000752917			
Residual	105	1,027284613	0,009783663					
Total	106	1,145180618						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,023089434	0,009822191	2,350741692	0,0206037	0,003613844	0,04256503	0,00361384	0,042565025
OSEBX	0,848143433	0,244326459	3,471353187	0,0007529	0,363689198	1,33259767	0,3636892	1,332597669

Tabell 7-1 Grieg Seafood månedlig regresjon mot OSEBX

Vi kan se fra tabell 7-1 at resultatet fra regresjonsanalysen gir en egenkapitalbeta på 0,848. Egenkapitalbeta på 0,848 betyr at Grieg Seafood er mindre eksponert mot systematisk risiko enn markedet. Ved å studere t-Stat viser den en verdi på 3,471 som betyr at egenkapitalbetaen til selskapet er statistisk signifikant ulik 1 – med andre så kan vi si med sikkerhet at aksjeprisen til Grieg Seafood er mindre volatil enn markedet.

Videre gir regresjonsanalysen oss en positiv alfa (intercept) på 0,023. Alfa er forskjellen mellom estimert forventet avkastning og faktisk avkastning (Bodie et al., 2018, s. 286). Det vil si at ved å bruke CAPM som modell indikerer den at Grieg Seafood aksjen er underpriset og at den skaper en meravkastning på 2,3%. I teorien – dersom CAPM er den rette modellen – skal den gi en alfa lik null. Alfa på null betyr at forventet avkastning samsvarer i forhold til systematisk risiko og at investoren kun belønnes for å holde markedsrisiko. Positiv alfa betyr at aksjen skaper meravkastning justert for systematisk risiko. Alfa til Grieg Seafood har en t-Stat på 2,351 som betyr at den er signifikant ulik 0. Dette indikerer at CAPM-modellen kanskje ikke er den rette modellen til å forklare forholdet mellom avkastning og risiko for Grieg Seafood. Vi velger likevel å benytte oss av CAPM siden den er en av de mest brukte finansmodellene, samt innsikten den gir oss.

Til slutt fra regresjonsanalysen kan vi se at den gir oss en forklaringskraft (R^2) på 10,29%. Det vil si at kun 10,29% av variansen i selskapets aksjeverdi stammer fra markedet, mens for selskapsspesifikk er denne på 89,71%. Enkelt forklart så vil en lav forklaringskraft tilsi at selskapet møter mye selskapsspesifikk risiko. Den lave forklaringsverdien kan være forklart

gjennom den volatile lakseprisen – som er den viktigste verdidriveren til Grieg Seafood. Den påvirker i hovedsak bare aktørene i oppdrettsbransjen.

7.3.3 Risikofri rente

Kaldestad og Møller (2016, s. 156) definerer risikofri rente som en «hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholds risiko.» Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 156) så er det nærmeste man kommer dette statsobligasjoner. Langsiktig statsobligasjonsrente er i praksis den mest benyttede metoden. Denne metoden er mindre gunstig hvis yieldkurven er bratt (når langsiktig rente er mye høyere enn kortsiktig rente), eller hvis en stor andel av kontantstrømmene kommer tidlig i perioden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Knivsflå (2021g) mener at ved bruk av statsobligasjon må det trekkes fra en kredittrisikopremie som er relatert til at staten går konkurs. Vi ser det som lite sannsynlig at den norske stat vil gå konkurs og konkluderer at den norske statsobligasjonen er risikofri.

En annen metode er å bruke Nibor (Norwegian Interbank Offered Rate). Mål på risikofri rente etter skatt er her 3 måneders effektiv Nibor-rente, altså en kort lånerente imellom banker, med fradrag av en kort risikopremie på en gjennomsnittlig rating i bank (AA) og 28-22% skatt (Knivsflå, 2021g). Her må det også trekkes fra kredittrisikopremie som er knyttet til gjennomsnittlig rating for banker (Knivsflå, 2021g).

Valget mellom kort og lang rente er hyppig diskutert blant praktikere. Det å kun plassere midler i kortsiktige rentepapirer er tilnærmet risikofritt i den forstand at den forventede avkastningen og den faktiske avkastningen vil bli den samme (Kaldestad & Møller, 2016, s. 157). Kort rente har en større volatilitet enn lang rente, og derfor blir avkastningskravet mer ustabil ved bruk av kortsiktige rentepapirer. Det er heller ikke slik at kort rente er lik forventet lang rente. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 158) så er ulempen med lang rente at det kan være innbakt både en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko i renten, og dette medfører at den lange obligasjonsrenten strengt tatt ikke risikofri. Det er ofte lite likviditet i de lange rentepapirene, spesielt de norske rentepapirene, og prisen reflekterer at investorer vil ha et tillegg for risikoen for å ikke kunne få selge når de vil (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Selskapsskattesats	28,00 %	28,00 %	27,00 %	27,00 %	25,00 %	24,00 %	23,00 %	22,00 %	22,00 %	22,00 %
10 åringen (norsk statsobligasjon)	2,10 %	2,58 %	2,52 %	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,82 %	1,35 %
Risikofri rente før skatt	2,10 %	2,58 %	2,52 %	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,82 %	1,35 %
Skatt	0,59 %	0,72 %	0,68 %	0,42 %	0,33 %	0,39 %	0,43 %	0,33 %	0,18 %	0,30 %
Risikofri rente etter skatt	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,05 %

Tabell 7-2 Risikofri rente, 2012-2021T

Vi valgte å bruke Norges Bank (2020) sin oversikt for årgjennomsnitt av daglige noteringer for Norske statsobligasjoner. Vi er klar over at 2020 og 2021 påvirker den risikofrie renten, men vi mener at pandemien vil ha en økonomisk effekt i årene som kommer og velger derfor å ta med denne i vår beregning av risikofri rente.

7.3.4 Risikopremien til markedet

Kaldestad og Møller (2016, s. 166) definerer markedets risikopremie som den «meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten.» Markedets risikopremie vil også være etter skatt (Knivsflå, 2021g). Formelen kan uttrykkes som følger:

$$\text{Markedets risikopremie} = r_M - (1 - s) * r_f$$

$$r_M = \text{Markedets avkastning}, s = \text{skattesats}, r_f = \text{Risikofri rente}$$

Formel 7-10 Markedets risikopremie

En metode for å estimere markedets risikopremie er å se på den historiske risikopremien. Metoden sammenligner avkastningen over tid på en markedsindeks med avkastningen på statsobligasjoner (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 166) vil investorer sannsynligvis se til den avkastningen man historisk har realisert, når de setter krav til fremtidige investeringsprosjekter. Fra PWC (2020, s. 8) sin rapport fremkommer det at markedspremien i det norske markedet for 2020 ligger på 5%. Størrelsen på markedsrisikopremien i det norske markedet har vært stabil i perioden undersøkelsen har vært gjennomført (2012-2020) (PWC, 2020, s. 8). Vi velger å benytte oss av PWC sin markedsrisikopremie på 5%.

7.3.5 Illikviditetspremie

Ifølge Knivsflå (2021g) vil den siste komponenten i kapitalverdimodellen være en illikviditetspremie. Dette er en ekstra faktorpremie som avhenger av graden av innlåsning eller illikviditet (Knivsflå, 2021g). For å fastsette illikviditetspremien er det grunnet mangel på

enkel teori det mest vanlige å benytte seg av skjønn. Ifølge Knivsflå (2021g) så vil faktorer som graden av markedssvikt, innlåsning i aksjen, selskapsspesifikk risiko og vridningseffekter av eierskatter noe en tar med i betraktning når en skal vurdere illikviditetspremien.

Grieg Seafood og oppdrettsbransjen er på Oslo Børs blant de mest omsatte aksjene og dette vil si en lav illikviditetspremie generelt for bransjen. Fra årsrapporten (Grieg Seafood ASA, 2021a, s. 325) kommer det frem at Per Grieg Jr. med familie har over 50% av aksjene i selskapet. Dette er veldig mye i forhold til en av konkurrentene (Mowi) der den største eieren har 14,37% av aksjene (Mowi ASA, 2021a, s. 222). Dette vil tilsi at risikoen for innlåsning er større for aksjonærene til Grieg Seafood sammenlignet med Mowi sine aksjonærer.

Vi fikk en lav forklaringskraft på 10,29% i kapitel 7.3.3. Denne lave forklaringskraften vil vi uttrykke gjennom likviditetspremien da lav forklaringskraft gir uttrykk for stor grad av selskapsspesifikk risiko. På bakgrunn av våre skjønnsmessige vurderinger vil vi nå vise hvilken illikviditetspremie majoriteten og minoriteten fikk. Knivsflå (2021g) har følgende eksempler på illikviditetspremien for majoriteten hvis selskapet er børsnotert: 0,5% og for minoriteten: 2,5%. Dette stemmer overens med våre betraktninger som er basert på skjønn og velger derfor å benytte oss av disse verdiene.

7.4 Finansielle krav

Dette delkapittelet vil ta for seg å estimere det finansielle gjeldskravet, finansielt eiendelskrav og netto finansielt gjeldskrav. De estimatene vi får vil bli brukt til å beregne sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav.

7.4.1 Finansielt gjeldskrav

Formelen til finansielt gjeldskrav kan uttrykkes som følger:

$$\textit{finansielt gjeldskrav} = \textit{risikofri rente etter skatt} + \textit{kredittrisikopremie}$$

Formel 7-11 Finansielt gjeldskrav

Ifølge Knivsflå (2021g) så blir kredittrisikopremien basert på syntetisk rating. Knivsflå (2021g) har en oversikt på estimatene for kredittrisikopremie etter skatt, som er presentert i tabell 7-3. Da Grieg Seafood sin gjeld er hovedsakelig langsiktig blir det mest relevant å se på den langsiktige kredittrisikopremien.

Rating	Kort kreditrisikopremie etter skatt	Lang kreditrisikopremie etter skatt
AAA	0,20 %	0,40 %
AAA	0,40 %	0,60 %
AAA	0,60 %	0,90 %
BBB	1,10 %	1,40 %
BB	2,90 %	3,30 %
B	4,40 %	4,90 %
CCC	8,60 %	9,20 %
CC	15,70 %	16,40 %
C	22,80 %	23,60 %
D	29,90 %	30,70 %

Tabell 7-3 Estimat kreditrisikopremie, utarbeidet av Knivsflå (2021g)

Basert på Knivsflå sitt rammeverk fikk Grieg Seafood en syntetisk rating på BBB. Det vil derfor være naturlig å bruke en kreditrisikopremie på 1,40 %. Vi kan se av tabell 7-4 at det gir oss et finansielt gjeldskrav på 2,45 % for 2021.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Syntetisk rating	B	A	BBB	BB	A	A	A	A	BB	BBB
Risikofri rente etter skatt	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,05 %
Langsiktig kreditrisikopremie	4,90 %	0,90 %	1,40 %	3,30 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	3,30 %	1,40 %
Finansielt gjeldskrav	6,41 %	2,76 %	3,24 %	4,45 %	1,90 %	2,15 %	2,35 %	2,06 %	3,94 %	2,45 %

Tabell 7-4 Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T

Det er selvfølgelig risikomomenter med måten vi regner ut finansielt gjeldskrav. Den syntetiske ratingen basert på Knivsflå sitt rammeverk har sine svakheter som tidligere gjennomgått og så er måten vi regnet ut gjennomsnittsrating basert på skjønnsmessig vurdering. Vi velger likevel å bruke det finansielle gjeldskravet vi fikk ettersom vi ser på det som rimelig til vår videre analyse.

Implisitt finansiell gjeldsbeta

Implisitt finansiell gjeldsbeta er lik kreditrisikopremien multiplisert med markedsrisikodelen og dividert med markedsrisikopremien, som er mellom 0 og 1 (Knivsflå, 2021g). Formelen for implisitt finansiell gjeldsbeta kan uttrykkes som følger:

$$\text{implisitt finansiell gjeldsbeta} = \frac{\text{mrd} * \text{krp}}{\text{erp}}$$

mrd = Markedsrisikodelen, *krp* = Kreditrisikopremien, *erp* = markedsrisikopremien

Formel 7-12 Implisitt finansiell gjeldsbeta

For å finne markedsrisikodelen må man ta R^2 fra regresjonsanalysen vi utførte i kapittel 7.3.3 og multiplisere med 1/3 (Knivsflå, 2021g). Ved bruk av R^2 på 0,1029 og multiplisere denne med 1/3 gir dette oss en markedsrisikodel på 0,0343 for 2021. Nedenfor i tabell 7-5 er resultatene for den historiske gjeldsbetaen for perioden presentert. Vi har tidligere i kapittelet gått gjennom langsiktig kredittrisikopremie og markedsrisikopremie så vi utdyper ikke dette videre her. Den finansielle gjeldsbetaen har holdt seg relativt stabil utenom i årene 2012, 2015, 2020 og 2021. Dette kan forklares av at disse årene var dårlige år for bransjen og selskapet.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Markedsrisikodel	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %
Langsiktig kredittrisikopremie	4,90 %	0,90 %	1,40 %	3,30 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	3,30 %	1,40 %
Markedsrisikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Implisitt finansiell gjeldsbeta	0,034	0,006	0,010	0,023	0,006	0,006	0,006	0,006	0,023	0,010

Tabell 7-5 Implisitt finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood, 2012-2021T

7.4.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav består av kontantkrav, fordringskrav og investeringskrav (Knivsflå, 2021g). Formelen kan uttrykkes som følger:

$$f_{ek} = rf * (1 - s) * \left(\frac{KON}{FE}\right) + (rf * (1 - s) + krp_{FOR}) * \left(\frac{FOR}{FE}\right) + (rf * (1 - s) + \beta_{INV} * erp + arp_{INV}) * \left(\frac{INV}{FE}\right)$$

f_{ek} = Finansielt eiendelskrav, rf = Risikofri rente, s = Skattesats, KON = Kontanter, FE = Finansielle eiendeler,

krp_{FOR} = Fordringskravet, FOR = Fordringer, β_{INV} = Investeringsbeta,

erp = Egenkapitalrisikopremie, arp_{INV} = Andre risikopremier

Formel 7-13 Finansielt eiendelskrav

Vi antar at kontanter er tilnærmet risikofrie som vil tilsi at avkastningen blir den risikofrie renten. Grieg Seafood sine fordringer anser vi som driftsrelaterte og dermed blir denne delen av beregningen lik null. Vi tar også forutsetninger om at investeringsbetaen er 1 og illikviditetspremien lik 0. Dette betyr at investeringskravet kun består av risikofri rente etter skatt samt at en plusser på markedets risikopremie. På bakgrunn av alt dette og at vi fulgte Knivsflå (2021g) sin formel for beregning av finansielt eiendelskrav fikk vi at det ble 5,90% i 2021. Årsaken til at det finansielle eiendelskravet var høyere i 2020 og 2021 var at salget av Shetland eiendelene ble klassifisert som finansielle eiendeler ettersom eiendelene ikke er en del av fremtidig drift. Derfor øker investeringsvekten som medfører en økning i finansielt

eiendelskrav. I 2018 så er grunnen til det høye finansielle eiendelskravet at i dette året hadde ikke Grieg Seafood noe overskudd av kontanter.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Kontantkrav	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,05 %
Kontantvekt	0,993	0,988	0,984	0,995	0,996	0,991	0,000	0,882	0,087	0,030
Fordringskrav	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investeringskrav	6,51 %	6,86 %	6,84 %	6,15 %	6,00 %	6,25 %	6,45 %	6,16 %	5,64 %	6,05 %
Investeringsvekt	0,007	0,012	0,016	0,005	0,004	0,009	1,000	0,118	0,913	0,970
Finansielt eiendelskrav	1,55 %	1,92 %	1,92 %	1,17 %	1,02 %	1,29 %	6,45 %	1,75 %	5,21 %	5,90 %

Tabell 7-6 Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T

Implisitt finansiell eiendelsbeta

Finansiell eiendelsbeta bygger på forutsetningen om at kontanter er risikofrie, finansielle fordringer er utsatt for kredittrisiko og at finansielle investeringer har tilnærmet beta lik 0 (Knivsflå, 2021g). Formelen kan uttrykkes som følger:

$$\text{Finansiell eiendelsbeta} = \beta_{KON} * KON + \beta_{FOR} * FOR + \beta_{INV} * INV$$

β_{KON} = Kontantbeta, KON = Kontanter, β_{FOR} = Fordringsbeta, FOR = Fordringer, β_{INV} = Investeringsbeta, INV = Investeringer

Formel 7-14 Finansiell eiendelsbeta

Formelen for fordrings- og investeringsbeta er som følger:

$$\beta_{FOR} = \frac{KRP \text{ for fordringer} * MRD}{ERP}$$

β_{FOR} = Fordringsbeta, KRP = Kredittrisiko-premie, MRD = Markedsrisikodel, ERP = Markedsrisiko-premie

Formel 7-15 Fordringsbeta

For å beregne fordringsbeta må en ta hensyn til kredittrisiko-premien for fordringer som da blir den kortsiktige kredittrisiko-premien presentert i kapittel 7.3.1. Markedsrisiko-premie og markedsrisikodel er den samme som vi har brukt tidligere i kapittel 7.3.1. Betaværdien til kontanter settes lik null ettersom at betaen til finansielle eiendeler så er det en forutsetning at kontanter er risikofrie. Vi velger også å sette investeringsbetaen lik 1 ettersom vi gjorde dette da vi beregnet ut finansielt eiendelskrav. I tabell 7-7 kan en se den finansielle eiendelsbetaen presentert for perioden 2012-2021.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Kort kredittisikopremie	4,40 %	0,60 %	1,10 %	2,90 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	2,90 %	1,10 %
Markedsrisikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Markedsrisikodel	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %
Fordringsbeta	0,030	0,004	0,008	0,020	0,004	0,004	0,004	0,004	0,020	0,008
Fordringsvekt	0,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kontantbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kontantvekt	0,993	0,988	0,984	0,995	0,996	0,991	0,000	0,882	0,087	0,030
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	0,007	0,012	0,016	0,005	0,004	0,009	1,000	0,118	0,913	0,970
Implisitt finansiell eiendelsbeta	0,007	0,012	0,016	0,005	0,004	0,009	1,000	0,118	0,913	0,970

Tabell 7-7 Implisitt finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood, 2012-2021T

7.4.3 Netto finansielt gjeldskrav

For å beregne netto finansielt gjeldskrav vektet vi finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Vi vektet finansielt gjeldskrav ved å se på hvor mye finansiell gjeld Grieg Seafood har i forhold til netto finansiell gjeld. For å vekte finansielt eiendelskrav så vi på hvor mye finansielle eiendeler Grieg Seafood innehar i forhold til netto finansiell gjeld. Finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav verdiene har vi vist i de foregående kapitlene hvordan de ble beregnet. Fra tabell 7-8 ser vi at kravet i 2021 blir 0,03%.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Finansielt gjeldskrav	6,41 %	2,76 %	3,24 %	4,45 %	1,90 %	2,15 %	2,35 %	2,06 %	3,94 %	2,45 %
Finansiell gjeldsvekt	1,100	1,062	1,045	1,125	1,194	1,057	1,001	1,022	1,866	1,702
Finansielt eiendelskrav	1,55 %	1,92 %	1,92 %	1,17 %	1,02 %	1,29 %	6,45 %	1,75 %	5,21 %	5,90 %
Finansiell eiendelsvekt	0,100	0,062	0,045	0,125	0,194	0,057	0,001	0,022	0,866	0,702
Netto finansielt gjeldskrav	6,90 %	2,81 %	3,30 %	4,86 %	2,07 %	2,20 %	2,34 %	2,07 %	2,84 %	0,03 %

Tabell 7-8 Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T

Vi kan se fra tabell 7-8 at det er en nedgang i netto finansielt gjeldskrav i perioden 2012-2019 men at den øker i 2020. Vi kan se at finansiell gjeldsvekt i 2020 og 2021 er mye høyere enn for de andre årene. Grunnen til dette er at i 2020 og 2021 økte den finansielle gjelden kraftig for selskapet. Her er det nok pandemien og dens effekter som har vært hovedgrunnen for dette. Det finansiell eiendelskravet hadde en stabil utvikling fra 2012-2017 før den økte kraftig i 2018, 2020 og 2021. For 2018 kan dette forklares av at selskapet ikke hadde noe overskudd av finansielle kontanter. For 2020 og 2021 så er grunnen at de finansielle eiendelene for selskapet i denne perioden økte markant i forhold til de andre årene. De finansielle eiendelene økte markant grunnet Shetland-eiendelene.

Netto finansiell gjeldsbeta

Ifølge Knivsfå (2021g) så beregner vi netto finansiell gjeldsbeta ved å vekte betaverdiene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, med hver sin andel av netto finansiell gjeld. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$\text{Netto finansiell gjeldsbeta} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

β_{FG} = Beta finansiell gjeld, FG = Finansiell gjeld, NFG = Netto finansiell gjeld,

β_{FE} = Beta finansielle eiendeler, FE = Finansielle eiendeler

Formel 7-16 Netto finansiell gjeldsbeta

Fra tabell 7-9 kan vi se netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood for perioden 2012-2021. I 2021 var den på -0,665. Årsaken til at netto finansiell gjeldsbeta er negativ i 2020 og 2021 er at Shetland-eiendelene blir klassifisert som finansielle eiendeler. Dette medfører en betydelig økning i finansiell eiendelsvekt.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Finansiell gjeldsbeta	0,034	0,006	0,010	0,023	0,006	0,006	0,006	0,006	0,023	0,010
Finansiell gjeldsvekt	1,100	1,062	1,045	1,125	1,194	1,057	1,001	1,022	1,866	1,702
Finansiell eiendelsbeta	0,007	0,012	0,016	0,005	0,004	0,009	1,000	0,118	0,913	0,970
Finansiell eiendelsvekt	0,100	0,062	0,045	0,125	0,194	0,057	0,001	0,022	0,866	0,702
Netto finansiell gjeldsbeta	0,036	0,006	0,009	0,025	0,007	0,006	0,005	0,004	-0,749	-0,665

Tabell 7-9 Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood, 2012-2021T

7.4.4 Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta

Tidligere i kapittelet viste vi at vi fikk en egenkapitalbeta på 0,8481 for Grieg Seafood. Ifølge Knivsfå (2021g) må den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen justeres til årlige størrelser for å kunne beregne de fremtidige årlige egenkapitalkravene. Vi kan se fra formel 7-18 at vi trenger netto driftsbeta og netto finansiell gjeldsbeta for å kunne komme frem til egenkapitalbetaen. Vi estimerte netto finansiell gjeldsbeta i kapittel 7.3.3 og vil nå i dette delkapittelet estimere netto driftsbeta.

Formelen for netto driftsbeta kan uttrykkes som følger:

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

β_{NDK} = Netto driftsbeta, β_{EK} = Egenkapitalbeta, EK = Egenkapital, MI = Minoritet, NDK = Netto driftskapital,

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

Formel 7-17 Netto driftsbeta

Ved hjelp av formel 7-17 beregnet vi at netto driftsbeta ble 0,402. Vi velger å benytte oss av Miller & Modigliani's «proposition 1» for netto driftsbeta. Den går ut på at verdien av et selskap vil være uavhengig av kapitalstrukturen og dermed blir netto driftsbeta konstant for hele perioden (Knivsflå, 2021g). Det vil si at netto driftsbeta blir 0,402 for hele perioden. Nå som vi har beregnet ut netto driftsbeta kan vi beregne den årlige egenkapitalbetaen og formelen for dette er vist nedenfor.

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

β_{EK} = Egenkapitalbeta, β_{NDK} = Netto driftsbeta, β_{NFG} = Netto finansiell gjeldsbeta, NFG = Netto finansiell gjeld,

EK = Egenkapital, MI = Minoritet

Formel 7-18 Egenkapitalbeta

Vi kan se fra tabell 7-10 resultatene for perioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Egenkapitalbeta	0,884	0,779	0,766	0,807	0,639	0,676	0,686	0,645	1,061	1,043
Egenkapitalvekt	0,431	0,512	0,519	0,476	0,614	0,583	0,575	0,613	0,636	0,625
Egenkapitalbeta	0,884	0,779	0,766	0,807	0,639	0,676	0,686	0,645	1,061	1,043
Minoritetsvekt	0,000	0,000	0,000	0,007	0,011	0,008	0,007	0,008	0,000	0,000
Netto finansiell gjeldsbeta	0,036	0,006	0,009	0,025	0,007	0,006	0,005	0,004	-0,749	-0,665
Netto finansiell gjeldsvekt	0,569	0,488	0,481	0,518	0,375	0,409	0,417	0,379	0,364	0,375
Netto driftsbeta	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402

Tabell 7-10 Netto driftsbeta for Grieg Seafood, 2012-2021T

7.5 Egenkapital, minoritet og selskapskrav

Dette delkapittelet vil bruke de forskjellige kravene vi beregnet tidligere i kapittelet for å kunne estimere selskapets egenkapital, minoritet og selskapskrav. For å komme frem til egenkapital og minoritetskravet vil vi benytte oss av vår justerte kapitalverdimodell som ble presentert i kapittel 7.2.

Egenkapital og minoritetskrav

Vi kan se fra tabell 7-11 at egenkapitalkravet for 2021 er på 6,77%, mens minoritetskravet er på 9,27%.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Risikofri rente etter skatt	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,05 %
Justert egenkapitalbet	0,884	0,779	0,766	0,807	0,639	0,676	0,686	0,645	1,061	1,043
Markedsrisikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Egenkapitalkrav CAPM	5,93 %	5,75 %	5,67 %	5,18 %	4,19 %	4,63 %	4,88 %	4,39 %	5,94 %	6,27 %
Ilikviditetskrav	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
Egenkapitalkrav	6,43 %	6,25 %	6,17 %	5,68 %	4,69 %	5,13 %	5,38 %	4,89 %	6,44 %	6,77 %
Ilikviditetskrav minoritet	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Minoritetskrav	8,93 %	8,75 %	8,67 %	8,18 %	7,19 %	7,63 %	7,88 %	7,39 %	8,94 %	9,27 %

Tabell 7-11 Egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T

Selskapskrav

Fra tabell 7-12 kan vi se sysselsatt kapitalkrav for perioden 2012-2021T. Egenkapitalvekten ble beregnet slik: egenkapital dividert på sysselsatt kapital mens minoritetsvekten var slik: minoritet dividert på sysselsatt kapital. Finansiell gjeldsvekt er finansiell gjeld dividert på sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital, minoritet og finansiell gjeld er tall vi har fått fra vår omgruppering som er basert på Knivsflå sitt rammeverk.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Egenkapitalkrav	6,43 %	6,25 %	6,17 %	5,68 %	4,69 %	5,13 %	5,38 %	4,89 %	6,44 %	6,77 %
Egenkapitalvekt	0,408	0,497	0,508	0,447	0,572	0,570	0,575	0,608	0,483	0,494
Minoritetskrav	8,93 %	8,75 %	8,67 %	8,18 %	7,19 %	7,63 %	7,88 %	7,39 %	8,94 %	9,27 %
Minoritetsvekt	0,000	0,000	0,000	0,006	0,010	0,008	0,007	0,008	0,000	0,000
Finansielt gjeldskrav	6,41 %	2,76 %	3,24 %	4,45 %	1,90 %	2,15 %	2,35 %	2,06 %	3,94 %	2,45 %
Finansiell gjeldsvekt	0,592	0,503	0,492	0,547	0,418	0,423	0,417	0,384	0,517	0,506
Sysselsatt kapitalkrav	6,42 %	4,50 %	4,73 %	5,02 %	3,55 %	3,89 %	4,13 %	3,82 %	5,15 %	4,59 %

Tabell 7-12 Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood, 2012-2021T

Fra tabell 7-13 kan vi se netto driftskrav for perioden 2012-2021T. Egenkapitalvekten ble beregnet ved at vi tok egenkapital dividert på netto driftskapital. For netto finansiell gjeldsvekt tok vi netto finansiell gjeld dividert på netto driftskapital. Her også ble tallene hentet ut fra omgrupperingen vår som er basert på Knivsflå sitt rammeverk.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Egenkapitalkrav	6,43 %	6,25 %	6,17 %	5,68 %	4,69 %	5,13 %	5,38 %	4,89 %	6,44 %	6,77 %
Egenkapitalvekt	0,431	0,512	0,519	0,476	0,614	0,583	0,575	0,613	0,636	0,625
Minoritetskrav	8,93 %	8,75 %	8,67 %	8,18 %	7,19 %	7,63 %	7,88 %	7,39 %	8,94 %	9,27 %
Minoritetsvekt	0,000	0,000	0,000	0,007	0,011	0,008	0,007	0,008	0,000	0,000
Netto finansielt gjeldskrav	6,90 %	2,81 %	3,30 %	4,86 %	2,07 %	2,20 %	2,34 %	2,07 %	2,84 %	0,03 %
Netto finansiell gjeldsvekt	0,569	0,488	0,481	0,518	0,375	0,409	0,417	0,379	0,364	0,375
Netto driftskrav	6,70 %	4,57 %	4,79 %	5,27 %	3,74 %	3,95 %	4,13 %	3,84 %	5,13 %	4,24 %

Tabell 7-13 Netto driftskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T

7.6 Oppsummering av historisk avkastningskrav

Tabell 7-14 oppsummerer de historiske avkastningskravene for Grieg Seafood i perioden 2012-2021. Tallene nedenfor vil bli benyttet videre i kapittel 8 som omhandler lønnsomhetsanalyse.

Historisk avkastningskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Finansielt gjeldskrav	6,41 %	2,76 %	3,24 %	4,45 %	1,90 %	2,15 %	2,35 %	2,06 %	3,94 %	2,45 %
Finansielt eiendelskrav	1,55 %	1,92 %	1,92 %	1,17 %	1,02 %	1,29 %	6,45 %	1,75 %	5,21 %	5,90 %
Netto finansielt gjeldskrav	6,90 %	2,81 %	3,30 %	4,86 %	2,07 %	2,20 %	2,34 %	2,07 %	2,84 %	0,03 %
Egenkapitalkrav	6,43 %	6,25 %	6,17 %	5,68 %	4,69 %	5,13 %	5,38 %	4,89 %	6,44 %	6,77 %
Minoritetskrav	8,93 %	8,75 %	8,67 %	8,18 %	7,19 %	7,63 %	7,88 %	7,39 %	8,94 %	9,27 %
Sysselsatt kapitalkrav	6,42 %	4,50 %	4,73 %	5,02 %	3,55 %	3,89 %	4,13 %	3,82 %	5,15 %	4,59 %
Netto driftskrav	6,70 %	4,57 %	4,79 %	5,27 %	3,74 %	3,95 %	4,13 %	3,84 %	5,13 %	4,24 %

Tabell 7-14 Oppsummering av historiske avkastningskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T

8. Lønnsomhetsanalyse

Dette kapitlet vil ta for seg Grieg Seafood sin historiske lønnsomhet. De resultatene vi får fra kapitlet vil være en sentral del av estimeringen av fremtidsregnskapet som blir gjennomgått i kapittel 9. Først vil vi se på lønnsomheten gjennom driften for selskapet. Forholdstallene som blir brukt er: EBIT-margin, omløpet til netto driftskapital og netto driftsrentabiliteten. Videre vil vi se på egenkapitalrentabilitet. Dette vil bli dekomponert for å kunne få et bedre innblikk i hvilke økonomiske drivere som påvirker rentabilitetene. Etter dette vil det bli foretatt en strategisk rentabilitetsanalyse. Under strategisk rentabilitetsanalyse vil vi ta for oss bransjefordel, ressursfordel, gearingfordel og finansieringsfordel. For å kunne si noe om hvordan Grieg Seafood gjør det mener vi det er hensiktsmessig å sammenligne med de konkurrentene vi valgte ut og følgelig må vi også ta med dette.

