



Verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Grieg Seafood ASA



Torstein Woje Ulriksen og Johannes Batschin Johannessen

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

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 inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne masteroppgaven har vi utført en verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Grieg Seafood ASA. Vi har benyttet oss av en fundamental verdivurdering, i kombinasjon med en supplerende verdsettelse, for å estimere verdien av egenkapitalen til selskapet per 31.12.2021. Formålet med oppgaven er å komme med en handelsstrategi: kjøp, hold eller selg, basert på aksjekursen til selskapet per 31.12.2021. I del 1 av oppgaven gikk vi gjennom selskapet sine interne forhold og ressurser, før vi så på de viktigste forholdene ved oppdrettsbransjen. Videre identifiserte vi fire komparative selskap som utgjorde bransjeutvalget for oppdrettsbransjen. Vi avsluttet del 1 med å utføre en strategisk analyse basert på innsikten og kunnskapen vi tilegnet oss fra de tidligere kapitlene. I den strategiske analysen av selskapet og oppdrettsbransjen fokuserte vi på de underliggende økonomiske forholdene. Vi konkluderte med at Grieg Seafood hadde verdifulle interne ressurser, men at de ikke var tilstrekkelige til å gi selskapet et langsiktig konkurransefortrinn. Vi fant derimot at basert på vekstpotensialet til bransjen foreligger det en betydelig bransjefordel.

I del 2 utførte vi en regnskapsanalyse der vi også omgrupperte og justerte de historiske regnskapstallene til Grieg Seafood og bransjeutvalget. Deretter fant vi selskapet og bransjen sin syntetiske rating, som oppsummerer kredittrisikoen. Basert på relativt like forholdstall for likviditet, soliditet og kapitalstruktur, fikk både selskapet og bransjen lik syntetisk rating. Den syntetiske ratingen ble videre benyttet ved utregning av historiske avkastningskrav. Vi avsluttet del 2 med å utføre en lønnsomhetsanalyse der vi fant at det foreligger en tidsvektet strategisk fordel på 11,1%. Den strategiske fordelten oppstår som følge av en bransjefordel, ikke interne ressurser. Bransjefordelen oppstår hovedsakelig på grunn av vekstpotensialet, grunnet en begrenset tilbudsside som følge av flere regulatoriske faktorer tilknyttet bransjen.

I del 3 utarbeidet vi fremtidsregnskapet og fremtidskrav. Vi utførte så en fundamental verdivurdering, med ulike metoder og modeller. Etter å ha konvergert verdiestimatene fra de ulike metodene, utførte vi simulerings- og sensitivitetsanalyser for å ta hensyn til usikkerheten i verdiestimatet. Vi utførte så en komparativ verdivurdering ved hjelp av ulike multipler. Resultatet fra komparativ og fundamental verdivurdering ble så til slutt vektet for å finne en endelig verdi på Grieg Seafood sin egenkapital per 31.12.2021.

Dette ga oss et verdiestimat per aksje på 140,19 kr. På bakgrunn av at Grieg Seafood sin aksjekurs per verdsettelsestidspunktet var på 83,10 kr, resulterte dette i en kjøpsanbefaling som vår handelsstrategi.

Forord

Som den avsluttende delen av vår mastergrad i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole, har vi i denne utredningen skrevet om verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Grieg Seafood ASA.

Vi valgte verdsettelse som tema for vårt selvstendige arbeid, ettersom begge kandidatene har hatt en interesse for fagfeltet. Videre vil en fullstendig verdsettelse inneholde mange ulike faglige emner innenfor vår studieretning, slik at det ville være mulig å benytte forskjellig kunnskap som vi har opparbeidet oss ved vår tid på Norges Handelshøyskole. Basert på at ingen av forfatterne verken hadde noe erfaring eller god kunnskap om en av Norges viktigste næringer, lakseoppdrett, anså vi dette som en unik mulighet til å fordype oss i bransjen. Vi tror også at kunnskapen vi har tilegnet oss ved dette arbeidet vil komme godt med videre i arbeidslivet som revisorer.

Prosessen med oppgaven har vært lang og krevende, men også veldig lærerik. En fullstendig fundamental verdsettelse krever at man gjør mange ulike valg og avveininger underveis, og at man setter seg inn i mange ulike fagområder, metoder og teknikker. Vår oppgave er basert på det rammeverket professor Kjell Henry Knivsflå presenterer i kurset verdsettelse ved Norges Handelshøyskole. Ingen av forfatterne av denne utredningen har hatt dette kurset tidligere, så vi har måtte tilegne oss det meste av kunnskapen underveis. Dette har gjort vår tid med denne oppgaven veldig spennende og utfordrende, da vi stadig har måtte sette oss inn i nye problemstillinger.

Til slutt ønsker vi å gi en stor takk til vår veileder Kjell Henry Knivsflå, som i tillegg til rask og god veiledning gjennom hele prosessen har utarbeidet rammeverket som vi har lagt til grunn ved utarbeidelsen av oppgaven.

Bergen, Lisboa, juni 2022

Johannes Batschin Johannessen

Torstein Woje Ulriksen

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	
Forord	
1 Innledning	1
1.1 Formål og motivasjon	1
1.2 Avgrensninger	1
1.3 Struktur og rammeverk	2
2 Presentasjon av Grieg Seafood ASA og oppdrettsbransjen	4
2.1 Grieg Seafood ASA	4
2.1.1 Historikk	4
2.1.2 GSF i dag	5
2.1.3 Organisasjonen	5
2.1.4 Strategi	8
2.1.5 Merkevare	9
2.1.6 Bærekraft	9
2.1.7 Precision farming og postmolt	11
2.1.8 Aksjen	12
2.1.9 Nøkkeltall og finansiell utvikling	13
2.2 Oppdrettsbransjen	13
2.2.1 Historikk	13
2.2.2 Etterspørsel etter laks	15
2.2.3 Tilbudssiden	16
2.2.4 Substitutter til laks	18
2.2.5 Miljø og bærekraft	19
2.2.6 Lakseprisen	21
2.2.7 Produksjonssyklus	23
2.2.8 Kostnadsdrivere	24
2.2.9 Regulering og inngangsbarrierer	26
2.3 Komparative selskap	26
2.3.1 MOWI ASA	27
2.3.2 SalMar ASA	28
2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA	29
2.3.4 Norway Royal Salmon ASA	30

2.3.5 Grieg Seafood sammenlignet med bransjen	31
2.4 Makroforhold	33
3 Verdivurderingsmetoder	40
3.1 Inntjeningsbasert tilnærming – Fundamental verdsettelse	40
3.1.1 Fundamental verdsettelse	41
3.2 Markedsbasert tilnærming – Komparativ verdsettelse	44
3.3 Balansebasert og kostbasert tilnærming – Eiendelsbasert verdsettelse	45
3.4 Opsjonsbasert tilnærming	46
3.5 Valg av verdivurderingsmetode	46
3.5.1 Konklusjon verdsettelsesmetode	48
3.6 Rammeverket for fundamental verdivurdering	48
4 Strategisk analyse	52
4.1 Rammeverk for strategisk analyse	52
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse	53
4.2.1 PESTEL-analyse	53
4.2.2 Porters fem konkurransekrefter	60
4.3 Intern ressurs-basert analyse	68
4.3.1 VRIO-analyse	69
4.4 SWOT-analyse	74
4.5 Strategisk vekst	75
5 Regnskapsanalyse	77
5.1 Analysenivå	77
5.2 Analyseperiode	77
5.3 Historisk regnskapsinformasjon	78
5.4 Omgruppering av regnskapet	79
5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet	80
5.4.2 Omgruppering av balansen	87
5.4.3 Omgruppering av kontantstrøm	91
5.5 Analyse av målefeil og justering	92
5.6 Omgruppert og justert regnskap	95
5.7 Bransjens omgrupperte og justerte regnskap	96
5.8 Rammeverk for forholdstallanalyse	98
6 Analyse av risiko	99
6.1 Likviditetsanalyse	99

6.1.1 Likviditetsgrad 1	99
6.1.2 Likviditetsgrad 2	101
6.1.3 Finansiell likviditetsgrad	102
6.1.4 Finansiell gjeldsdekning	103
6.1.5 Rentedekningsgrad	104
6.2 Analyse av langsiktig risiko - Soliditetsanalyse	106
6.2.1 Egenkapitalprosent	106
6.2.2 Netto driftsrentabilitet	107
6.2.3 Kapitalstruktur	109
6.3 Syntetisk rating – Oppsummering av risiko	110
7 Historisk avkastningskrav	113
7.1 Teori	113
7.1.1 Bakgrunn	113
7.1.2 Avkastningskravet til totalkapitalen	114
7.1.3 Avkastningskravet til egenkapitalen og minoriteten	115
7.1.4 Avkastningskravet til netto finansiell gjeld	116
7.2 Egenkapitalkravet	116
7.2.1 Risikofri rente	117
7.2.2 Egenkapitalbeta	117
7.2.3 Markedets risikopremie	119
7.2.4 Andre risikopremier	120
7.3 Finansielle krav	121
7.3.1 Finansielt gjeldskrav	121
7.3.2 Finansielt eiendelskrav	123
7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav	125
7.3.4 Årlig egenkapitalbeta og netto driftsbeta	126
7.4 Egenkapitalkrav, minoritetskrav og selskapskrav	127
7.4.1 Egenkapital- og minoritetskrav	127
7.4.2 Netto driftskrav	128
7.4.3 Sysselsatt kapitalkrav	128
7.5 Oppsummering historiske avkastningskrav	129
8 Lønnsomhetsanalyse	130
8.1 Superrentabilitet til egenkapitalen	130
8.2 Dekomponering av strategisk fordel	133

8.3 Driftsfordel	134
8.3.1 Bransjefordel	134
8.3.2 Ressursfordel	135
8.3.3 Gearingfordel	141
8.3.4 Oppsummering driftsfordel	142
8.4 Finansieringsfordel	143
8.4.1 Netto finansiell gjeldsfordel	144
8.4.2 Minoritetsfordel	146
8.4.3 Oppsummering finansieringsfordel	146
8.5 Oppsummering strategisk fordel	147
9 Fremtidsregnskap	148
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet	148
9.2 Valg av budsjettthorisont	148
9.3 Budsjett drivere og budsjettmodell	149
9.4 Driftsinntektsveksten	150
9.4.1 Netto driftseiendeler	155
9.4.2 Netto driftsresultat og netto driftsmargin	156
9.4.3 Finansiell gjeldsdel	157
9.4.4 Finansiell eiendelsdel	158
9.4.5 Netto finanskostnad	159
9.4.6 Minoritetsinteresser	160
9.5 Presentasjon av fremtidsregnskapet	161
9.5.1 Fremskrevet resultatregnskap	161
9.5.2 Fremskrevet balanseoppstilling	161
9.5.3 Fremskrevet kontantstrømoppstilling	162
10 Fremtidskrav	163
10.1 Vekting av verdier	163
10.2 Fremtidig avkastningskrav til egenkapital og minoritet	163
10.2.1 Risikofri rente	163
10.2.2 Markedets risikopremie	165
10.2.3 Illikviditetspremie	165
10.2.4 Årlig egenkapitalbeta	165
10.2.5 Oppsummering fremtidige krav til egenkapital og minoritet	166
10.3 Fremtidige finansielle krav	166

10.3.1	Finansielt gjeldskrav	167
10.3.2	Finansielt eiendelskrav	167
10.3.3	Fremtidig netto finansielt gjeldskrav	167
10.4	Fremtidig krav til netto driftskapital	168
10.5	Analyse av budsjett – superrentabilitet	168
11	Fundamental verdivurdering	170
11.1	Egenkapitalmetoden	170
11.1.1	Fri kontantstrømmodellen	170
11.1.2	Superprofittmodellen	171
11.1.3	Superprofittvekstmodellen	171
11.2	Selskapskapitalmetoden	171
11.3	Første verdiestimat	172
11.3.1	Verdsettelse egenkapitalmetoden	172
11.3.2	Verdsettelse netto driftskapitalmetoden	173
11.3.3	Verdsettelse sysselsatt kapitalmetoden	174
11.3.4	Oppsummering av det første verdiestimatet	175
11.4	Konvergering av verdiestimat	176
11.5	Rimelighetsvurdering av fundamentalt verdiestimat	177
11.6	Usikkerhetsanalyse	178
11.6.1	Simuleringsanalyse	179
11.6.2	Sensitivitetsanalyse	188
11.6.3	Konklusjon usikkerhetsanalyse	191
11.7	Oppsummering av fundamental verdivurdering	191
11.8	Komparativ verdsettelse	191
11.8.1	Multiplikatorer og verdiestimat	192
12	Oppsummering og handlingsstrategi	199
12.1	Handelsstrategi	199
12.2	Oppsummering	201
	Litteraturliste	203
	Formeloversikt	213
	Figuroversikt	215
	Tabelloversikt	217

1 Innledning

I det innledende kapittelet vil vi ta for oss vår motivasjon for valg av tema og formålet med oppgaven. Videre vil vi gi en kort beskrivelse av oppgaven sin struktur, det underliggende rammeverket og avgrensninger vi anser nødvendige.

1.1 Formål og motivasjon

Formålet vårt i denne masteroppgaven er å utføre en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Grieg Seafood ASA. Vi vil basert på vårt endelige verdiestimat sammenligne verdien opp mot hva aksjemarkedet priser selskapet sin egenkapital til per verdsettelsestidspunktet. Vi vil utfra sammenligningen komme med en strategisk handelsanbefaling: kjøp, hold eller selg. Verdiestimatet vi kommer fram til i denne oppgaven vil være et punkttestimat, som betyr at det foreligger mye usikkerhet da estimatet bygger på forutsetninger og skjønsmessige vurderinger. Vi vil imidlertid, ved hjelp av ulike analyser, teknikker og en supplerende verdsettelse, belyse usikkerheten i verdiestimatet på best mulig vis.

Basert på overstående har vi utledet følgende problemstilling:

«Hva er verdien av egenkapitalen til Grieg Seafood ASA per 31.12.2021?»

Vår motivasjon for valget av Grieg Seafood ASA som verdsettelsesobjekt kommer fra at selskapet har en lang og spennende historie. Spesielt etter at de ble notert på Oslo børs i 2007 har selskapet vært igjennom mange endringer, og opplevd en eventyrlig vekst. Det samme kan sies om oppdrettsbransjen, som har vært preget av perioder med sterk vekst og innovasjon de siste tiårene. Kombinert med at begge kandidatene har en interesse for verdsettelse som fagområde, var vårt valg om å verdsette et oppdrettsselskap naturlig.

1.2 Avgrensninger

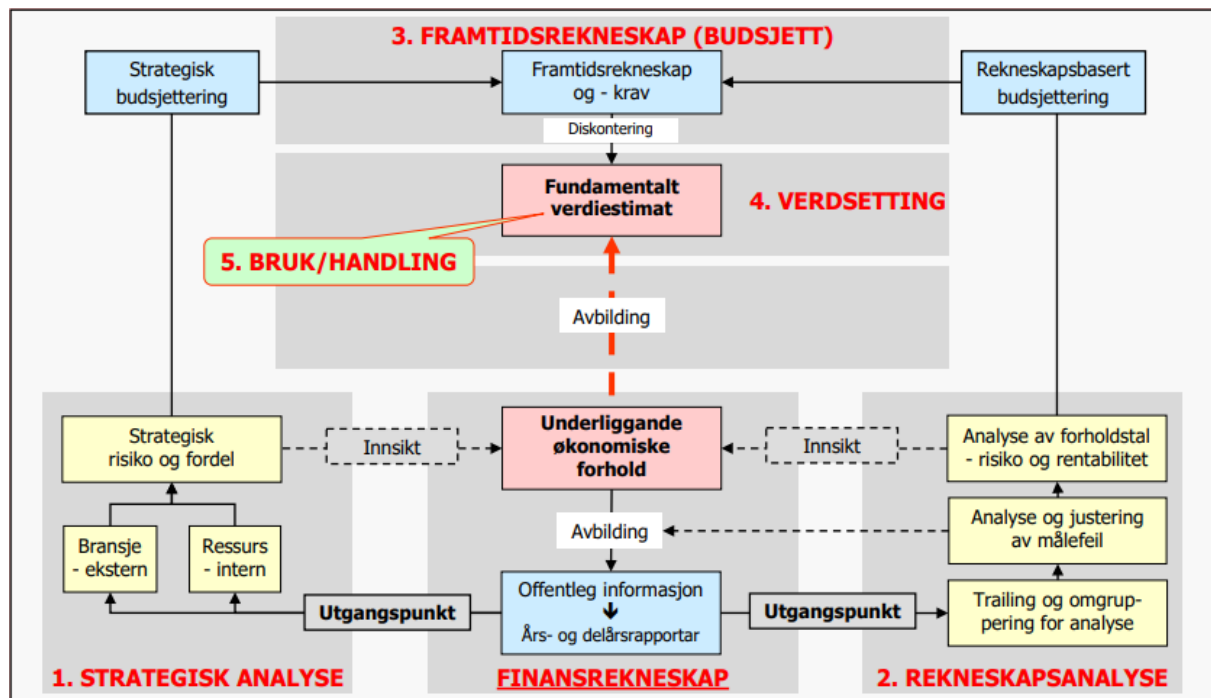
Ingen av kandidatene besitter innsideinformasjon om selskapet eller andre bransjeselskap, så verdsettelsen er avgrenset til offentlig informasjon som var tilgjengelig per 01.05.2022.

Verdsettelsestidspunktet er som nevnt satt til 31.12.2021, og vi har basert på dette valgt å avgrense bruk av regnskapsinformasjon fra senere perioder enn dette. Ved sammenligning av Grieg Seafood ASA mot andre selskaper i bransjen har vi avgrenset bransjeutvalget til sammenlignbare selskaper notert på Oslo børs. Vi kommer tilbake til bransjeutvalget og flere kriterier vedrørende utvalget i kapittel 2. Vi vil også gjøre avgrensninger underveis i oppgaven

ut fra tilgjengelig tidsbruk og informasjon. Slike avgrensinger vil bli kommentert løpende i oppgaven der det er aktuelt.

1.3 Struktur og rammeverk

Vi har basert oppgaven vår på rammeverket til vår veileder Kjell Henry Knivsflå, slik han har presentert det i verdsettelseskurset BUS440A på Norges Handelshøyskole. Figuren nedenfor er en visuell framstilling av rammeverket og strukturen til oppgaven.



Figur 1-1: Rammeverket for verdsettelse fra BUS440A (Knivsflå 2022a)

Ut fra rammeverket deler vi oppgaven i 3 deler, med tilhørende kapitler. I del 1 er hovedformålet å anskaffe seg nødvendig informasjon om selskapet og bransjen, for så å utføre en strategisk analyse i kapittel 4. Den strategiske analysen vil i stor grad være basert på informasjon vi presenterer i kapittel 2. Vi vil her gi en presentasjon av Grieg Seafood ASA og oppdrettsbransjen, der vi tar for oss deler av bransjen, selskapet og historikken som anses relevant for oppgaven og den strategiske analysen. I kapittel 3 vil vi presentere ulike verddivurderingsmetoder. Vi vil gi en kort redegjørelse for de ulike metodene, og begrunne vårt valg av den verddivurderingsmetoden vi mener er mest hensiktsmessig for vårt formål. I kapittel 4 utfører vi altså den strategiske analysen, med mål om å kartlegge om det foreligger en strategisk fordel for selskapet som kan utgjøre et konkurransefortrinn.

Del 2 starter med at vi utfører en regnskapsanalyse i kapittel 5. Vi vil blant annet omgruppere og justere de offisielle regnskapene for videre analytiske formål. Det bearbejdede regnskapet

tar vi med oss videre inn i kapittel 6, der vi hjelp av ulike forholdstall analyserer risikoen til selskapet ut fra likviditet og soliditet, sett opp mot bransjeutvalget. Risikoen blir oppsummert med en syntetisk rating. I kapittel 7 estimerer vi historiske avkastningskrav, med utgangspunkt i de historiske regnskapstallene og andre opplysninger. I det avsluttende kapitlet i del 2 utfører vi en lønnsomhetsanalyse, med mål om å tallfeste selskapet sin strategiske fordel.

I del 3 vil vi begynne med å utarbeide fremtidsregnskapet og fremtidskrav, som brukes videre inn i den fundamentale verdivurderingen. Vi vil også i del 3 se på usikkerheten i verdiesimatet, og utfører en komparativ verdivurdering for å supplere den fundamentale. Avslutningsvis vil vi oppsummere oppgaven å gi vår handelsanbefaling.

2 Presentasjon av Grieg Seafood ASA og oppdrettsbransjen

2.1 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood er et av verdens største lakseoppdrettsselskap, med hovedkontor i Bergen. Selskapet opererer laksefarmer i Norge (Finnmark og Rogaland) og Canada (Newfoundland og British Columbia). Laksen selges over hele verden, både gjennom butikksalg og gjennom salg til hotell- og restaurantnæringen. I det videre vil vi presentere selskapet Grieg Seafood ASA. Vi starter med en historisk oppsummering, før vi gjør rede for hvordan selskapet er bygget opp i dag. Vi går deretter inn på diverse strategiske egenskaper, før vi avslutter med en kort oppsummering av finansielle nøkkeltall. Kapittelet er utarbeidet basert på årsrapporten 2020, mens nøkkeltallene er oppdatert med 2021-tall.

2.1.1 Historikk

Fiskeoppdrett, og da spesielt laks, har i flere tiår vært et av Norges største eksportområder. Starten på norsk lakseoppdrett skjedde på 1960-tallet, hvor slakt av ferdig oppdrettslaks begynte tidlig på 1970-tallet (Store Norske Leksikon, u.å.). Siden man bare kunne ha en tillatelse (konsesjon) for oppdrettsfisk per bedrift frem til starten på 1990-tallet, etablerte det seg en rekke mindre oppdrettsselskap i Norge (Store Norske Leksikon, u.å.). Grieg Seafood ASA, eller Grieg Norwegian Salmon som det het da, ble stiftet i 1992, ikke lenge etter at konsesjonsbegrensningen falt (Grieg Seafood ASA, u.å-a). Etter grunnleggelsen tok selskapet fordel av at det nå var mulig å kjøpe opp flere mindre oppdrettsselskaper, og man bygget seg derfor opp gjennom slike oppkjøp.

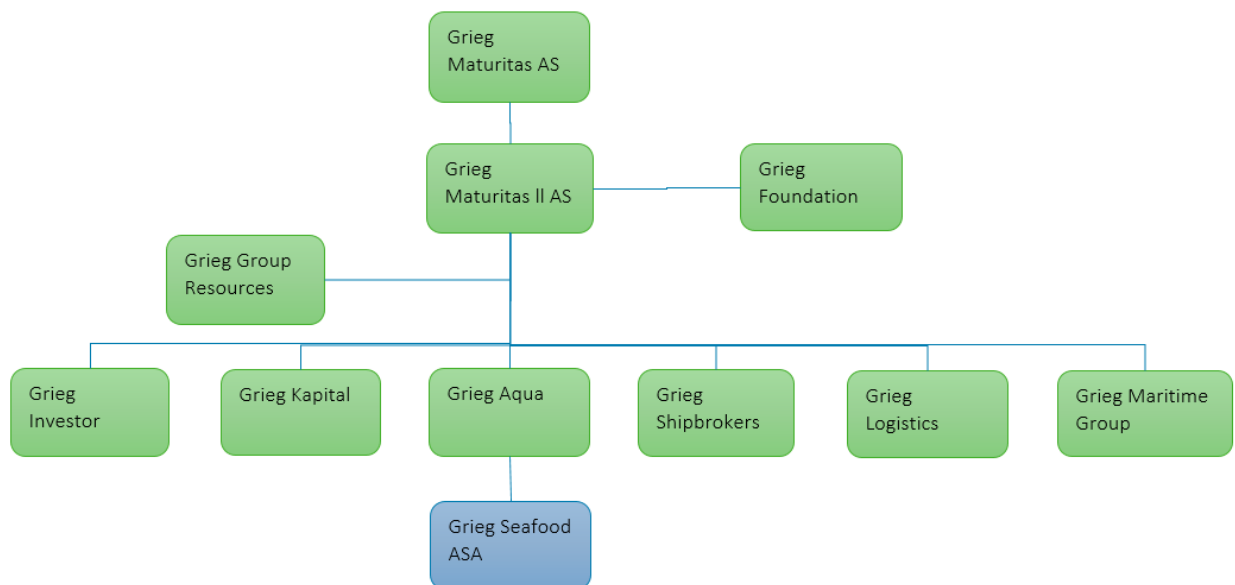
På starten av 2000-tallet begynte Grieg Seafood å etablere seg internasjonalt, ved å kjøpe opp virksomhet blant annet i Chile og British Columbia. I Norge etablerte de seg i Rogaland i 1998, og fusjonerte med Volden Group AS i Finnmark i 2006 (Grieg Seafood ASA, u.å-a). Ved børsnoteringen i 2007 hadde Grieg Seafood lakseoppdrettsanlegg i Norge (Rogaland og Finnmark) og Canada (British Columbia). Samme år etablerte de virksomhet på Shetland gjennom oppkjøpet av Hjaltland Ltd. Som en konsekvens av dårlige økonomiske resultater besluttet man i 2020 å avvikle virksomheten på Shetland. Salget ble gjennomført sent 2021. De siste årene har Grieg Seafood også opprettet en avdeling på Newfoundland, hvor slaktet laks forventes å leveres i løpet av 2023, med full produksjon fra 2025.

2.1.2 GSF i dag

Grieg Seafood var per 2020 det femte største lakseoppdrettselskapet i Norge, og hadde i 2021 et slaktevolum på 76 tusen tonn. Omsetningen i 2021 var på NOK 4,6 mrd (Grieg Seafood ASA, 2022). Dagens organisasjon er et resultat av flere år med strategiske oppkjøp og salg. Grieg Seafood opererer i Norge og Canada, og har fra 2021 en egen helintegreert salgsvirksomhet.

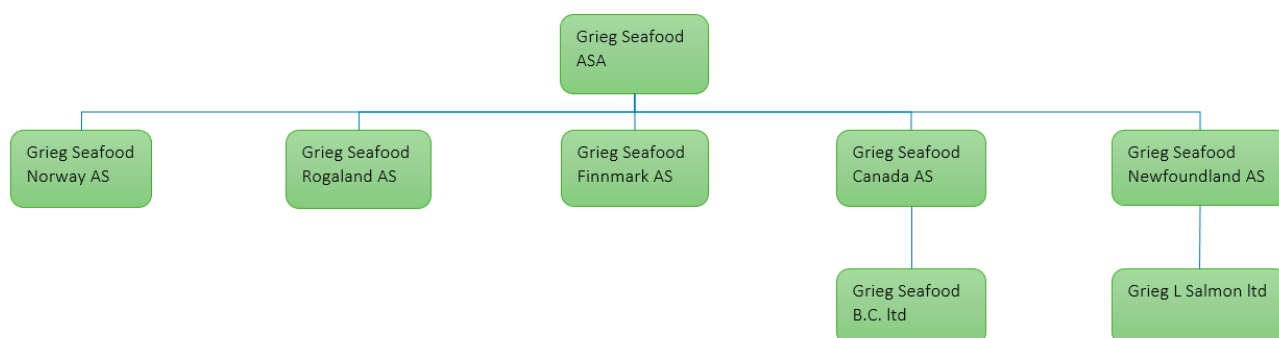
2.1.3 Organisasjonen

Grieg Seafood ASA er et børsnotert selskap på Oslo Børs, men en majoritetsandel på 50,16 % holdes fremdeles av Grieg gruppen gjennom Grieg Aqua AS. Grieg gruppen er et familieeid konsern med hovedsete i Bergen, og har investert tungt i shipping og maritime tjenester, kapitalforvaltning og sjømat. Grieg-familien er tett på alle selskapene i grupperingen, noe vi også ser igjen i Grieg Seafood ASA hvor Per Grieg jr er styreleder og Nicolai Hafeld Grieg er styremedlem.