8.1 EBIT-margin

Investorer anser driftsresultat (eller Earnings Before Interest and Taxes, EBIT) som den primære kilden til verdiskapning, og i de fleste tilfeller verdsetter de driften adskilt fra finansieringsaktiviteter (Plenborg et al., 2021, s. 113). Ifølge Plenborg et al (2021, s. 113) så anser långivere EBIT som den primære kilden som hjelper et selskap med å betjene gjelden sin. EBIT-margin kan uttrykkes ved følgende formel.

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

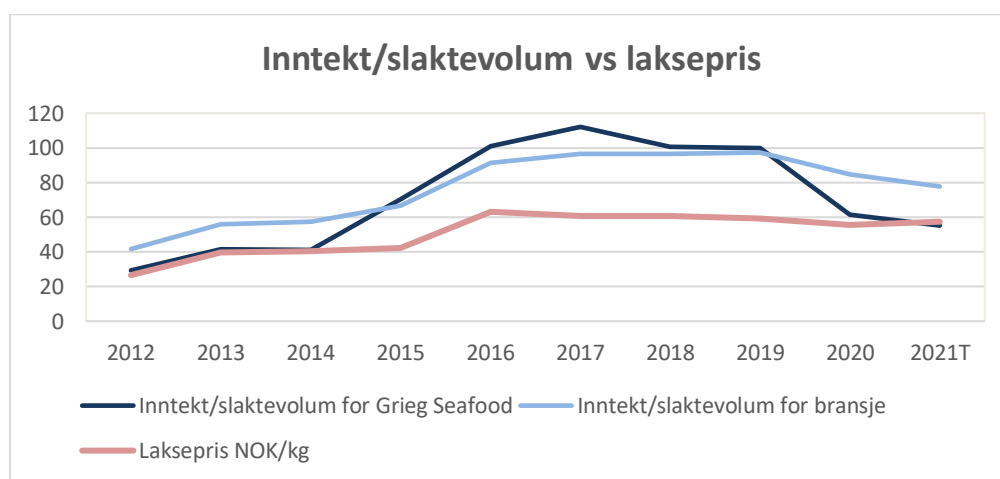
Formel 8-1 EBIT-margin

Fra figur 8-1 kan vi se utviklingen i inntekt dividert på slaktevolum i forhold til lakseprisen for perioden 2012-2021. Slaktevolum blir oppgitt i kg. Lakseprisen for perioden har vi hentet ut fra (Fish Pool, 2021). Her tok vi bare gjennomsnittet fra hver måned for å finne ut prisen for de ulike periodene. Vi kan se at fra 2015 til 2019 hadde selskapet en god utvikling i inntekten de får inn i forhold til slaktevolum. Det er kritikkverdig av selskapet at de synker drastisk fra 2019-2020 og synker igjen i 2021, men dette kan forklares av at selskapet sine inntekter ble veldig påvirket av pandemien. Slaktevolum kan sees på som produksjonsmengden. Fra tabell 8-1 kommer det frem at i årene (2016-2019) der lakseprisen var på det høyeste klarer Grieg Seafood å oppnå høyere inntekt i forhold til produksjonsmengden sammenlignet med bransjen. Dette kan tilsi at selskapet klarer å få en

høyere pris enn gjennomsnittet i markedet. Grunnen til dette kan være at Grieg Seafood sine produkter blir sett på som kvalitetsprodukter som vil tilsi at kunder er villig til å betale en høyere pris for selskapet sine produkter. En annen grunn er at Grieg Seafood kan være strategiske i måten de selger sine produkter i forhold til hvordan lakseprisen er. I perioder med høye laksepriser selger de mer, mens de holder igjen salget i måneder der lakseprisen er lavere.

Inntekt/slaktevolum	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Grieg Seafood	29	41	41	70	101	112	101	100	62	55	78,11
Mowi	39	56	61	66	86	92	97	93	92	93	86,64
Lerøy Seafood	59	74	79	79	105	108	113	119	109	94	101,84
SalMar	38	51	49	51	73	75	75	77	77	70	69,90
Bransje	42	56	58	67	91	97	97	97	85	78	84,12

Tabell 8-1 Inntekt/slaktvolum for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T

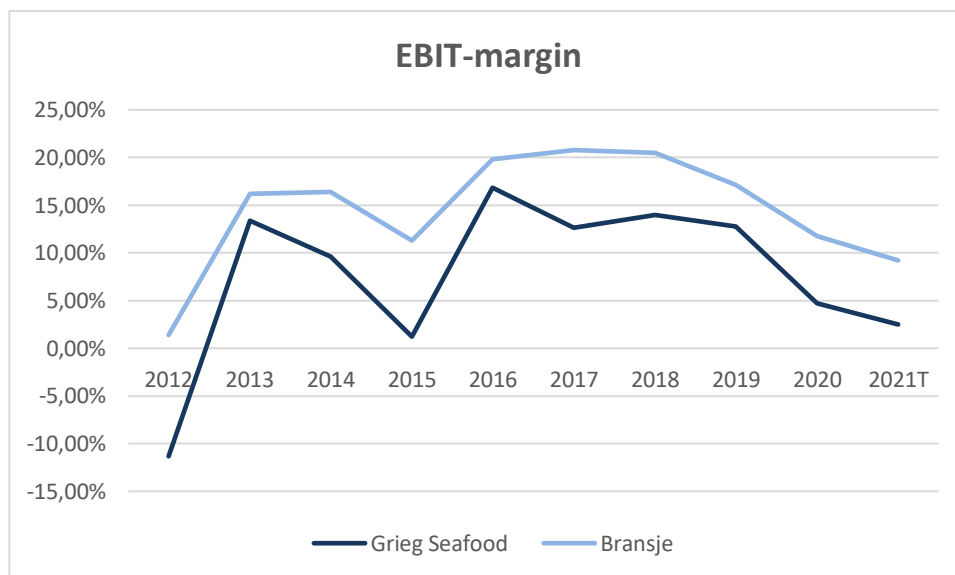


Figur 8-1 Inntekt/slaktevolum vs lakseprisen

Fra tabell 8-2 kan vi se EBIT-marginen til Grieg Seafood sammenlignet med de konkurrentene for perioden 2012-2021. Det kommer frem av tabellen at selskapet gjør det dårligere enn sine konkurrenter for hele perioden. Dette er ikke et positivt tegn for selskapet. Det er likevel positivt at fra 2015 til 2016 økte marginen veldig og har holdt seg relativt stabil frem til pandemien der det oppstår en drastisk nedgang. Dette kan forklares av at fra og med 2016 økte lakseprisen kraftig. Fra figur 8-2 kommer det frem at Grieg Seafood og bransjen viser en antydning til korrelasjon da lakseprisen var på det høyeste fra 2016-2019. Her kan vi også se at konkurrentene til selskapet ikke får den samme økningen som selskapet og dette kan henge sammen med at Grieg Seafood klarer å utnytte prisøkningen i laks bedre enn sine konkurrenter. Det er negativt at Grieg Seafood sine inntekter blir redusert mer da lakseprisen er lavere i forhold til bransjen. Dette indikerer at EBIT-marginen til Grieg Seafood er svært volatil i forhold til konkurrentene. Dette er noe som kan tyde på økt risiko for selskapet ettersom volatilitet blir ofte ansett som økt risiko.

EBIT-margin	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Grieg Seafood	-11,32 %	13,39 %	9,65 %	1,24 %	16,84 %	12,61 %	13,99 %	12,78 %	4,69 %	2,47 %	8,37 %
Mowi	3,48 %	16,57 %	16,51 %	14,71 %	19,17 %	21,31 %	19,71 %	17,33 %	9,19 %	9,83 %	14,87 %
Lerøy Seafood	5,31 %	14,65 %	13,30 %	10,01 %	16,46 %	19,98 %	17,78 %	13,25 %	9,74 %	5,38 %	12,44 %
SalMar	8,11 %	20,25 %	26,18 %	19,36 %	26,93 %	29,27 %	30,51 %	25,08 %	23,53 %	19,06 %	24,13 %
Bransje	1,39 %	16,21 %	16,41 %	11,33 %	19,85 %	20,79 %	20,50 %	17,11 %	11,79 %	9,19 %	14,95 %

Tabell 8-2 EBIT-margin for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 8-2 Utvikling av EBIT-margin for Grieg Seafood og bransje

8.2 Omløpet til netto driftskapital

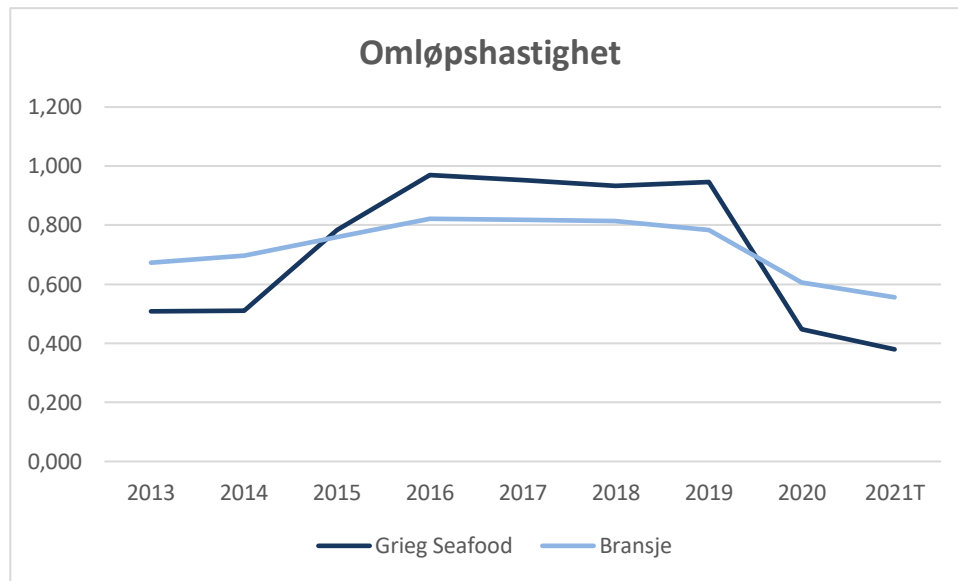
Omløpet til netto driftskapital er driftsinntekt per krone investert (Knivsfå, 2021i). Formelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Omløpet til netto driftskapital} = \frac{\text{driftsinntekter}}{\text{gjennomsnittlig total kapital}}$$

Formel 8-2 Omløpet til netto driftskapital

Omløpshastighet	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,509	0,511	0,783	0,970	0,954	0,932	0,947	0,448	0,380	0,689
Mowi	0,631	0,685	0,688	0,734	0,766	0,781	0,749	0,671	0,676	0,700
Lerøy Seafood	0,838	0,875	0,872	0,841	0,734	0,734	0,698	0,661	0,630	0,712
SalMar	0,711	0,717	0,695	0,742	0,822	0,808	0,739	0,646	0,537	0,684
Bransje	0,672	0,697	0,760	0,822	0,819	0,814	0,783	0,606	0,556	0,696

Tabell 8-3 Omløpshastighet netto driftskapital for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 8-3 Utvikling av omløpshastighet for Grieg Seafood og bransje

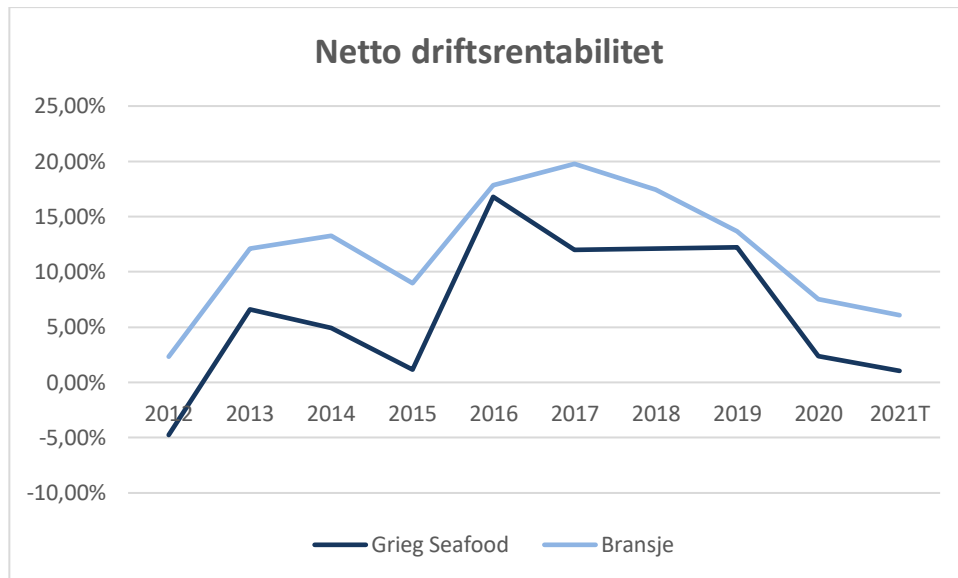
Vi ser av figur 8-3 at Grieg Seafood hadde en mye bedre omløpshastighet fra 2016 til 2019. Bransjesnittet har holdt seg mye mer stabilt i forhold til Grieg Seafood. Det er likevel negativt at Grieg Seafood faller så markant fra 2019-2020 i forhold til bransjen. Grunnen til nedgangen er at Grieg Seafood sine inntekter ble kraftig påvirket av pandemien, mens konkurrentene ikke ble like påvirket. Klarer selskapet å komme på de nivåene før pandemien vil de ha en gunstig omløpshastighet sammenlignet med sine konkurrenter.

8.3 Netto driftsrentabilitet

Formelen for netto driftsrentabilitet er vist i kapittel 6.2.3 (formel 6-8). Den forteller oss i hvilken stand netto driftseiendelene er til å skape avkastning. Fra figur 8-4 kan vi se netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood sammenlignet med sine konkurrenter i perioden 2012-2021. I årene 2012-2015 var Grieg Seafood svake i forhold til sine konkurrenter, men det er positivt å se at denne trenden klarte de å snu i 2016. Fra 2016-2019 ligger det noenlunde rett under sine konkurrenter noe som er bra ettersom dette viser at selskapet klarte å snu den negative trenden fra 2012-2015. Året 2020 ser vi at alle selskapene går ned og her har pandemien mye av skylden.

Netto driftsrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Grieg Seafood	-4,76 %	6,59 %	4,93 %	1,17 %	16,79 %	12,01 %	12,09 %	12,22 %	2,35 %	1,07 %	7,00 %
Mowi	2,78 %	10,60 %	13,05 %	10,36 %	15,66 %	17,93 %	14,81 %	12,88 %	6,10 %	8,05 %	11,39 %
Lerøy Seafood	4,77 %	14,23 %	13,59 %	9,49 %	14,30 %	18,59 %	15,02 %	10,32 %	7,12 %	4,29 %	10,64 %
SalMar	6,52 %	16,99 %	21,49 %	14,82 %	24,61 %	30,55 %	27,89 %	19,22 %	14,61 %	11,01 %	19,19 %
Bransje	2,33 %	12,10 %	13,27 %	8,96 %	17,84 %	19,77 %	17,45 %	13,66 %	7,55 %	6,11 %	12,05 %

Tabell 8-4 Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T



Figur 8-4 Utvikling av netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransje

8.4 Egenkapitalrentabilitet

Vi bruker Knivsflå (2021h) sitt rammeverk for å beregne egenkapitalrentabiliteten:

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg + (ndr - mir) * mig$$

Ekr = Egenkapitalrentabilitet, *ndr* = Netto driftsrentabilitet, *nfgr* = Netto finansiell gjeldsrente, *nfgg* = Netto finansiell gjeldsgrad, *mir* = Minoritetsrentabilitet, *mig* = Minoritetsgrad

Formel 8-3 Egenkapitalrentabilitet

Denne oppsplittingen er den beste siden den setter søkelys på netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2021h). Ifølge Knivsflå (2021h) så er denne oppsplittingen best siden den skiller klart mellom drift og finansiering; jamfør omgrupperingen vi foretok i kapittel 5.

Vi kan se resultatene fra egenkapitalrentabiliteten for selskapet i tabell 8-5. Vi har vist tidligere i kapittelet hvordan vi beregnet netto driftsrentabilitet. Netto finansiell gjeldsrente beregnet vi med å ta: (netto finanskostnader – netto finansinntekter) dividert på netto finansiell gjeld. For å beregne minoritetsrentabilitet (*mir*) tok vi netto minoritetsresultat dividert på minoritetsinteresser. Netto finansiell gjeldsgrad (*nfgg*) er bare netto finansiell gjeld dividert

på egenkapital. For å beregne minoritetsgrad tok vi minoritetsinteresser dividert på egenkapital. Vi kan se fra tabell 8-5 at egenkapitalrentabiliteten har holdt seg relativt stabil fra 2016 til 2019 før den faller drastisk til 2020. Dette kan vi se at henger sammen med at netto driftsrentabilitet falt kraftig fra 2019 til 2020. Vi merker oss også at netto driftsrentabilitet subtrahert med netto finansiell gjeldsrente er negativ i både 2012, 2015, 2020 og 2021. Dette tilsier at egenkapitalens avkastning ble påvirket negativt av gjeld i de årene, men blir positivt påvirket i de andre årene. De lave verdiene av egenkapitalrentabilitet skyldes i hovedsak at selskapet har hatt lave verdier av netto driftsrentabilitet i perioden. Minoritetsrentabiliteten har hatt mye høyere verdier i de årene der selskapet har hatt minoritetsinteresser, men dette påvirker i liten grad ettersom minoritetsgraden er så lav som den er.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Netto driftsrentabilitet	-4,76 %	6,59 %	4,93 %	1,17 %	16,79 %	12,01 %	12,09 %	12,22 %	2,35 %	1,07 %
Netto finansiell gjeldsrente	5,25 %	4,18 %	3,39 %	2,95 %	3,28 %	0,16 %	2,45 %	-0,01 %	8,75 %	1,69 %
Netto finansiell gjeldsgrad	1,320	0,952	0,927	1,089	0,612	0,702	0,725	0,618	0,573	0,601
Minoritetsrentabilitet	0,00 %	0,00 %	0,00 %	-36,22 %	-64,51 %	-69,73 %	-49,77 %	-44,85 %	0,00 %	0,00 %
Minoritetsgrad	0,000	0,000	0,000	0,014	0,018	0,013	0,013	0,014	0,000	0,000
Egenkapitalrentabilitet	-17,95 %	8,88 %	6,35 %	-0,26 %	26,50 %	21,42 %	19,88 %	20,58 %	-1,31 %	0,69 %

Tabell 8-5 Egenkapitalrentabilitet for Grieg Seafood, 2012-2021T

8.5 Strategisk fordel

En fordel med strategisk dekomponering er at analysen skjer hele tiden «relativt» til en målestokk – og er derfor «strategisk» (Knivslå, 2021h). Strategisk rentabilitetsanalyse er differansen mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet. Differansen blir kalt strategisk eierfordel (Knivslå, 2021h). Formelen for strategisk fordel er som følger:

$$SF = ekr - ekk$$

SF = Strategisk fordel, ekr = Egenkapitalrentabilitet, ekk = Egenkapitalkrav

Formel 8-4 Strategisk fordel

Rammeverket til Knivslå (2021h) dekomponerer den strategiske fordelene ved å se på bransjefordel, ressursfordel, gearingfordel og finansieringsfordel. Videre så blir den strategiske fordelene dekomponert ned i driftsfordel og finansieringsfordel. Knivslå (2021h) sitt rammeverk dekomponerer driftsfordelen videre i en strategisk driftsfordel og gearingfordel. Strategisk driftsfordel inneholder bransjefordel og ressursfordel. Til slutt så må vi dekomponere ressursfordelen inn i en marginfordel og omløpsfordel. Denne dekomponeringen kan oppsummeres på følgende måte:

$$SF = BF + RF + GF + FF$$

$$DF = BF + RF + GF$$

$$SDF = BF + RF$$

$$RF = MF + OF$$

SF = Strategisk fordel, BF = Bransjefordel, RF = Ressursfordel, GF = Gearingfordel, FF = Finansieringsfordel,

DF = Driftsfordel, SDF = Strategisk driftsfordel, MF = Marginfordel, OF = Omløpsfordel

Formel 8-5 Strategisk fordel dekomponert

Fra formel 8-4 ser vi at den strategiske fordelen er lik egenkapitalrentabilitet subtrahert med egenkapitalkravet. Begge disse to momentene har vi beregnet tidligere i oppgaven. Vi vil nå ta for oss de to ulike delene av strategisk fordel som er driftsfordel og finansieringsfordel.

8.5.1 Driftsfordel

Formelen til driftsfordel kan uttrykkes som følger:

$$\text{Driftsfordel} = BF + RF + GF$$

BF = Bransjefordel, RF = Ressursfordel, GF = Gearingfordel

Formel 8-6 Driftsfordel

Strategisk fordel drift

Formelen for å beregne strategisk fordel drift er vist nedenfor:

$$\text{Strategisk fordel drift} = ndr - ndk$$

ndr = Netto driftsrentabilitet, ndk = Netto driftskrav

Formel 8-7 Strategisk fordel drift

Fra tabell 8-6 kan vi se den strategiske driftsfordelen for Grieg Seafood for perioden 2012-2021. Vi kan se fra tabellen at årene 2012, 2015, 2020 og 2021 så er strategisk fordel drift negativ. Grunnen til dette er at i disse fire årene har netto driftsresultat vært veldig dårlig sammenlignet med de andre årene. Det er positivt at tidsvektet snitt for perioden er positiv for Grieg Seafood.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	-4,76 %	6,59 %	4,93 %	1,17 %	16,79 %	12,01 %	12,09 %	12,22 %	2,35 %	1,07 %	7,00 %
Netto driftskrav	6,70 %	4,57 %	4,79 %	5,27 %	3,74 %	3,95 %	4,13 %	3,84 %	5,13 %	4,24 %	4,42 %
Strategisk fordel drift	-11,46 %	2,02 %	0,14 %	-4,10 %	13,05 %	8,07 %	7,96 %	8,38 %	-2,78 %	-3,17 %	2,58 %

Tabell 8-6 Strategisk fordel drift for Grieg Seafood, 2012-2021T

Bransjefordel drift

Formelen for bransjefordel drift er som følger:

$$\text{Bransjefordel drift} = ndr_B - ndk_B$$

ndr_B = Netto driftsrentabilitet i bransjen, ndk_B = Netto driftskrav i bransjen

Formel 8-8 Bransjefordel drift

Ifølge Knivsflå (2021i) så er netto driftskravet i en homogen bransje tilnærmet lik kravet til det analyserte selskapet da driftsrisikoen varierer lite mellom selskapene i bransjen. Slik som forklart i den strategiske analysen er bransjen en homogen bransje ettersom produktet de selger (laks) er et produkt som det er vanskelig å differensiere. På bakgrunn av dette velger vi å benytte oss av at netto driftskravet til bransjen blir lik det netto driftskravet vi beregnet for Grieg Seafood gjennom perioden 2012-2021T.

Fra tabell 8-7 kan vi se resultatene for perioden i forhold til bransjefordel drift. Fra tabellen kan vi se at i årene 2016-2019 hadde bransjen en høy bransjefordel som kan forklares av den høye lakseprisen i denne perioden. Vi har valgt å inkludere Grieg Seafood som en del av netto driftsrentabilitet bransjen ettersom de er en del av bransjen og dette forklarer noe den drastiske nedgangen i 2020 og 2021 for bransjefordel drift. Det er åpenbart at pandemien har påvirket mye for bransjefordel drift i 2020 og 2021. Et tidsvektet snitt på 7,63% er i tråd med våre tanker i den strategiske analysen der vi kom frem til at oppdrettsbransjen er en attraktiv bransje å operere i.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet bransje	2,33 %	12,10 %	13,27 %	8,96 %	17,84 %	19,77 %	17,45 %	13,66 %	7,55 %	6,11 %	12,05 %
Netto driftskrav bransje	6,70 %	4,57 %	4,79 %	5,27 %	3,74 %	3,95 %	4,13 %	3,84 %	5,13 %	4,24 %	4,42 %
Bransjefordel drift	-4,37 %	7,53 %	8,48 %	3,69 %	14,10 %	15,82 %	13,32 %	9,82 %	2,42 %	1,87 %	7,63 %

Tabell 8-7 Bransjefordel drift

Ressursfordel drift

Formelen for ressursfordel drift er som følger:

$$\text{Ressursfordel drift} = ndr - ndr_B + ndk_B - ndk$$

ndr = Netto driftsrentabilitet, ndr_B = Netto driftsrentabilitet i bransjen, ndk_B = Netto driftskrav i bransjen,

ndk = Netto driftskrav

Formel 8-9 Ressursfordel drift

Vi kan se fra formel 8-9 at ressursfordel blir skapt ved at Grieg Seafood har ressurser som egner dem til å ha høyere netto driftsrentabilitet i forhold til konkurrentene. Grunnen til dette

er at netto driftskrav i bransjen ble forutsatt å være det samme som det vi beregnet for Grieg Seafood. Vi kan se fra tabell 8-8 at Grieg Seafood har en negativ ressursfordel i alle årene for perioden 2012-2021. Dette stemmer overens med våre tanker i VRIO-analysen i kapittel 4.2.1 der vi kom frem til at selskapet ikke innehar noen særegne ressurser som egner dem til å få en konkurransefordel ovenfor sine konkurrenter. Det at selskapet har en negativ ressursfordel kan antyde at lønnsomheten til selskapet ikke burde være høyere enn bransjegjennomsnittet. Konkurrentene virker til å ha ressursfordel i forhold til Grieg Seafood, men ettersom vi bare har tilgang til offentlig informasjon har ikke vi muligheten til å spesifikt si noe om hva som skiller de ut i forhold til Grieg Seafood.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	-4,76 %	6,59 %	4,93 %	1,17 %	16,79 %	12,01 %	12,09 %	12,22 %	2,35 %	1,07 %	7,00 %
Netto driftsrentabilitet bransje	2,33 %	12,10 %	13,27 %	8,96 %	17,84 %	19,77 %	17,45 %	13,66 %	7,55 %	6,11 %	12,05 %
Netto driftskrav bransje	6,70 %	4,57 %	4,79 %	5,27 %	3,74 %	3,95 %	4,13 %	3,84 %	5,13 %	4,24 %	4,42 %
Netto driftskrav	6,70 %	4,57 %	4,79 %	5,27 %	3,74 %	3,95 %	4,13 %	3,84 %	5,13 %	4,24 %	4,42 %
Ressursfordel drift	-7,09 %	-5,51 %	-8,34 %	-7,79 %	-1,05 %	-7,76 %	-5,36 %	-1,44 %	-5,19 %	-5,04 %	-5,05 %

Tabell 8-8 Ressursfordel drift for Grieg Seafood, 2012-2021T

Gearingfordel drift

Gearingfordel er den siste driftsfordelen til selskapet. Ifølge Knivsflå (2021h) så skalerer gearingfordelen opp den strategiske fordelen i drift, strategisk fordel, ved bruk av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser relativt til egenkapital. Det kan virke ved første øyekast at gearingfordel er en driftsfordel og ikke en finansieringsfordel. Grunnen til at gearingfordel er en driftsfordel er at kilden til driften er lønnsom; fordelen blir skalert med gearing (Knivsflå, 2021h). Det er likevel litt finans, men det blir mest hensiktsmessig å ta hensyn til gearingfordel under drift. Formelen for gearingfordel kan uttrykkes som følger:

$$GF = (ndr - ndk) * (nfgg + mig)$$

GF = Gearingfordel, ndr = Netto driftsrentabilitet, ndk = Netto driftskrav, nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad, mig = Minoritetsgrad

Formel 8-10 Gearingfordel drift

Vi noterer oss fra formel 8-10 at det første leddet i ligningen som bestemmer om gearingfordelen blir positivt eller negativt. Vi kan se at i 2012, 2015, 2020 og 2021 der netto driftsrentabilitet for selskapet var lavere enn netto driftskrav og derfor blir gearingfordelen i de respektive årene negativ. Ifølge Knivsflå (2021i) vil det være en fordel for eierne å låne penger som blir satt i drift hvis netto driftsrentabilitet er større enn netto driftskrav. Dette vil si at i årene utenom 2012, 2015, 2020 og 2021 ville det vært en fordel for eierne å låne penger. Det er likevel vanligvis liten vits å sette søkelys på gearingfordelen som en kilde til

verdiskapning, da det er omdiskutert om den skaper verdier (Knivsflå, 2021i). Ifølge Knivsflå (2021i) så tolker vi bare gearingfordelen som en skalering av strategisk fra drift. Fra tabell 8-9 kan vi se gearingfordelen for selskapet i perioden 2012 til 2021. Da selskapet fikk en nedgang i netto driftsrentabilitet og ikke stor nok reduksjon i netto driftskrav i 2021 blir gearingfordelen for 2021 negativ.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	-4,76 %	6,59 %	4,93 %	1,17 %	16,79 %	12,01 %	12,09 %	12,22 %	2,35 %	1,07 %	7,00 %
Netto driftskrav	6,70 %	4,57 %	4,79 %	5,27 %	3,74 %	3,95 %	4,13 %	3,84 %	5,13 %	4,24 %	4,42 %
Netto finansiell gjeldsgrad	1,320	0,952	0,927	1,089	0,612	0,702	0,725	0,618	0,573	0,601	0,706
Minoritetsgrad	0,000	0,000	0,000	0,014	0,018	0,013	0,013	0,014	0,000	0,000	0,008
Gearingfordel drift	-15,12 %	1,92 %	0,13 %	-4,52 %	8,21 %	5,77 %	5,88 %	5,30 %	-1,59 %	-1,91 %	1,57 %

Tabell 8-9 Gearingfordel drift for Grieg Seafood, 2012-2021T

8.5.2 Finansieringsfordel

Det er en fordel for eierne av virksomheten at den bruker finansiell gjeld dersom kravet er større enn lånerenten, slik at finansieringen er rimelig (Knivsflå, 2021h). For långiverne er det motsatt – altså en ulempe. Formelen for finansieringsfordel er som følger:

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav, nfgr = Netto finansiell gjeldsrente, nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad,

mik = Minoritetskrav, mir = Minoritetsrentabilitet, mig = Minoritetsgrad

Formel 8-11 Finansieringsfordel

Finansieringsfordel blir ikke delt opp i en bransjefordel og en ressursfordel. Ifølge Knivsflå (2021h) så vil en forvente at summen av netto finansielt gjeldskrav subtrahert med netto finansiell gjeldsrente å være liten – og da er det lite meningsfylt å splitte avviket ytterligere opp. En kan tolke den første delen av ligningen (nfgk-nfgr) som fordel per krone gjeldsfinansiert. Det er åpenbart at det er en fordel å betale en rente lavere enn kravet, det vil si det er en fordel for eierne og motsatt for långiver. Fra tabell 8-10 kan vi se resultatene for finansieringsfordel for perioden. I årene 2012, 2015, 2017 og 2019 ville det vært en fordel for eierne av selskapet at den benytter netto finansiell gjeld ettersom netto finansielt gjeldskrav er her større enn netto finansiell gjeldsrente, slik at netto finansiering er rimelig (Knivsflå, 2021h).