Figur 2-1: Organisasjonskart Grieg Group, fritt etter Grieg Group ASA (2021)

Grieg Seafood ASA har innrettet seg slik at hvert underliggende regionskontor består av et eget aksjeselskap. De aksjeselskapene som relaterer seg til virksomhet i Canada har igjen hvert sitt heleide canadiske datterselskap. Alle selskap eies 100 % av Grieg Seafood ASA, med unntak av Grieg Seafood Newfoundland hvor eierskapet er 99,02 %. Det er ikke aktivitet i morselskapet Grieg Seafood ASA, utover aksjepostene i datterselskap. Ledergruppen er imidlertid ansatt og hever lønn i morselskapet.



Figur 2-2: Organisasjonskart Grieg Seafood-konsernet, fritt etter Grieg Seafood ASA (2022)

Grieg Seafood Rogaland AS

Rogalandsvirksomheten til Grieg Seafood består av 21 lisenser, hvorav to av disse er landbasert. I tillegg har de fire lisenser for stamfisk til avlsformål. Rogaland-regionen benyttes i pilotprosjektet som omhandler «post-smolt», hvor fisken holdes utover smoltperioden før den sjøsettes. All laksen behandles og pakkes på området

Grieg Seafood Finnmark AS

I Finnmark opererer de med 28 lisenser, hvorav en i ferskvann og resterende i sjøvann. Åtte av lisensene er imidlertid «grønne lisenser», som innebærer strengere miljøkrav. Det vesentligste av laksen som slaktes her blir behandlet og pakket på området, da de har egne fasiliteter til behandling av fisken.

Grieg Seafood Canada AS

Virksomheten i British Columbia ligger på vestkysten av Canada, hvor Grieg Seafood har 21 lisenser, hvorav en er for landbasert smolt-produksjon. Som følge av at det i Canada er mye villaks relativt sett, sammenlignet med oppdrettslaks, har man større problemer her med lakselus. Dette medfører at dødeligheten er større, og igjen at kostnadene er høyere sammenlignet med oppdrett i Norge. Fra 2022 vil man ta i bruk nye mekaniske løsninger for å få fjernet lakselus, og forventer da at kostnadene vil reduseres.

Grieg Seafood Newfoundland AS

Det nyeste operasjonsområdet befinner seg på østkysten av Canada. Grieg Seafood har fått åtte sjøvanns- og en ferskvannslisens, men har søkt om flere. All den tid det tar tid før laksen er slaktemoden, forventer man ikke å begynne innhøsting før 2023. Anleggene er imidlertid klare per utgangen av 2021. Som følge av at det ikke genereres inntekter enda, går virksomheten i Newfoundland med driftsmessig underskudd og vil gjøre dette en periode

fremover. Grieg Seafood Newfoundland skal være et miljøvennlig oppdrettsanlegg, og som følge av at anlegget ligger langt unna andre oppdrettsanlegg er forventningen at forurensningen skal ligge på et minimum.

Grieg Seafood Norway AS

Frem til 2020 hadde Grieg Seafood et felles samarbeid med Bremnes Slakteri, kalt Ocean Quality. Dette var en salgsorganisasjon som stod for distribusjon av lakseproduktene ut til kundemarkedet. I 2020 valgte Grieg Seafood å trekke seg ut av dette samarbeidet, og opprettet en egen salgsorganisasjon underlagt Grieg Seafood Norway med oppstart 1. januar 2021. Opprettelsen av denne salgsorganisasjonen er en konsekvens av Grieg Seafoods ønske om å ha fullt eierskap over hele verdikjeden fra smolt til salg til slutt kunder.

Nøkkeltall

Vi har i tabellen under satt opp en oversikt som viser slaktevolum, salgsinntekt og driftsresultat per kg slaktet fisk for regnskapsåret 2021.

Nøkkeltall 2021	Rogaland	Finnmark	Canada (B.C.)	Newfoundland
Slaktevolum (tonn)	26 670	34 484	14 484	-
Salgsinntekt (NOK million)	1 431	1 756	1 024	-
EBIT/kg	9,1	7,3	10,4	-

Tabell 2-1: Nøkkeltall 2021 for de ulike driftsområdene, egenprodusert etter data fra Grieg Seafood ASA (2022)

Driften i British Columbia har gått fra negative marginer i 2020 til å være den mest lønnsomme regionen per slaktekilo i 2021. Dette kommer på tross av at slaktevolumet er redusert med 7.000 tonn. Dette skyldes økt spotpris og bedre kvalitet på laksen (Grieg Seafood ASA, 2022). Volumet i denne regionen er sterkt påvirket av utenforliggende faktorer som regulering og kapasiteten hos konkurrenter. I Finnmark er marginene bedret fra 2020 som var et bunnår, men er dårligere enn de andre regionene. Finnmarksregionen er også i 2021 rammet av laksesykdom, som gir dårligere kvalitet på fisken, og dermed også reduserte priser. I tillegg er store andeler av laksen solgt på fastpriskontrakter som reduserer effekten av spotpriser inntil kontraktene løper ut. Rogaland gjør det bedre per kilo fisk enn Finnmark, men marginen er redusert sammenlignet med 2020. Også her er det sykdom og fastpriskontrakter som sørger for redusert lønnsomhet.

2.1.4 Strategi

Grieg Seafood opererer i en bransje hvor konkurransen er stor, og produktene ikke lett lar seg skille fra hverandre. Dette medfører at det i oppdrettsbransjen er viktig å ha en strategi for å skille seg fra de andre aktørene. Grieg Seafood har i flere år hatt en klar strategi om å holde alle ledd i prosessen innad i organisasjonen, helt frem til salg av egne merkevarer.

Avgjørelsen om å trekke seg ut av Ocean Quality-samarbeidet, og opprettelsen av egen salgsorganisasjon, er siste del av helintegrasjonen av produksjonsprosessen. Videre opererer Grieg Seafood i to strategisk viktige områder, Norge og Canada. Sistnevnte er med hensikt å erobre kunder i det nord-amerikanske markedet, hvor Grieg Seafood ser et vekstpotensiale.

I årsrapporten 2020 var en av de første overskriftene «Reshaping our business». Dette er overskriften for hvordan Grieg Seafood ønsker å plassere seg strategisk videre. Målet er fremtidig vekst og verdiskapning, samt å være mer konkurransedyktige. Et av de viktigste punktene Grieg Seafood selv identifiserer knytter seg til bærekraft, som kommer i eget delkapittel under. Grieg Seafood har satt opp en forretningsstrategi for perioden frem til 2025, med klare målsetninger innenfor punktene som vist i figuren under. Vi gir en kort introduksjon av de tre første punktene her, og kommer altså tilbake til bærekraft senere.



Figur 2-3: Our 2025 Business Strategy, (Grieg Seafood ASA, 2021c)

Global vekst

Grieg Seafood har et mål om å slakte 130.000 tonn laks årlig innen 2025. Dette målet skal oppnås i selskapets nåværende laksefarmer, inkludert Newfoundland som forventes å bidra med mellom 30.000 – 45.000 tonn årlig (Grieg Seafood ASA. u.å-c). Status per 2021 er som forklart over ca 76.000 tonn slaktet laks.

Kostnadseffektivitet

For å redusere kostnader er målet først og fremst å redusere sykdom og dødelighet, og å redusere forekomsten av lakselus. Det viktigste virkemiddelet er «post-smolt» strategien som

har til formål å sjøsette laksen senere i livsløpet. Grieg Seafood investerer også mye i det å finne ny teknologi og forbedrede metoder for hvordan man behandler laksen.

Reposisjonering i verdikjeden

I tiden fremover er målet å knytte tettere samarbeid med det som omtales som utvalgte kunder. Grieg Seafood har gjennom årene levert sine produkter til et vidt spekter av kunder, hvor det meste gjennom alle år har blitt levert til større grossister og eksportører. En del av strategien fremover er imidlertid å bli større innenfor HoReCa-markedet (Hotell- Restaurant- og Catering-markedet). Opprettelsen av ny salgs- og markedsorganisasjon var et viktig steg i denne prosessen. Formålet er å øke marginene, og redusere risiko og volatilitet i prisene (Grieg Seafood ASA, 2021c).

2.1.5 Merkevare

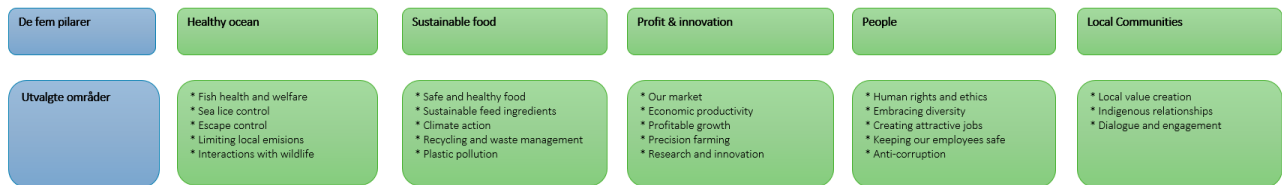
Grieg Seafood selger som nevnt over det meste av den slaktede laksen til grossister og eksportører, som selger fisken videre til sine kunder med egne merkevarer. Den laksen som selges direkte til kundene er mer eksklusiv fisk som selges hovedsakelig innenfor HoReCa-segmentet. Grieg Seafood har to egne merkevarer som de selger til ulike regioner.

Skuna Bay er et «high-end»-merke hvor laksen produseres på Vancouver Island i British Columbia, og selges til det amerikanske markedet. Skuna Bay-laksen har blitt servert i flere prestisjetunge arrangementer (Skuna Salmon, 2022). USA er identifisert som et marked med stort potensiale (Grieg Seafood ASA, 2021c).

Kvitsøy er også et «high-end»-merke. Laks under Kvitsøymerket produseres på Rogalandskysten. Grieg Seafood setter store krav til kvaliteten på den laksen som selges under dette merket, både når det gjelder selve fisken, pakkeprosessen, men også hvilke restauranter som får lov til å servere laksen (Grieg Seafood ASA, u.å-b) De fleste kundene av Kvitsøy-laks befinner seg i Italia og Spania (Grieg Seafood ASA, 2021c).

2.1.6 Bærekraft

Et av de viktigste områdene innenfor de fleste bransjer de siste årene, og enda viktigere i årene som kommer, er bærekraftig utvikling og hvordan de forskjellige bedrifter forholder seg til dette. Grieg Seafood har som vist tidligere valgt å bygge hele sin langsiktige strategi over et bærekraftig fundament. For å komme i mål med en bærekraftig forretningsmodell har Grieg Seafood laget seg fem pilarer, hvor en av disse omhandler finansielle tema direkte og de fire andre dreier seg om ikke-finansielle tema.



Figur 2-4: De fem pilarer for å oppnå bærekraftig utvikling, fritt etter Grieg Seafood (2021c)

I tillegg har Grieg Seafood valgt å følge FN sine 17 globale mål for å oppnå bærekraftig utvikling i matproduksjonen sin. For hver av de fem pilarene er det valgt enkeltmål blant de globale målene.

The sustainable development goals	Healthy Ocean	Sustainable food	Profit & Innovation	People	Local communities
1) No poverty					
2) Zero hunger		x			
3) Good wealth and well-being		x			
4) Quality education				x	
5) Gender equality				x	
6) Clean water and sanitation	x	x			
7) Affordable and clean energy					
8) Decent work and economic growth				x	x
9) Industry, innovation and infrastructure			x		
10) Reduced inequalities					
11) Sustainable cities and communities					
12) Responsible consumption and production	x	x			
13) Climate action	x	x			
14) Life below water	x				
15) Life on land		x			
16) Peace, justice and strong institutions			x		x
17) Partnerships for the goals	x	x	x	x	x

Tabell 2-2: FN sine 17 globale mål for å oppnå bærekraftig utvikling, etter Global Goals (u.å)

Oppsummert har Grieg Seafood en helhetlig bærekraftig strategi som omhandler blant annet å:

- Ha bærekraftige ingredienser i føret til oppdrettslaksen.
- Ha bærekraftige rutiner når det gjelder utslipp, resirkulering, avfallshåndtering og plasthåndtering.
- Unngå at laksen pådrar seg sykdommer eller rømmer fra oppdrettsanlegget.
- Ta vare på egne ansatte, urfolk og alle andre.
- Oppnå økt fortjeneste og skape innovative metoder.

Målet er å være en aktør som bryr seg om miljøet, og har en positiv effekt på nærmiljøet. I tillegg skal den bærekraftige satsingen gi forbedring i de finansielle resultatene.

2.1.7 Precision farming og postmolt

Et uttalt mål for Grieg Seafood er som vist over å ha et så miljøvennlig klimaavtrykk som mulig, blant annet ved å gi laksen best muli levevilkår. I tillegg til at dette gir mer bærekraftig utvikling, er målet å oppnå reduserte kostnader. To virkemidler som Grieg Seafood har iverksatt for å nå disse målene, er det de kaller «Precision farming» og «post-smolt».

Precision farming

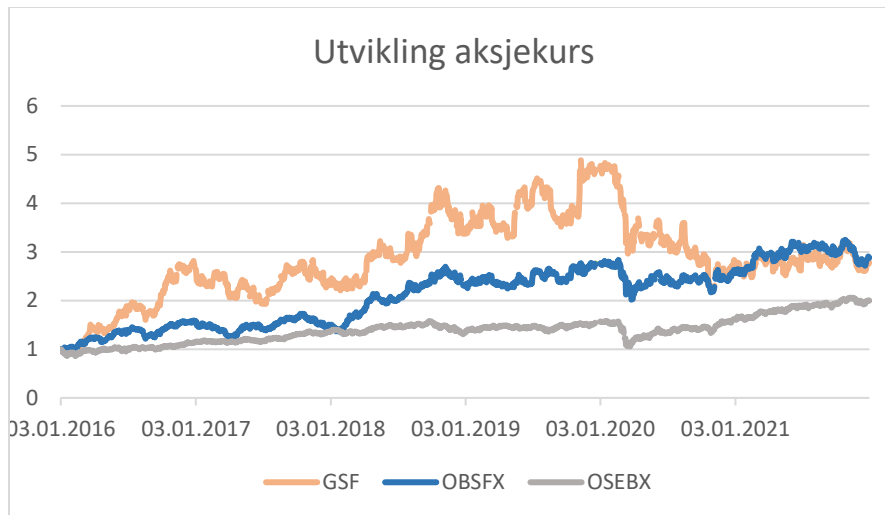
Grieg Seafood utforsker hvordan oppdrettslaksen og miljøet påvirker hverandre gjennom å anvende Big data. Benyttede verktøy er avanserte sensorer, kunstig intelligens og automatiserte handlinger. Resultatene gir en bedre forståelse av sammenhenger som man ikke tidligere har visst om, og formålet er å forutse negative hendelser for å kunne iverksette mottiltak så tidlig som mulig. Allerede i 2020 hadde prosjektet ført til blant annet lavere dødelighet i British Columbia, og endring i produksjonsplanlegging i Finnmark. Etter hvert som at datagrunnlaget blir større, forventes det å oppnå enda bedre kunnskap om hvordan de best mulig kan unngå sykdommer i laksefarmene, og skape bedre levekår for laksen (Grieg Seafood ASA, 2021b).

Post-smolt

Oppdrettslaks tilbringer den første perioden av livsløpet på land, hvor de lever i settefiskanlegg med ferskvann. Før laksen kan settes i sjøen hvor det er saltvann, må laksen gjennomgå smoltifiseringsprosessen, hvor den gjennomgår en fysisk endring som tillater den å leve i sjøvann. Historisk sett har det vært vanlig å sette laksen i sjøen direkte etter gjennomgått smoltifisering. Post-smolt-strategien innebærer at laksen holdes på land eller i lukkede sjøfarmer i flere måneder lenger enn tidligere. Mindre tid i sjøfarmene gjør at laksen er mindre utsatt for lus og andre sykdommer, og gir i tillegg bedre oksygennivå. Laksen er da større og friskere ved sjøsetting, som gir bedre helse og redusert behov for mulig miljøskadelig behandling. I tillegg gir kortere tid i sjøen mer effektiv utnyttelse av laksefarmene, og dermed høyere slaktevolum. Grieg Seafood brukte først Rogalandsregionen som pilotprosjekt, og fant at lus og pankreassykdom ble redusert kraftig. Som følge av de gode resultatene er post-smolt-strategien iverksatt i stadig flere oppdrettsanlegg i alle regioner (Grieg Seafood ASA, 2021b).

2.1.8 Aksjen

Grieg Seafood ASA er registrert på Euronext Oslo Børs under ticker GSF. Ved børsnotering i juni 2007 var åpningsprisen på NOK 23 per aksje, som antydte selskapsverdi på NOK 1,76 mrd. De første årene var preget av finanskrisen og etterdønningene av denne, slik at åpningskursen ikke ble oppnådd igjen før vinteren 2013/2014. Derfra økte verdien år for år frem til covid-19, som medførte et brått fall i aksjeverdi fra NOK 120 til NOK 95.



Figur 2-5: Utvikling i aksjekurs GSF mot OBSFX og OSEBX, basispunkt 2016. Utarbeidet etter data hos Euronext Oslo Børs.

Vi har som vist i figuren over valgt å sammenligne utvikling i aksjeverdi for perioden 2016 til 2021, for Grieg Seafood mot Oslo Børs Seafood Index (OBSFX) og Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX). OBSFX er veid gjennomsnitt av de børsnoterte oppdrettsselskapene i Norge, og OSEBX er veid gjennomsnitt av alle børsnoterte selskap i Norge. Med januar 2016 som basis, har Grieg Seafood en bedre utvikling enn bransjesnittet og børsen frem til tidlig 2021. I 2021 har utviklingen ligget på linje med OBSFX. Verdt å merke seg er at bransjesnittet er sterkt påvirket av Salmar og Mowi, som utgjør ca 50 % av grunnlaget, mens fiskeoppdrett kun utgjør 10 % av grunnlaget for børssnittet. Fremover er forventningen økt aksjespekulasjon, som følge av at det gjennom pandemien er blitt ført en ekspansiv pengepolitikk samtidig som at rentenivået har vært lavt. Oppdrettsbransjen gir god avkastning, og vi forventer at aksjeprisen vil øke i tiden som kommer.

2.1.9 Nøkkeltall og finansiell utvikling

Nøkkeltall	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Salgsinntekter	6 545 187	7 017 456	7 500 316	4 755 705	4 384 357	4 598 585
EBIT før verdjustering knyttet til biologiske eiendeler	1 167 746	904 400	1 098 818	1 076 926	233 058	442 370
EBIT etter verdjustering tilknyttet biologiske eiendeler	1 683 487	812 937	1 354 915	821 995 -	56 647	940 944
Resultat før skattekostnad	1 560 836	798 481	1 276 924	796 316 -	304 439	853 678
Årsresultat	1 222 331	600 900	997 119	644 908 -	514 819	1 204 668
Resultat per aksje (NOK)	10,7	5,2	8,8	5,6 -	4,8	10,9
ROE	38 %	18 %	26 %	16 %	-12 %	22 %
ROA	18 %	8 %	12 %	7 %	-5 %	12 %
EBITDA margin	20 %	16 %	18 %	29 %	14 %	18 %
Egenkapitalandel	47 %	47 %	48 %	46 %	41 %	52 %
Operasjonell kontantstrømandel	59 %	43 %	46 %	70 %	43 %	54 %

Tabell 2-3: Grieg Seafood Nøkkeltall 2016-2021, egenprodusert basert på årsrapporter 2016-2021

Tabellen over viser utvalgte nøkkeltall for perioden 2016 til 2021. Årsaken til at inntekter er redusert i 2019 er at Shetland og Ocean Quality ble skilt ut fra driften i påvente av salg og avvikling i 2020, med justerte sammenligningstall 2019. Grieg Seafood har i all hovedsak hatt gode resultater for perioden, med unntak av 2020 hvor selskapet gikk med tap på grunn av reduksjon i laksepris og økte oppdrettskostnader, i tillegg til at Covid-19 ga et negativt etterspørselssjokk i markedet.

2.2 Oppdrettsbransjen

I denne delen av kapittelet vil vi presentere oppdrettsbransjen. Innsikt i de underliggende økonomiske forholdene, og faktorene som påvirker bransjen, vil være essensielt for våre videre analyser. Vi vil ta for oss den generelle historikken til bransjen, og se nærmere på spesifikke sider ved oppdrett av atlantisk laks, som blant annet tilbud, etterspørsel, substitutter, lakseprisen, produksjonssyklus og kostnadsdrivere.

2.2.1 Historikk

Oppdrettsnæringen har en lang historie i Norge. Allerede på 1960-tallet klarte brødrene Vik å tilvenne regnbueørret til saltvann, som førte til at det i det neste tiåret ble eksperimentert mye med ulike metoder, teknologier, fôr og forskjellige typer laksefisk. På slutten av 1960-tallet satt brødrene Grøntvedt ut den første laksesmolten, som ble slaktet i 1971 (Store Norske Leksikon, u.å). Grøntvedt-brødrene er kjent som viktige bidragsytere til den norske oppdrettsnæringen, da de også var de første til å utvikle flytemerder til bruk i oppdrett. Etter å ha utviklet merdene, basert på tegninger fra Japan, klarte brødrene å oppnå kommersiell suksess innenfor oppdrett. Dette førte til en økt interesse for lakseoppdrett fra flere aktører, og med brødrene sin villighet til å dele sine erfaringer med andre førte dette til at oppdrett av laks

begynte å spre seg. Med en fungerende merdtype, og valg av riktig type laksefisk, viste norskekysten seg å ha enestående forhold for lakseoppdrett. Temperaturen i sjøen holdt seg stabilt på gunstige nivåer gjennom hele året, strømforholdet sikret at det var tilstrekkelig med gjennomstrømming av vann, og fjorder og skjærgårder beskyttet merdene mot uvær. Norge hadde også den unike fordel at det var bosatt mennesker langs hele norskekysten som kunne drifte oppdrettsanleggene, med en tilhørende infrastruktur på plass (Hovland u.å).

Geografisk er norskekysten best egnet for lakseoppdrett fra Finnmark i nord, og ned til Agder i sør. Tidligere var det langt flere oppdrettsselskaper i Norge. Dette skyldes det allerede nevnte poenget at det kun var tillatt med en tillatelse til å drive oppdrett per selskap. Alt av salg måtte derfor være organisert gjennom Fiskeoppdretternes Salgslag. Antall oppdrettsselskap toppet seg i 1990 med 1000 forskjellige oppdrettsselskap, men det hele endret seg i 1991 da Fiskeoppdretternes Salgslag gikk konkurs. Reglene rundt en tillatelse per selskap ble skrotet, og lettelsene førte til en sterk konsolidering i bransjen med mange oppkjøp og fusjoner. Fra 1000 bedrifter i 1990 er det i dag om lag 150. Bransjen er med det veldig konsolidert, og de 10 største selskapene har ca 70% av produksjonen (Store Norske Leksikon u.å).

Årsaken til at antallet oppdrettsselskap er redusert i så stor grad er også at bransjen er kapitalintensiv, og det å skaffe nok kapital til å vokse og holde seg konkurransedyktig kan være utfordrende. Dette er en av hovedårsakene til at så mange oppdrettsselskap er børsnoterte, da de er avhengig av å få midler fra aksjonærene. Spesielt landbaserte oppdrettere har problemer med å få nok kapital ettersom de enda ikke har bevist kommersiell suksess (Berge, 2021). En annen årsak til at det er høy forekomst av oppkjøp i oppdrettsbransjen er at produksjonsveksten i Norge i stor grad har stoppet opp, som følge av miljøutfordringer og lisensbegrensninger (Misund, Guttormsen og Tveterås, 2020).

Figuren nedenfor viser de 10 største produsentene i Norge i 2020.

Top 10 - Norway		H.Q.	Top 5 - United Kingdom		H.Q.	Top 4 - North America		H.Q.	Top 10 - Chile		H.Q.
	Company	HOG		Company	HOG		Company	HOG		Company	HOG
1	Mowi	262,000	Mowi		52,700	Cooke Aquaculture		56,000	Aquachile (Agrosuper)		154,800
2	Salmar	150,300	Bakkafrost		35,000	Mowi		44,000	Salmones Multiexport		85,200
3	Lerøy Seafood	142,900	Cooke Aquaculture		26,000	Grieg Seafood		21,200	Mowi		64,600
4	Mitsubishi / Cermaq	65,800	Scottish Sea Farms		24,000	Mitsubishi / Cermaq		16,500	Mitsubishi / Cermaq		61,200
5	Grieg Seafood	50,000	Grieg Seafood		15,700	*		*	Salmones Blumar		59,800
6	Nova Sea	42,600	*		*			*	Australis Seafood		59,500
7	Nordiaks	35,000							Camanchaca		47,700
8	Alsaker Fjordbruk	31,000							Yadrán		27,000
9	Sinkaberg-Hansen	31,000							Salmones Austral		26,000
10	Norway Royal Salmon	30,500							Ventisqueros		24,000
	Top 10	841,100	Top 5		153,400	Top 4		137,700	Top 10		609,800
	Others	391,100	Others		7,100	Others		4,100	Others		90,800
	Total	1,232,200	Total		160,500	Total		141,800	Total		700,600

Figur 2-6: Største fiskeoppdrettsselskap, (Mowi, 2021)

Det befinner seg om lag 1100 lakseoppdrettsanlegg langs norskekysten, helt fra Sørlandet til Nordkapp (Miljødirektoratet, 2019a). Produksjonen av laks har vokst jevnt i Norge siden starten i 1960, og landet står i dag for om lag halvparten av produksjonen av laks i verden. Det siste tiåret har dog veksten avtatt. Dette skyldes flere ulike utfordringer bransjen står ovenfor, som reguleringer fra myndigheter, biologi som lakselus og alger, samt lakseoppdrett sin påvirkning på miljøet (Store Norske Leksikon u.å). Vi kommer tilbake til disse forholdene senere i kapittelet.