Det er en fordel for majoritetseierne i selskapet å ha minoritetsinteresser dersom kravet er større enn rentabiliteten, slik at de er med å dele økonomiske tap i datterselskap (Knivsflå, 2021h). Det vil da tilsi at det er en byrde å ha med minoritetsinteresser i selskapet dersom minoritetsrentabiliteten er større enn minoritetskravet. For Grieg Seafood kan vi se fra tabell

8-10 at i de årene (2015-2019) der Grieg Seafood har minoritetsinteresser var det vært en fordel for majoritetseierne i selskapet å ha minoritetsinteresser.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Netto finansielt gjeldskrav	6,90 %	2,81 %	3,30 %	4,86 %	2,07 %	2,20 %	2,34 %	2,07 %	2,84 %	0,03 %	2,29 %
Netto finansiell gjeldsrente	5,25 %	4,18 %	3,39 %	2,95 %	3,28 %	0,16 %	2,45 %	-0,01 %	8,75 %	1,69 %	3,09 %
Netto finansiell gjeldsgrad	1,320	0,952	0,927	1,089	0,612	0,702	0,725	0,618	0,573	0,601	0,706
Minoritetskrav	8,93 %	8,75 %	8,67 %	8,18 %	7,19 %	7,63 %	7,88 %	7,39 %	8,94 %	9,27 %	8,28 %
Minoritetsrentabilitet	0,00 %	0,00 %	0,00 %	-36,22 %	-64,51 %	-69,73 %	-49,77 %	-44,85 %	0,00 %	0,00 %	-28,68 %
Minoritetsgrad	0,000	0,000	0,000	0,014	0,018	0,013	0,013	0,014	0,000	0,000	0,008
Finansieringsfordel	2,18 %	-1,31 %	-0,09 %	2,68 %	0,54 %	2,45 %	0,66 %	2,01 %	-3,38 %	-1,00 %	0,12 %

Tabell 8-10 Finansieringsfordel for Grieg Seafood, 2012-2021T

8.6 Oppsummering strategisk fordel

Fra tabell 8-11 så blir strategisk fordel, bransjefordel, ressursfordel, gearingfordel og finansieringsfordel for perioden 2012-2021 oppsummert. Grieg Seafood sin strategiske fordel er veldig volatil i perioden 2012-2021. Vi kan se fra tabellen at bransjefordelen trekker i positiv retning i alle årene utenom 2012. Dette er motsatt for ressursfordelen siden den er negativ i alle årene. Finansieringsfordelen varierer fra -3,38% til 2,68% og er negativ i 2013, 2014, 2020 og 2021. Gearingfordelen trekker generelt sett opp utenom i årene 2012, 2015, 2020 og 2021 hvor alle disse årene var dårlige år for selskapet. For selskapet gjennom perioden er det generelt sett bransjefordel og gearingfordel som trekker opp mens ressursfordelen trekker ned. Finansieringsfordelen har ikke en veldig stor påvirkning. I vår strategiske analyse kom vi frem til at det for selskapet var en positiv bransjefordel, mens interne ressursfordeler ikke var til stede sammenlignet med sine konkurrenter. Vi noterer oss fra formel 8-5 at strategisk fordel kan også finnes ved å ta bransjefordel drift + ressursfordel drift + gearingfordel drift + finansieringsfordel. Dette ser vi fra tabell 8-11 at stemmer for vår analyse og at det derfor er ikke er noen regnefeil for noen av momentene.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Bransjefordel drift	-4,37 %	7,53 %	8,48 %	3,69 %	14,10 %	15,82 %	13,32 %	9,82 %	2,42 %	1,87 %	7,63 %
Ressursfordel drift	-7,09 %	-5,51 %	-8,34 %	-7,79 %	-1,05 %	-7,76 %	-5,36 %	-1,44 %	-5,19 %	-5,04 %	-5,05 %
Gearingfordel drift	-15,12 %	1,92 %	0,13 %	-4,52 %	8,21 %	5,77 %	5,88 %	5,30 %	-1,59 %	-1,91 %	1,57 %
Finansieringsfordel	2,18 %	-1,31 %	-0,09 %	2,68 %	0,54 %	2,45 %	0,66 %	2,01 %	-3,38 %	-1,00 %	0,12 %
Strategisk fordel	-24,39 %	2,63 %	0,18 %	-5,94 %	21,81 %	16,29 %	14,50 %	15,69 %	-7,75 %	-6,07 %	4,27 %

Tabell 8-11 Strategisk fordel for Grieg Seafood, 2012-2021T

8.7 Oppsummering lønnsomhetsanalyse

Grieg Seafood har en dårligere EBIT-margin gjennom perioden i forhold til bransjen. Det er negativt at selskapet håndterte pandemien vesentlig dårligere enn sine konkurrenter.

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler var en fordel for selskapet i forhold til sine konkurrenter før pandemien trakk omløpshastigheten i negativ retning. Klarer selskapet å komme på de nivåene de hadde før pandemien vil de ha en gunstig omløpshastighet i forhold til sine konkurrenter. Det er også negativt at selskapet gjør det dårligere på netto driftsrentabilitet sammenlignet med bransjen. Det at selskapet generelt gjør det dårligere enn bransjen på lønnsomhet stemmer med vår interne strategiske analyse der konklusjonen ble at Grieg Seafood ikke innehar noen selskapsspesifikke ressursfordeler sammenlignet med konkurrentene. Det vil innebære at lønnsomheten til selskapet vil være rundt bransjesnittet. Strategisk fordel for Grieg Seafood er positivt. Det kommer frem fra den strategiske fordelen at bransjefordelen trekker opp i alle årene utenom 2012. Dette stemmer også med vår strategiske analyse der vi konkluderte at oppdrettsbransjen er en attraktiv bransje å operere i.

9. Fremtidsregnskap

Utgangspunktet for utarbeiding av fremtidsregnskap er innsikt fra strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2021j). Strategisk regnskapsanalyse består av den strategiske analysen fra kapittel 4 og regnskapsanalysen fra kapittel 5 til kapittel 8. Vi vil anvende innsikten som den strategiske regnskapsanalysen ga oss til å predikere den fremtidige finansielle situasjonen til Grieg Seafood. Vi vil i dette kapitlet gå gjennom rammeverket til Knivsflå for utarbeidelse av fremtidsregnskap. Fremtidsregnskapet danner grunnlaget for de fundamentale verdsettelsesmodellene i kapittel 11.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Knivsflå (2021j) sitt rammeverk starter med noen praktiske valg: valg av budsjettthorisont T og budsjettpunkter, valg av budsjettmodell, valg av framskriving for budsjett drivere og metode for hvordan en skal håndtere usikkerhet. Videre vil vi gå gjennom de syv stegene for budsjettering av budsjettperioden. Ifølge Knivsflå (2021j) er disse syv stegene som følger:

- Steg 1: budsjettere driftsinntekter
- Steg 2: budsjettere netto driftseiendeler
- Steg 3: budsjettere netto driftsresultat
- Steg 4: budsjettere finansiell gjeld og eiendeler
- Steg 5: budsjettere netto finanskostnader
- Steg 6: budsjettere minoritetsinteresser
- Steg 7: budsjettere netto minoritetsresultat

De ikke-kontrollerende eierinteressene i Grieg Seafood – i analyseperioden – er Bremnes Fryseri AS, som eier 40% av datterselskapet Ocean Quality AS. I løpet av 2020 solgte Grieg Seafood alle aksjene de hadde i Ocean Quality. Det gjør at det ikke lenger er minoritetsinteresser i konsernet. Det er vanskelig for oss som eksterne analytikere å si noe om Grieg Seafood vil gjøre noen oppkjøp i fremtiden som vil føre til minoritetsinteresser i selskapet. Det vil også være vanskelig å si noe om hvor stor andel de eventuelt vil ha i datterselskapene. Vi forutsetter derfor at de ikke vil ha minoritetsinteresser i budsjettperioden. Derfor utgår steg 6 og 7 i vår analyse.

9.2 Valg av budsjettthorisont T og budsjettpunkter

Budsjettthorisonten T er det året framskrivingen av budsjettdriverne går fra å variere år for år til at driverne kan forutsettes å være konstante (Knivsflå, 2021j). Ifølge Knivsflå (2021j) er det to måter å velge hvor mange år fremover i tid vi må budsjettere: ut ventet levetid dersom selskapet er forventet å avvikles eller to-tre år inn i «steady state» dersom selskapet er forventet å drive videre uten en konkret slutt. Fremtidsregnskapet kan deles inn i to perioder: budsjettperioden med en tidshorisont fra år 0 til år T og perioden når selskapet er i «steady state». Knivsflå (2021j) definerer «steady state» som det som hender etter at vi har budsjettert alle endringer i budsjettdriverne i forhold til innsikt fra strategisk regnskapsanalyse. «Steady state» blir også kalt konstant vekst, der alle budsjettdriverne er konstante og ikke bare veksten. Valg av budsjettthorisont avhenger av hvor lang tid man antar før selskapet når «steady state», men også kvaliteten på regnskapsføringen, typisk slik at budsjettthorisonten T bør være lenger desto mer målefeil det er i finansregnskapet.

Det kommer frem fra årsrapporten til Grieg Seafood (2021a, s. 9) at de i 2020 hadde et produksjonsvolum på 87 000 tonn og at de i 2025 vil ha et volum på 130 000. Dette tilsvarer en økning i produksjonsvolum på rundt 49 prosent. Det at selskapet ser for seg så mye vekst og at vi ser en stigende trend i produksjonsvolum fra år til år taler for en lengre budsjettthorisont. Momenter som vil kunne bistå denne veksten kan være faktorer som befolkningsvekst, urbanisering og teknologisk fremgang som reduserer de biologiske utfordringene som bransjen har i dag. Vi ser på det som usannsynlig at selskapet kan fortsette med denne veksten i flere år etter 2025. Derfor velger vi en budsjettthorisont fra 2022-2029, der 2029 blir året der selskapet når «steady state» (T). Ifølge Knivsflå (2021j) bør en budsjettere 2-3 år inn i «steady state» dersom virksomheten er forventet å drive videre uten konkret slutt. Derfor inkluderer vi også årene 2030 (T+1) og 2031 (T+2). Vi synes denne horisonten er rimelig ettersom bransjen ser ut til å ha muligheter for vekst i flere år fremover, men at denne veksten ikke kan vare evig.

I tillegg til valg av budsjettthorisont T kan det også være praktisk å velge andre budsjettpunkt i budsjettperioden som vi har en formening om utviklingen i budsjettdriverne. På kort sikt har vi valgt 2022 som budsjettpunkt 1 og 2023 som budsjettpunkt 2. Vi har valgt disse to årene fordi det er disse årene vi har mest tilgang til informasjon om den fremtidige finansielle situasjonen og de kritiske budsjettdriverne til Grieg Seafood. På mellom lang sikt, budsjettpunkt M, har vi valgt år 2025. Årsaken til det er at Grieg Seafood operer med egne

forventing knyttet til egen drift til dette året. Det gjør at vi har tilgang til informasjon som vi kan forholde oss til og som kan hjelpe oss til å fremskrive budsjettdriverne i dette året med mer nøyaktighet. Budsjettpunktene vil bli brukt senere i kapittel 11.4 hvor vi vil utføre Monte Carlo-simuleringen for å identifisere hvilke faktorer og budsjettpunkter som er mest kritiske for driften til Grieg Seafood.

9.3 Valg av detaljnivå

Er det bedre å lage et detaljert budsjett med mange budsjettdriverne enn å forenkle å ha få? Ifølge Knivsflå (2021j) så avhenger det av: budsjettthorison T, men uvisshet gjør at det generelt kan være bedre å sette søkelys på de viktigste budsjettdriverne. Det er vanskelig å ha en sterk forventning om fremtiden på detaljnivå – «detaljbudsjettering» er derfor mest aktuelt når T er kort (Knivsflå, 2021j). Ifølge Knivsflå (2021j) så bør en ved budsjettering konsentrere seg om de viktigste driverne slik at tallet på budsjettdriverne blir avgrensa. Det er en vanskelig oppgave å håndtere all usikkerhet. Ettersom vi mener at utvikling i drift er desidert viktigst for verdien av selskapet så vil vi ha vårt søkelys på dette.

9.4 Valg av framskriving for budsjettdriverne

Etter at vi valgte budsjettmodell, må vi velge metode for framskriving av budsjettdriverne og hvordan vi skal håndtere uvisshet i budsjettet. Det kvantitative utgangspunktet for budsjettering er historisk utvikling til aktuelle budsjettdriverne slik de blir avbildet i den omgrupperte og justerte finansregnskapet – og analysert gjennom en strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2021j). Budsjettdriverne er tilbakevendende til gjennomsnittet over tid, i bransjen eller i økonomien, eksempelvis konvergerer driftsinntektsveksten maksimalt mot langsiktig økonomisk vekst og netto driftsmarginen vil ofte konvergere mot gjennomsnittet i bransjen grunnet ingen varig marginfordel (Knivsflå, 2021j). Ifølge Knivsflå (2021j) så bør historisk gjennomsnitt overstyres av innsikt fra strategisk regnskapsanalyse.

Fra 2021 til 2025 velger vi å benytte oss av Grieg Seafood sine egne vekstutsikter der dette foreligger, men at vi kan overstyre dette hvor den kvalitative analysen vår argumenterer for det. På mellom lang sikt og lang sikt har vi begrenset med informasjon om utviklingen til de aktuelle budsjettdriverne. Derfor vil vi fremskrive driverne lineært frem til «steady state».

Håndtering av usikkerhet

Når en driver med budsjettering og tar en rekke forutsetninger om fremtiden vil det følgelig være usikkert knyttet til dette. Dette vil vi ta hensyn til ved bruk av sensitivitetsanalyser i kapittel 11.4. Den analysen vi vil bruke er Monte Carlo-simulering ved hjelp av Excel-verktøyet Crystal Ball.

9.5 Rammeverk for budsjettering

Vi vil i dette delkapittelet ta for seg de fem første stegene til Knivsflå (2021j) sitt rammeverk for budsjettering av fremtidsregnskap.

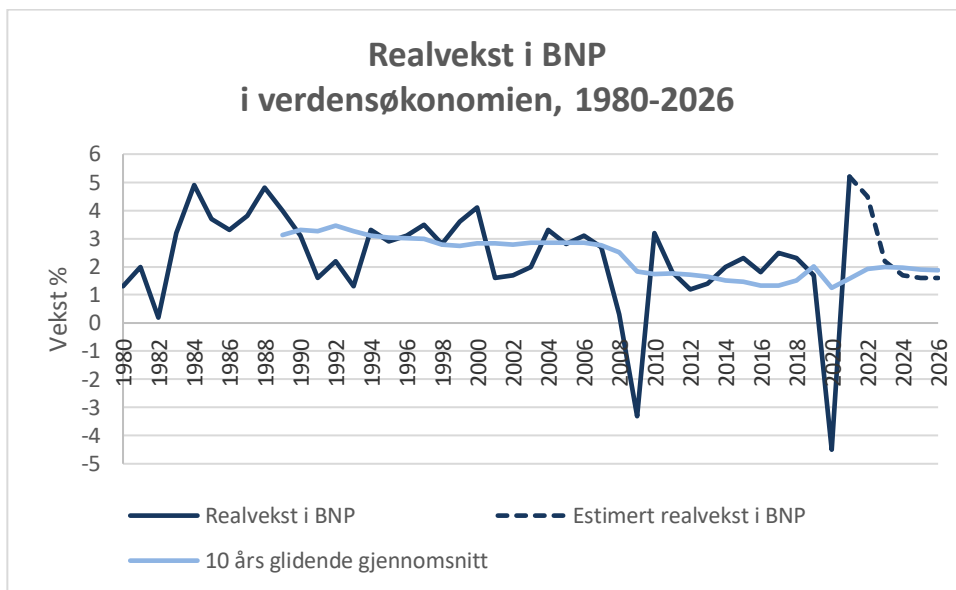
9.5.1 Steg 1 Budsjetterte driftsinntekter

På kort og mellomlang sikt vil veksten til et selskap avhenge av generell økonomisk vekst og interne ressurser til vekst (Knivsflå, 2021j). Hvis bransjen vokser så kan Grieg Seafood vokse uten å ta markedsandeler eller at de blir involvert i en priskrig med konkurrenter. Ifølge Knivsflå (2021j) så vil en bransje som ikke vokser føre til at vekst bare kan skje på kostnaden til andre selskaper i bransjen og dette kan føre til hard konkurranse for netto driftsmargin.

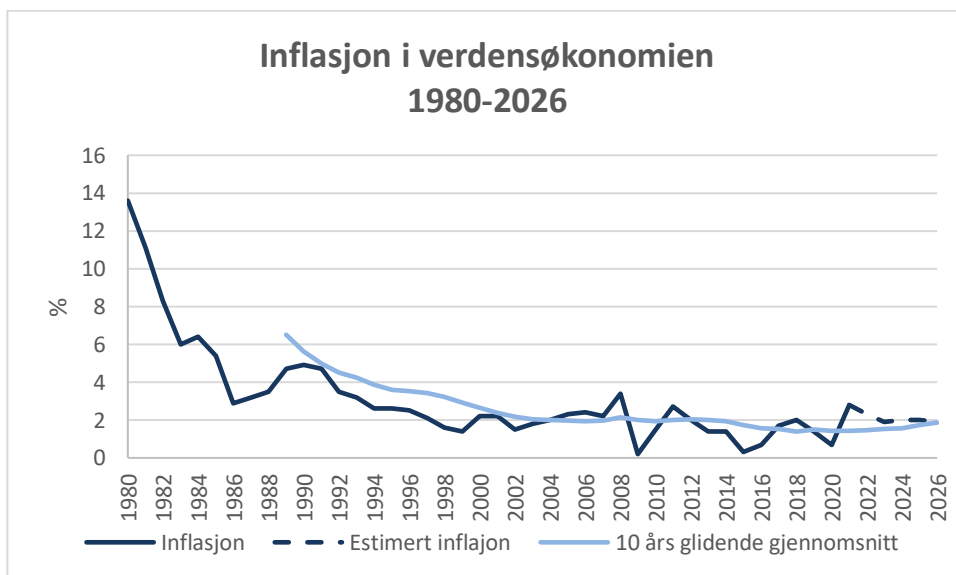
Langsiktig vekst for selskapet bygger på to antagelser 1) urimelig at selskapet skal ha en større vekst enn realveksten i økonomien 2) at veksten til selskapet på langsikt har en tendens til å vende tilbake til bransjesnittet (Knivsflå, 2021k). På lang sikt er det ikke mulig at selskaper vokser raskere enn økonomien samlet. Selskaper som opplever høy vekst i en periode, vil til slutt møte redusert vekst.

For å finne et godt estimat på langsiktig vekst kan vi bruke forventinger om realvekst og inflasjon i verdensøkonomien. Veksten til selskapet i «steady state» kan ikke være større enn forventningene om nominell vekst i verdensøkonomien i fremtiden (Knivsflå, 2021j). Figur 9-1 illustrerer utviklingen til realveksten i BNP i verdensøkonomien for perioden 1980-2026. Realveksten i perioden 2022-2026 baserer seg på prognoser gjort av Det internasjonale pengesfondet (IMF). Ved å ta 10 års glidende gjennomsnitt ser vi i figur 9-1 at realveksten ligger på rundt 2% de neste årene og går mot prognosene til IMF. Vi velger derfor å se på 2% som et rimelig estimat for langsiktig realvekst. IMF har også kommet med prognoser for inflasjon i verdensøkonomien for perioden 2022-2026 – som er illustrert i figur 9-2. Inflasjonen i økonomien har variert mellom 0-2% de seneste årene. Ved å ta 10 års glidende

gjennomsnitt får vi en gjennomsnittlig inflasjon på 1,87% i 2026. Vi anser dette som en rimelig prognose for inflasjonen i «steady state».



Figur 9-1 Realvekst i BNP for verden, 1980-2026 (International Monetary Fund, 2021)



Figur 9-2 Inflasjon i verdensøkonomien, 1980-2026 (International Monetary Fund, 2021)

Med en prognose på langsiktig realvekst i BNP på 2% og forventet langsiktig inflasjon på 1,87% gir det en nominell vekst i verdensøkonomien på 3,87%. Langsiktig vekst i «steady state» for Grieg Seafood er derfor mindre eller lik 3,87%. For å ikke overvurdere veksten i «steady state» - og for å ha et mer realistisk syn på fremtiden – velger vi å bruke en langsiktig vekst i økonomien på 3%. 3% vil også bli brukt som terminalvekst i kapittel 11 når vi skal estimere verdien på Grieg Seafood.

Prognose for nominell vekst i BNP	2022	2023	2024	2025	2026
Realvekst i BNP	4,50 %	2,20 %	1,70 %	1,60 %	1,60 %
Inflasjon	2,30 %	1,90 %	2,00 %	2,00 %	1,90 %
Nominell vekst i BNP	6,80 %	4,10 %	3,70 %	3,60 %	3,50 %

Tabell 9-1 Prognoser for nominell vekst i BNP i verdensøkonomien, 2022-2026
(International Monetary Fund, 2021)

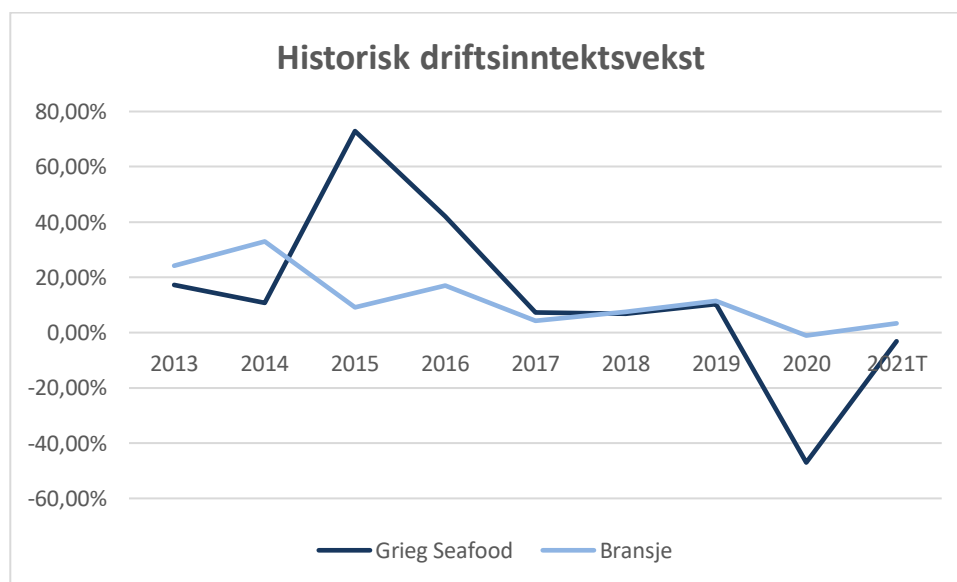
Vi velger å benytte oss av Knivsflå (2021k) sin metode for å budsjettere driftsinntekter. Formelen er som følger:

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

DI = Driftsinntekter, div = Driftsinntektsvekst

Formel 9-1 Budsjettert fremtidig driftsinntekt

Figur 9-3 viser utviklingen i driftsinntektsveksten for Grieg Seafood i 2012-2021T. I 2020 opplevde Grieg Seafood en kraftig nedgang i driftsinntekten på over 40% fra året før. Det skyldes i all hovedsak at selskapet fikk store utfordringer i 2020 knyttet til den globale pandemien og ekstraordinære biologiske utfordringer i Finnmark (Grieg Seafood ASA, 2021a). Det skal også nevnes at driftsinntektene i 2020 var rapportert uten resultatet knyttet til Shetland-eiendelen som var holdt for salg – som ble ført i en egen post i resultatregnskapet. I trailing-årsregnskapet nærmer veksten seg bransjesnittet, men er fortsatt negativ på rundt 3%.



Figur 9-3 Utvikling i driftsinntektsvekst for Grieg Seafood og bransje

Slaktevolum sammen med lakseprisen er de viktigste driverne av driftsinntekten til Grieg Seafood. I 3. kvartalsrapport (Grieg Seafood, 2021d) fremkommer det at Grieg Seafood forventer at totalt slaktevolum i 2021 vil være på 77 000 tonn og vil øke til 90 000 tonn i 2022.

Det er en økning på 16,88%. Videre forventer Grieg Seafood å ha et slaktevolum på 130 000 tonn i 2025 hvor 15 000 skal komme fra den nylig opprettede virksomheten i Newfoundland. Det var antatt at første fisk ville bli høstet i 2022, men på grunn av smittefare blant laksen valgte Grieg Seafood å utsette produksjonen. Forventet høsting av første laks er i slutten av 2023/starten av 2024. Dette vil føre til lavere vekst på kort sikt en først antatt, spesielt for 2023 og kanskje 2024 om det ikke oppstår flere forsinkelser knyttet til Newfoundland. Ved å ekskludere de 15 000 fra forventningene om 130 000 tonn i 2025 gir det en lineær økning per år på 9,26% (90 000-115 000) som gir en prognose på 98 333 tonn i 2023. Hvis vi forventer at Grieg Seafood starter med høsting av første laks i Newfoundland i 2024 med forventning om 15 000 tonn innen 2025 gir det en lineær økning for gjenstående år (2024 og 2025) på 16,1% (98 333-130 000).

Det er fortsatt usikkerhet rundt pandemien i forhold til vaksiner og ny smittebølge. Dette påvirker gjenåpningen av samfunnet, spesielt hoteller og restauranter som er faktorer som påvirker etterspørselen etter laks og lakseprisen. Lakseprisen er svært volatil som gjør det utfordrende å si noe om hva prisen vil være i fremtiden. Ved å se på forward-prisene på Fish Pool kan vi se hva markedet forventer at lakseprisene skal være i fremtiden som kan brukes som en prognose. Forward prisene den 26.11.2021 er på 62,60 NOK/kg i 2022 og 59,51 NOK/kg i 2023 med en oppgang på henholdsvis 7,69% og 2,37% fra dagens nivå. Dette kan indikere på at lakseprisen vil få en økning i 2022 før den opplever en liten korreksjon i 2023. Dette samsvarer med prognosene for nominell vekst i BNP i verdensøkonomien, tabell 9-1, hvor veksten er forventet å være på 6,8% i 2022 før det er forventet en liten korreksjon ned til 4,1% i 2023. Veksten i BNP forventes å fortsette å avta frem til 2026.

Framtidsutsiktene for Grieg Seafood ser lovende ut med tanke på diskusjonen ovenfor. Nå som vi stadig nærmer oss en normal tilstand og full gjenåpning av samfunnet vil dette virke positivt på driftsinntektene til Grieg Seafood, ved at etterspørselen etter produktene vil øke som følge av flere hoteller, restauranter, og catering-selskaper vil få full gang på driften. Med en økning på slaktevolum på 16,88% sammen med at veksten i verdensøkonomien forventes å øke med nesten 7%, og at forward-kontraktene indikerer at markedet forventer at lakseprisen skal stige med 7,69%, tror vi at 2022 (budsjettpunkt 1) kan være et bra år for Grieg Seafood. Vi anser en driftsinntektsvekst på 10% i 2022 som et rimelig estimat.

Videre i 2023 (budsjettpunkt 2) tror vi at veksten vil være en del lavere enn i 2022. Det skyldes at selskapet måtte utsette høsting av første laksen i Newfoundland og det er usikkert om de i

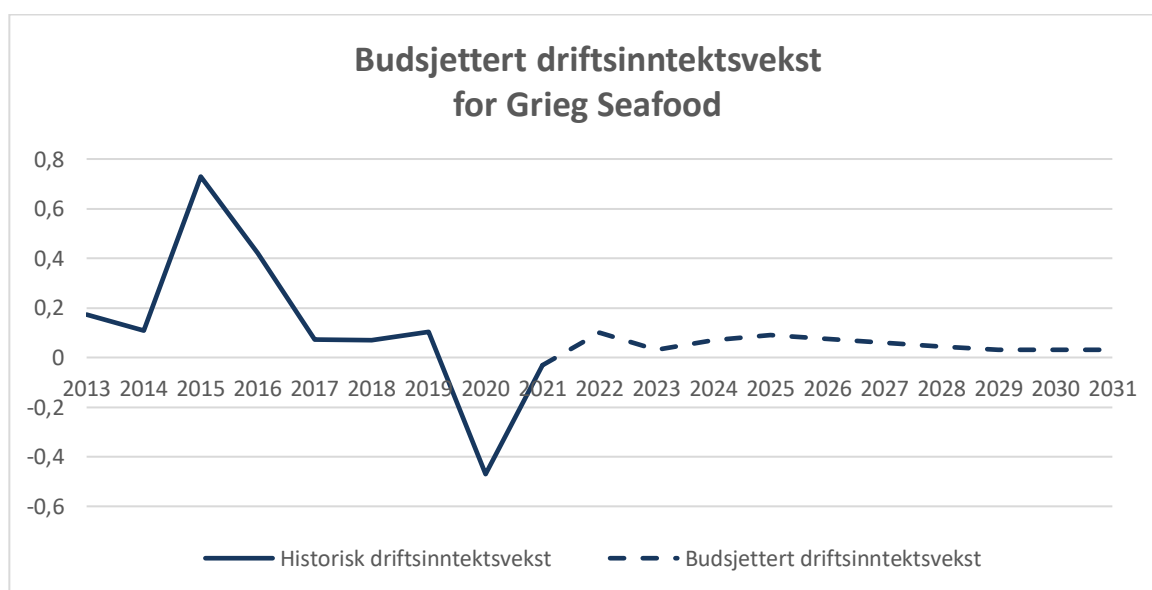
hele tatt starter med høsting der i 2023 – dermed ble forventingen til slaktevolum nedjustert i 2023. I tillegg er det forventet at veksten i økonomien vil få en liten korreksjon til en vekst på 4,1% – sammen med at markedet forventer at lakseprisen vil falle i 2023 fra 2022. Vi forventer en vekst på driftsinntektene på 3% i 2023.

Vi forventer at driftsinntektsveksten til Grieg Seafood vil øke igjen frem til 2025 (budsjettpunkt M). Det er fordi at slaktevolumet forventes å øke med rundt 16% i 2024 og 2025 som følger av at virksomheten i Newfoundland mest sannsynlig vil være i full drift i 2024. Veksten i BNP vil avta noe i denne perioden – hvor veksten er på 3,7% i 2024 og 3,6% i 2025. Vi anser 7% vekst som et rimelig estimat for budsjettpunkt M. Nå er vi så langt ut i budsjettperioden av vi ikke har så mye informasjon rundt hva veksten vil være mellom budsjettpunkt M og T. Vi antar derfor at veksten vil avta lineært frem til budsjettpunkt T hvor Grieg Seafood når «steady state» og en konstant vekst på 3%.

Tabell 9-2 oppsummerer budsjettert driftsinntektsvekst for budsjettpunktene. Figur 9-4 viser utvikling i budsjettert driftsinntektsvekst. Tabell 9-3 viser budsjetterte driftsinntekter.

Driftsinntektsvekst for Grieg Seafood		
Budsjettpunkter	Årstall	Driftsinntektsvekst
Budsjettpunkt 1	2022	10,00 %
Budsjettpunkt 2	2023	3,00 %
Budsjettpunkt M	2025	7,00 %
Budsjettpunkt T	2029	3,00 %

Tabell 9-2 Driftsinntektsvekst i budsjettpunkter for Grieg Seafood



Figur 9-4 Budsjettert driftsinntektsvekst for Grieg Seafood

Beløp i NOK 1 000 000

Punkt	0	1	2	3	4	5	6	7	T	T+1	T+2
År	2021T	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekt	4 248	4 673	4 813	5 150	5 614	6 035	6 397	6 684	6 885	7 092	7 304
Vekstfaktor		1,100	1,030	1,070	1,090	1,075	1,060	1,045	1,030	1,030	1,030

Tabell 9-3 Budsjettert driftsinntekt for Grieg Seafood

9.5.2 Steg 2 Budsjettert netto driftseiendeler

Vi kan estimere netto driftseiendeler gjennom følgende formel:

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t}$$

NDE = Netto driftseiendeler, DI = Driftsinntekt, onde = Omløpshastighet netto driftseiendeler

Formel 9-2 Netto driftseiendeler

Hvor

$$onde_t = \frac{NDE_{t-1}}{DI_t}$$

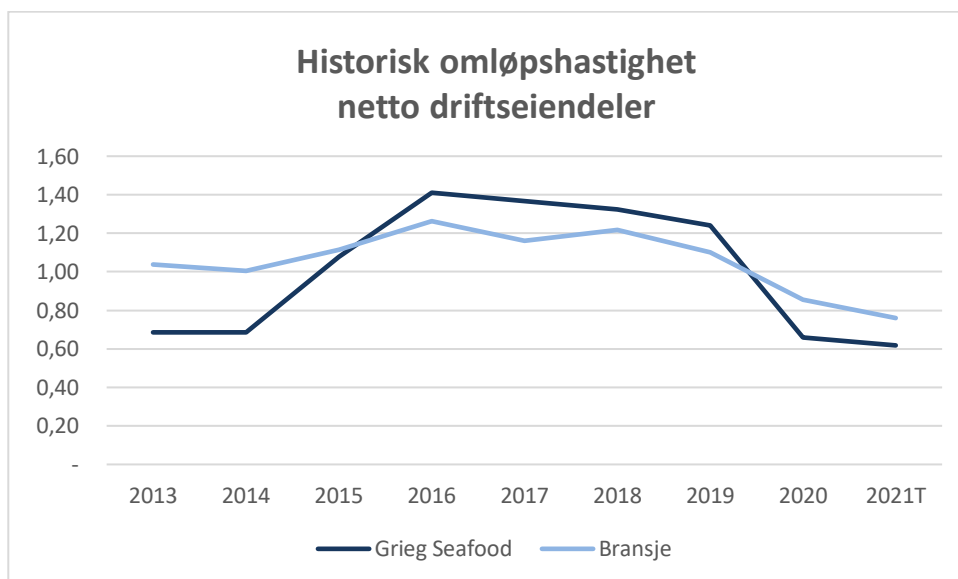
NDE = Netto driftseiendeler, DI = Driftsinntekt, onde = Omløpshastighet netto driftseiendeler

Formel 9-3 Omløpshastighet netto driftseiendeler

Omløpshastighet netto driftseiendeler viser forholdet mellom driftsinntekter og netto driftseiendeler – i hvilken stand netto driftseiendelene til selskapet klarer å generere inntekter. Ved å identifisere omløpshastighet netto driftseiendeler kan vi budsjettere netto driftseiendeler for fremtidsregnskapet. Ifølge Knivsflå (2021k) så burde omløpshastighet netto driftseiendeler konvergere mot bransjen over tid. Grunnen til dette er at bransjens omløpshastighet netto driftseiendeler blir ansett som et rimelig estimat for omløpshastigheten i «steady state». Tidsvektet snitt for Grieg Seafood historisk ble på 1,002. For bransjen var tidsvektet snitt på 1,008.

Vi anser det som rimelig at Grieg Seafood i «steady state» vil få en omløpshastighet netto driftseiendeler som er rundt bransjesnittet. Fra figur 9-5 ser vi at omløpshastigheten netto driftseiendeler til Grieg Seafood har tendenser til å bevege seg i samme retning som bransjesnittet, enten har den vært lavere eller så har den vært høyere. I 2019 til 2020 hadde Grieg Seafood et kraftig fall i omløpshastigheten. Det skyldes av at eiendelene til Shetlandvirksomheten ble klassifisert som finansielle eiendeler, samt at resultatet knyttet disse eiendelen også ble klassifisert som finansrelaterte. Sammen med at driftsinntektene også falt som følge av pandemien og biologiske utfordringer, samt at selskapet kjøpte opp Grieg

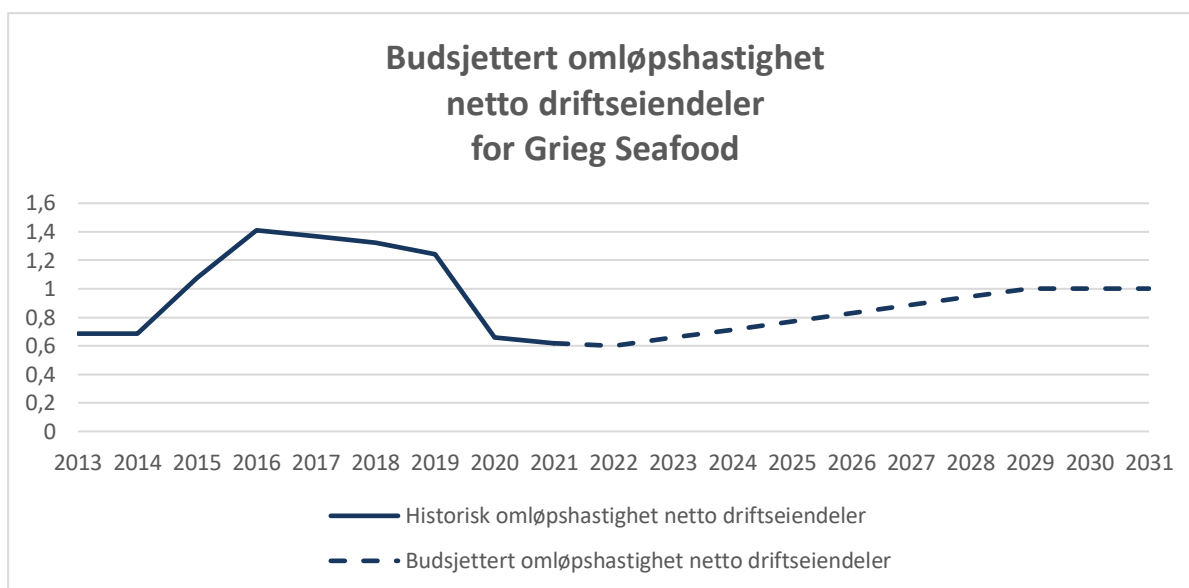
Seafood Newfoundland samme år. Lavere driftsinntekter sammen med høyere netto driftseiendeler bidrar til at omløpshastighet netto driftseiendeler faller kraftig. Vi forventer at omløpshastigheten til Grieg Seafood vil konvergere mot bransjesnittet når driftseiendelene i Newfoundland begynner å skape verdi og inntekter. Vi bruker lineær utvikling for å fastsette hvordan omløpshastigheten beveger seg gjennom perioden. Omløpshastighet netto driftseiendeler i de ulike budsjettpunktene er vist i tabell 9-4 og utviklingen for hele perioden er oppsummert i figur 9-6. Budsjetterte netto driftseiendeler er vist i tabell 9-5.



Figur 9-5 Utvikling i omløpshastighet netto driftseiendeler for Grieg Seafood og bransje

Omløpshastighet netto driftseiendeler for Grieg Seafood		
Budsjettpunkter	Årstall	Omløpshastighet netto driftseiendeler
Budsjettpunkt 1	2022	0,600
Budsjettpunkt 2	2023	0,657
Budsjettpunkt M	2025	0,772
Budsjettpunkt T	2029	1,002

Tabell 9-4 Omløpshastighet netto driftseiendeler i budsjettpunkter for Grieg Seafood



Figur 9-6 Budsjettert omløpshastighet netto driftseiendeler for Grieg Seafood

Beløp i NOK 1 000 000

Punkt	0	1	2	3	4	5	6	7	T	T+1	T+2
År	2021T	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekter t	4 248	4 673	4 813	5 150	5 614	6 035	6 397	6 684	6 885	7 092	7 304
Omløpet til netto driftseiendeler t		0,600	0,657	0,715	0,772	0,829	0,887	0,944	1,002	1,002	1,002
Netto driftseiendeler t-1	7 789	7 323	7 206	7 271	7 276	7 213	7 080	6 874	7 081	7 293	7 512

Tabell 9-5 Budsjettert netto driftseiendeler for Grieg Seafood

9.5.3 Steg 3 Budsjettert netto driftsresultat

Nå som vi har budsjettert driftsinntektene til selskapet kan de benyttes videre ved budsjetteringen av netto driftsresultat. Formelen for dette er som følger:

$$NDR = ndm * DI$$

NDR = Netto driftsresultat, ndm = Netto driftsmargin, DI = Driftsinntekt

Formel 9-4 Netto driftsresultat

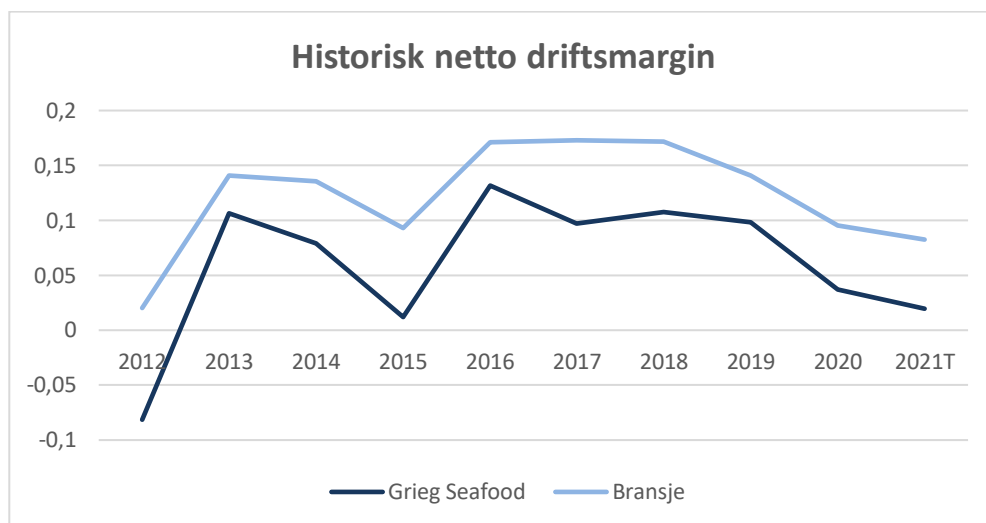
Formelen for netto driftsmargin kan uttrykkes som følger:

$$\text{Netto driftsmargin} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 9-5 Netto driftsmargin

Ifølge Knivsfå (2021k) så burde prognosen på netto driftsmargin basere seg på strategisk regnskapsanalyse. Grieg Seafood sitt tidsvektet snitt for netto driftsmargin er på 0,067. For bransjen er dette 0,126. Vi ser i figur 9-7 at netto driftsmargin for Grieg Seafood alltid er lavere enn for bransjen. Det vi kan bemerke oss er at det kan se ut som det er tydelig korrelasjon mellom Grieg Seafood og bransjen. Når bransjen øker marginene øker også Grieg Seafood

marginene sine – og motsatt når bransjen får lavere marginer så får Grieg Seafood også lavere marginer.



Figur 9-7 Utvikling i netto driftsmargin for Grieg Seafood og bransje

Vi forventer fremover at netto driftsmargin vil øke for selskapet grunnet en økning i driftsinntekter og at de på lang sikt får reduserte kostnader grunnet ny teknologi som forbedrer produksjonen. På kort sikt derimot forventer vi at kostnadene for selskapet vil øke grunnet investeringer i ny teknologi (post-smolt og Precision Farming) som vi tok for oss i den strategiske analysen. Netto driftsmargin vil også bli lavere på kort sikt grunnet oppkjøpet i Newfoundland. For øyeblikket er det bare kostnader knyttet til denne virksomheten. Inntektene vil ikke begynne å strømme inn før den første fisken er slaktet som er forventet i årsskiftet 2023 og 2024. Vi forventer derfor at i 2022 og spesielt 2023 så er netto driftsmarginene lave. Netto driftsmarginen var på 2% i trailing-året 2021. Vi forventer at netto driftsmarginen vil øke noe i 2022 selv om vi forventer høyere kostnader. Det er på grunn av at vi ser for oss at Grieg Seafood vil oppleve økte driftsinntekter 2022 som følge av forventningene om økt vekst i økonomien, økt etterspørsel og økt slaktevolum – som vil bidra til høyere marginer. Vi anser 6% som et rimelig estimat for 2022 (budsjettpunkt 1). Videre forventer vi at veksten i marginene vil avta på grunn av lavere forventning for driftsinntektsveksten for 2023, samt økte kostnader. Vi forventer at netto driftsmarginen vil gå tilbake nivået som det var i trailing-året på 2% i 2023 (budsjettpunkt 2).

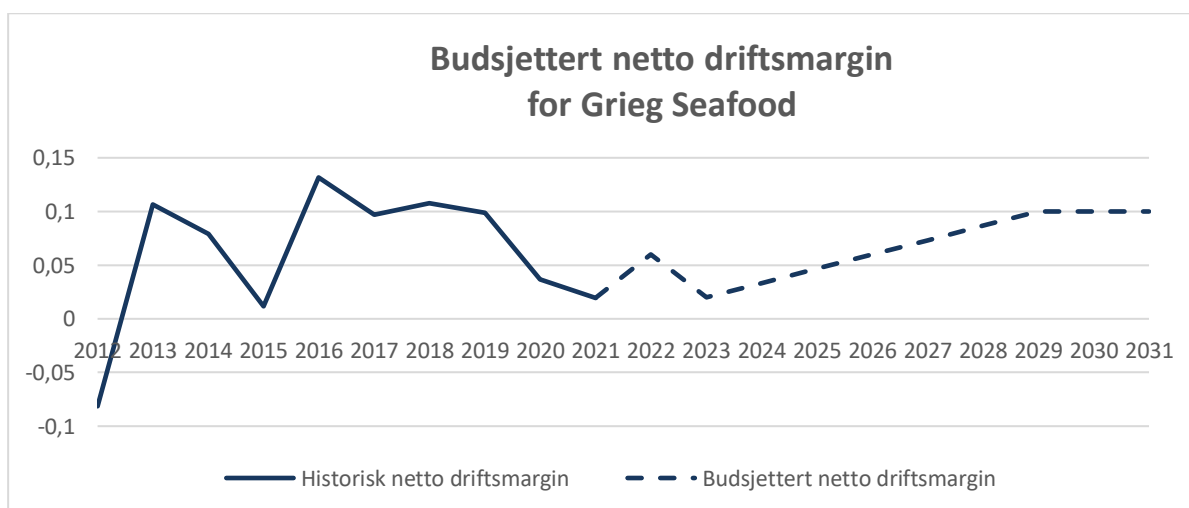
Når Newfoundland begynner å skape verdi og inntekter mener vi det er rimelig at Grieg Seafood sin netto driftsmargin vil konvergere mot bransjesnittet. Vi tror likevel at den vil være lavere i «steady state» (T) ettersom vi kom frem til i den strategiske analysen at selskapet ikke innehar noen selskapsspesifikke ressursfordeler i forhold til sine konkurrenter. I kapittel 8 ble

det også konkludert med at Grieg Seafood har en negativ ressursfordel som kan antyde at lønnsomheten til selskapet ikke burde være høyere enn bransjegjennomsnittet. Historisk sett – i analyseperioden vår – har netto driftsmargin alltid vært lavere enn bransjen. Basert på disse faktorene mener vi at netto driftsmargin for Grieg Seafood vil være lavere enn bransjen når selskapet når «steady state». Vi anser 10% som et rimelig estimat på netto driftsmargin i «steady state» – som er 2,6% lavere en bransjesnittet.

På bakgrunn av diskusjonen ovenfor presenterer vi resultatene for netto driftsmargin og budsjettert netto driftsresultat for selskapet for perioden 2022-2031. Netto driftsmargin i budsjettpunktene er vist i tabell 9-6, og figur 9-8 oppsummerer utviklingen for hele perioden. Tabell 9-7 viser budsjettert netto driftsresultat.

Netto driftsmargin for Grieg Seafood		
Budsjettpunkter	Årstall	Netto driftsmargin
Budsjettpunkt 1	2022	6,00 %
Budsjettpunkt 2	2023	2,00 %
Budsjettpunkt M	2025	4,67 %
Budsjettpunkt T	2029	10,00 %

Tabell 9-6 Netto driftsmargin i budsjettpunkter for Grieg Seafood



Figur 9-8 Budsjettert netto driftsmargin for Grieg Seafood

Beløp i NOK 1 000 000

Punkt	1	2	3	4	5	6	7	T	T+1	T+2
År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekter t	4 673	4 813	5 150	5 614	6 035	6 397	6 684	6 885	7 092	7 304
Netto driftsmargin t	0,060	0,020	0,033	0,047	0,060	0,073	0,087	0,100	0,100	0,100
Netto driftsresultat t	280	96	172	262	362	469	579	689	709	730

Tabell 9-7 Budsjettert netto driftsresultat for Grieg Seafood

9.5.4 Steg 4 Budsjettert netto finansiell gjeld

I dette steget er målet å identifisere netto finansiell gjeld – også kalt netto rentebærende gjeld. Netto finansiell gjeld er finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. Vi velger derfor å dele opp dette kapitelet i en gjeldsdel og en eiendelsdel. Vi starter med finansiell gjeld før vi avslutter med finansielle eiendeler. Formelen for netto finansiell gjeld kan uttrykkes som følger:

$$NFG = nfgd * NDE$$

NFG = Netto finansiell gjeld, nfgd = Netto finansiell gjeldsdel, NDE = Netto driftseiendeler

Formel 9-6 Netto finansiell gjeld – måte 1

Eller

$$NFG = FG - FE$$

NFG = Netto finansiell gjeld, FG = Finansiell gjeld, FE = Finansielle eiendeler

Formel 9-7 Netto finansiell gjeld – måte 2

9.5.4.1 Finansiell gjeldsdel

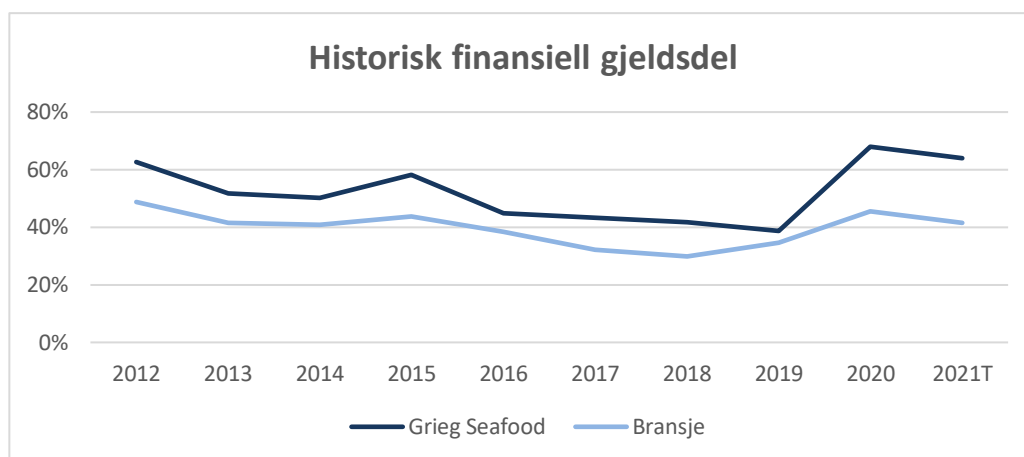
For å kunne budsjettere finansiell gjeld benytter vi oss av følgende formel:

$$FG = fgd * NDE$$

FG = Finansiell gjeld, fgd = Finansiell gjeldsdel, NDE = Netto driftseiendeler

Formel 9-8 Finansiell gjeld

Grieg Seafood har hatt et tidsvektet snitt på finansiell gjeldsdel på 49,65% for perioden mens for bransjen lå dette på 37%. Ifølge Knivsfå (2021k) vil det for et børsnotert selskap typisk å ha en finansiell gjeldsdel på omkring 50%. Selskapet hadde en veldig høy finansiell gjeldsdel i 2020 og 2021 som var på 68% og 64% - som vi ser i figur 9-9. Grunnen til at selskapet har høye verdier i disse to årene er at Grieg Seafood utstedte et «Green Bond» på 1,5 milliarder kroner og at gjeld som tidligere var knyttet til Shetland har nå blitt klassifisert som finansiell gjeld ettersom Shetland ikke er en del av videre drift.



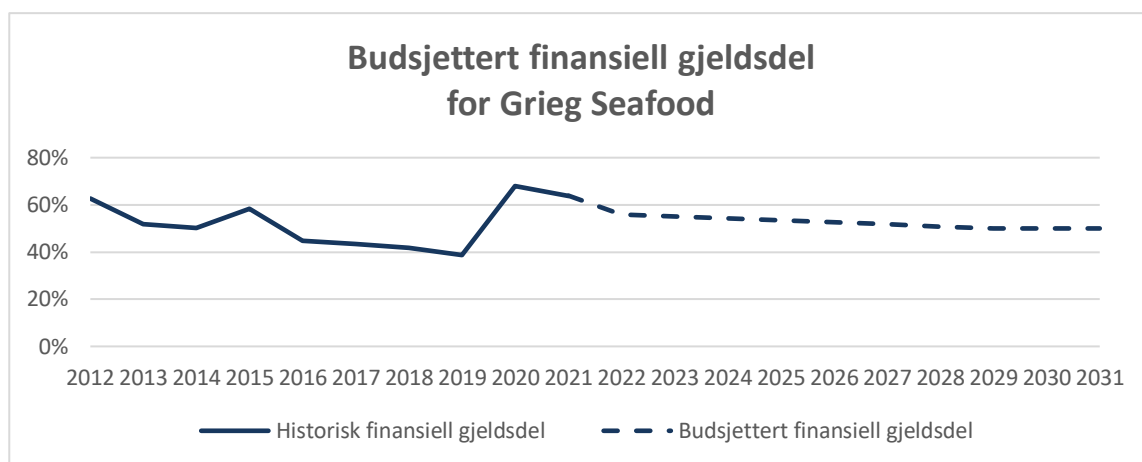
Figur 9-9 Utvikling i finansiell gjeldsdel for Grieg Seafood og bransje

Shetland-eiendelene vil ikke lengre være balanseført siden det ble solgt tidligere i år og dermed anser vi det naturlig at finansiell gjeldsdel vil synke noe til 2022. Selskapet tok opp langsiktige lån under pandemien og vi mener det blir urimelig å sette en finansiell gjeldsdel som er på nivået før pandemien. På bakgrunn av dette anser vi at en finansiell gjeldsdel i 2022 på 56% er et rimelig estimat.

Vi ser det som rimelig at finansiell gjeldsdel vil bevege seg mot det Knivsfå mener er normalt for et børsnotert selskap og vi kan se at før pandemien så hadde selskapet en mye lavere finansiell gjeldsdel. Oppdrettsbransjen er på vei mot en endring, derfor signaliserer Grieg Seafood og de andre selskapene om økte investeringer i fremtiden. For å finansiere investeringene virker det rimelig at selskapene tar opp lån. Dette vil påvirke finansiell gjeldsdel ved at den blir høyere. Vi tror derfor at i fremtiden så vil bransjesnittet legge seg på et høyere nivå enn tidligere. Tabell 9-8 oppsummerer budsjettert finansiell gjeldsdel for budsjettperiodene. Figur 9-10 viser utviklingen til finansiell gjeldsdel for budsjettperioden. Tabell 9-9 oppsummerer budsjettert finansiell gjeld.

Finansiell gjeldsdel for Grieg Seafood		
Budsjettpunkter	Årstall	Finansiell gjeldsdel
Budsjettpunkt 1	2022	0,560
Budsjettpunkt 2	2023	0,551
Budsjettpunkt M	2025	0,534
Budsjettpunkt T	2029	0,500

Tabell 9-8 Finansiell gjeldsdel i budsjettpunkter for Grieg Seafood



Figur 9-10 Budsjettert og historisk finansiell gjeldsdel for

Beløp i NOK 1 000 000

Punkt	1	2	3	4	5	6	7	T	T+1	T+2
År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler	7 323	7 206	7 271	7 276	7 213	7 080	6 874	7 081	7 293	7 512
Finansiell gjeldsdel	0,560	0,551	0,543	0,534	0,526	0,517	0,509	0,500	0,500	0,500
Finansiell gjeld	4 101	3 974	3 947	3 887	3 792	3 661	3 496	3 540	3 647	3 756

Tabell 9-9 Budsjettert finansiell gjeld for Grieg Seafood

9.5.4.2 Finansielle eiendeler

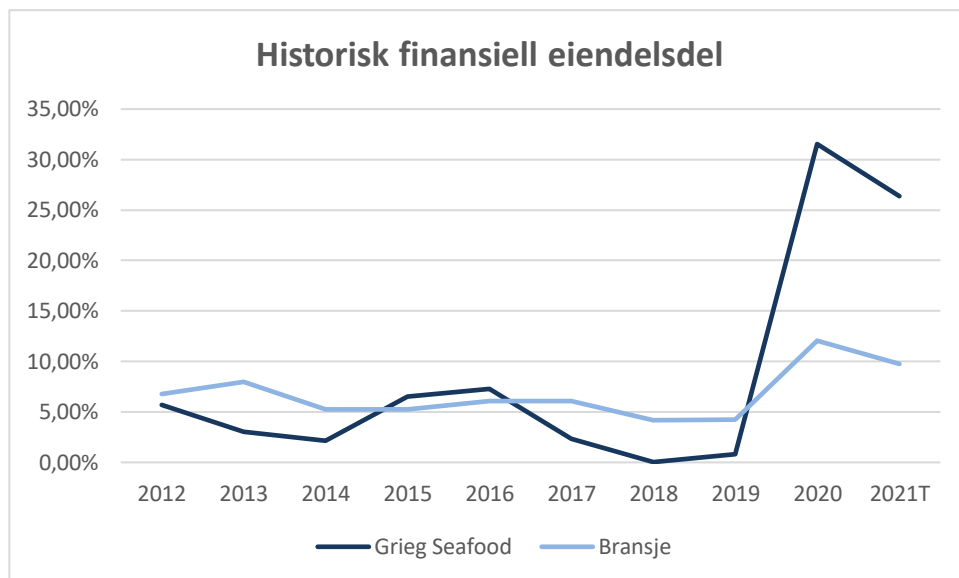
For å kunne budsjettere finansielle eiendeler benytter vi oss av følgende formel:

$$FE = fed * NDE$$

FE = Finansielle eiendeler, fed = Finansiell eiendelsdel, NDE = Netto driftseiendeler

Formel 9-9 Finansielle eiendeler

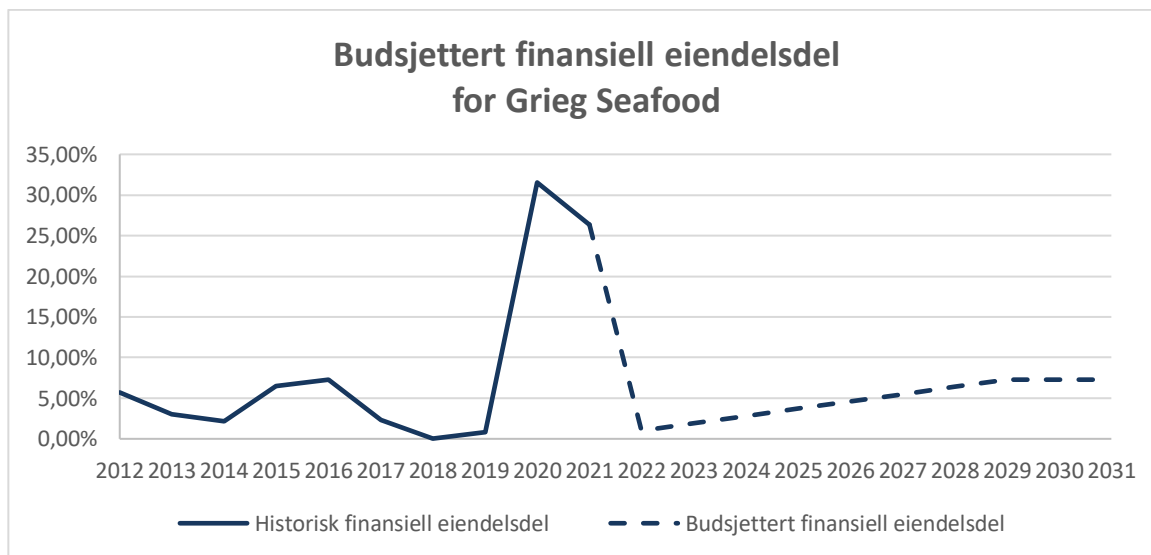
For analyseperioden har Grieg Seafood hatt et tidsvektet snitt på 12,29% for finansiell eiendelsdel mens for bransjen lå den på 7,31%. Ifølge Knivsflå (2021k) vil det være et rimelig estimat at finansiell eiendelsdel for Grieg Seafood vil konvergere mot bransjensnittet til «steady state». I figur 9-11 ser vi at i 2020 og 2021 var finansiell eiendelsdel for Grieg Seafood veldig høy i forhold til tidligere år og i forhold til bransjen. Det skyldes at eiendeler som er knyttet til Shetland nå blir klassifisert som finansielle anleggsmidler. Disse eiendelene har blitt solgt i løpet av 2021 som gjør at de ikke lengre vil bli balanseført. Det gjør at vi anser at finansiell eiendelsdel vil komme tilbake til et nivå rundt det de hadde i 2019. Vi synes det er rimelig å anta en finansiell eiendelsdel på 1% i 2022. Vi antar også at det vil konvergere mot bransjegjennomsnittet frem til «steady state». Tabell 9-10 viser finansiell eiendelsdel for budsjettperiodene og figur 9-12 illustrere utviklingen for hele budsjettperioden. Tabell 9-11 oppsummerer budsjetterte finansielle eiendeler.