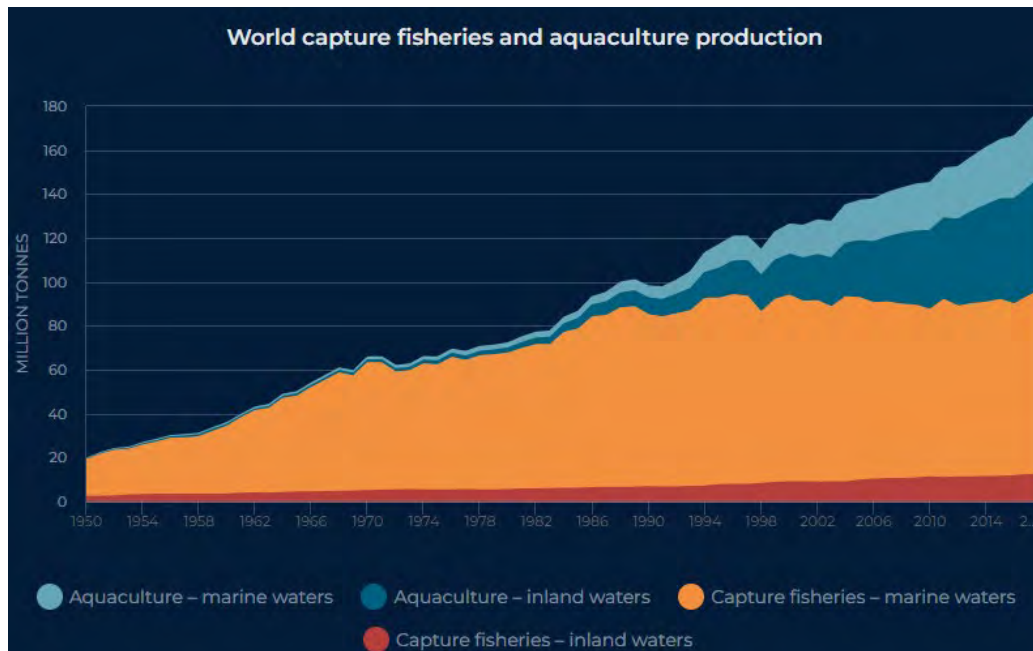
2.2.2 Etterspørsel etter laks

FN estimerer at det globale konsumet av fisk vil øke fra 20.5 kg per innbygger i 2018, til 21.5 kg i 2030 (FN 2020). Videre er den globale populasjonen i vekst, og det forventes en økning på 2 milliarder mennesker i løpet av de neste 30 årene (FN, u.å). Etterspørselen etter laks, som er et smaksrikt og sunt alternativ for protein, vil sannsynligvis øke naturlig som følge av befolkningsveksten.

Et annet viktig moment vil være at velstanden i verdensbefolkningen er forventet å øke i årene framover. Spesielt en større middelklasse i utviklingsland vil kunne føre til en økt etterspørsel etter laks, siden økt velstand vil gi flere valgmuligheter når det kommer til hvordan folk inntar protein (FN, 2020).

Det er også økt bevissthet rundt helsemessige fordeler ved konsum av fisk, sammenlignet med substitutter. Vi kan blant annet se at relevante helsemyndigheter, som amerikanske FDA og EPA, anbefaler å spise fisk 2 ganger i uken, og at de trekker fram helsemessige fordeler som utvikling av hjernen og redusert risiko for sykdom som argumenter for å konsumere fisk (FDA, 2022). Dette sammenfaller også med hva norske helsemyndigheter anbefaler (Helse Norge, 2021).

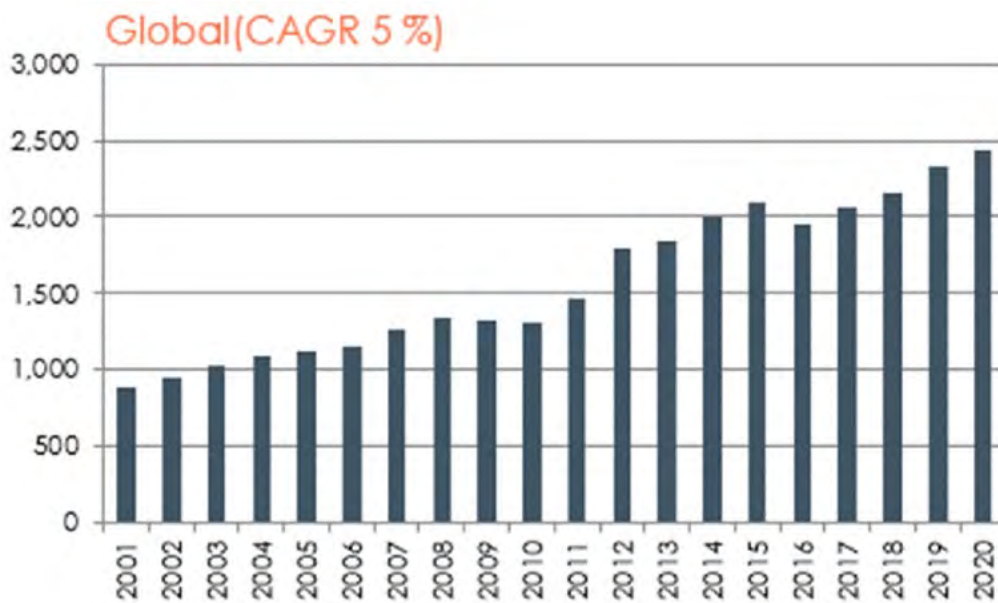
Et annet aspekt som er positivt for oppdrettsbransjen er at tilbudssiden for fisk fra fangst, kalt fiskerier, ikke kan vokse i takt med den økende etterspørselen, siden de har vært tilnærmet fullt utnyttet over lengre tid. Vi kan se dette i figur 2-7 nedenfor, hvor fisk fra fiskerier flater ut fra 1990 tallet.



Figur 2-7: World capture fisheries and aquaculture production (FN 2020).

2.2.3 Tilbudssiden

I 2020 ble det totalt produsert 2 442 960 GWT i det globale laksemarkedet. Norge stod for 50 % av volumet, og Chile hadde 29 %. Det resterende volumet fordeler seg hovedsakelig mellom Canada og Storbritannia. De største konsumentene i 2020 var EU, med hele 45 %, mens USA hadde 21 % (Grieg Seafood ASA, 2021c). Tilbudet har vært økende de siste årene. Fra 1995 til 2020 har produksjonen økt med hele 509 %, som gir en årlig vekstrate på 7 %. Veksten har derimot i de siste tiårene vært noe avtagende. I perioden 2001-2020 var det globalt en årlig vekst på 5 %. Det globale produksjonsvolumet fra 2001 til 2020 er presentert i figur 2-8 nedenfor.



Figur 2-8: Årlig lakseproduksjon 2001-2020 (Mowi, 2021)

Den avtagende veksten skyldes at tilbudssiden er begrenset. Bransjen har de siste årene nådd en produksjon som utfordrer de biologiske grensene innenfor de egnede produksjonsområdene. For å kunne oppnå videre vekst er de avhengig av teknologiske fremskritt, og innovasjoner innenfor drift og biologi. Analysebyrået Kontali estimerer basert på dette en lavere årlig vekst, og forventer at den årlige veksten er på 4 % i perioden 2020 til 2024 (Mowi, 2021).

Som nevnt i delkapittel 2.2.1 er norskekysten velegnet for produksjon av laks i sjø, grunnet flere forhold. I figur 2-9 nedenfor ser vi områdene i verden med lignende forhold, som gjør at også disse områdene er egnet til produksjon av oppdrettslaks. Begrensning i produksjonsområder, og utfordringer med biologi og politiske reguleringer i de ulike områdene, er hovedgrunnen til at tilbudssiden er begrenset.



Figur 2-9: Globale produksjonsområder laks (Mowi, 2021)

Flere selskap i oppdrettsbransjen har sett på ulike alternativer de siste årene for å kunne øke tilbudssiden. En av disse er offshore farming, der mer robuste havmerder brukes lenger ut i havet enn hva man har gjort tradisjonelt sett. Videre har det vært betydelig med investeringer i landbasert oppdrett, men grunnet den foreløpige korte tidshorisonnten, og lavt volum, kan man enda ikke konkludere om dette er et levedyktig alternativ (Mowi, 2021).

2.2.4 Substitutter til laks

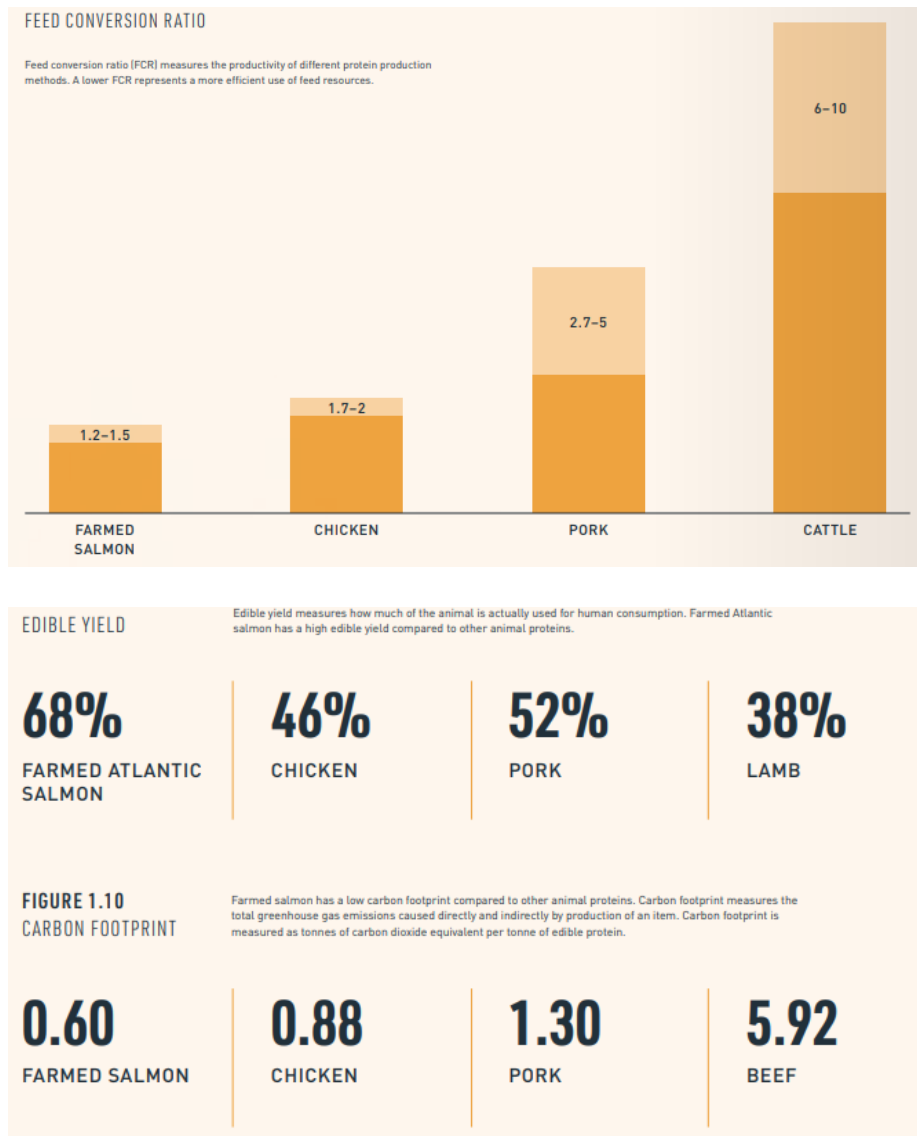
Når vi ser på substitutter for laks så ser vi på matvarer med et høyt proteininnhold, men også matvarer med samme karakteristikkene som laks. De viktigste karakteristikkene med laks er det høye proteininnholdet, at man blir mett av å spise det, smaken og at det ser appetittlig ut.

Dette taler for å benytte ulike typer kjøtt som substitutter. Kjøtt fra dyr som kylling, ku og gris anses som mest hensiktsmessig å sammenligne med, da de gir en interessant innsikt i spesielt vekstmulighetene til laks i verdensmarkedet. I figur 2-10 nedenfor ser vi en sammenligning mellom laks og substituttene, for forholdstallene feed conversion ratio, edible yield og karbon utslipp.

Feed conversion ratio viser hvor effektiv produksjonen av proteinet er. Som vi kan se utfra figuren er oppdrett av laks den mest effektive metoden for å produsere protein.

Edible yield forteller hvor mye av det produserte proteinet som faktisk kan konsumeres. Også her leder laks foran substituttene.

Laks har også det laveste karbonutslippet per produserte enhet sammenlignet med substituttene. Dette forholdstallet inkluderer alle direkte og indirekte karbonutslipp tilknyttet produksjonen.



Figur 2-10: Utslipp, yield og karbonavtrykk (Grieg Seafood ASA, 2021c)

2.2.5 Miljø og bærekraft


Med et økt fokus på miljø og bærekraft har alle de store oppdrettsselskapene utviklet egne strategier for miljø og bærekraft. Påvirkning på det ytre miljøet som følge av ingredienser i fiskefôr, oppdrettslaks som rømmer, fiskevelferd, bruk av antibiotika og utslipp er alle aktuelle problemstillinger.

Utfordringen med fôr er at det fôret som fisken ikke spiser havner på havbunnen. Kombinert med at også avføring fra laksen havner på havbunnen, kan dette utgjøre en betydelig negativ

påvirkning på det ytre miljøet. Hvis forholdene på havbunnen blir for dårlige kan fiskeridirektoratet eller fylkesmannens miljøvernavdeling stenge ned oppdrettslokasjonen til forholdene bedres. En annen utfordring er rømninger av oppdrettslaks. Dette er en utfordring på miljøet ettersom oppdrettslaksen som har rømt vil gyte i de samme elvene som villaksen. Siden oppdrettslaksen har flere biologiske utfordringer, som for eksempel lakselus som villaksen ikke er eksponert mot i naturen, kan dette ha en negativ påvirkning på villaksbestanden. Det er også en bekymring at selve genmaterialet til villaksen skal endre seg ved gyting med oppdrettslaks (Store Norske Leksikon, u.å). Det var tidligere en frykt for at overbruk av antibiotika i oppdrett skulle føre til resistans mot antibiotika, men næringen har redusert bruken av antibiotika med hele 99 % fra 1987 til 2013, slik at dette er ikke lenger en aktuell problemstilling (Store Norske Leksikon, u.å).