Figur 9-11 Utvikling i finansiell eiendelsdel for Grieg Seafood og bransje

Finansiell eiendelsdel for Grieg Seafood		
Budsjettpunkter	Årstall	Finansiell eiendelsdel
Budsjettpunkt 1	2022	0,010
Budsjettpunkt 2	2023	0,019
Budsjettpunkt M	2025	0,037
Budsjettpunkt T	2029	0,073

Tabell 9-10 Finansiell eiendelsdel i budsjettpunkter for Grieg Seafood



Figur 9-12 Budsjettert finansiell eiendelsdel for Grieg Seafood

Beløp i NOK 1 000 000

Punkt	1	2	3	4	5	6	7	T	T+1	T+2
År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler	7 323	7 206	7 271	7 276	7 213	7 080	6 874	7 081	7 293	7 512
Finansiell eiendelsdel	0,010	0,019	0,028	0,037	0,046	0,055	0,064	0,073	0,073	0,073
Finansielle eiendeler	73	137	203	269	332	389	440	516	532	548

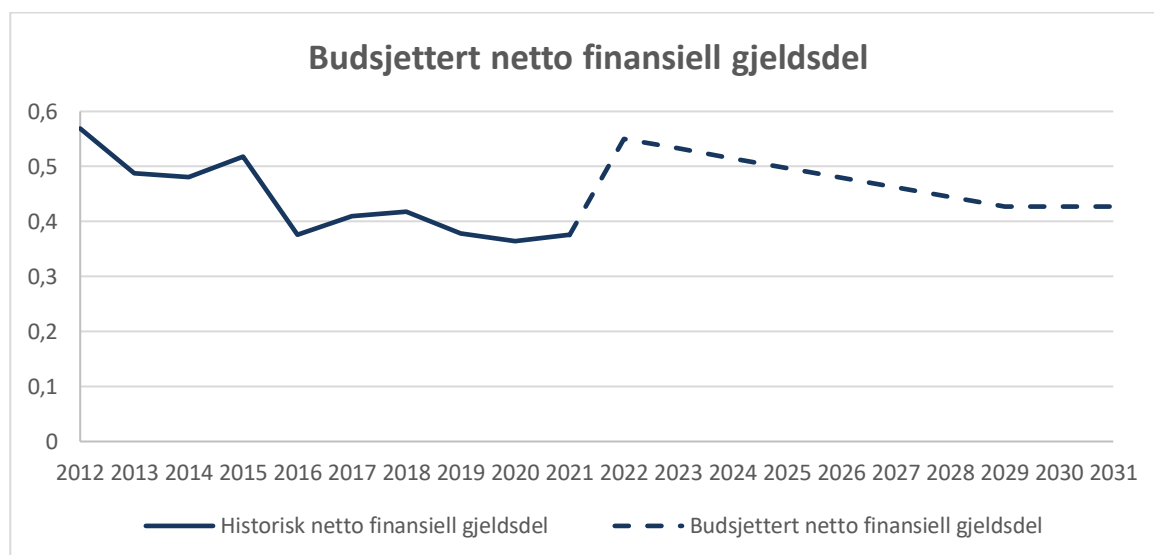
Tabell 9-11 Budsjetterte finansielle eiendeler for Grieg Seafood

9.5.4.3 Netto finansiell gjeld

Nå som vi har beregnet finansielle eiendeler og finansiell gjeld for perioden kan vi beregne netto finansiell gjeld for Grieg Seafood. Netto finansiell gjeldsdel i budsjettpunktene er presentert i tabell 9-12 og utviklingen i hele periodene i figur 9-13. Budsjettert netto finansiell gjeld er vist i tabell 9-13.

Netto finansiell gjeldsdel for Grieg Seafood		
Budsjettpunkter	Årstall	Netto finansiell gjeldsdel
Budsjettpunkt 1	2022	0,550
Budsjettpunkt 2	2023	0,532
Budsjettpunkt M	2025	0,497
Budsjettpunkt T	2029	0,427

Tabell 9-12 Netto finansiell gjeldsdel i budsjettpunkter for Grieg Seafood



Figur 9-13 Budsjettert netto finansiell gjeldsdel for Grieg Seafood

Beløp i NOK 1 000 000

Punkt	1	2	3	4	5	6	7	T	T+1	T+2
År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler	7 323	7 206	7 271	7 276	7 213	7 080	6 874	7 081	7 293	7 512
Netto finansiell gjeldsdel	0,550	0,532	0,515	0,497	0,480	0,462	0,445	0,427	0,427	0,427
Netto finansiell gjeld	4 028	3 837	3 744	3 618	3 461	3 272	3 057	3 024	3 115	3 208

Tabell 9-13 Budsjettert netto finansiell gjeld for Grieg Seafood

9.5.5 Steg 5 Budsjetterte netto finanskostnader

For å komme frem til budsjetterte netto finanskostnader vil vi dele dette steget opp i netto rentekostnad og netto finansinntekt. Formelen for å beregne netto finanskostnader blir da som følger:

$$NFK_t = NRK_t - NFI_t$$

NFK = Netto finanskostnad, NRK = Netto rentekostnad, NFI = Netto finansinntekt

Formel 9-10 Netto finanskostnad

9.5.5.1 Netto rentekostnad

Formelen for netto rentekostnad er som følger:

$$NRK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

NRK = Netto rentekostnad, fgr = Finansiell gjeldsrente, FG = Finansiell gjeld

Formel 9-11 Netto rentekostnad

Finansiell gjeld fant vi i forrige steg og det blir benyttet her. Vi forutsetter at finansiell gjeldsrente er lik det finansielle gjeldskravet vi fant i kapittel 10.2.2. Dette kan støttes opp med at ifølge Knivsflå (2021k) er det en typisk forutsetning at finansiell gjeldsrente er likt finansielt gjeldskrav. Fra tabell 9-14 kan en se resultatene for netto rentekostnad for perioden.

Beløp i NOK 1 000 000

Punkt	1	2	3	4	5	6	7	T	T+1	T+2
År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Finansiell gjeld t-1	4 977	4 101	3 974	3 947	3 887	3 792	3 661	3 496	3 540	3 647
Finansiell gjeldsrente t	0,022	0,026	0,028	0,032	0,037	0,037	0,038	0,039	0,039	0,039
Netto rentekostnad t	108	105	111	126	142	142	140	137	138	143

Tabell 9-14 Budsjetterte netto rentekostnad for Grieg Seafood

9.5.5.2 Netto finansinntekt

Formelen for netto finansinntekt er som følger:

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

NFI = Netto finansinntekt, fer = Finansiell eiendelsrentabilitet, FE = Finansielle eiendeler

Formel 9-12 Netto finansinntekt

Finansiell eiendelsrentabilitet er den eneste ukjente vi trenger å finne i denne formelen ettersom finansielle eiendeler ble beregnet i steg 4 ovenfor. Ifølge Knivsflå (2021k) er det en typisk forutsetning at finansiell eiendelsrentabilitet er likt finansielt eiendelskrav som vi

beregner i kapittel 10.2.3. Fra tabell 9-15 kan en se resultatene for netto finansinntekt for perioden 2022-2031.

Beløp i NOK 1 000 000

Punkt	1	2	3	4	5	6	7	T	T+1	T+2
År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Finansiell eiendeler t-1	2 054	73	137	203	269	332	389	440	516	532
Finansiell eiendelsrentabilitet t	0,028	0,030	0,030	0,032	0,034	0,033	0,031	0,030	0,030	0,030
Netto finansinntekt t	57	2	4	6	9	11	12	13	16	16

Tabell 9-15 Budsjettert netto finansinntekt for Grieg Seafood

9.5.5.3 Netto finanskostnad

Nå som vi har beregnet netto rentekostnad og netto finansinntekt kan vi beregne netto finanskostnad ved bruk av formel 9-10. Resultatene for perioden er presentert i tabell 9-16.

Beløp i NOK 1 000 000

Punkt	1	2	3	4	5	6	7	T	T+1	T+2
År	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto rentekostnad t	108	105	111	126	142	142	140	137	138	143
Netto finansinntekt t	57	2	4	6	9	11	12	13	16	16
Netto finanskostnad t	51	103	107	120	133	131	128	124	123	127

Tabell 9-16 Budsjettert netto finanskostnad for Grieg Seafood

9.6 Presentasjon av fremtidsregnskap

I dette kapittelet vil vi presentere fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm for Grieg Seafood i perioden 2022-2031. Budsjetteringen vi gjorde i de foregående delkapitlene blir brukt her for å utarbeide fremtidsregnskapet for Grieg Seafood.

Beløp i NOK 1 000 000

Fremtidsresultat	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekter	4 673	4 813	5 150	5 614	6 035	6 397	6 684	6 885	7 092	7 304
Netto driftsresultat	280	96	172	262	362	469	579	689	709	730
+ Netto finansinntekter	57	2	4	6	9	11	12	13	16	16
= Nettoresultat til sysselsatte eiendeler	337	98	176	268	371	480	592	702	725	746
- Netto rentekostnader	108	105	111	126	142	142	140	137	138	143
= Netto resultat til egenkapital i konsernet	229	-7	64	142	229	338	451	565	586	604
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Netto resultat til egenkapital	229	-7	64	142	229	338	451	565	586	604
- Unormal netto driftskostnad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Unormal netto finanskostnad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital - majoritet	229	-7	64	142	229	338	451	565	586	604
- Fri kontantstrøm til egenkapital	1 800	-81	-94	12	134	283	441	326	465	478
= Endring i egenkapital	-1 571	74	158	130	95	55	10	239	122	125

Tabell 9-17 Fremtidsresultat for Grieg Seafood

Beløp i NOK 1 000 000

Fremtidsbalanse	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler	7 323	7 206	7 271	7 276	7 213	7 080	6 874	7 081	7 293	7 512
+ Finansielle eiendeler	73	137	203	269	332	389	440	516	532	548
= Sysselsatte eiendeler	7 396	7 343	7 475	7 545	7 545	7 469	7 314	7 597	7 825	8 060
Egenkapital	3 295	3 369	3 527	3 657	3 753	3 808	3 818	4 057	4 178	4 304
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiell gjeld	4 101	3 974	3 947	3 887	3 792	3 661	3 496	3 540	3 647	3 756
= Sysselsatt kapital	7 396	7 343	7 475	7 545	7 545	7 469	7 314	7 597	7 825	8 060

Tabell 9-18 Fremtidsbalanse for Grieg Seafood

Beløp i NOK 1 000 000

Fremtidig fri kontantstrøm	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsresultat	280	96	172	262	362	469	579	689	709	730
+ Unormal netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning i netto driftseiendeler	-467	-116	65	5	-62	-133	-205	206	212	219
= Fri kontantstrøm fra drift	747	213	107	257	425	603	785	482	497	512
Netto finansinntekter	57	2	4	6	9	11	12	13	16	16
+ Unormale netto finansinntekter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning finansielle eiendeler	-1 980	64	67	66	63	58	51	77	15	16
= Fri kontantstrøm til finansielle eiendeler	2 037	-61	-63	-59	-53	-47	-38	-64	0	0
= Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler	2 784	151	44	198	371	556	746	419	497	512
Netto rentekostnad	108	105	111	126	142	142	140	137	138	143
+ Unormale netto finanskostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning i finansiell gjeld	-876	-127	-27	-60	-95	-131	-165	44	106	109
= Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	985	232	138	186	238	273	305	93	32	33
Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning i minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fri kontantstrøm til minoritet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til EK	229	-7	64	142	229	338	451	565	586	604
- Endring i egenkapital	-1 571	74	158	130	95	55	10	239	122	125
= Fri kontantstrøm til egenkapital = netto betalt utbytte	1 800	-81	-94	12	134	283	441	326	465	478

Tabell 9-19 Fremtidig fri kontantstrøm for Grieg Seafood

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

Dette kapittelet vil ta for seg å budsjettere fremtidskravene for Grieg Seafood. Det første vi vil gjøre er å budsjettere egenkapital og minoritetskrav. Deretter vil vi budsjettere netto finansiell gjeld kravet. For å kunne begynne på vår fundamentale utregning av Grieg Seafood sin aksjepris er dette det siste steget.

10.1 Krav til egenkapital og minoritetskrav

I dette delkapittelet blir det budsjettert egenkapital og minoritetskrav for Grieg Seafood. Teorien for dette er den samme vi benyttet oss av i kapittel 8. For å kunne budsjettere egenkapital og minoritetskrav må vi budsjettere inputvariablene: risikofri rente, markedspremien, illikviditetspremie og egenkapitalbeta. Etter at vi har budsjettert inputvariablene kan vi estimere egenkapital og minoritetskrav.

10.1.1 Estimat av risikofri rente

Ifølge Knivsflå (2021L) så er risikofri rente tilbakevende til gjennomsnittet slik at en lav rente i dag gradvis vil reversere mot en «normalrente» i «steady state». Et vanlig utgangspunkt for normalrente er gjerne lange statsobligasjonsrenter (Knivsflå, 2021L). Vi velger å benytte oss av Norges Bank/SSB sine kortsiktige prognoser for å kunne estimere risikofri rente i 2022 til 2024. Grunnen til at vi benytter oss av Norges Bank/SSB sine prognoser for 2021-2024 er at prognosen tar hensyn til pandemien og vi mener dette blir mer realistisk enn at vi skal øke Norsk 10-årig statsobligasjon til et mer normalt nivå. Etter 2024 tar vi en forutsetning om at den norske tiåringen vil gradvis bevege seg mot en normalrente i «steady state» slik som Knivsflå foreslår. Det er vanskelig å sette en tidsramme for når en skal beregne det historiske normaliserte nivået. Vi mener at det er lite relevant å inkludere år på tidligere enn 2000 for dette ettersom i flere av disse årene skjedde det markante endringer. Derfor tar vi gjennomsnittet av den norske tiåringen i årene 2000-2021. Resultatet av gjennomsnittet av 10-årig norsk statsobligasjon for 2000-2021 ble på 3,22%. Ifølge Knivsflå (2021g) vil en ved bruk av statsobligasjoner få en gjennomsnittlig bankrating på AAA som tilsier at en får en kort kredittrisikopremie på 0,2%. Ettersom fremtiden er usikker, velger vi å inkludere kredittrisikopremie for fremtidig risiko fri rente. Fra tabell 10-1 kan vi se resultatene for risikofri rente etter skatt for perioden 2021-2031.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Gjennomsnittlig bankrating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Skattesats	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
10 årig norsk statsobligasjon	1,20 %	1,70 %	2,00 %	2,50 %	3,10 %	3,20 %	3,32 %	3,42 %	3,42 %	3,42 %
Kort kredittirisikopremie	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %
Risikofri rente før skatt	1,00 %	1,50 %	1,80 %	2,30 %	2,90 %	3,00 %	3,12 %	3,22 %	3,22 %	3,22 %
skatt	0,22 %	0,33 %	0,40 %	0,51 %	0,64 %	0,66 %	0,69 %	0,71 %	0,71 %	0,71 %
Risikofri rente etter skatt	0,78 %	1,17 %	1,40 %	1,79 %	2,26 %	2,34 %	2,43 %	2,51 %	2,51 %	2,51 %

Tabell 10-1 Fremtidsestimat av risikofri rente

10.1.2 Egenkapitalbeta

Formelen for å beregne årlig egenkapitalbeta viste vi i kapittel 7.3.4. Fra tabell 10-2 kan en se resultatene for perioden. I kapittel 7.3.4 ble det også nevnt hvorfor netto driftsbeta holder seg konstant gjennom perioden.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalbeta	0,890	0,863	0,836	0,809	0,783	0,757	0,731	0,706	0,706	0,706
Egenkapitalvekt	0,450	0,468	0,485	0,503	0,520	0,538	0,555	0,573	0,573	0,573
Egenkapitalbeta	0,890	0,863	0,836	0,809	0,783	0,757	0,731	0,706	0,706	0,706
Minoritetsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Netto finansiell gjeldsbeta	0,003	-0,003	-0,007	-0,010	-0,011	-0,011	-0,010	-0,006	-0,006	-0,006
Netto finansiell gjeldsvekt	0,550	0,532	0,515	0,497	0,480	0,462	0,445	0,427	0,427	0,427
Netto driftsbeta	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402	0,402

Tabell 10-2 Fremtidig egenkapitalbeta for Grieg Seafood

10.1.3 Markedsrisikopremie

Ifølge Knivsflå (2021L) så er markedsrisikopremien etter skatt konstant fremover i tid, da beste prediksjon er dagens nivå. Som vist i kapittel 7.2.5 fant vi at markedsrisikopremien var på 5% og velger derfor også å benytte dette videre i vår analyse.

10.1.4 Ekstra illikviditetspremie

Vi velger å benytte oss av de samme estimatene vi kom frem til basert på vår skjønsmessige vurdering i kapittel 7.2.6. Der kom vi frem til en illikviditetspremie på 0,5% for majoriteten og 2,5% for minoriteten. Siden det ikke lenger er noe minoritetsinteresser i Grieg Seafood og at våre antagelser om at det vil være slik i fremtiden også, settes minoritetskravet til null prosent.

10.1.5 Estimert egenkapitalkrav

Fra tabell 10-3 kan en se resultatene for egenkapitalkravet for perioden 2022-2031. Kravet er beregnet ut ifra kapitalverdimodellen. Vi kan se fra tabellen at i perioden der selskapet skal ha

konstant vekst vil egenkapitalkravet være på 5,23%. Grunnen til at Grieg Seafood ikke har noe minoritetskrav er gjennomgått i kapittel 9.1.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risikofri rente etter skatt	0,78 %	1,17 %	1,40 %	1,79 %	2,26 %	2,34 %	2,43 %	2,51 %	2,51 %	2,51 %
Justert egenkapitalbeta	0,890	0,863	0,836	0,809	0,783	0,757	0,731	0,706	0,706	0,706
Markedsrisikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Egenkapitalkrav CAPM	5,23 %	5,48 %	5,58 %	5,84 %	6,18 %	6,13 %	6,09 %	6,04 %	6,04 %	6,04 %
Illikviditetspremie majoritet	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
Egenkapitalkrav (ekkk)	5,73 %	5,98 %	6,08 %	6,34 %	6,68 %	6,63 %	6,59 %	6,54 %	6,54 %	6,54 %

Tabell 10-3 Estimert egenkapitalkrav for Grieg Seafood

10.2 Finansielle krav

Dette delkapittelet vil ta for seg budsjettering av fremtidige finansielle krav vi trenger for vår analyse. For å estimere netto finansielt gjeldskrav så må vi estimere finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Vi vil også estimere netto finansiell gjeldsbeta men da trenger vi finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta. Det neste delkapittelet vil ta for seg fremtidig syntetisk rating som vil bestemme fremtidig kredittrisikopremie.

10.2.1 Syntetisk framtidrating

For å finne fremtidig syntetisk rating for selskapet velger vi å basere oss på historiske tall der vi ser på tidsvektet snitt for selskapet. Vi benytter samme metode for å finne gjennomsnittsrating slik som i kapittel 6.3. Grieg Seafood får da et tidsvektet snitt for perioden på BBB mens bransjen får et noe høyere snitt på A. Dette stemmer overens med våre tanker i den interne strategiske analysen gjort i 4.2.1 der vi kom frem til at selskapet ikke innehar noen interne ressursfordeler som gir dem en konkurransefordel ovenfor sine konkurrenter. Ifølge Knivsflå (2021f) så er den vanligste ratingen BBB og dermed anser vi at ratingen vi fikk som et rimelig estimat for Grieg Seafood. Det virker urimelig at selskapet skal oppnå samme syntetisk rating som selskaper der de over tid har under prestert i forhold til konkurrentene og at selskapet ikke innehar noen selskapsspesifikke ressursfordeler. Det vi mener med at selskapet har under prestert er at de har oppnådd en svakere gjennomsnittsrating på de fire forholdstallene i forhold til sine konkurrenter.

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

I tabell 10-4 er finansielt gjeldskrav for budsjettperioden presentert. Basert på den fremskrevne syntetiske ratingen vi har gitt Grieg Seafood, har de en kredittrisikopremie på 1,4%. Finansielt

gjeldskrav øker jevnt frem til «steady state» som følge av at renten øker. Utviklingen til renten ble forklart i kapittel 10.1.1.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030E	2031
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,78 %	1,17 %	1,40 %	1,79 %	2,26 %	2,34 %	2,43 %	2,51 %	2,51 %	2,51 %
Lang kredittisikopremie	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %
Finansielt gjeldskrav	2,18 %	2,57 %	2,80 %	3,19 %	3,66 %	3,74 %	3,83 %	3,91 %	3,91 %	3,91 %

Tabell 10-4 Fremtidig finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood

Finansiell gjeldsbeta

Fra tabell 10-5 kan en se implisitt finansiell gjeldsbeta for perioden 2022-2031.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Lang kredittisikopremie	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %
Markedsrisikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Markedsrisikodel	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %
Finansiell gjeldsbeta	0,96 %	0,96 %	0,96 %	0,96 %	0,96 %	0,96 %	0,96 %	0,96 %	0,96 %	0,96 %

Tabell 10-5 Fremtidig finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Det historiske finansielle eiendelskravet ble beregnet ut i kapittel 7.3.2. Vi tar de samme forutsetningene som vi tok der og vil ikke gjennomgå disse en gang til. For å beregne kontantvekten var det egentlig tenkt å se på historiske størrelser slik at vi kunne bruke tidsvektet snitt for perioden 2022-2031. Vi fikk et tidsvektet snitt på 46,75% som vi mener er misvisende. Grunnen til dette er at årene 2020 og 2021 påvirker snittet veldig mye ettersom det i disse årene var ekstremt høye verdier for finansielle eiendeler. Som nevnt tidligere i oppgaven henger dette sammen med salget av Shetland. Da valgte vi heller å ta en forutsetning om at kontantvekten er 60% i 2022 og at denne øker lineært før den når et toppunkt i «steady state» på 90%. Vi mener 90% er et rimelig estimat ettersom selskapet i flere år historisk har hatt en kontantvekt på over 90%.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kontantkrav	0,78 %	1,17 %	1,40 %	1,79 %	2,26 %	2,34 %	2,43 %	2,51 %	2,51 %	2,51 %
Kontantvekt	0,600	0,643	0,686	0,729	0,771	0,814	0,857	0,900	0,900	0,900
Fordringskrav	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investeringskrav	5,78 %	6,17 %	6,40 %	6,79 %	7,26 %	7,34 %	7,43 %	7,51 %	7,51 %	7,51 %
Investeringsvekt	0,400	0,357	0,314	0,271	0,229	0,186	0,143	0,100	0,100	0,100
Finansielt eiendelskrav	2,78 %	2,96 %	2,98 %	3,15 %	3,40 %	3,27 %	3,15 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %

Tabell 10-6 Fremtidig finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood

Finansiell eiendelsbeta

Fra tabell 10-7 kan en se resultatene for finansiell eiendelsbeta for perioden 2022-2031. Årsaken til at finansiell eiendelsbeta er så høy i starten er at investeringsvekten henger sammen med at Grieg Seafood solgte virksomheten på Shetland i 2020. Eiendelene til Shetland virksomheten knyttet til salget vil ikke lenger være balanseført. Derfor vil det skje en økning i kontantvekt fra det lave nivå som var i 2020 og 2021. Som følge av den globale pandemien måtte Grieg Seafood ta opp ekstra lån. Dette medfølger at en større andel av kontantene i selskapet vil være låst til å betjene rentekostnader. Dette vil medføre mindre overskudd av kontanter og gi en lavere kontantvekt. I 2019 var investeringsvekten på 11,75%. Vi anser at investeringsvekten vil nærme seg dette nivået i fremtiden.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kort kredittrisikopremie	1,10 %	1,10 %	1,10 %	1,10 %	1,10 %	1,10 %	1,10 %	1,10 %	1,10 %	1,10 %
Markedsrisikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Markedsrisikodel	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %
Fordringsbeta	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	0,600	0,643	0,686	0,729	0,771	0,814	0,857	0,900	0,900	0,900
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	0,400	0,357	0,314	0,271	0,229	0,186	0,143	0,100	0,100	0,100
Finansiell eiendelsbeta	0,400	0,357	0,314	0,271	0,229	0,186	0,143	0,100	0,100	0,100

Tabell 10-7 Fremtidig finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Ved hjelp av finansielt eiendelskrav og finansielt gjeldskrav kan vi beregne netto finansielt gjeldskrav. Tabell 10-8 viser resultatene vi fikk for netto finansielt gjeldskrav for perioden 2022-2031.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Finansielt gjeldskrav	2,18 %	2,57 %	2,80 %	3,19 %	3,66 %	3,74 %	3,83 %	3,91 %	3,91 %	3,91 %
Finansiell gjeldsvekt	1,018	1,036	1,054	1,074	1,096	1,119	1,144	1,171	1,171	1,171
Finansielt eiendelskrav	2,78 %	2,96 %	2,98 %	3,15 %	3,40 %	3,27 %	3,15 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %
Finansiell eiendelsvekt	0,018	0,036	0,054	0,074	0,096	0,119	0,144	0,171	0,171	0,171
Netto finansielt gjeldskrav	2,17 %	2,56 %	2,79 %	3,20 %	3,69 %	3,80 %	3,93 %	4,07 %	4,07 %	4,07 %

Tabell 10-8 Fremtidig netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood

Netto finansiell gjeldsbeta

Fra tabell 10-9 kan en se resultatene for netto finansiell gjeldsbeta.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Finansiell gjeldsbeta	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Finansiell gjeldsvekt	1,018	1,036	1,054	1,074	1,096	1,119	1,144	1,171	1,171	1,171
Finansiell eiendelsbeta	0,400	0,357	0,314	0,271	0,229	0,186	0,143	0,100	0,100	0,100
Finansiell eiendelsvekt	0,018	0,036	0,054	0,074	0,096	0,119	0,144	0,171	0,171	0,171
Netto finansiell gjeldsbeta	0,003	-0,003	-0,007	-0,010	-0,011	-0,011	-0,010	-0,006	-0,006	-0,006

Tabell 10-9 Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood

10.3 Selskapskrav

Kravet til selskapskapital er det vekta kravet til de som finansierer selskapet – altså WACC (Knivsflå, 2021L). Vi har benyttet oss av to mål på selskapskapital som er sysselsatt kapital og netto driftskapital. Fra tabell 10-10 kan en se den sysselsatte kapitalen til Grieg Seafood sitt fremtidige krav. Det kommer frem av tabellen at kravet vil stabilisere seg på 5,32% i «steady state».

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalkrav	5,73 %	5,98 %	6,08 %	6,34 %	6,68 %	6,63 %	6,59 %	6,54 %	6,54 %	6,54 %
Egenkapitalvekt	0,446	0,459	0,472	0,485	0,497	0,510	0,522	0,534	0,534	0,534
Minoritetskrav	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Minoritetsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finansielt gjeldskrav	2,18 %	2,57 %	2,80 %	3,19 %	3,66 %	3,74 %	3,83 %	3,91 %	3,91 %	3,91 %
Finansiell gjeldsvekt	0,554	0,541	0,528	0,515	0,503	0,490	0,478	0,466	0,466	0,466
Sysselsatt kapitalkrav (skk)	3,76 %	4,14 %	4,35 %	4,72 %	5,16 %	5,21 %	5,27 %	5,32 %	5,32 %	5,32 %

Tabell 10-10 Fremtidig sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood

Netto driftskrav er det vekta avkastningskravet mellom egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2021L). Fra tabell 10-11 kommer frem resultatene for perioden. Slik som sysselsatt kapitalkrav ser vi at netto driftskrav øker jevnt før det stabiliserer seg på 5,48% i «steady state».

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalkrav	5,73 %	5,98 %	6,08 %	6,34 %	6,68 %	6,63 %	6,59 %	6,54 %	6,54 %	6,54 %
Egenkapitalvekt	0,450	0,468	0,485	0,503	0,520	0,538	0,555	0,573	0,573	0,573
Minoritetskrav	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Minoritetsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Netto finansielt gjeldskrav	2,17 %	2,56 %	2,79 %	3,20 %	3,69 %	3,80 %	3,93 %	4,07 %	4,07 %	4,07 %
Netto finansiell gjeldsvekt	0,550	0,532	0,515	0,497	0,480	0,462	0,445	0,427	0,427	0,427
Netto driftskrav (ndk)	3,77 %	4,16 %	4,39 %	4,78 %	5,24 %	5,32 %	5,41 %	5,48 %	5,48 %	5,48 %

Tabell 10-11 Fremtidig netto driftskrav for Grieg Seafood

10.4 Strategisk fordel

Fra tabell 10-12 kan en se resultatene for perioden for strategisk fordel ved bruk av egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav. Den strategiske fordelten øker jevnt før den når et topp punkt på 7,40% i «steady state».

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalrentabilitet	5,86 %	-0,05 %	1,90 %	4,00 %	6,25 %	9,06 %	12,03 %	13,94 %	13,94 %	13,94 %
Egenkapitalkrav	5,73 %	5,98 %	6,08 %	6,34 %	6,68 %	6,63 %	6,59 %	6,54 %	6,54 %	6,54 %
Strategisk fordel	0,13 %	-6,04 %	-4,18 %	-2,34 %	-0,43 %	2,43 %	5,44 %	7,40 %	7,40 %	7,40 %

Tabell 10-12 Fremtidig strategisk fordel ved bruk av egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav for Grieg Seafood

Fra tabell 10-13 kommer det frem at det er strategisk fordel fra drift og gearingfordel drift som er de største drivkreftene bak Grieg Seafood sin fremtidige strategiske fordel. Det er positivt for selskapet at de har en positiv strategisk fordel i alle årene og at fordelten har en stigende trend. Grunnen til at finansieringsfordelen er lik null i alle årene er at vi tok en forutsetning at netto finansielt gjeldskrav er lik netto finansiell gjeldsrentabilitet.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsrentabilitet	3,83 %	1,34 %	2,36 %	3,60 %	5,02 %	6,63 %	8,43 %	9,72 %	9,72 %	9,72 %
Netto driftskrav	3,77 %	4,16 %	4,39 %	4,78 %	5,24 %	5,32 %	5,41 %	5,48 %	5,48 %	5,48 %
Strategisk fordel drift	0,06 %	-2,82 %	-2,03 %	-1,18 %	-0,22 %	1,31 %	3,02 %	4,24 %	4,24 %	4,24 %
Gearingfordel drift	0,07 %	-3,21 %	-2,15 %	-1,16 %	-0,21 %	1,12 %	2,42 %	3,16 %	3,16 %	3,16 %
Driftsfordel	0,13 %	-6,04 %	-4,18 %	-2,34 %	-0,43 %	2,43 %	5,44 %	7,40 %	7,40 %	7,40 %
Finansieringsfordel	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Strategisk fordel	0,13 %	-6,04 %	-4,18 %	-2,34 %	-0,43 %	2,43 %	5,44 %	7,40 %	7,40 %	7,40 %

Tabell 10-13 Fremtidig strategisk fordel for Grieg Seafood

11. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet vil vi foreta en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood basert på utarbeidet fremtidsregnskap i kapittel 9 og estimerte fremtidskrav i kapittel 10. Vi vil benytte oss av utbyttmodellen og diskonterte kontantstrømmodeller som ble presentert i kapittel 3. Det har blitt tatt en del forutsetninger for å gjennomføre en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood. For å undersøke og analysere usikkerheten rundt disse forutsetningene har vi benyttet oss av Monte Carlo-simulering. Dette vil bli grundigere gjennomgått i kapittel 11.3.

11.1 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen baserer seg på teorien som ble presentert i kapittel 3.1.1. En forutsetning vi har tatt for denne modellen er at fri kontantstrøm betales i sin helhet som utbytte til aksjonærene og at aksjen eies i evig tid. Vi forutsetter også at Grieg Seafood har en konstant vekst (terminalvekst) i utbytte i «steady state» perioden. Formel 3.3 i kapittel 3.1.1 forutsetter konstant egenkapitalkrav. Ved å bruke formel 11-1 kan vi bruke egenkapitalkravene (ek_t) som ble estimert i kapittel 10.1.5.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) \dots (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) \dots (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

VEK_0 = Verdi egenkapital til et selskap på tidspunkt 0, NBU_t = Forventet netto betalt utbytte i periode $t = 1, 2, \dots, T$.

NBU_{T+1} = Forventet netto betalt utbytte på tidspunkt $T+1$, ek_k = Forventet avkastningskrav i periode $t = 1, 2, \dots, T$, ek_v = Egenkapitalvekst

Formel 11-1 Utbyttmodellen

Resultatene fra modellen er presentert i tabell 11-1 og vi ser at egenkapitalverdien blir på 10 379 millioner kroner i 2021. Dette gir en estimert aksjepris på 92,41 kr.

Beløp i NOK 1 000 000

Punkt År	0 2021	1 2022	2 2023	3 2024	4 2025	5 2026	6 2027	7 2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Netto betalt utbytte		1 800	-81	-94	12	134	283	441	326	465	478
Diskonteringsfaktor (ek _t)		1,057	1,121	1,189	1,264	1,349	1,438	1,533	1,633		
Terminalvekst	0,03										
Terminalverdi	8 035								13 120		
Nåverdi	2 344	1 702	-72	-79	10	99	197	288	200		
Egenkapitalverdi	10 379										
Antall aksjer per 30.11.2021	112 314 061										
Estimert aksjepris	92,41										

Tabell 11-1 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av utbyttmodellen

11.2 Diskonterte kontantstrømmodeller

Diskonterte kontantstrømmodeller baserer seg på fri kontantstrøm til kapitalene. Det er to tilnærminger: selskapsverdi og egenkapitalverdi (Plenborg et al., 2021, s. 341).

11.2.1 Selskapsverdi

I kapittel 3.1.1.1 ble det nevnt at verdien av et selskap er lik nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til selskapet diskontert med WACC (vektet kapitalavkastningskrav). Vi kan beregne selskapsverdien på Grieg Seafood ved hjelp av to metoder: sysselsatt kapital-metoden og netto driftskapital-metoden (Knivsflå, 2021n). Ifølge Knivsflå (2021n) så finner vi verdien av egenkapitalen ved å trekke fra verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatt kapital for sysselsatt kapital-metoden. For netto driftskapital-metoden trekker vi fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. I vårt tilfelle – ettersom vi i kapittel 9 tok en avgjørelse om at Grieg Seafood ikke vil ha minoritetsinteresser i fremtiden – blir det bare verdien av finansiell gjeld/netto finansiell gjeld vi må trekke fra.

11.2.1.1 Sysselsatt kapital-metoden

Verdien av sysselsatt kapital er nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital, diskontert med kravet til avkastning på sysselsatt kapital (Knivsflå, 2021n). Formelen kan uttrykkes slik:

$$VSSK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + ssk_1) \dots (1 + ssk_t)} + \frac{FKS_{T+1}}{(1 + ssk_1) \dots (1 + ssk_T) * (skk - skv)}$$

$VSSK_0$ = Verdi sysselsatt kapital på tidspunkt 0, FKS_t = Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital i periode $t = 1, 2, \dots, T$,

ssk_t = Sysselsattkapitalkrav i periode $t = 1, 2, \dots, T$, skv = sysselsatt kapitalvekst

Formel 11-2 Verdi sysselsatt kapital

Etter vi har estimert verdien på sysselsatt kapital må vi trekke fra verdien på finansiell gjeld. Verdien på finansiell gjeld er nåverdien av fremtidige fri kontantstrømmer til finansiell gjeld og kan uttrykkes ved følgende formel:

$$VFG_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKFG_t}{(1 + fgk_1) \dots (1 + fgk_t)} + \frac{FKFG_{T+1}}{(1 + fgk_1) \dots (1 + fgk_T) * (fgk - fgv)}$$

VFG_0 = Verdi finansiell gjeld på tidspunkt 0, $FKFG_t$ = Fri kontantstrøm til finansiell gjeld i periode $t = 1, 2, \dots, T$,
 fgk_t = finansiell gjeldskrav i periode $t = 1, 2, \dots, T$, fgv = finansiell gjeldsvekst

Formel 11-3 Verdi finansiell gjeld

Fra tabell 11-2 kan vi se at fri kontantstrøm til sysselsatt kapital gir en selskapsverdi på 19 400 millioner kroner. Ved å trekke fra verdien på finansiell gjeld ender vi opp med en estimert verdi på egenkapitalen på 14 423 millioner kroner og en aksjepris på 128,42 kr.

Beløp i NOK 1 000 000

Tidspunkt År	0 2021	1 2022	2 2023	3 2024	4 2025	5 2026	6 2027	7 2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital		2 784	151	44	198	371	556	746	419	497	512
Diskonteringsfaktor (skk)		1,038	1,081	1,128	1,181	1,242	1,306	1,375	1,448		
Terminalvekst	0,03										
Terminalverdi	14 813								21 455		
Nåverdi	4 587	2 684	140	39	168	299	426	543	289		
Verdi sysselsatt kapital	19 400										
Verdi finansiell gjeld	4 977										
Egenkapitalverdi	14 423										
Antall aksjer per 30.11.2021	112 314 061										
Estimert aksjepris	128,42										

Tabell 11-2 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av sysselsatt kapitalmetode

11.2.1.1 Netto driftskapital-metoden

Verdien av netto driftskapital er nåverdien av fri kontantstrøm fra drift, diskontert med kravet til avkastning på netto driftskapital (Knivsflå, 2021n). Dette kan uttrykkes gjennom følgende formel:

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \dots (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \dots (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

$VNDK_0$ = Verdi netto driftskapital på tidspunkt 0, FKD_t = Fri kontantstrøm fra drift i periode $t = 1, 2, \dots, T$,
 ndk_t = netto driftskrav i periode $t = 1, 2, \dots, T$, ndv = netto driftskapitalvekst

Formel 11-4 Verdi netto driftskapital

For å finne verdien på egenkapitalen må vi trekke fra nåverdien av fremtidige fri kontantstrømmer til netto finansiell gjeld. Verdien av netto finansiell gjeld kan uttrykkes som følgende:

$$VNFG_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKNFG_t}{(1 + nfgk_1) \dots (1 + nfgk_t)} + \frac{FKNFG_{T+1}}{(1 + nfgk_1) \dots (1 + nfgk_T) * (nfgk - nfgv)}$$

$VNFG_0$ = Verdi netto finansiell gjeld på tidspunkt 0,

$FKNFG_t$ = Fri kontantstrøm til netto finansiell gjeld i periode $t = 1, 2, \dots, T$,

$nfgk_t$ = netto finansielt gjeldskrav i periode $t = 1, 2, \dots, T$, $nfgv$ = netto finansiell gjeldsvekst

Formel 11-5 Verdi netto finansiell gjeld

Fri kontantstrøm fra drift gir en selskapsverdi på 16 657 millioner kroner. Ved å trekke fra netto finansiell gjeld blir verdien på egenkapitalen på 13 747 millioner kroner og gir oss en estimert aksjepris på 122,40 kr.

Beløp i NOK 1 000 000

Tidspunkt År	0 2021	1 2022	2 2023	3 2024	4 2025	5 2026	6 2027	7 2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Fri kontantstrøm fra drift		747	213	107	257	425	603	785	482	497	512
Diskonteringskrav (ndk)		1,038	1,081	1,128	1,182	1,244	1,310	1,381	1,457		
Terminal vekst	0,03										
Terminalverdi	13 728								20 001		
Nåverdi	2 929	720	197	95	218	341	460	568	331		
Verdi netto driftskapital	16 657										
Verdi netto finansiell gjeld	2 911										
Egenkapitalverdi	13 747										
Antall aksjer per 30.11.2021	112 314 061										
Estimert aksjepris	122,40										

Tabell 11-3 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av netto driftskapitalmetoden

11.2.2 Egenkapitalverdimetoden

For å finne verdien av egenkapitalen i dag måtte vi ta nåverdien av forventet fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen. Formel 3-6 som ble presentert i kapittel 3.1.2.2 forutsetter konstant egenkapitalkrav. Ved å bruke formel 11-6 kan vi bruke egenkapitalkravene (ekk) for hvert år som ble estimert i kapittel 10.1.5.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \dots (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \dots (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}$$

VEK_0 = Verdi egenkapital på tidspunkt 0, FKE_t = Fri kontantstrøm til egenkapital i periode $t = 1, 2, \dots, T$,

$ekkt$ = egenkapitalkrav i periode $t = 1, 2, \dots, T$, ekv = egenkapitalvekst

Formel 11-6 Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Fra tabell 11-4 kan vi se resultatene fra fri kontantstrøm-modellen der vi får et estimat på 10 379 millioner kroner i 2021 for egenkapitalen til Grieg Seafood. Dette gir en aksjepris på 92,41 kroner. Siden vi i utbyttmodellen antar at fri kontantstrøm i sin helhet blir utbetalt som utbytte vil egenkapitalverdimodellen gi samme estimat som utbyttmodellen på egenkapitalverdien til Grieg Seafood.

Beløp i NOK 1 000 000

Punkt	0	1	2	3	4	5	6	7	T	T+1	T+2
År	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Fri kontantstrøm til egenkapital		1 800	-81	-94	12	134	283	441	326	465	478
Diskonteringsfaktor (ekk)		1,057	1,121	1,189	1,264	1,349	1,438	1,533	1,633		
Terminalvekst	0,03										
Terminalverdi	8 035								13 120		
Nåverdi	2 344	1 702	-72	-79	10	99	197	288	200		
Egenkapitalverdi	10 379										
Antall aksjer per 30.11.2021	112 314 061										
Estimert aksjepris	92,41										

Tabell 11-4 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av fri kontantstrøm-modellen

11.3 Estimert ved bruk av fundamental verdsettelse

Ovenfor har vi estimert verdien på egenkapitalen til Grieg Seafood ved bruk av ulike metoder. Dette har gitt oss tre ulike verdiestimat. Dette skyldes at avkastningskravene som ble budsjettert i kapittel er budsjettertvektet, og ikke verdivektet (Knivsfå, 2021n). Som følge av det vil utbyttmodellen gi forskjellig verdiestimat fra netto driftskapital-metoden som igjen gir forskjellig estimat fra sysselsatt kapital-metoden. For å komme frem til et endelig estimat på aksjeprisen til Grieg Seafood ved bruk av fundamental verdsettelse har vi løst dette ved å ta gjennomsnittet av estimatene fra de ulike modellen. Resultatet er vist i tabell 11-5.

Estimert aksjepris	
Utbyttmodellen	92,41
Sysselsatt kapital-metoden	128,42
Netto driftskapital-metoden	122,40
Estimat	114,41

Tabell 11-5 Estimert ved bruk av fundamental verdsettelse

11.4 Analyse av usikkerhet i estimatet

I dette kapittelet vil vi analysere usikkerheten knyttet til vårt verdiestimat. I kapittel 9 der vi utarbeidet et fremtidsregnskap tok vi en rekke forutsetninger som vil være en kilde til usikkerhet for vårt estimat. Vi vil gå grundigere inn på de budsjettdriverne vi har valgt ut og bruker Monte Carlo-simulering ved hjelp av Excel-verktøyet Crystal Ball for å analysere usikkerheten knyttet til vårt estimat på aksjeprisen. Monte Carlo-simulering kan være til god hjelp for å prøve å identifisere faktorer og budsjettpunkter som er mest kritiske for driften til Grieg Seafood. Vi har valgt simulering ovenfor scenario-analyse siden det lar oss endre på flere kritiske verdidrivere samtidig. Fordelen ved å bruke Monte Carlo-simulering gjennom Crystal Ball er at vi kan legge til korrelasjon mellom verdidrivere, samt at vi får en ferdig utarbeidet sensitivitetsanalyse.

11.4.1 Simuleringsanalyse

Simuleringsanalyse er å synliggjøre usikkerhet gjennom å gjøre kritiske verdidrivere til usikre eller altså stokastiske variabler for å få frem fordelingen til verdiestimatet istedenfor å bare operere med et punkttestimat (Knivsflå, 2021o). De kritiske verdidriverne vi valgte ut var driftsinntekstvekst, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler, risikofri rente etter skatt, markedets risikopremie, langsiktig finansiell gjeldsdel, egenkapitalbeta og vekst i terminalperioden. For å gjennomføre simuleringsanalysen benyttet vi oss av Monte Carlo-simulering med 1 000 000 trekninger i Crystal Ball. Vi vil i det neste delkapittelet gå gjennom ulike forutsetninger vi tok for å kunne gjennomføre Monte Carlo-simuleringen.

11.4.1.2 Forutsetninger kritiske budsjett og verdidrivere

For å kunne analysere usikkerheten rundt budsjett- og verdidriverne må vi ha forventet estimat og standardavvik. Tabell 11-6 viser historisk standardavvik for driftsinntekstvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler for analyseperioden. Ettersom at vi ikke har tilgang til årsrapporten fra 2011 for Grieg Seafood må vi i denne instansen benytte oss av perioden 2013-2021.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Standardavvik Grieg Seafood	Standardavvik bransje
Driftsinntekstvekst		17,28 %	10,86 %	72,91 %	42,02 %	7,22 %	6,88 %	10,31 %	-47,01 %	-3,11 %	0,305	0,101
Netto driftsmargin	-8,14 %	10,64 %	7,91 %	1,18 %	13,17 %	9,70 %	10,74 %	9,85 %	3,69 %	1,95 %	0,061	0,047
Omløpshastighet netto driftseiendeler		0,685	0,687	1,077	1,410	1,367	1,323	1,241	0,658	0,618	0,322	0,155

Tabell 11-6 Historiske standardavvik for budsjettdriverne

Driftsinntektsvekst

Estimert driftsinntektsvekst for alle budsjettpunktene er blitt utarbeidet i kapittel 9. Ved å utregne standardavviket for historisk driftsinntekstvekst for Grieg Seafood får vi et standardavvik på 30,54%. I budsjettpunkt 1 og 2 har vi valgt å benytte oss av dette standardavviket fordi vi ikke ser noe årsak til at det vil endre seg i fremtiden. Årsaken til det høye standardavviket skyldes at selskapet ble hardt rammet av den globale pandemien som kom i 2020. Selv om dette kan anses som et høy standardavvik – i forhold til bransjen – forutsetter vi at det vil fortsette med dette i nærmeste fremtid også. Det er på bakgrunn av at pandemien holder enda på å skape frykt i samfunnet og at usikkerheten rundt første høsting av laks på virksomheten i Newfoundland. I budsjettpunkt M har vi lagt til grunn en økning i standardavviket på 15% som gir et standardavvik på 35,12%. Grunnen til dette er at vi ser for oss at usikkerheten er større på mellomlang sikt enn kort sikt.

I alle budsjettpunkt – utenom budsjettpunkt T – har vi valgt en normal sannsynlighetsfordeling. Årsaken til at vi benytter oss av en uniform sannsynlighetsfordeling i T er at vi forutsetter at driftsinntektsveksten til selskapet ikke kan være høyere enn langsiktig vekst i økonomien – som vi forutsatte i kapittel 9 var på 3%. En uniform sannsynlighetsfordeling gir oss muligheten til å bestemme intervallet til driftsinntekstveksten – hvor vi har satt et intervall på 1%-4%. Vi anser det som urimelig at driftsinntekstveksten i T for Grieg Seafood i T vil overstige 4% eller være under 1% som er vesentlig lavere enn forventet inflasjon. Tabell 11-7 oppsummerer forutsetningene vi tok angående driftsinntekstvekst.

Budsjettpunkt	År	Estimert driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2022	10,00 %	30,54 %	Normal
Budsjettpunkt 2	2023	3,00 %	30,54 %	Normal
Budsjettpunkt 3	2025	9,00 %	35,12 %	Normal
Budsjettpunkt 4	2029	3,00 %	U(1%, 4%)	Uniform

Tabell 11-7 Forutsetninger for driftsinntektsvekst for Grieg Seafood

Netto driftsmargin

For budsjettpunkt 1 og 2 benytter vi oss av historisk standardavvik for netto driftsmargin. For å reflektere at på mellomlang sikt vil det være større risiko enn på kort sikt har vi økt standardavviket med 50% til budsjettpunkt M. På lang sikt vil det være mindre usikkerhet enn for kort og mellomlang sikt og fastsetter derfor at standardavviket i budsjettpunkt T blir 4%. Tabell 11-8 oppsummerer forutsetningene vi tok angående netto driftsmargin.

Budsjettpunkt	År	Estimert netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2022	6,00 %	6,10 %	Normal
Budsjettpunkt 2	2023	2,00 %	6,10 %	Normal
Budsjettpunkt M	2025	4,67 %	9,16 %	Normal
Budsjettpunkt T	2029	10,00 %	4,00 %	Normal

Tabell 11-8 Forutsetninger for netto driftsmargin for Grieg Seafood

Omløpshastighet netto driftseiendeler

Slik som med driftsinntekstvekst og netto driftsmargin benytter vi oss av historisk standardavvik for budsjettpunkt 1 og 2 for standardavviket til omløpshastighet netto driftseiendeler. For budsjettpunkt M blir standardavviket 15% prosent høyere enn i budsjettpunkt 1 og 2 ettersom risikoen er større på mellomlang sikt. For budsjettpunkt T fastsetter vi at standardavviket blir 18% ettersom at på lang sikt vil det være mindre usikkerhet enn for kort og mellomlang sikt. Tabell 11-9 oppsummerer forutsetningene vi tok angående omløpet til netto driftseiendeler.

Budsjettpunkt	År	Estimert omløpshastighet netto driftseiendeler	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2022	0,600	32,18 %	Normal
Budsjettpunkt 2	2023	0,657	32,18 %	Normal
Budsjettpunkt M	2025	0,772	37,00 %	Normal
Budsjettpunkt T	2029	1,002	18,00 %	Normal

Tabell 11-9 Forutsetninger for omløpshastighet netto driftseiendeler for Grieg Seafood

Andre kritiske faktorer

Det er flere faktorer enn de ovenfor som vil kunne påvirke verdiestimatene vi har fått fra de ulike verdsettelsesmetodene. Vi må også se på usikkerheten rundt avkastningskravet. Ved å overvurdere avkastningskravet vil verdiestimatene våre bli undervurdert, fordi da vil nåverdien av fremtidige kontantstrømmer bli lavere som følge av høyere diskonteringsfaktor. Det samme gjelder dersom vi undervurdere avkastningskravene, da vil nåverdien av fremtidige kontantstrømmer bli høyere som følge av lavere diskonteringsfaktor, som vil overvurdere verdiestimatene vi har fått. Kritiske faktorer som påvirker avkastningskravet er langsiktig risikofri rente etter skatt, egenkapitalbeta, markedets risikopremie og langsiktig finansiell gjeldsdel. Terminalvekst er også en faktor som påvirker verdiestimatene med en konstantvekst når selskapet når «steady state». Tabell 11-10 oppsummerer forutsetningene for hver faktor og inputen vi har brukt i Crystal Ball for vår Monte Carlo-simulasjon.

Kritiske faktorer	År	Estimert verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Langsiktig risikofri rente etter skatt	2029	2,51 %	U(0%, 4%)	Uniform
Markedets risikopremie	2029	5,00 %	U(4,5%, 5,5%)	Uniform
Langsiktig finansiell gjeldsdel	2029	50,00 %	U(45%, 55%)	Uniform
Egenkapitalbeta	2021	0,848	35,18 %	Normal
Vekst terminal	2029	3,00 %	U(1%, 4%)	Uniform

Tabell 11-10 Forutsetninger for andre kritiske faktorer

Risikofri rente etter skatt er en kritisk faktor for avkastningskravet fordi den er basisen for utregningen av avkastningskrav. En risikabel investering må kunne gi en premium over den risikofrie renten. Hvis ikke investoren blir kompensert for å holde risiko vil han/hun velge å investere i det risikofrie. Derfor må avkastningskravet alltid være høyere eller lik den risikofrie renten. Hvor mye bestemmes av egenkapitalbetaen til selskapet og markedsrisikopremien.

Forventet langsiktig risikofri rente etter skatt er på 2,51%, som ble utregnet i kapittel 10.1.1. Den risikofrie langsiktige risikofrie renta er uniform fordelt, hvor nedre grense er på 0% øvre grense er på 4%. Vi har satt nedre grense på 0% fordi vi ser at i nyligere tid har den vært veldig nære 0% for å stabilisere økonomien og vi ser det på som urimelig at den vil være over 4% i fremtiden. Egenkapitalbetaen bestemmes av å måle den relative volatiliteten til aksjekursen til Grieg Seafood i forhold til OSEBX. Beta måler risikoen til selskapet i forhold til markedet. Høy beta betyr større svingninger og usikkerhet, som gir høyere avkastningskrav. Forventet verdi for aksjebetaen er 0,848 som ble utregnet i kapittel 7.2.3. Standardavviket til aksjebetaen er på 35,18%. Det finner vi ved å ta standardavviket til løpende betaestimatet måned for måned i analyse periode. Markedsrisikopremie er den avkastningen markedet gir utover den risikofrie renta. Høyere markedsrisikopremie gir høyere avkastningskrav. Forventet markedsrisikopremie er på 5% som ble diskutert i kapittel 10.1.3. Denne faktoren er også uniform fordelt, hvor vi har satt en øvre og nedre grense på henholdsvis 4,5% og 5,5%.

Langsiktig finansiell gjeldsdel påvirker avkastningskravene ved at dersom selskapet har høyere gjeldsdel øker det risikoen for aksjonærene. På sikt forventes langsiktig finansielle gjeldsdel å gå mot 50% (Knivsflå, 2021k). Vi setter en øvre og nedre grense på henholdsvis 45% og 55%. Terminalvekst er en kritisk faktor fordi den påvirker verdiestimatene ved fremtidig konstantvekst. Ved å overvurdere terminalveksten vil verdiestimatene våre bli overvurdert. Forventer vi for høy langsiktig vekst vil estimert aksjepris bli urealistisk høy. Vi forventer at langsiktig vekst skal være 3%, dette ble diskutert i kapittel 9. Langsiktig vekst er uniformfordelt hvor vi har satt en øvre og nedre grense på henholdsvis på 1% og 4%.

Korrelasjon mellom drivere

I Crystal Ball er det mulig å ta hensyn til korrelasjon mellom de ulike driverne. Dette er noe vi har tatt hensyn til ettersom korrelert trekning innebærer at utfallet av en trekning påvirker utfallet av en eller flere andre trekninger (Knivsflå, 2021o). Tabell 11-11 oppsummerer korrelasjoner vi la inn i Crystal Ball.

	Driftsinntektsvekst	Omløpshastighet netto driftseiendeler	Finansiell gjeldsdel i T	Markedets risikopremie	Risikofri rente	Terminalvekst
Netto driftsmargin	0,3	-0,2	0,5			
Driftsinntektsvekst T				0,2	0,2	0,7

Tabell 11-11 Korrelasjon mellom ulike drivere

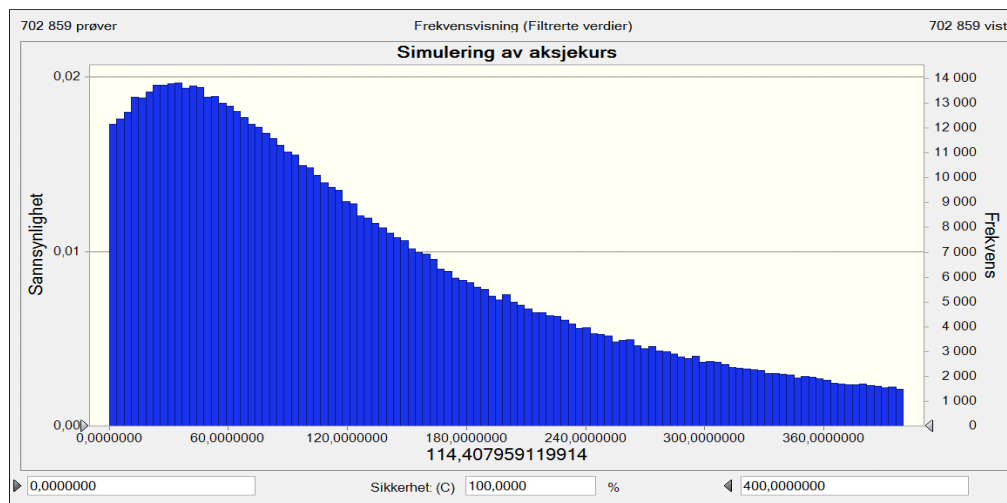
Vi fastsetter at korrelasjonen mellom netto driftsmargin og driftsinntektsvekst er på 0,3. Grunnen til dette er at netto driftsmargin gjerne følger veksten i driftsinntekten. Korrelasjonen mellom omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin forutsetter vi at er -0,2. Ifølge Knivsflå (2021o) så vil selskaper som har høy driftsmargin ofte ha lavt omløp på netto driftskapital. Langsiktig finansiell gjeldsdel og netto driftsmargin har en positiv korrelasjon fordi selskaper med høy netto driftsmargin er i stand til å øke andelen av finansiell gjeld og betjene rentekostnadene dette medfører. Vi fastsetter derfor en korrelasjon på 0,5 mellom disse.

Driftsinntektsveksten i T korrelerer med 0,2 med både markedets risikopremie og risikofri rente. Driftsinntektsveksten har en positiv korrelasjon med risikofri rente i «steady state» fordi det viser seg at sentralbanker senter ned renta for å stimulere økonomien når veksten er lav (Knivsflå, 2021o). Vi forutsetter også at driftsinntektsvekst i «steady state» vil ha en høy korrelasjon med terminalveksten på 0,7. Det er fordi på lang sikt forventes det at veksten til selskapet konvergerer og er tilnærmet lik veksten i økonomien.

11.4.1.3 Monte Carlo simulering

Ved bruk av Crystal Ball gjennomførte vi en Monte Carlo simulering med 1 000 000 trekninger. Vi valgte å sette et intervall for aksjekursen på 0 – 400. Nedre grensen er på 0 siden aksjonærene har avgrenset ansvar. Eierne kan ikke tape mer enn den investert kapitalen de har plassert i selskapet (egenkapitalen). De står ikke til ansvar for tap utover egenkapitalen, derfor gir det ikke mening å ha en aksjekurs lavere enn 0. Øvre grensen er satt til 400 fordi vi anser det som lite sannsynlig at aksjeprisen vil komme på et nivå over dette. Base caset i simuleringen blir 114,41 kr som er det fundamentale verdiestimatet. Figur 11-1 viser

simuleringsfiguren vi fikk da vi gjennomførte Monte Carlo simuleringen i Crystal Ball. Her se vi at aksjekursen har en log normal fordeling.



Figur 11-1 Monte Carlo-simulering

Statistics:	Forecast values
Trials	702 859
Base Case	114,4080
Mean	127,1130
Median	102,4176
Mode	1,5577
Standard Deviation	97,8138
Variance	9 567,5474
Skewness	0,8558
Kurtosis	2,89
Coeff. of Variation	0,7695
Minimum	0,0004
Maximum	399,9977
Mean Std. Error	0,1166
Filtered Values	297141

Tabell 11-12 Output fra Monte Carlo-simuleringen

Fra tabell 11-12 kommer det frem informasjon fra simuleringen som er nyttig å analysere. Vi vil nå forklare hva de ulike statistikkene betyr for vår analyse. Vi noterer oss at av 1 000 000 trekninger ble det 702 859 trekninger som havnet innenfor intervallet vårt på 0 – 400 for aksjeprisen. Fra tabell 11-12 ser vi at gjennomsnittskursen for simuleringen ble på 127,11 som er høyere enn vår fundamentale aksjepris. Fra simuleringen fikk vi et prosentvis standardavvik på 76,95% som tilsier at det er stor usikkerhet til vårt fundamentale verdiestimat. Videre ser vi også at minimum observasjonen på aksjekursen er på 0,0001. Det tyder på at det har blitt gjort trekninger hvor selskapet er nære ved å gå konkurs.

11.4.1.4 Sensitivitetsanalyse

I Crystal Ball er det ulike verktøy for å analysere sensitivitet. Vi velger å benytte oss av variasjonsanalyse og en tornadoanalyse. Variasjonsanalysen vil bli gjennomgått først, før vi avslutter med en tornadoanalyse.