Med en dødelighet på 14,96 % i sjøfasen er også dyrevelferd en utfordring. Den relativt høye dødeligheten skyldes hovedsakelig biologiske utfordringer som lakselus, virus og parasitter, men også at oppdrettsselskapene sin behandling av laksen mot de biologiske utfordringene ofte fører til død eller dårlig dyrevelferd. En annen utfordring i bransjen er bruk av rensefisk, og rensefisken sin velferd. Rensefisk opplever høy dødelighet da laksen ofte spiser den (Store Norske Leksikon, u.å).

En positiv side ved lakseoppdrett sammenlignet med substituttene, er den bærekraftige produksjonen. Spesielt hvis vi ser på karbonavtrykket, og hvor mye ressurser som for eksempel ferskvann som benyttes ved produksjonen. Oppdrettslaks sitt karbonavtrykk er betydelig mindre enn det for produksjon av griser og kuer. Produksjon av kylling har riktignok lavere karbonavtrykk enn laks, men laks er desidert lavest når det kommer til hvor mye ferskvann som må til i produksjonen.



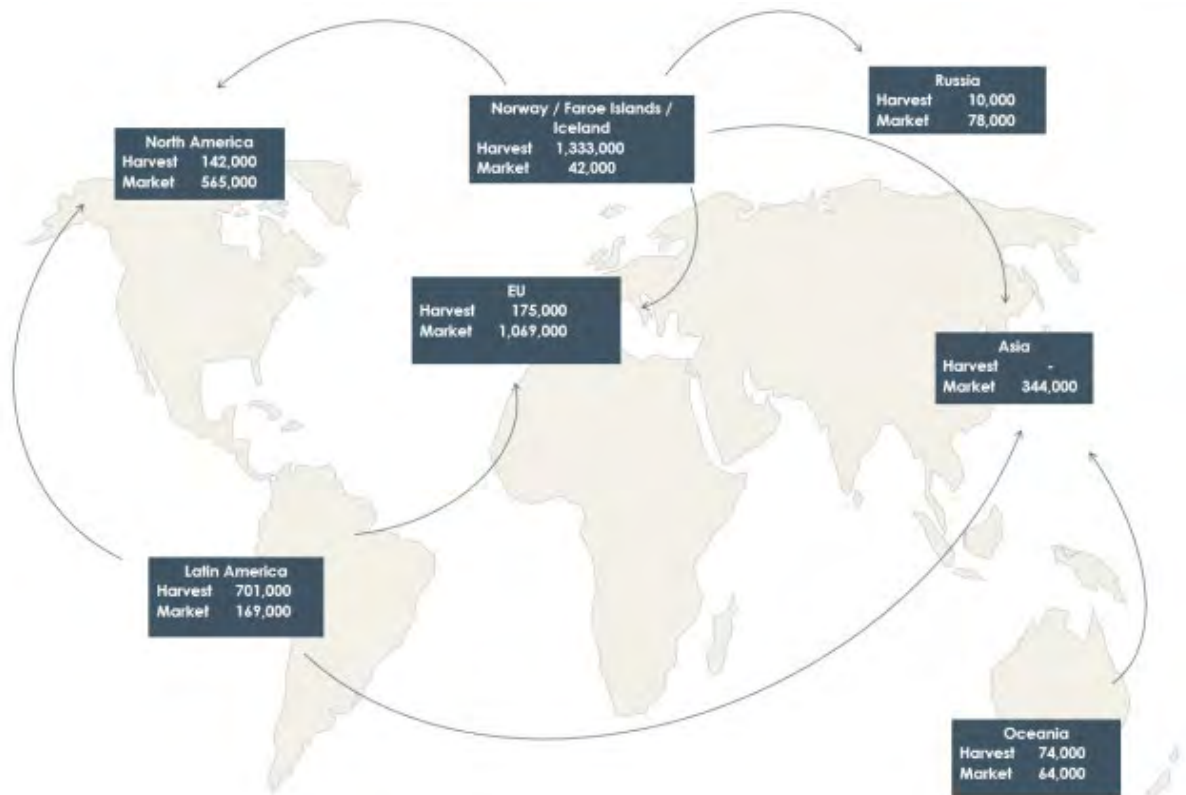
	Salmon	Chicken	Pig	Cow
Carbon Footprint				
Kg CO ₂ / Kg edible meat	7.9 kg	6.2 kg	12.2 kg	39.0 kg
Water consumption				
Litre / Kg edible meat	2,000*	4,300	6,000	15,400

*Total water footprint for farmed salmonid fillets in Scotland, in relation to weight and content of calories, protein and fat.

Figur 2-11: Totalt karbonavtrykk i vannet ved lakseproduksjon (Mowi, 2021)

2.2.6 Lakseprisen

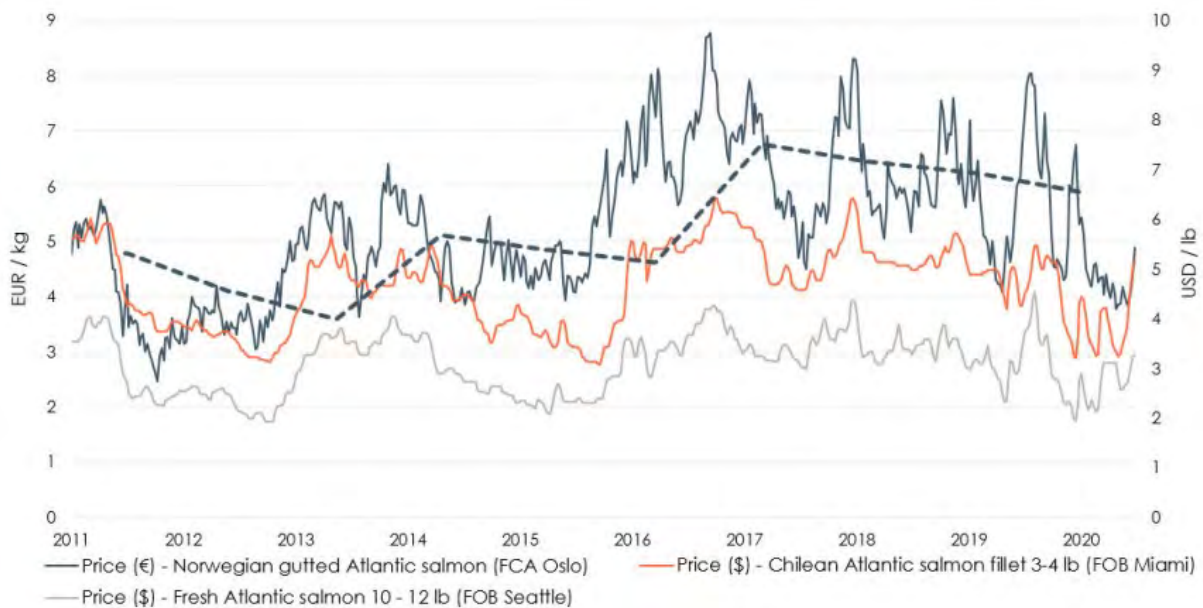
Lakseprisen vil variere med hvor laksen er produsert. Dette henger sammen med at laks er en ferskvare, og tidsperspektivet vedrørende frakt av laksen til markedet den skal selges i har et stort utslag på oppnådd fortjeneste. Basert på dette har de ulike hoved produksjonsområdene fokusert på nærliggende markeder. Se illustrasjon i figur 2-12 nedenfor.



Figur 2-12: Eksportmarked lakseoppdrett (Mowi, 2021)

Hvis laksen skal fraktes utenfor nærliggende markeder vil dette bety bruk av flytransport. Dette benyttes ved ulik prisoppnåelse i markedene. Ulik prisoppnåelse i markedene kan blant annet skyldes at det oppstår kortsiktige forskjeller i tilbud/etterspørsel, eksempelvis grunnet uvær eller utbrudd av virus. Det kan også være motsatt, ved at et produksjonsområde har et for stort volum i forhold til hva det nærliggende markedet etterspør. Fryst laks derimot er ikke tidssensitivt, så dette markedet er mer tradisjonelt (Mowi, 2021).

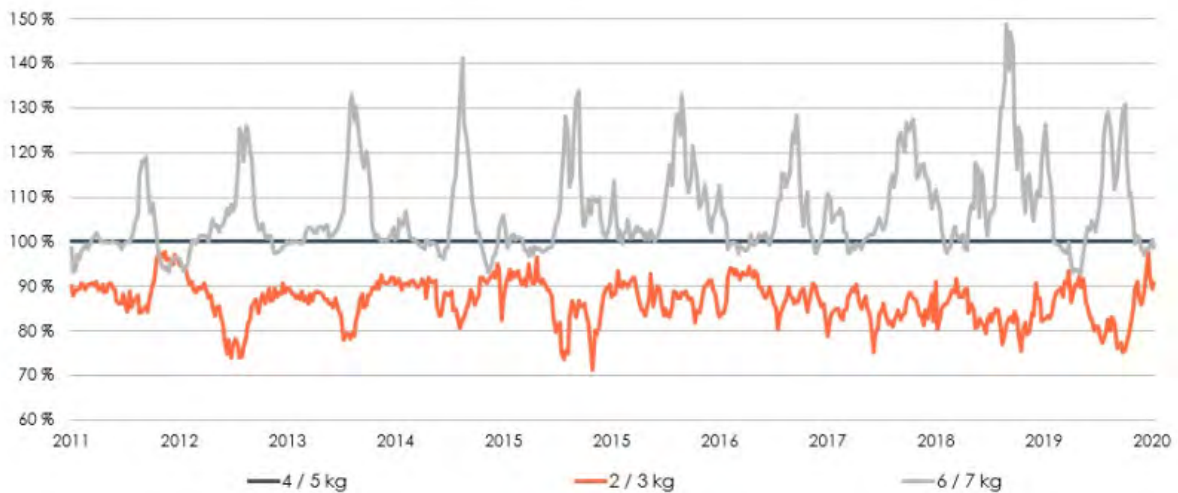
For lakseprisen er korrelasjonen mellom pris og tilbud veldig sterk. I perioden 2001 til 2011 kunne hele 84 % av prisendringen forklares med endring i tilbud, ved bruk av lineær regresjon (Mowi, 2021).



Figur 2-13: Historisk prisutvikling i laksemarkedet 2011-2020 (Mowi, 2021)

Figur 2-13 ovenfor viser historisk prisutvikling i laksemarkedet. Vi kan se at det er en positiv trend de siste årene, men med mye volatilitet. Kortsiktig volatilitet skyldes at laks har en produksjonstid på 3 år. Ettersom laks hovedsakelig konsumeres fersk, vil det si at hele produksjonssyklusen må konsumeres i samme periode. Det gjør tilbudssiden veldig uelastisk på kort sikt, noe som kombinert med sesongmessige svingninger i etterspørselen utgjør hovedgrunnen for volatiliteten.

Videre vil størrelsen og kvaliteten på laksen ha betydning for hvilken pris som kan oppnås. I figuren nedenfor ser vi relative priser oppnådd i Norge for laks med ulik størrelse. Laks på 6/7 kg handles som regel med en premium, da den er mer attraktiv for restauranter i HoReCa-segmentet. Laks på 2/3 kg handles derimot med en rabatt. Typisk vil oppdrettsselskapenes årsak for slakt av laksen før optimal vekt, være grunnet i utbrudd av sykdom eller behov for kontantstrøm.



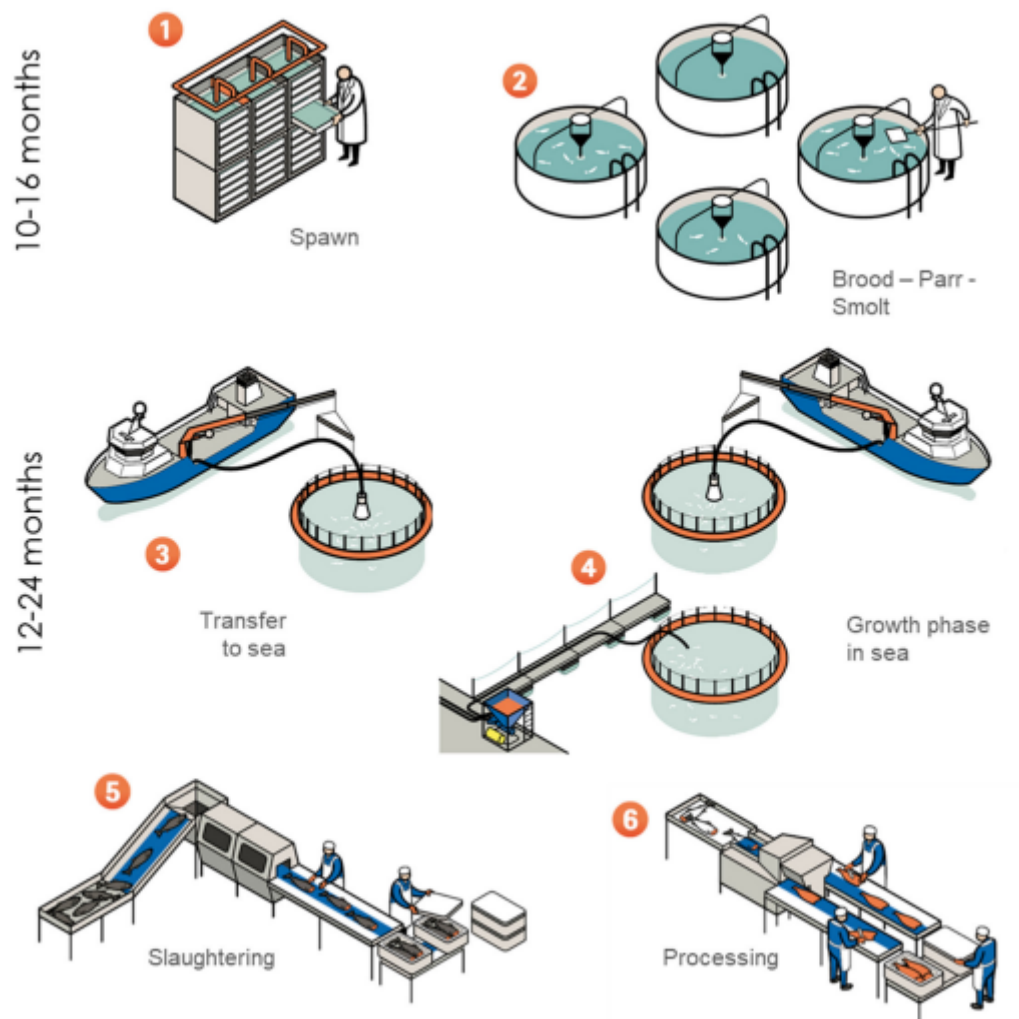
Figur 2-14: Laksepriser ulike størrelser 2011-2020 (Mowi, 2021)