Variasjonsanalyse

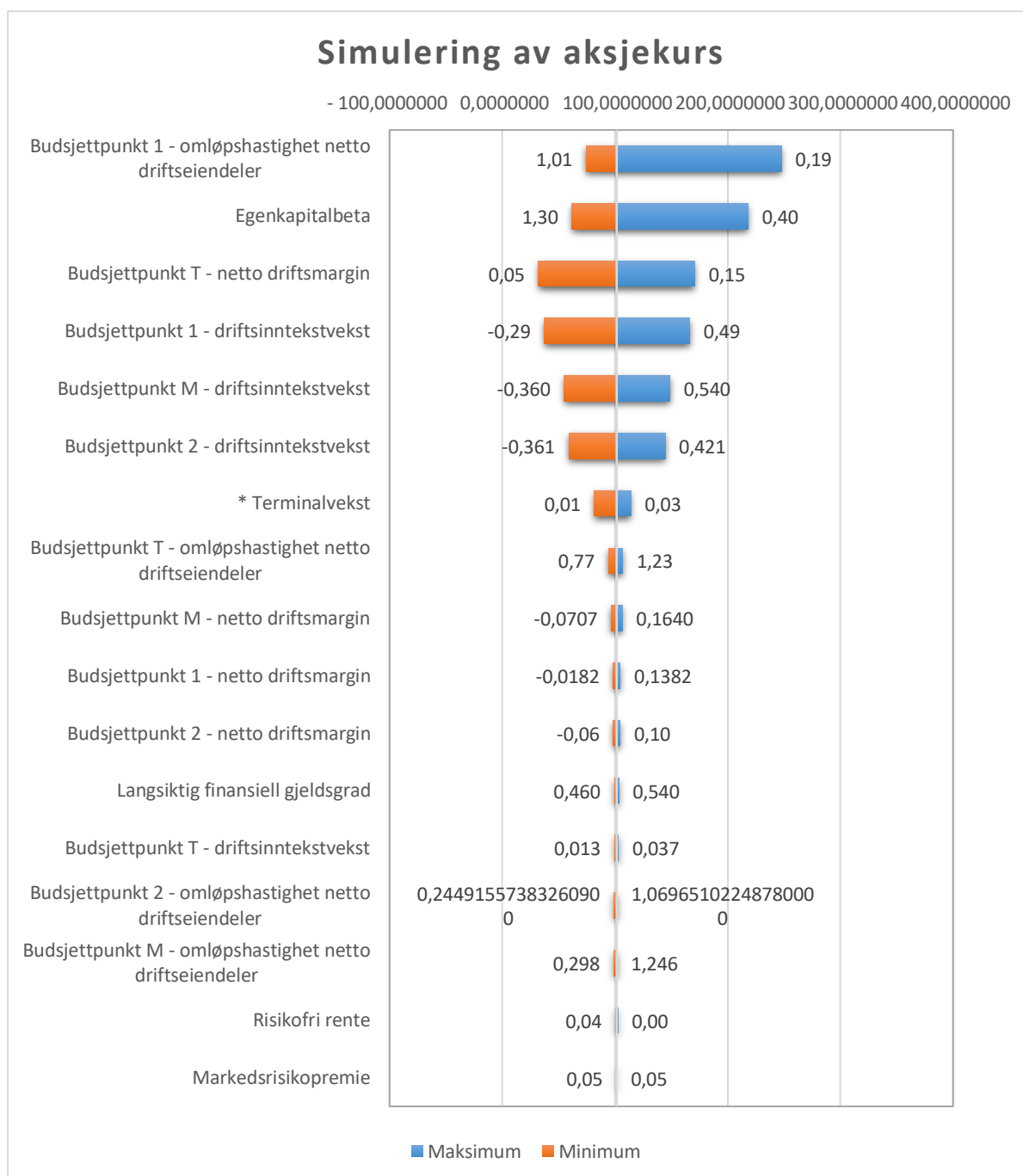
Variasjonsanalyse er en analyse av hvor mye av variasjonen til verdiestimatet som skyldes variasjonen i den enkelte usikre variabel (Knivsflå, 2021o). Tabell 11-13 oppsummerer variasjonsanalysen gjennomført i Crystal Ball. Det kommer frem av tabellen at det er omløpshastighet netto driftseiendeler i budsjettpunkt 1 som bidrar mest til variasjonen for aksjekursen til Grieg Seafood. Den forklarer hele 27,83% av variasjonen i estimert aksjepris. Det betyr at netto driftseiendeler sin evne til å skape inntekter på kort sikt har størst forklaringskraft på variasjonen til kursen. Verdidriveren med nest størst forklaringskraft på variasjonen til aksjekursen er egenkapitalbetaen, som forklarer 22,63% av variasjonen. Det betyr at volatiliteten til Grieg Seafood relativt til markedet har stor betydning på variasjonen i aksjeprisen. Videre er netto driftsmargin nummer tre med en forklaringskraft på 17,84%. Netto driftsmargin i budsjettpunkt T påvirker netto driftsresultat som igjen påvirker fri kontantstrøm fra drift. De tre neste variablene som har den største påvirkningen på vårt estimat er driftsinntektsveksten i henholdsvis budsjettpunkt 1, budsjettpunkt M og budsjettpunkt 2. Dette indikerer også at veksten i driftsinntekten er også en viktig driver for aksjeprisen. På motsatt side av listen finner vi markedsrisikopremie og risikofri rente som viker å ha veldig liten forklaring på variasjonen til aksjeprisen.

Input variabler	Forklaring av
Budsjettpunkt 1 - omløpshastighet netto driftseiendeler	27,8260%
Egenkapitalbeta	22,6266 %
Budsjettpunkt T - netto driftsmargin	17,8399 %
Budsjettpunkt 1 - driftsinntekstvekst	15,4566 %
Budsjettpunkt M - driftsinntekstvekst	8,1459 %
Budsjettpunkt 2 - driftsinntekstvekst	6,7813 %
* Terminalvekst	0,9694 %
Budsjettpunkt T - omløpshastighet netto driftseiendeler	0,1479 %
Budsjettpunkt M - netto driftsmargin	0,0876 %
Budsjettpunkt 1 - netto driftsmargin	0,0361 %
Budsjettpunkt 2 - netto driftsmargin	0,0349 %
Langsiktig finansiell gjeldsgrad	0,0146 %
Budsjettpunkt T - driftsinntekstvekst	0,0104 %
Budsjettpunkt 2 - omløpshastighet netto driftseiendeler	0,0101 %
Budsjettpunkt M - omløpshastighet netto driftseiendeler	0,0090 %
Risikofri rente	0,0036 %
Markedsrisikopremie	0,0001 %
Sum	100,00%

Tabell 11-13 Budsjettvariablenes bidrag til variansen

Tornadoanalyse

Et tornadodiagram er et spesielt søylediagram som er det grafiske resultatet av en komparativ sensitivitetsanalyse (Knivsflå, 2021o). Tornadoanalysen skal gi oss som analytikere en idé om hvilke faktorer som er de mest kritiske for beslutningen vi skal ta. Figur 11-2 viser tornadoanalysen for aksjen til Grieg Seafood. Der kommer det frem at dersom omløpshastighet netto driftseiendeler i budsjettpunkt 1 er 0,19 vil aksjekursen til Grieg Seafood være rundt 250 kr som gir størst oppside potensial. På motsatt side så vil omløpshastighet netto driftseiendeler i budsjettpunkt 1 på 1,01 føre til at aksjeprisen blir rundt 75 kr for Grieg Seafood. Videre ser vi at dersom Grieg Seafood har en egenkapitalbeta på 0,4 vil aksjeprisen blir rundt 220kr. Øker betaen opp til 1,3 vil aksjeprisen være rundt 60 kr. Dette betyr at dersom den desto lavere den systematiske risikoen er desto høyere blir aksjeprisen. Netto driftsmargin i T er den driveren som gir størst nedsidepotensial. En netto driftsmargin på 5% i «steady state» gir en estimert aksjepris på rundt 32 kr. Det vi kan konstatere fra tornadoanalysen er at det er usikkerhet knyttet til vårt estimat og at aksjeprisen til selskapet kan variere veldig.



Figur 11-2 Tornadoanalyse

11.5 Oppsummering

I dette kapittelet har vi gjennomført en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood ved hjelp av utbyttmodellen og diskonterte kontantstrømmmodeller. Disse modellene ga oss ulike estimat på egenkapitalen til Grieg Seafood. Det skyldes at avkastningskravene for de ulike metodene ikke er verdivektet. Et unntak er utbyttmodellene og fri kontantstrøm til egenkapital som ga samme verdiesimat. Det skyldes at vi forutsatte at fri kontantstrøm til

egenkapital ble i sin helhet utbetalt som utbytte. Ved å ta gjennomsnittet av estimatene ga det oss et fundamentalt verdiestimat på 114,1 kr for aksjen.

Gjennom å kjøre en Monte Carlo-simulering kunne vi si noe om hvor stor usikkerhet det knytter seg til estimatene våre. For 1 000 000 trekninger ble simulert aksjepris på 127,11 kr med et standardavvik på 76,95%. Det betydelige høye standardavvik bekrefter at det er risiko og usikkerhet rundt vår analyse. Fra sensitivitetsanalysen kom det frem at det var kortsiktig omløpshastighet netto driftseiendeler (budsjettpunkt 1) som er den mest kritiske verdidriveren for Grieg Seafood. Nummer to var egenkapitalbetaen som også viste seg å være viktig faktor for volatiliteten i aksjeprisen. På tredje plass er langsiktig netto driftsmargin (budsjettpunkt T) som forklarer mest av variasjonen for verdiestimatet vårt. Videre er også driftsinntekstveksten på kort og mellomlangsigte kritiske faktorer for driften til Grieg Seafood. For å ta hensyn til usikkerheten ved vårt fundamentale verdiestimat velger vi å benytte oss av en supplerende verdsettelse herunder komparativ verdsettelse. Selv om det er stor usikkerhet knyttet til vårt fundamentale estimat mener vi dette er et rimelig estimat og velger å fortsette med dette.

12. Supplerende verdsettelse

I dette kapittelet vil vi utføre en komparativ verdsettelse av Grieg Seafood for å supplere den fundamentale verdsettelsen. I kapittel 3.2 har vi gjennomgått grunnleggende teori i forhold til komparativ verdsettelse. Vi mener det for vår analyse er hensiktsmessig å supplere med en annen metode for å redusere usikkerheten knyttet til vårt fundamentale verdiestimat. For hver av multiplene har vi benyttet oss av medianen istedenfor gjennomsnittet. Grunnen til dette er at ifølge Knivsflå (2021p) vil medianen være mindre påvirket av ekstreme multiplikatorer enn gjennomsnittet. Da vi regnet ut de ulike multiplene så vi at det var ekstreme verdier for alle disse og at vi ville derfor bruke medianen istedenfor gjennomsnittet for å komme frem til multiplikatoren. Innenfor komparativ verdsettelse vil vi benytte oss av multiplikatormodellen istedenfor substansmodellen. Grunnen til dette er at i praksis er substansverdimodellen mest relevant i bransjer som eiendom, shipping og investering (Kaldestad & Møller, 2016, s. 246). I disse bransjene blir eiendeler ofte omsatt mellom de ulike aktørene.

12.1 Komparativ verdsettelse (multippelvurderinger)

Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 221) så vil en ved å verdi vurdere ved hjelp av multipler gjøre dette ved å ta utgangspunkt i et regnskapstall og så multiplisere med en faktor. For vår analyse vil dette innebære at vi må se på denne sammenhengen hos de konkurrentene vi valgte ut slik at vi kan få et estimat på verdien av Grieg Seafood. I motsetning til den inntjeningsbasert metoden estimerer vi her nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte (Kaldestad & Møller, 2016, s. 222). De multiplene vi vil benytte oss av er henholdsvis: pris/bok, pris/fortjeneste, EV/EBITDA, EV/EBIT og EV/kg. Tabell 12-1 oppsummerer aksjekurs, antall aksjer og markedsverdi for Grieg Seafood og komparative selskaper – som er nødvendig i en komparativ verdsettelse.

	Grieg Seafood	Mowi	Lerøy Seafood	SalMar
Aksjekurs (30.11.2021)	80,00	206,20	63,94	573,80
Antall aksjer	112 314 061	517 111 091	595 475 920	117 697 638
Markedsverdi egenkapital	8 985 124 880	106 628 306 964	38 074 730 325	67 534 904 684

Tabell 12-1 Aksjekurs, antall aksjer og markedsverdi for Grieg Seafood og komparative selskaper

12.1.1 Pris/bok-multippel

En fordel med denne multippel er at den er svært enkel å bruke. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 233) kan den gi en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. For Grieg Seafood vil en høy pris/bok indikere at markedet forventet at selskapet vil kunne klare å skape merverdier på eiendelene de besitter. En svakhet med multippel er at regnskapsmessige effekter kan medføre at to ellers identiske selskaper får ulike multiplikatorer (Kaldestad & Møller, s. 233).

Formelen for pris/bok er som følger:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Formel 12-1 Pris/bok-multippel

Fra tabell 12-2 kan en se at resultatet fra pris/bok-multippel gir et verdiestimat på 120,78 for aksjen til Grieg Seafood. Videre kan vi også se at Grieg Seafood har en lavere multippel i forhold til sine konkurrenter. Det kan være et signal på at markedsverdien til Grieg Seafood er undervurdert av markedet i forhold til konkurrentene. Pris/bok-multippel indikerer også hvor mye aksjonærene betaler for det selskapet sitter igjen med etter å likvidere eiendelene dersom selskapet går konkurs. Lav multippel her betyr at aksjonærene sitter igjen med en større del etter en eventuell likvideringsprosess.

	Grieg Seafood	Mowi	Lerøy Seafood	SalMar
Markedsverdi egenkapital	8 985 124 880	106 628 306 964	38 074 730 325	67 534 904 684
Bokført egenkapital	4 866 003 000	31 781 389 938	17 146 646 000	11 719 000 000
Pris/Bok	1,85	3,36	2,22	5,76
Median pris/bok	2,79			
Verdianslag	13 565 418 898			
Antall aksjer	112 314 061			
Estimert aksjepris	120,78			

Tabell 12-2 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av pris/bok-multippel

12.1.2 Pris/fortjeneste-multippel

Pris/fortjeneste-multippel er mye anvendt i praksis ettersom den ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 228) både er enkel å bruke og å kommunisere. For selskaper som har nådd en stabil vekstfase, kan resultatet være et bra estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 229). En vesentlig ulempe med multippel er at den ignorerer sentrale

faktorer i verdsettelse som eksempelvis forskjeller i risiko og kapitalbehov (Kaldestad & Møller, 2016, s. 229).

Formelen for pris/fortjeneste er som følger:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Formel 12-2 Pris/fortjeneste-multippel

Fra tabell 12-3 kan en se at resultatet fra pris/fortjeneste-multippel gir et verdiesimat på 26,17 for aksjen til Grieg Seafood. Her ser vi at Grieg Seafood har en mye høyere pris/fortjeneste enn konkurrenten. Grunnen til dette er at Grieg Seafood fikk et veldig lavt resultat etter skatt i 2021 som følge av pandemien og biologiske utfordringer. Konkurrentene ble ikke like hardt rammet. Denne høye multippel til Grieg Seafood betyr at de har en fortjeneste som er veldig lavt i forhold til markedsverdien, dette kan tyde på at selskapet er relativt overvurdert i forhold til sine konkurrenter.

	Grieg Seafood	Mowi	Lerøy Seafood	SalMar
Markedsverdi egenkapital	8 985 124 880	106 628 306 964	38 074 730 325	67 534 904 684
Resultat etter skatt	83 032 163	4 054 926 096	1 033 234 732	1 989 668 689
Pris/fortjeneste	108,21	26,30	36,85	33,94
Median pris/fortjeneste	35,40			
Verdianslag	2 939 040 409			
Antall aksjer	112 314 061			
Estimert aksjepris	26,17			

Tabell 12-3 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av pris/fortjeneste-multippel

12.1.3 EV/EBITDA-multippel

Metoden gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften på selskapene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 231) så vil en ved å måle driftsresultat før avskrivninger ekskludere forskjeller som oppstår på grunn av ulik avskrivningsprofil og goodwill, samt tilfeldige finansinntekter. En ulempe med multippel er at den ignorerer viktige elementer som forskjeller i risiko og fremtidige investeringsbehov (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231).

Formelen for EV/EBITDA er som følger:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

Formel 12-3 EV/EBITDA-multippel

Fra tabell 12-4 kan en se at EV/EBITDA-multippel gir et verdiestimat på 65,81 kr for aksjen. Dette kan antyde at verdien til Grieg Seafood er overvurdert i markedet. Grieg Seafood har en multippel på 24,41 som er noe høyere enn konkurrentene. En høy multippel her betyr at Grieg Seafood har et lavere netto driftsresultat før avskrivninger i forhold til enterprise value (selskapsverdi) enn konkurrentene sine. En årsak til at Grieg Seafood har en høyere multippel er på grunn av at de måtte ta opp ekstra finansiell gjeld som følge av utfordringene som de opplevde i 2020 og 2021.

	Grieg Seafood	Mowi	Lerøy Seafood	SalMar
Markedsverdi egenkapital	8 985 124 880	106 628 306 964	38 074 730 325	67 534 904 684
Netto rentebærende gjeld	2 923 451 826	18 544 255 716	5 845 619 194	5 192 926 052
EBITDA	487 825 000	7 848 546 610	2 264 308 937	3 177 100 000
EV/EBITDA	24,41	15,95	19,40	22,89
Median EV/EBITDA	21,14			
Verdianslag	7 391 135 477			
Antall aksjer	112 314 061			
Estimert aksjepris	65,81			

Tabell 12-4 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av EV/EBITDA-multippel

12.1.4 EV/EBIT-multippel

Denne multippel kan ved første øyekast kan se identisk ut som EV/EBITDA-multippel. Forskjellen er at EV/EBIT tar til en viss grad hensyn til investeringsbehovet gjennom å inkludere avskrivninger (Kaldestad & Møller, 2016, s. 232). En ulempe med multippel er at ettersom EBIT er resultatet etter avskrivninger, kan forskjeller i avskrivninger og nedskrivning av goodwill og andre eiendeler slå inn (Kaldestad & Møller, 2016, s. 232).

Formelen for EV/EBIT er som følger:

$$\frac{\text{EV}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

Formel 12-4 EV/EBIT-multippel

Fra tabell 12-5 kan en se at EV/EBIT-multippel gir et verdiestimat på 7,95 kr for aksjen. Grieg Seafood har en multippel som er nesten 3 ganger så stor som multiplene til konkurrentene. Det skyldes av store avskrivninger i forhold til driftsresultat før avskrivninger (EBITDA) for Grieg Seafood i 2021. Derfor vil verdiestimatet for Grieg Seafood bli veldig lavt ved å bruke medianen fordi driftsresultatet ikke forsvarer en multippel på 36 som ligger nærmere konkurrentene. Dette kan antyde at aksjekursen til Grieg Seafood er overvurdert.

	Grieg Seafood	Mowi	Lerøy Seafood	SalMar
Markedsverdi egenkapital	8 985 124 880	106 628 306 964	38 074 730 325	67 534 904 684
Netto rentebærende gjeld	2 923 451 826	18 544 255 716	5 845 619 194	5 192 926 052
EBIT	104 976 000	4 092 094 285	1 051 656 937	2 350 600 000
EV/EBIT	113,44	30,59	41,76	30,94
Median EV/EBIT	36			
Verdianslag	892 589 238			
Antall aksjer	112 314 061			
Estimert aksjepris	7,95			

Tabell 12-5 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av EV/EBIT-multippel

12.1.5 EV/Kg-multippel

EV/Kg-multippel er en ikke-finansiell multippel som blir brukt mye når en skal verdsettelse selskaper som driver med lakseoppdrett. Denne tar for seg forholdet mellom selskapsverdi og produksjonsvolum. For produksjonsvolum har vi valgt å benytte oss av hva de ulike selskapene har budsjettert med i 2021. Slaktevolumet i 2021 for hvert selskap er blitt hentet fra siste tilgjengelig kvartalsrapporter hvor de kommer med eget estimat for året. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$\frac{EV}{Kg} = \frac{Selskapsverdi}{Slaktevolum}$$

Formel 12-5 EV/Kg-multippel

Fra tabell 12-6 kan en se at EV/Kg-multippel gir et verdiestimat på 141,88 for aksjen til Grieg Seafood. Høyt slaktevolum i forhold til selskapsverdi vil gi en lavere multippel. Vi ser i tabellen at Grieg Seafood har en lavere EV/Kg-multippel enn konkurrentene sine. Ved å se på hvor høyt slaktevolumet til Grieg Seafood er i forhold til markedsverdien kan det antyde at aksjekursen er undervurdert.

	Grieg Seafood	Mowi	Lerøy Seafood	SalMar
Markedsverdi egenkapital	8 985 124 880	106 628 306 964	38 074 730 325	67 534 904 684
Netto rentebærende gjeld	2 923 451 826	18 544 255 716	5 845 619 194	5 192 926 052
Slaktevolum (kg)	77 000 000	450 000 000	207 500 000	177 000 000
EV/Kg	154,66	278,16	211,66	410,89
Median EV/Kg	244,91			
Verdianslag	15 934 833 214			
Antall aksjer	112 314 061			
Verdiestimat	141,88			

Tabell 12-6 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av EV/Kg-multippel

12.2 Komparativt verdiestimat

Nå som vi har utregnet ut verdiestimat for alle multiplene kan vi oppnå et verdiestimat for aksjen. Vi velger å vekte alle multiplene likt for å komme frem til et estimat. Fra tabell 12-7 kan en se at ved lik vektning blir estimatet på 72,52 kr. Dette estimatet er mindre enn vårt fundamentale verdiestimat. Dette innebærer at komparativ verdsettelse gir et mer negativt syn på verdien til aksjen i forhold til fundamental verdsettelse. Vi vil i det neste kapittelet presentere vårt endelige estimat av aksjen som er basert på vår fundamentale verdsettelse og den komparative verdsettelsen.

	Pris/Bok	Pris/Fortjeneste	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Kg	Gjennomsnitt
Estimert aksjepris	120,78	26,17	65,81	7,95	141,88	72,52

Tabell 12-7 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av komparativ verdsettelse

13. Konklusjon, endelig estimat og handlingsstrategi

Formålet ved denne masterutredningen var å gjennomføre en verdsettelse av Grieg Seafood den 30.11.2021, hvor vi skal komme med en handlingsstrategi for en investor. Vi har i hovedsak benyttet oss av fundamental verdsettelse for å estimere verdien på egenkapitalen til selskapet, hvor vi supplerer dette med en komparativ verdsettelse hvor vi bruker multipler som vi anser som viktige og relevante.

13.1 Oppsummering av analysen

Som en del av vår analyse foretok vi en strategisk analyse av Grieg Seafood og oppdrettsbransjen. I den strategiske analysen kom vi frem til at oppdrettsbransjen var en attraktiv bransje å operere i, men at Grieg Seafood ikke innehar noen selskapsspesifikke ressursfordeler i forhold til bransjen. Etter den strategiske analysen omgrupperte vi regnskapene til Grieg Seafood og konkurrentene som gjorde forholdstallanalyse mulig. I risikoanalysen kom vi frem til at selskapet ikke har noen kritisk likviditet eller soliditetsrisiko de må ta umiddelbare hensyn til. Det ble også beregnet historiske avkastningskrav for Grieg Seafood for å kunne fortsette vår analyse. Vi tok også og analyserte selskapet sin lønnsomhet der vi undersøkte om Grieg Seafood hadde noen strategiske fordeler. Her kom vi frem til at bransjefordelen trekker den strategiske fordel markant opp og at Grieg Seafood ikke innehar noen selskapsspesifikke interne ressursfordeler sammenlignet med bransjen.

For å kunne gjennomføre en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood måtte vi utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav for selskapet. Den strategiske fordel endte på 7,40% hvor det var strategisk fordel fra drift og gearingfordel drift som var de største drivkreftene bak Grieg Seafood sin fremtidige strategiske fordel. I den fundamentale verdsettelsen av aksjen til Grieg Seafood benyttet vi oss av både egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Det fundamentale estimatet ble på 114,41 som antyder at aksjen er undervurdert i markedet den 30.11.2021. Vi analyserte usikkerheten knyttet til vårt fundamentale estimat gjennom en Monte Carlo simulering ved bruk av Excel-verktøyet Crystal Ball. Fra simuleringen kom det frem at det er knyttet stor usikkerhet til det fundamentale estimatet. For å ta hensyn til denne usikkerheten benyttet vi oss av en supplerende verdsettelsesmodell, herunder komparativ verdsettelse. I den komparative verdsettelsen benyttet vi oss av 5 multipler som ga et

verdiestimat på 72,52 kr. Dette antyder at aksjen er noe overvurdert i markedet basert på komparativ verdsettelse, med en aksjekurs på 80,00 kr.

13.2 Endelig estimat

Vi hadde følgende hovedproblemstilling:

«Hva er den fundamentale verdien av aksjen til Grieg Seafood ASA den 30.11.2021?»

Den fundamentale verdsettelsen vi gjennomførte i kapittel 11 ga oss en verdi på 114,41 kr per aksje for Grieg Seafood.

Vi valgte også å utføre en komparativ verdsettelse av Grieg Seafood som ga oss en verdi på 72,52 kr per aksje. For å komme til et endelig verdiestimat har vi valgt å vekte aksjekursene vi har fått ved bruk av fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse – med henholdsvis 75% og 25%. Årsaken til at vi overveker den fundamentale verdsettelsen er at vi har mest tro på denne verdsettelse metoden for å finne et verdiestimat for aksjen til Grieg Seafood. Fundamental verdsettelse er også vår hoved metode som bygger på våre forutsetninger og analyser som vi har foretatt. Vi velger å ta med komparativ fordi Monte Carlo simuleringen som er gjennomført i kapittel 11.4.1 viser at det knytter seg risiko/usikkerhet rundt våre estimater som ble gjennomført i den fundamentale analysen. Ved bruk av en vekt på 75% for fundamental verdsettelse og 25% for komparativ verdsettelse så får vi et verdiestimat på 103,94 kr for aksjen til Grieg Seafood.

$$\text{Estimert aksjepris} = 114,41 * 0,75 + 72,52 * 0,25 = 103,94$$

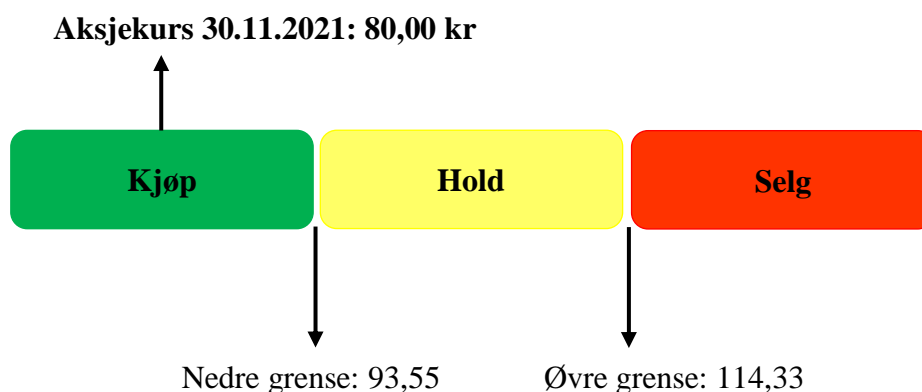
13.3 Handlingsstrategi

Endelig verdiestimat for én Grieg Seafood aksje den 30.11.2021 ble på 103,94. Vi velger å legge til en øvre og nedre grense på 10% av vårt estimat for handlingsstrategi for å ta hensyn til usikkerheten knyttet til vår analyse. For at vi skal kunne anbefale kjøp må aksjekursen i markedet være under 93,55 kr og for salg må kursen være over 114,33 kr.

Vi kan nå svare på underproblemstillingen som vi hadde:

«Basert på estimert fundamental verdi – supplert med komparativ verdierestimert - burde investoren kjøpe, holde eller selge aksjen?»

Aksjekursen den 30.11.2021 i markedet er på 80,00 kr, noe som er godt under nedre grense. Basert på vårt verdierestimert på 103,94 kr gir det en positiv avkastning på 29,93%. Vi vil derfor gi en kjøpsanbefaling på aksjen til Grieg Seafood. Figur 13-1 oppsummerer handlingsstrategien for investoren.



Figur 13-1 Handlingsstrategi 30.11.2021

13.3.1 Sentiment

Avslutningsvis vil vi se på konsensus i markedet. Tabell 13-1 oppsummerer ulike anbefalinger fra meglerhus den 4. november 2021 knyttet til aksjen Grieg Seafood. Vi noterer oss at det generelle sentimentet til aksjen er positivt i form av at 4 av 7 meglerhus anbefaler kjøp. 2 meglerhus anbefaler hold, mens én anbefaler salg. Det indikerer at det er en overvekt i markedet som virker optimistiske med tanke på fremtiden til Grieg Seafood. Høyeste kursmålet er på 145 kr, mens det laveste er på 83 kr. Det at flere meglerhus anbefaler kjøp har ikke påvirket vår analyse. Vi syntes det var interessant å kunne sjekke hva erfarne analytikere hadde som estimat på aksjen og at 4 meglerhus kommer med samme anbefaling som oss.

	Anbefaling	Estimat	Dato	Avvik fra vårt estimat i %
Vårt estimat	Kjøp	103,94	30.11.2021	0,00 %
Carnegie	Salg	83	04.11.2021	-20,14 %
SEB	Kjøp	145	04.11.2021	39,51 %
ABG	Hold	98	04.11.2021	-5,71 %
DNB	Kjøp	105	04.11.2021	1,02 %
Pareto	Kjøp	120	04.11.2021	15,46 %
Arctic	Hold	95	04.11.2021	-8,60 %
Nordea	Kjøp	110	04.11.2021	5,84 %

Tabell 13-1 Sentiment i markedet

Referanser

Litteratur:

Berk, J., & DeMarzo, P. M. (2020). *Corporate finance* (5th ed., global ed., p. 1181). Pearson Education.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2018). *Investments* (11th ed.). McGraw-Hill.

Inc., M. & C., Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation* (6th ed., university ed). Wiley.

Inc., M. & C., Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation*. John Wiley & Sons, Incorporated.

Johnson, G. (2014). *Exploring strategy* (10th ed., pp. XXXII, 560). Pearson.

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

Løwendahl, B. R., Wenstøp, F., & Fjeldstad, Øystein D. (2010). *Grunnbok i strategi* (3. utg., p. 375). Cappelen akademisk.

Plenborg, T., Kinserdal, F., & Petersen, C. V. (2021). *Financial statement analysis: valuation - credit analysis - performance evaluation* (Second edition.). Fagbokforlaget.

Artikler og rapporter

Altman, E. I. (1968). FINANCIAL RATIOS, DISCRIMINANT ANALYSIS AND THE PREDICTION OF CORPORATE BANKRUPTCY. *The Journal of Finance (New York)*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>

Bernhoft, A. C. & Fardal, A. (2007). IFRS og fiskeoppdrett. *Econas Tidsskrift for Økonomi og Ledelse*. <https://old.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>

Bjørøya. (u.å.). *Grønne konsesjoner*. Grønne konsesjoner - Bjørøya (bjoroya.no)

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

https://sjomatnorge.no/app/uploads/2019/08/BI_2019_En-konkurransedyktig-og-kunnskapsbasert-havbruksn%C3%A6ring.pdf

EY. (2021). *The Norwegian Aquaculture Analysis 2020*. https://info.ey.com/Nordics-NO-GC-2021-03-Content-Gate-Aquaculture_Thank-you-page.html?aliId=eyJpIjoiZUQ3Q2pORDZOMjZOdWFBWCIsInQiOiJUeDQ4T0lHSytRdDd1OXJRdm9pc2FBPT0ifQ%253D%253D

Fauchald, O. K. (2020). Miljøprinsipper og strategiske beslutninger - reform av norsk lakseoppdrett. *Tidsskrift for Rettsvitenskap*, 154(2-03), 264–305. <https://doi.org/10.18261/issn.1504-3096-2020-02-03-04>

Fish Pool. (2021). *Price history – weekly, monthly and annual average*. <https://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>

FN. (2021, 13.juli). *Befolkning, migrasjon og utvikling*. Befolkning (fn.no)

Furuset, A., Cherry, D., & Mutter, R. (2020). *Cermag, Grieg Seafood og Mowi må fase ut produksjon i Canada*. IntraFish. <https://www.intrafish.no/nyheter/cermaq-grieg-seafood-og-mowi-ma-fase-ut-produksjon-i-canada/2-1-933729>

Gaynor, L. M., Kelton, A. S., Mercer, M., & Yohn, T. L. (2016). Understanding the Relation between Financial Reporting Quality and Audit Quality. *Auditing: a Journal of Practice and Theory*, 35(4), 1–22. <https://doi.org/10.2308/ajpt-51453>

Grieg Seafood ASA. (2013-2021a). *Annual report (2012-2020)*. Reports & presentations (griegseafood.com)

Grieg Seafood ASA. (2020a). *Q1 2020*. <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/935ebe7ce590e468296c7cffed40a105e95017c9.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2020b). *Q2 2020*. <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/1108134dd305308a9c74e3e566dc8016e503b297.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2020c). *Q3 2020*.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/51e8c27544f6d9225abe8fbd4dbdba2e91a2eec4.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2020d). *Q4 2020*.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/2f7f3f16ecd683ba41bdd243924b36d1a0c82b6f.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2021b). *Q1 2021*.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/b402abd73b0f1176ccd5abaa0910a014a2060e67.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2021c). *Q2 2021*.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/f3a5aa25dc96885e09c1ec2bc8f812cb0b7a7a95.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2021d). *Q3 2021*.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/9d7530c6606c8dd9540ad16f6822f377b3618207.pdf>

Helsedirektoratet. (2016, 24. oktober). *Fisk til middag to til tre ganger i uken*. 5. Fisk til middag to til tre ganger i uken - Helsedirektoratet

Helsedirektoratet. (2020, 23. januar). *Dette gjør Helsedirektoratet*. Dette gjør Helsedirektoratet - Helsedirektoratet

Holm, B. (2021, 19. april). En ny type oppdrettsanlegg hindrer lakselus. *Forskning.no*. En ny type oppdrettsanlegg hindrer lakselus (forskning.no)

Hovland, E., Haaland, A., Kolle, N. & Møller, D. (u.å.) Havbruksnæringen - et eventyr i KystNorge. *Institutt for arkeologi, historie, kultur- og religionsvitenskap*. <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>

Knutsen, C. (2021). *Urfolk mot norske oppdrettere i Canada: - Det er et angrep mot vårt folk*. E24. <https://e24.no/boers-og-finans/i/M3Pey0/urfolk-mot-norske-oppdrettere-i-canada-det-er-et-angrep-mot-vaart-folk>

KPMG. (2021, 1. februar). *Beskatning av havbruk*. Beskatning av havbruk (kpmg.no)

Kyst.no. (2021, 17. august). *Varmere klima gir mer lakselus*. Varmere klima gir mer lakselus - Kyst.no

Laksefakta. (2021, 04. oktober). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Norske regler for miljø og oppdrett (laksefakta.no)

Lerøy Seafood Group ASA. (2013-2021a). *Annual report (2012-2020)*. Årsrapporter (leroyseafood.com)

Lerøy Seafood Group ASA. (2020a). *Q1 2020 rapport*.
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q1-2020-rapport.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2020b). *Q2 2020 rapport*.
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/english/reports/quarterly-reports/q2-2020-report-2.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2020c). *Q3 2020 rapport*.
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q3-2020-rapport.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2020d). *Q4 2020 rapport*.
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q4-2020-rapport.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2021b). *Q1 2021 rapport*.
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q1-2021-rapport.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2021c). *Q2 2021 rapport*.
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q2-21-rapport-lsg.pdf>

Misund, Bård. (2021, 18. februar). fiskeoppdrett. i *Store norske leksikon* på snl.no. <https://snl.no/fiskeoppdrett>

Mowi ASA. (2013-2021a). *Annual report (2012-2020)*. Reports - Mowi Company Website

-
- Mowi. (2019a, 11. mars). *Laks er bra for deg*.
<https://mowi.com/no/blog/2019/03/11/salmon-is-good-for-you/>
- Mowi. (2019b, 11. mars). *Det klimavennlige proteinet*.
<https://mowi.com/no/blog/2019/03/11/the-climate-friendly-protein/>
- Mowi ASA. (2020a). *Q1 report*. https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/05/Mowi_Q1_2020_Report.pdf
- Mowi ASA. (2020b). *Q2 report*. https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/08/MOWI_Q2_2020_Report.pdf
- Mowi ASA. (2020c). *Q3 report*. https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/11/MOWI_Q3_2020_Report.pdf
- Mowi ASA. (2020d). *Q4 report*. https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/02/MOWI_Q4_2020_Report.pdf
- Mowi. (2021b). *Salmon Farming Industry Handbook 2021*.
<https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/05/Salmon-Industry-Handbook-2021.pdf>
- Mowi ASA. (2021c). *Q1 report*. https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/05/MOWI_Q1-2021_Report.pdf
- Mowi ASA. (2021d). *Q2 report*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/5484228f-aa56-4eee-ac2f-41448a6b72d5>
- Mowi. (u.å.) Om oss - Norway (mowi.com)
- Naturvernforbundet. (2020, 24. februar). *Oppdrett*. Oppdrett - naturvernforbundet.no
- Norges bank. (2020). <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Bank. (2021, 23. september). *Endringer i styringsrenten*. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/>

Norsk Industri. (u.å.) *Veikart for havbruksnæringen*. Næringslivets Hovedorganisasjon. https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwivuprTiYbzAhVC1xoKHde1A4UQFnoECAIQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.norskindustri.no%2Fsiteassets%2Fdokumenter%2Frapporter-og-brosjyrer%2Fveikart-havbruksnaringen_f41_web.pdf&usg=AOvVaw0zaoID-vQfocafbGkGx_9q

Pedersen, S. (2016). *Nye regnskapsregler for leasing kan få stor betydning for banker og finansieringsforetak*. PWC – Finansbloggen. <https://blogg.pwc.no/finansbloggen/nye-regnskapsregler-for-leasing-kan-f%C3%A5-stor-betydning-for-banker-og-finansieringsforetak-v2>

PWC. (2020). Risikopremien i det norske markedet. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf>

Regjeringen. (2020, 4. februar). *Regjeringen skrur på trafikklyset i havbruksnæringen*. Regjeringen skrur på trafikklyset i havbruksnæringen - regjeringen.no

Regjeringen. (2021, 8. november). *Skattesatser 2022*. <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2022/id2873852/>

SalMar ASA. (2013-2021a). *Annual report (2012-2020)*. Års- og bærekraftsrapporter - SalMar ASA

SalMar ASA. (2019). *Havbasert fiskeoppdrett*. Havbasert fiskeoppdrett - SalMar ASA

SalMar ASA. (2020a). *Q1 rapport*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/15f463b1-d99e-4a8c-b57c-f744f0e130a1>

SalMar ASA. (2020b). *Q2 rapport*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/4959baff-9c3b-46a6-aaaa-36dd42c0f864>

SalMar ASA. (2020c). *Q3 rapport*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/0af94dab-7f36-4bd5-ad4d-bae01978ec6f>

SalMar ASA. (2020d). *Q4 rapport*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/ccc65353-c931-4f66-8a16-d8fcda80bd9a>

SalMar ASA. (2021b). *Q1 rapport*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/2d97ea81-326d-4fed-be8e-eb1369ad9454>

SalMar ASA. (2021c). *Q2 rapport*. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/52db5632-0ea7-4514-a049-4d6f29c1f028>

SalMar ASA. (u.å.). *Historie*. Historie - SalMar ASA

SSB. (2021, 1. september). *Konjunkturtendensene med nasjonalregnskapet for 2. kvartal 2021*. https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/statistikk/konjunkturtendensene/artikler/se-presentasjon-av-konjunkturtendensene-her/_/attachment/inline/6962a3ee-25b1-4e5a-a886-8e2faa540d5c:f80d89303276d341cf756a928b5605e92e2ed819/KT2021-3.pdf

Sørnes, A.J. (2021, 16. april). Antall vegetarianere i Norge doblet på ett år. *Bymagasinet*. Antall vegetarianere i Norge doblet på et år | Bymag

United Nations. (u.å.). *United Nations Declaration On The Rights Of Indigenous Peoples*. https://www.un.org/development/desa/indigenouspeoples/wp-content/uploads/sites/19/2018/11/UNDRIP_E_web.pdf

Veterinærinstituttet. (u.å.). *Infeksiøs lakseanemi*. <https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/infeksios-lakseanemi-ila>

Visma. (u.å.). *IFRS*. <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/i/ifrs/>

Figurer:

Blogspot. (2014). *Market appraisal: SWOT and PESTEL Analysis*. <https://tanjiaguan.blogspot.com/2014/08/market-appraisal-swot-and-pestel.html>

Free-management-ebooks. (u.å.). *VRIO Analysis*. <http://www.free-management-ebooks.com/news/vrio-analysis/>

International Monetary Fund. (2021). *Real GDP growth*. https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/ADVEC

Forelesninger:

Knivsflå, K.H. 2021a. Forelesning 1: *Introduksjon – teknikker – rammeverk.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202001.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021b. Forelesning 2: *Strategisk analyse – bransje og selskap.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202002.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021c. Forelesning 3: *Introduksjon til ra – og trailing.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202003.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021d. Forelesning 4: *Omgruppering av resultatoppstilling.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202004.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021e. Forelesning 5: *Omgruppering av balanse + kontantstrøm.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202005.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021f. Forelesning 9: *Analyse av risiko – syntetisk rating.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202009.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021g. Forelesning 10: *Avkastningskrav – målestokk for rentabilitet.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202010.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021h. Forelesning 11: *Analyse av lønnsomhet – finansieringsanalyse.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202011.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021i. Forelesning 12: *Analyse av lønnsomhet – driftsanalyse.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202012.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021j. Forelesning 13: *Ramme for budsjett, vekst og framskriving.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202013.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021k. Forelesning 14: *Budsjettering av drift og finans.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202014.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021L. Forelesning 15: *WACC, fullstendige krav og strategisk fordel.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202015.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021m. Forelesning 16: *Praksis, ramme; EK-metode med fire modeller.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2016.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021n. Forelesning 17: *Selskapskapitalmetode og konvergens.*

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

Knivsflå, K.H. 2021o. Forelesning 18: *Uvisse – sensitivitet, scenario og simulering.*

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

Knivsflå, K.H. 2021p. Forelesning 22: *Komparativ verdivurdering.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2022.pdf>

Knivsflå, K.H. 2021q. Forelesning 23: *Opsjonsbasert verdivurdering.*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2023.pdf>

Formelliste

Formel 3-1 Fundamental verdsettelse	23
Formel 3-2 Gordons Vekstformel	23
Formel 3-3 Utbyttmodellen.....	24
Formel 3-4 Gordons vekstformel	24
Formel 3-5 Selskapsverdimetoden	25
Formel 3-6 Selskapsverdimetoden med Gordons vekstformel	25
Formel 3-7 Egenkapitalmetoden	26
Formel 3-8 Egenkapitalmetoden med Gordons vekstformel	26
Formel 3-9 Resultatbaserte modeller.....	26
Formel 3-10 Resultatbaserte modeller med Gordons vekstformel.....	26
Formel 3-11 Superprofitt	27
Formel 3-12 Opsjonsbasert verdsettelse	29
Formel 5-1 Trailing for normale poster	62
Formel 5-2 Trailing for unormale poster	63
Formel 5-3 Skattekostnad	64
Formel 5-4 Driftsskattesats for 1., 2. og 3. kvartal.....	64
Formel 5-5 Driftsskattesats for trailingåret	64
Formel 5-6 Fullstendig nettoresultat	70
Formel 5-7 Driftsskattesats	79
Formel 5-8 Leasingkapital	92
Formel 5-9 Kapitaliseringsfaktor	92
Formel 6-1 Likviditetsgrad 1	100
Formel 6-2 Likviditetsgrad 2	101
Formel 6-3 Finansiell gjeldsdekning.....	102
Formel 6-4 Likviditetsgrad 3	103
Formel 6-5 Rentedeckningsgrad	105
Formel 6-6 Egenkapitalandel.....	106
Formel 6-7 Gjeldsgrad.....	107
Formel 6-8 Netto driftsrentabilitet	108
Formel 6-9 Opptjent egenkapitalgrad.....	109
Formel 7-1 WACC (vektet gjennomsnittlig avkastningskrav)	113
Formel 7-2 CAPM.....	114

Formel 7-3 Beta/systematisk risiko	114
Formel 7-4 Multifaktormodell	115
Formel 7-5 Beregning av totalavkastningskravene	116
Formel 7-6 Egenkapitalkrav	117
Formel 7-7 Minoritetskrav	117
Formel 7-8 Beregning av finansielle krav	117
Formel 7-9 Egenkapitalbeta	118
Formel 7-10 Markedets risikopremie	121
Formel 7-11 Finansielt gjeldskrav	122
Formel 7-12 Implisitt finansiell gjeldsbeta	123
Formel 7-13 Finansielt eiendelskrav	124
Formel 7-14 Finansiell eiendelsbeta	125
Formel 7-15 Fordringsbeta	125
Formel 7-16 Netto finansiell gjeldsbeta	127
Formel 7-17 Netto driftsbeta	127
Formel 7-18 Egenkapitalbeta	128
Formel 8-1 EBIT-margin	131
Formel 8-2 Omløpet til netto driftskapital	133
Formel 8-3 Egenkapitalrentabilitet	135
Formel 8-4 Strategisk fordel	136
Formel 8-5 Strategisk fordel dekomponert	137
Formel 8-6 Driftsfordel	137
Formel 8-7 Strategisk fordel drift	137
Formel 8-8 Bransjefordel drift	138
Formel 8-9 Ressursfordel drift	138
Formel 8-10 Gearingfordel drift	139
Formel 8-11 Finansieringsfordel	140
Formel 9-1 Budsjettert fremtidig driftsinntekt	148
Formel 9-2 Netto driftseiendeler	151
Formel 9-3 Omløpshastighet netto driftseiendeler	151
Formel 9-4 Netto driftsresultat	153
Formel 9-5 Netto driftsmargin	153
Formel 9-6 Netto finansiell gjeld – måte 1	156
Formel 9-7 Netto finansiell gjeld – måte 2	156

Formel 9-8 Finansiell gjeld.....	156
Formel 9-9 Finansielle eiendeler.....	158
Formel 9-10 Netto finanskostnad.....	161
Formel 9-11 Netto rentekostnad.....	161
Formel 9-12 Netto finansinntekt.....	161
Formel 11-1 Utbyttemodellen.....	171
Formel 11-2 Verdi sysselsatt kapital.....	172
Formel 11-3 Verdi finansiell gjeld.....	173
Formel 11-4 Verdi netto driftskapital.....	173
Formel 11-5 Verdi netto finansiell gjeld.....	174
Formel 11-6 Fri kontantstrøm til egenkapitalen.....	174
Formel 12-1 Pris/bok-multippel.....	187
Formel 12-2 Pris/fortjeneste-multippel.....	188
Formel 12-3 EV/EBITDA-multippel.....	189
Formel 12-4 EV/EBIT-multippel.....	189
Formel 12-5 EV/Kg-multippel.....	190

Tabelliste

Tabell 4-1 Oppsummering Porters fem krefter	41
Tabell 4-2 Oppsummering VRIO-analyse	54
Tabell 4-3 SWOT-analyse	55
Tabell 5-1 Rapportert resultatregnskap for Grieg Seafood fra 2012-2020 (Grieg Seafood ASA, 2013-2021a)	60
Tabell 5-2 Rapportert totalregnskap for Grieg Seafood fra 2012-2020 (Grieg Seafood ASA, 2013-2021a)	60
Tabell 5-3 Rapportert balanse for Grieg Seafood fra 2012-2020 (Grieg Seafood ASA, 2013-2021a)	61
Tabell 5-4 Trailing for finansielle poster for Grieg Seafood	63
Tabell 5-5 Skattekostnad for 1., 2. og 3. kvartal 2021.....	65
Tabell 5-6 Trailing for resultatregnskapet for Grieg Seafood.....	65
Tabell 5-7 Trailing for totalregnskapet for Grieg Seafood	66
Tabell 5-8 Endring i trailing-egenkapital for Grieg Seafood	66
Tabell 5-9 Trailing for balanse for Grieg Seafood	67
Tabell 5-10 Eksempel på oppstilling av omgruppert resultatregnskap (Knivsflå, 2021d)	69
Tabell 5-11 Fullstendig nettoresultat for Grieg Seafood, 2012-2021T	70
Tabell 5-12 Fullstendig driftsresultat før skatt for Grieg Seafood, 2012-2021T	73
Tabell 5-13 Fullstendig finansresultat før skatt for Grieg Seafood, 2012-2021T	73
Tabell 5-14 Fullstendig netto resultat til egenkapital for Grieg Seafood, 2012-2021T	73
Tabell 5-15 Oppsummering av normale og unormale driftsposter for Grieg Seafood.....	75
Tabell 5-16 Unormalt netto driftsresultat for Grieg Seafood, 2012-2021T	76
Tabell 5-17 Oppsummering av normale og unormale finansposter for Grieg Seafood	76
Tabell 5-18 Netto normalt og unormalt finansresultat for Grieg Seafood, 2012-2021T.....	77
Tabell 5-19 Normal og unormal skattekostnad for Grieg Seafood, 2012-2021T	78
Tabell 5-20 Selskapsskattesats i Norge fra 2012-2021 (Regjeringen, 2021).....	79
Tabell 5-21 Driftskattesats for Grieg Seafood, 2012-2021T	79
Tabell 5-22 Oppsummering av fordeling av rapportert skattekostnad for Grieg Seafood, 2012-2021T	80
Tabell 5-23 Eksempel på oppstilling av totalbalanse (Knivsflå, 2021e)	81
Tabell 5-24 Oppdeling av posten derivater og andre finansielle instrumenter – eiendeler	85

Tabell 5-25 Oppdeling av posten kontanter og kontantekvivalenter for Grieg Seafood, 2012-2021T	86
Tabell 5-26 Oppdeling av posten derivater og andre finansielle instrumenter – kortsiktig gjeld	88
Tabell 5-27 Oppsummering av drifts- og finansposter av eiendelene for Grieg Seafood	89
Tabell 5-28 Oppsummering av drift- og finansposter av gjelden for Grieg Seafood	89
Tabell 5-29 Kostnadsført operasjonell leasing for Grieg Seafood (Grieg Seafood ASA, 2013-2019)	92
Tabell 5-30 Rentekostnad for kapitalisering av leasingkostnad for Grieg Seafood, 2012-2018	93
Tabell 5-31 Estimert levetid for operasjonell leasing for Grieg Seafood, 2012-2018	93
Tabell 5-32 Virking av justering av operasjonell leasing på resultatet til Grieg Seafood, 2012-2018	93
Tabell 5-33 Virkning av justering av operasjonell leasing på balansen til Grieg Seafood, 2012-2018	94
Tabell 5-34 Omgruppert og justert resultatregnskap for Grieg Seafood, 2012-2021T	94
Tabell 5-35 Omgruppert og justert totalbalanse for Grieg Seafood, 2012-2021T	95
Tabell 5-36 Omgruppert og justert sysselsatt kapitalbalanse for Grieg Seafood, 2012-2021T	96
Tabell 5-37 Omgruppert og justert netto driftskapitalbalanse for Grieg Seafood, 2012-2021T	96
Tabell 5-38 Omgruppert og justert resultat for bransje, 2012-2021T	97
Tabell 5-39 Omgruppert og justert totalbalanse for bransjen, 2012-2021T	97
Tabell 5-40 Omgruppert og justert sysselsatt kapitalbalanse for bransjen, 2012-2021T	98
Tabell 5-41 Omgruppert og justert driftskapital balanse for bransjen, 2012-2021T	98
Tabell 5-42 Tidsvektet snitt	99
Tabell 6-1 Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T....	101
Tabell 6-2 Likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T....	102
Tabell 6-3 Finansiell gjeldsdekning for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T	103
Tabell 6-4 Likviditetsgrad 3 for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T....	104
Tabell 6-5 Rentedekningsgrad for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T	105
Tabell 6-6 Egenkapitalandel for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T ...	106
Tabell 6-7 Gjeldsgrad for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T	108

Tabell 6-8 Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T	109
Tabell 6-9 Opptjent egenkapitalgrad for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T	110
Tabell 6-10 Syntetisk rating (Knivsflå, 2021f)	111
Tabell 6-11 Rating for Grieg Seafood	112
Tabell 6-12 Rating for bransje	112
Tabell 7-1 Grieg Seafood månedlig regresjon mot OSEBX.....	119
Tabell 7-2 Risikofri rente, 2012-2021T.....	121
Tabell 7-3 Estimert kredittrisikopremie, utarbeidet av Knivsflå (2021g).....	123
Tabell 7-4 Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T	123
Tabell 7-5 Implisitt finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood, 2012-2021T.....	124
Tabell 7-6 Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T.....	125
Tabell 7-7 Implisitt finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood, 2012-2021T	126
Tabell 7-8 Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T.....	126
Tabell 7-9 Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood, 2012-2021T	127
Tabell 7-10 Netto driftsbeta for Grieg Seafood, 2012-2021T.....	128
Tabell 7-11 Egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T.....	129
Tabell 7-12 Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood, 2012-2021T	129
Tabell 7-13 Netto driftskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T	129
Tabell 7-14 Oppsummering av historiske avkastningskrav for Grieg Seafood, 2012-2021T	130
Tabell 8-1 Inntekt/slaktvolum for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T .	132
Tabell 8-2 EBIT-margin for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T	133
Tabell 8-3 Omløpshastighet netto driftskapital for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T	133
Tabell 8-4 Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og komparative selskaper, 2012-2021T	135
Tabell 8-5 Egenkapitalrentabilitet for Grieg Seafood, 2012-2021T	136
Tabell 8-6 Strategisk fordel drift for Grieg Seafood, 2012-2021T	137
Tabell 8-7 Bransjefordel drift.....	138
Tabell 8-8 Ressursfordel drift for Grieg Seafood, 2012-2021T.....	139
Tabell 8-9 Gearingfordel drift for Grieg Seafood, 2012-2021T	140
Tabell 8-10 Finansieringsfordel for Grieg Seafood, 2012-2021T.....	141

Tabell 8-11 Strategisk fordel for Grieg Seafood, 2012-2021T	141
Tabell 9-1 Prognoser for nominell vekst i BNP i verdensøkonomien, 2022-2026 (International Monetary Fund, 2021)	148
Tabell 9-2 Driftsinntektsvekst i budsjettpunkter for Grieg Seafood	150
Tabell 9-3 Budsjettert driftsinntekt for Grieg Seafood.....	151
Tabell 9-4 Omløpshastighet netto driftseiendeler i budsjettpunkter for Grieg Seafood	152
Tabell 9-5 Budsjettert netto driftseiendeler for Grieg Seafood.....	153
Tabell 9-6 Netto driftsmargin i budsjettpunkter for Grieg Seafood.....	155
Tabell 9-7 Budsjettert netto driftsresultat for Grieg Seafood	155
Tabell 9-8 Finansiell gjeldsdel i budsjettpunkter for Grieg Seafood	157
Tabell 9-9 Budsjettert finansiell gjeld for Grieg Seafood	158
Tabell 9-10 Finansiell eiendelsdel i budsjettpunkter for Grieg Seafood.....	159
Tabell 9-11 Budsjetterte finansielle eiendeler for Grieg Seafood.....	160
Tabell 9-12 Netto finansiell gjeldsdel i budsjettpunkter for Grieg Seafood.....	160
Tabell 9-13 Budsjettert netto finansiell gjeld for Grieg Seafood.....	160
Tabell 9-14 Budsjettert netto rentekostnad for Grieg Seafood	161
Tabell 9-15 Budsjettert netto finansinntekt for Grieg Seafood.....	162
Tabell 9-16 Budsjettert netto finanskostnad for Grieg Seafood	162
Tabell 9-17 Fremtidsresultat for Grieg Seafood	162
Tabell 9-18 Fremtidsbalanse for Grieg Seafood	163
Tabell 9-19 Fremtidig fri kontantstrøm for Grieg Seafood	163
Tabell 10-1 Fremtidsestimat av risikofri rente.....	165
Tabell 10-2 Fremtidig egenkapitalbeta for Grieg Seafood	165
Tabell 10-3 Estimert egenkapitalkrav for Grieg Seafood.....	166
Tabell 10-4 Fremtidig finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood.....	167
Tabell 10-5 Fremtidig finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood	167
Tabell 10-6 Fremtidig finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood.....	167
Tabell 10-7 Fremtidig finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood.....	168
Tabell 10-8 Fremtidig netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood	168
Tabell 10-9 Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood.....	169
Tabell 10-10 Fremtidig sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood	169
Tabell 10-11 Fremtidig netto driftskrav for Grieg Seafood.....	169
Tabell 10-12 Fremtidig strategisk fordel ved bruk av egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav for Grieg Seafood.....	170

Tabell 10-13 Fremtidig strategisk fordel for Grieg Seafood.....	170
Tabell 11-1 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av utbyttemodellen.....	171
Tabell 11-2 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av sysselsatt kapital-metode ...	173
Tabell 11-3 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av netto driftskapital-metoden	174
Tabell 11-4 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av fri kontantstrøm-modellen .	175
Tabell 11-5 Estimert ved bruk av fundamental verdsettelse	175
Tabell 11-6 Historiske standardavvik for budsjett drivere	176
Tabell 11-7 Forutsetninger for driftsinntektsvekst for Grieg Seafood	177
Tabell 11-8 Forutsetninger for netto driftsmargin for Grieg Seafood	178
Tabell 11-9 Forutsetninger for omløpshastighet netto driftseiendeler for Grieg Seafood....	178
Tabell 11-10 Forutsetninger for andre kritiske faktorer	179
Tabell 11-11 Korrelasjon mellom ulike drivere	180
Tabell 11-12 Output fra Monte Carlo-simuleringen.....	181
Tabell 11-13 Budsjettvariablenes bidrag til variansen	183
Tabell 12-1 Aksjekurs, antall aksjer og markedsverdi for Grieg Seafood og komparative selskaper.....	186
Tabell 12-2 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av pris/bok-multippel	187
Tabell 12-3 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av pris/fortjeneste-multippel...	188
Tabell 12-4 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av EV/EBITDA-multippel	189
Tabell 12-5 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av EV/EBIT-multippel.....	190
Tabell 12-6 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av EV/Kg-multippel.....	191
Tabell 12-7 Estimert aksjepris for Grieg Seafood ved bruk av komparativ verdsettelse	191
Tabell 13-1 Sentiment i markedet	194

Figurliste

Figur 2-1 Historisk utvikling for lakseprisen fra 2006-2021 (Fishpool, 2021)	17
Figur 2-2 Kostnadsutvikling oppdrettsbransjen (Mowi, 2020, s. 60)	19
Figur 4-1 Porters fem krefter (Løwendahl et al., 2010, s. 197)	34
Figur 4-2 Norwegian export of salmon (EY, 2021, s. 15).....	37
Figur 4-3 PESTEL analyse (Blogspot, 2014)	41
Figur 4-4 Historisk utvikling av lakseprisen fra 2006-2021 (Fish pool, 2021)	43
Figur 4-5 Norske renter. Skjerm bilde fra (SSB, 2021, s. 20)	45
Figur 4-6 VRIO Analysis (Free-management-ebooks, u.å.).....	49
Figur 5-1 Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2021c)	56
Figur 5-2 Fordeling av fullstendig nettoresultat (Knivsflå, 2021d)	71
Figur 5-3 Resultat til kapitalene i balansen	71
Figur 5-4 Fordeling av normale og unormale poster (Knivsflå, 2021d)	74
Figur 5-5 Fordeling av rapportert skattekostnad (Knivsflå, 2021d).....	78
Figur 5-6 Fra kreditoroppstilling til investoroppstilling – drift kontra finans (Knivsflå, 2021e)	82
Figur 5-7 Fra total kapital til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2021e).....	90
Figur 5-8 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsflå, 2021e).....	91
Figur 6-1 Utvikling i likviditetsgrad 1 (Knivsflå, 2021f).....	101
Figur 6-2 Utvikling i likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransje	102
Figur 6-3 Utvikling i finansiell gjeldsdekning for Grieg Seafood og bransje	103
Figur 6-4 Utvikling i likviditetsgrad 3 for Grieg Seafood og bransje	104
Figur 6-5 Utvikling i rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransje.....	105
Figur 6-6 Utvikling i egenkapitalandel for Grieg Seafood og bransje	107
Figur 6-7 Utvikling i gjeldsgrad for Grieg Seafood og bransje	108
Figur 6-8 Utvikling i netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransje.....	109
Figur 6-9 Utvikling i opptjent egenkapitalgrad for Grieg Seafood og bransje	110
Figur 8-1 Inntekt/slaktevolum vs lakseprisen	132
Figur 8-2 Utvikling av EBIT-margin for Grieg Seafood og bransje.....	133
Figur 8-3 Utvikling av omløpshastighet for Grieg Seafood og bransje	134
Figur 8-4 Utvikling av netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransje	135
Figur 9-1 Realvekst i BNP for verden, 1980-2026 (International Monetary Fund, 2021)...	147
Figur 9-2 Inflasjon i verdensøkonomien, 1980-2026 (International Monetary Fund, 2021)	147

Figur 9-3 Utvikling i driftsinntektsvekst for Grieg Seafood og bransje	148
Figur 9-4 Budsjettert driftsinntektsvekst for Grieg Seafood.....	150
Figur 9-5 Utvikling i omløpshastighet netto driftseiendeler for Grieg Seafood og bransje .	152
Figur 9-6 Budsjettert omløpshastighet netto driftseiendeler for Grieg Seafood	153
Figur 9-7 Utvikling i netto driftsmargin for Grieg Seafood og bransje.....	154
Figur 9-8 Budsjettert netto driftsmargin for Grieg Seafood	155
Figur 9-9 Utvikling i finansiell gjeldsdel for Grieg Seafood og bransje	157
Figur 9-10 Budsjettert og historisk finansiell gjeldsdel for	158
Figur 9-11 Utvikling i finansiell eiendelsdel for Grieg Seafood og bransje	159
Figur 9-12 Budsjettert finansiell eiendelsdel for Grieg Seafood.....	159
Figur 9-13 Budsjettert netto finansiell gjeldsdel for Grieg Seafood	160
Figur 11-1 Monte Carlo-simulering	181
Figur 11-2 Tornadoanalyse	184
Figur 13-1 Handlingsstrategi 30.11.2021	194