2.2.7 Produksjonssyklus

Produksjonssyklusen til oppdrettslaks tar som nevnt rundt 3 år. Det første steget er befruktning av eggene, som gjøres i kontrollerte forhold i ferskvann (Mowi, 2021). Smolten blir i ferskvann i en periode på 8-18 måneder. Vekten på smolten vil variere. Tidligere var det vanlig med en vekt på 100-250 gram, men i de siste årene har oppdrettsselskapene med nye ferskvannsfasiliteter klart å vokse smolten opp til 1000 gram (Mowi, 2021). Dette er essensielt for å redusere tiden laksen må være i sjøen, som gir oppdrettsselskapene en større mulighet til å utnytte maksimalt tillatt biomasse i konsesjonene. Større smolt vil også biologisk sett være bedre rystet mot sykdommer. På den andre siden vil selvfølgelig energikostnadene bli høyere når smolten tilbringer lengre tid på land i ferskvannsanlegg (NOU 2019:18).

Neste steg er sjøfasen, der smolten settes ut i merder i sjøen. Her skal de være de neste 12-24 månedene frem til de oppnår ønsket vekt (som regel 4-5 kg). Hvor fort fisken vokser vil variere ganske betydelig ut fra temperaturen i sjøen, som varierer mye gjennom året. Den optimale temperaturen for oppdrettslaks er på 8-14 grader. Høyere temperaturer enn dette fører til økt risiko for utbrudd av sykdom, mens lavere temperaturer kan føre til økt dødelighet. Mengden av fôr vil også ha mye å si på veksten. Fisken tas deretter ut av merdene, og slaktes. Etter at en generasjon blir slaktet blir lokasjonen brakklagt for en periode på 2-6 måneder, før en ny generasjon settes ut (Mowi, 2021).

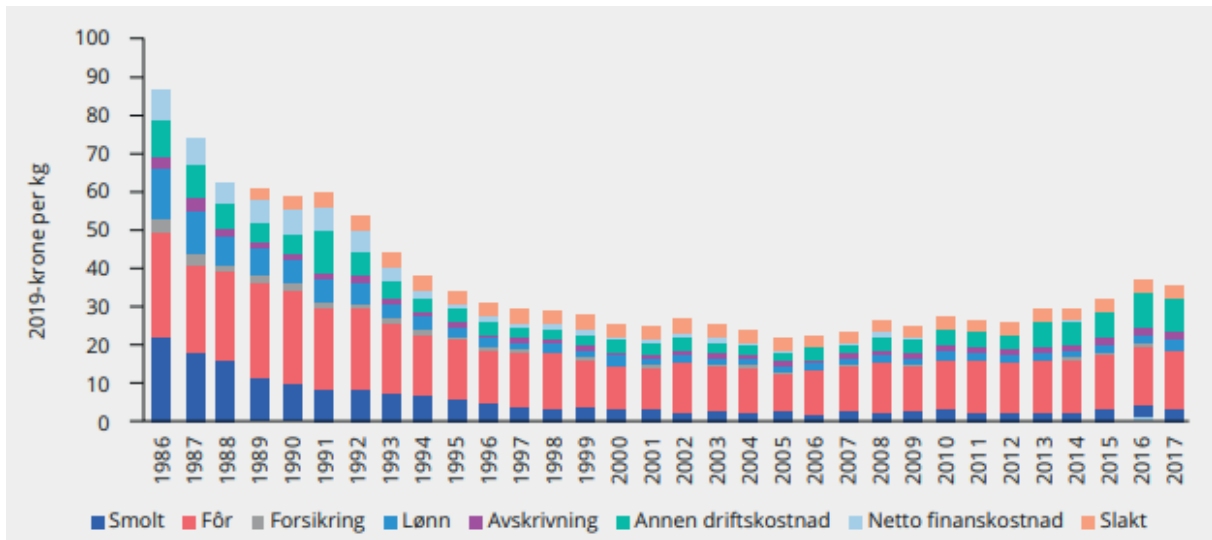
Se illustrasjon av produksjonssyklusen i figur 2-15 nedenfor:



Figur 2-15: Produksjonssyklusen i lakseoppdrett (Mowi, 2021)

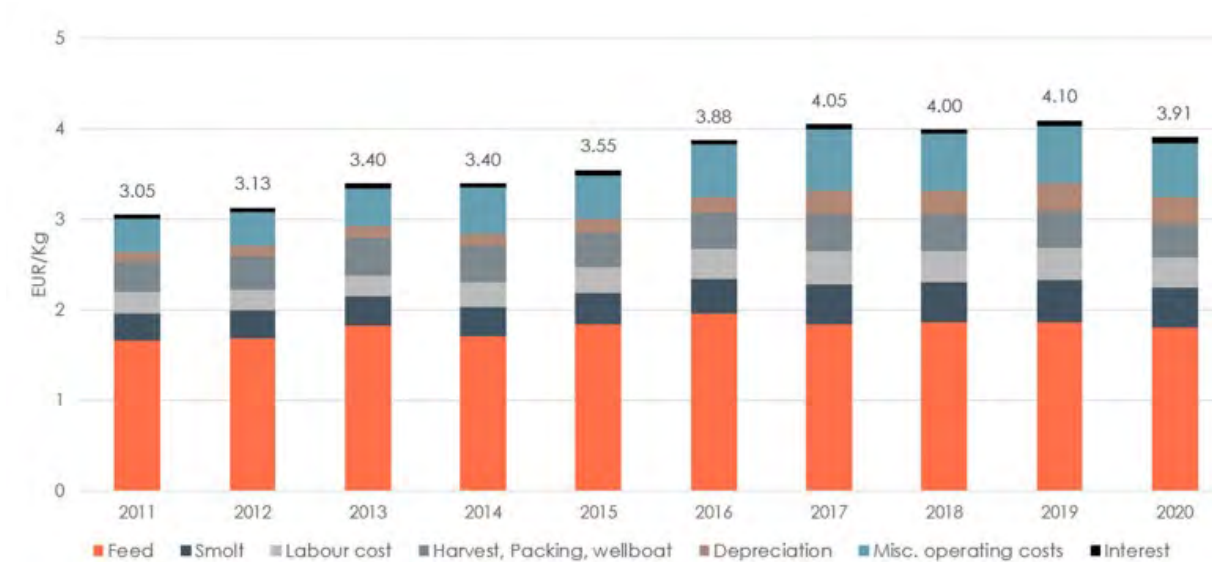
2.2.8 Kostnadsdrivere

Grunnet en rekke fremskritt på innovasjon innenfor vaksiner, fôr og fôringsutstyr, merder og genetikklarte oppdrettselskapene å redusere produksjonskostnadene kraftig fram til 1990 tallet og videre til 2005, der kostnadene bunnet ut. Etter dette har kostnadene begynt å øke igjen. Dette skyldes hovedsakelig økte kostnader for forebygging og behandling av lakselus, som har blitt et økende problem, i tillegg til økte fôrkostnader (NOU 2019:18).



Figur 2-16: Kostnadsdrivere lakseoppdrett 1986-2017 (NOU 2019:18)

I figur 2-17 nedenfor kan vi se kostnadsstrukturen til bransjen illustrert fra 2011-2020.



Figur 2-17: Kostnadsstruktur lakseoppdrettsbransjen 2011-2020 (Mowi, 2021)

Fôr utgjør den desidert største kostnaden med en andel på nesten 50 %. Fôrkostnaden vil variere noe ut fra innholdet, logistikk og feed conversion ratio (Mowi, 2021). Fiskefôr leveres i all hovedsak av et fåtalls leverandører. Ved siden av Mowi som har egen fôrproduksjon, er de største leverandørene Skretting, EWOS og BioMar (Mowi, 2021). Fôrleverandørene er som oppdrettsselskapene opptatt av å levere mest mulig klimavennlige produkter, og det har de siste årene blitt lansert flere nye ingredienser i fôret. De mest betydelige ingrediensene er fiskemel, fiskeolje, rapsolje og soyamel. Prisen på marineproduktene har gått opp de siste årene grunnet knapphet, mens de vegetabilske har gått ned. Etersom flere av råvarene handles

internasjonalt vil også valuta kunne ha en effekt, alt etter de ulike oppdrettsselskapene sine valuta- og sikringsstrategier (NOU 2019:18).

Kostnaden for smolt har også vært økende. Dette skyldes mer tid på land i ferskvannsanleggene, som igjen fører til en økt vekt, før de settes ut i sjøen som nevnt i delkapittel 2.2.7. Lønnskostnadene har gått opp, men flatet ut de siste 5 årene. Økningen kan tilegnes det økende problemet med lakselus, som har krevd mer behandling av laksen fra personell. Økte avskrivningskostnader skyldes at bransjen har investert mye i ny teknologi, automatstasjon, og utstyr for å behandle lus (Mowi, 2021).

Av andre kostnader består en stor andel av vaksinasjons- og medisineringskostnader til behandling av laksesykdommer. Vaksiner har kraftig redusert behovet for medisiner, men det er ikke alle sykdommer som man kan vaksinere laksen mot (Mowi, 2021).

2.2.9 Regulering og inngangsbarrierer

For å drive oppdrett av laks i Norge er man avhengig av å tilegne seg en konsesjon. Videre er det strenge krav tilknyttet hvordan oppdrettsanleggene driftes, spesielt når det gjelder påvirkning på det ytre miljø og fiskevelferd. Lokasjonen til oppdrettsanlegget er også avhengig av tillatelse. Dette reguleres gjennom akvakulturloven. En konsesjon, eller lisens, tilsvarer i Norge 780 tonn med biomasse (Troms og Finnmark 945 tonn).

Oppdrettsbransjen er delt opp i 13 ulike geografiske områder for produksjon. Hver sone har en gjeldende fargekode, enten rød, gul eller grønn. Dette er et system kjent som trafikklyssystemet. Fargen hvert område blir tildelt avgjøres utfra hvor stor negativ påvirkning produksjonen av oppdrettslaks har på området. Foreløpig er det kun påvirkningen oppdrettslaks har på villaks gjennom smitte av lakselus som ligger til grunn, men flere premisser kan bli inkludert i fremtiden (Store Norske Leksikon, u.å).

Ved rødt lys må den tillatte maksimale biomassen reduseres i området med 6 %. Ved gult lys er det ingen endringer, og ved grønt lys kan den tillatte maksimale biomassen øke med 6 % (Mowi, 2021).

2.3 Komparative selskap

Ved valg av komparative selskap har vi sett etter selskap som er i den samme bransjen som Grieg Seafood. Bransjen består av mange forskjellige selskap, så vi anser det som essensielt at vi finner konkurrenter som er sammenlignbare med Grieg Seafood, slik at vi får analysert om

det foreligger konkurransefortrinn for selskapet. Hovedtrekkene ved Grieg Seafood er at de er notert på Oslo børs, har hovedkontor i Norge og har en betydelig virksomhet i omsetning og volum. For å kunne analysere komparative selskap opp mot Grieg Seafood må de også ha en tilstrekkelig historikk med offentlig regnskapsdata. Vi anser en periode på 7 år som et minimum. Ut fra disse kriteriene har vi valgt følgende selskap: MOWI ASA, SalMar ASA, Lerøy Seafood Group ASA og Norway Royal Salmon ASA.

2.3.1 MOWI ASA

MOWI ble etablert helt tilbake i 1964, og har frem til i dag endret både navn og eierskap flere ganger. De mest betydelige transaksjonene var når selskapet ble kjøpt av Pan Fish ASA i 2006, og ble notert på Oslo børs. Pan Fish endret navn til Marine Harvest ASA i 2007, og videre til MOWI ASA i 2018. (Mowi, 2022).

MOWI er i dag verdens største produsent av atlantisk laks målt i både volum og omsetning. De har virksomheter i 25 land, og over 12 000 ansatte. De operer med tre ulike forretningssegmenter som vi vil se nærmere på nedenfor.

Feed

Fôr er som nevnt tidligere den viktigste innsatsfaktoren i lakseoppdrett, samt den største kostnaden. MOWI er det eneste oppdrettsselskapet som har sin egen produksjon av fôr. I 2020 var de selvforsynt med fôr til oppdrett i Europa. De produserer fôr på to ulike fabrikker. Den ene er lokalisert i Norge, og produserte i 2020 en fôrmengde på 389 750 tonn. Den andre fabrikken er i Skottland og produserte samme år 150 576 tonn. Totalt har fabrikkene en kapasitet på 640 000 tonn.

Farming

MOWI hadde et volum på 439 829 GWT i 2020. Norge er det landet med størst volum, men det finnes også et betydelig volum i Chile, Skottland og Canada. Gjennom strategien Mowi 4.0 vil selskapet i årene framover fokusere på effektivisering og digitalisering av verdikjeden.

Sales and Marketing

Salg og markedsføring består av selskapet sine nedstrøms aktiviteter. Mowi har sin egen merkevare kalt MOWI som de har lansert i Polen, Frankrike og USA per 2021. Mowi har videre 33 produksjons- og behandlingsfasiliteter i 19 forskjellige land, som igjen selger laks til 70 ulike land (Mowi, 2022).

Vi viser i tabell 2-4 utviklingen i nøkkeltall:

Tall i TNOK (omregnet med kurs fra Norges Bank)	MOWI ASA							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	25 504 601	27 865 317	32 609 407	34 038 319	36 579 755	40 746 826	40 311 976	42 714 523
Årsresultat	938 922	1 417 260	5 010 043	4 315 649	5 442 965	4 692 841	1 276 835	4 959 406
Margin	4 %	5 %	15 %	13 %	15 %	12 %	3 %	12 %
Slaktevolum i tonn GWT	419 422	420 617	380 622	370 346	375 237	435 904	439 829	465 600

Tabell 2-4: Nøkkeltall Mowi ASA 2014-2021 (Egenprodusert, tall hentet fra årsrapporter)

2.3.2 SalMar ASA

SalMar ble grunnlagt i 1991, når selskapet anskaffet en konsesjon for å drive oppdrett av laks fra et konkursbo. Selskapet har vokst kraftig siden da, og hadde i 2020 et totalt volum på 173 500 GWT, som gjør de til en av de største produsentene av atlantisk laks i verden (SalMar ASA, 2021). SalMar har delt sin virksomhet i fire segmenter, presentert i det videre.

Fish Farming Central Norway

Segmentet er geografisk plassert i Møre og Romsdal og Trøndelag. De har i dag 64 038 tonn MTB (maksimalt tillatt biomasse). Segmentet driver også med R&D, og har en helintegret verdikjede med produksjon av smolt og rensefisk. Segmentet hadde et volum på 100 400 GWT i 2020.

Fish Farming Northern Norway

Segmentet er geografisk i Troms og Finnmark. De har i dag 38 251 MTB. Segmentet driver også med R&D, og har en helintegret verdikjede med produksjon av smolt. Segmentet hadde et volum på 49 900 GWT i 2020.

Sales and Industry

Dette segmentet driver SalMars salgsaktiviteter, samt den landbaserte virksomheten. De hadde et salgsvolum på 140 000 tonn av laks og annen fisk i 2020. Hovedmarkedene er Europa, Asia og USA, med egne salgskontorer i flere land i Asia. Den landbaserte industrielle delen består hovedsakelig av InnovaMar, som er selskapet sin hovedproduksjonsfasilitet. Den er lokalisert på Frøya, i nærhet til segmentet Fish Farming Central Norway. Fasilitetene er moderne, og de utfører alt fra slakt til pakking. Den har kapasitet til å slakte og prosessere 75 000 tonn med laks på årlig basis. De har også en tilsvarende produksjonsfasilitet for oppdrettssegmentet i Nord-Norge, som ble ferdigstilt i 2021.

Icelandic Salmon

Dette segmentet endret navn fra Arnarlax til Icelandic Salmon i 2020, når selskapene tilhørende segmentet ble notert på Euronext Growth. De er Islands største produsent av oppdrettslaks, og segmentet er fullt integrert med alt fra produksjon av egg til eget salgskontor. Segmentet hadde et volum på 11 200 GWT i 2020, med en MTB på 25 200.

Ocean farm 1

Noe som skiller SalMar fra de andre selskapene, er satsingen på oppdrett av laks offshore. De har utviklet en merd som settes ut i åpent hav, kalt Ocean Farm 1. De har hatt gode biologiske resultater der veksten har vært sterk, samt lav dødelighet og lite lus. Offshore farming kan vise seg å være fremtiden for bærekraftig oppdrett av laks, og det fører til økt fokus på innovasjon i bransjen som helhet (SalMar ASA, 2021).

Utvikling i nøkkeltall:

Tall i TNOK	SalMar ASA							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	7 185 887	7 326 202	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342	15 044 000
Årsresultat	1 215 477	1 128 795	2 650 990	2 297 798	3 579 225	2 544 487	2 008 290	2 668 000
Margin	17 %	15 %	29 %	21 %	32 %	21 %	16 %	18 %
Slaktevolum i tonn GWT	154 800	150 000	129 600	154 000	159 000	166 000	173 500	182 100

Tabell 2-5: Nøkkeltall SalMar ASA 2014-2021 (Egenprodusert, tall hentet fra årsrapporter)

2.3.3 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy hadde sin start på slutten av 1800-tallet, da fiskeren Lerøen solgte levende fisk på bryggen i Bergen. Lerøy Seafood Group hadde sin første investering innenfor oppdrettslaks i 1999, og har siden da vokst betydelig (Lerøy Seafood Group, 2021). Lerøy sin virksomhet kan deles inn i tre ulike segmenter:

Villfangst

Villfangst-segmentet er et ganske nytt segment for Lerøy, da det er et resultat av to oppkjøp Lerøy utførte i 2016 av selskapene Hav fisk AS og Norway Seafoods Group AS. Segmentet relaterer seg til hvit fisk (torsk, hvite, hyse, kveite etc), hovedsakelig fangst, men også bearbeiding. Lerøy havfisk hadde et volum på 68 000 tonn i 2020. Lerøy Norway Seafood Group har 12 foredlingsanlegg og kjøpestasjoner til disposisjon. De er Norges største innkjøper av hvitfisk fra tredjeparter (Lerøy Seafood Group, 2021).

Havbruk

Havbruk-segmentet består av oppdrett av laks og ørret, samt rensefisk som brukes i de øvrige oppdrettene. Segmentet har tre ulike geografiske områder i Norge; Nord, midt og vest. Alle tre har helintegreerte verdikjeder. De hadde et samlet volum på 171 000 GWT i 2020 av laks og ørret (Lerøy Seafood Group, 2021).

VAP, salg og distribusjon

Dette segmentet er globalt, der fokuset er salg, markedsføring og fordeling av selskapet sine egne råvarer, samt relasjoner med utvalgte leverandører. Lerøy har fabrikker for fordeling i Norge og flere land i Europa, samt Tyrkia. De distribuerer produkter til over 80 ulike markeder i dag (Lerøy Seafood Group, 2021).

Utvikling i nøkkeltall:

Tall i TNOK	Lerøy Seafood Group ASA							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652	23 073 000
Årsresultat	1 104 473	1 232 883	3 518 630	1 749 484	3 597 959	1 869 739	790 209	2 781 096
Margin	9 %	9 %	20 %	9 %	18 %	9 %	4 %	12 %
Slaktevolum i tonn GWT	158 258	157 697	150 182	157 767	162 039	158 178	170 849	186 635

Tabell 2-6: Nøkkeltall Lerøy Seafood Group ASA 2014-2021 (Egenprodusert, tall hentet fra årsrapporter)

2.3.4 Norway Royal Salmon ASA

Selskapet ble etablert i 1992 som et resultat av at 34 lakseoppdrettere gikk sammen for å markedsføre og selge laksen de produserte. Norway Royal Salmon ASA (NRS) har siden da gjennomført en rekke oppkjøp og emisjoner, og blitt en betydelig aktør innenfor bransjen som et helintegreert oppdrettsselskap (Norway Royal Salmon ASA, u.å).

Virksomheten består av to hovedsegmenter, som er oppdrett av laks og salg av laks. I 2020 produserte de 30 509 tonn, mens de solgte 88 904 tonn med laks. Samlet sett har de tillatelser for produksjon av 36 085 tonn MTB for lakseoppdrett (Norway Royal Salmon ASA, 2021).

Oppdrett på Island

I 2016 kjøpte de det Islandske selskapet Arctic Fish ehf. som de tok på Euronext Growth i 2021. De har sett gode resultater fra produksjonen på Island fram til nå. Det ble slaktet 7 443 tonn i 2020, og i 2021 forventer de et volum på 12 000 tonn. Selskapet ser vekstmuligheter i området, og de har et settefiskanlegg med RAS-teknologi som gir dem kontroll på store deler

av verdikjeden. De har per i dag lisenser for 11 800 MTB laks og 5 300 MTB ørret (Norway Royal Salmon ASA, 2021).

Offshore

I likhet med SalMar har NRS også sett på muligheter innenfor innovasjon i oppdrett, og landet på offshore oppdrett som en attraktiv løsning for bedre biologi og bærekraftig produksjon. De fikk i 2018 flere utviklingstillatelser fra Fiskeridirektoratet på til sammen 5 990 tonn MTB til å utvikle konseptet Arctic Offshore Farming sammen med Aker Solutions. Arctic Offshore Farming er et offshore oppdrettsanlegg som er delvis nedsenkbar. Dette muliggjør å drive oppdrett i områder det tidligere ikke var mulig grunnet dårlige værforhold. Fordelen vil være mer bærekraftig oppdrett, da forholdene lenger ut i havet er bedre egnet for laksen, samt at man minimerer enkelte av de negative effektene oppdrett har på nærmiljøet langs kysten. Den første fisken ble satt ut i 2021, med forventet slakt i 2022 (Norway Royal Salmon ASA, 2021).

Salg

NRS driver med både kjøp og salg av laks og ørret. Salgsvirksomheten er av et betydelig omfang, og de kjøper også råvarer fra tredjeparter. Det ble i 2020 solgt totalt 88 904 tonn med fisk, der kun 34 % er egenprodusert. Hovedmarkedet er Vest-Europa, men de selger til totalt 52 ulike land (Norway Royal Salmon ASA, 2021).

Utvikling i nøkkeltall:

Norway Royal Salmon ASA								
Tall i TNOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	2 599 799	3 210 548	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867	5 800 895
Årsresultat	268 283	237 582	1 004 713	236 416	709 091	1 313 097	74 687	693 410
Margin	10 %	7 %	24 %	5 %	14 %	24 %	1 %	12 %
Slaktevolum i tonn GWT	22 356	27 903	26 819	31 918	35 970	27 297	30 509	49 640

Tabell 2-7: Nøkkeltall Norway Royal Salmon ASA 2014-2021 (Egenprodusert, tall hentet fra årsrapporter)

2.3.5 Grieg Seafood sammenlignet med bransjen

Overordnet analyse av nøkkeltall

Når vi ser overordnet på utviklingen i marginen i bransjen, er den relativt stabil. Det forekommer imidlertid noen svingninger fra år til år, og det er forskjeller mellom selskapene. SalMar er det selskapet med klart best margin i perioden, mens Grieg Seafood ligger mer

rundt bransjesnittet. Vi ser at marginen til alle selskapene ble vesentlig påvirket av Covid-19 i 2020, som følge av at spesielt HoReCa-segmentet ble rammet av nedstengninger og reduserte sin aktivitet kraftig.

Utvikling i nøkkeltall for Grieg Seafood er satt opp i tabell 2-8:

Tall i TNOK	Grieg Seafood ASA							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*	2021
Driftsinntekter	4 100 000	4 609 000	6 545 000	7 017 000	7 500 000	4 756 000	4 384 000	4 598 585
Årsresultat	144 000	4 000	1 222 000	601 000	997 000	599 000	316 000	1 204 667
Margin	4 %	0 %	19 %	9 %	13 %	13 %	-7 %	26 %
Slaktevolum i tonn GWT	64 736	65 398	64 727	62 598	74 623	71 700	71 142	75 601

*Tall for 2019 og 2020 er uten Shetland virksomheten som var holdt for salg og ble solgt i 2020.

Tabell 2-8: Nøkkeltall Grieg Seafood ASA 2014-2021 (Egenprodusert, tall hentet fra årsrapporter)

Geografisk spredning

I delkapittel 2.2.1 presenterte vi en tabell over de største oppdrettsselskapene etter volum i de fire mest betydelige produksjonsområdene. Alle de komparative selskapene er blant topp ti i Norge, men det er kun MOWI som har betydelig produksjon i alle produksjonsområdene. Grieg Seafood var tidligere i tre av produksjonsområdene, men med salget av Shetland er de nå bare i Norge og Nord-Amerika. De andre komparative selskapene har bare betydelig volum i Norge. Som nevnt tidligere i 2.2.6 er det flere fordeler ved å ha produksjon i nærheten av markedet man opererer i. MOWI og Grieg Seafood vil ha mindre fraktkostnader når de for eksempel selger til markedet i USA og Canada, ettersom fersk laks vil kreve flytransport for å nå markedet tidsriktig fra Norge. Tilstedeværelse i ulike produksjonsregioner kan også tenkes å være en fordel med tanke på anskaffelse av nye konsesjoner, for å lettere å oppnå vekst da det periodevis varierer fra region til region hvor mange konsesjoner som deles ut som følge av biologiske og politiske forhold.

Vi har tidligere nevnt de store biologiske utfordringene oppdrettsbransjen har. Med produksjon i ulike regioner kan oppdrettsselskapene oppnå mer diversifisering mot utbrudd av ulike biologiske sykdommer, uvær eller ugunstige tilvekstforhold. Bortsett fra dette vil det ikke være så mange andre betydelige fordeler med spredt geografisk produksjon. Det vil foreligge enkelte synergier i form av at selskap med spredt geografisk produksjon vil ha enkelte funksjoner som kan nyttiggjøres over hele organisasjonen, men det vil også være fordeler med å ha et rendyrket fokus på et enkelt produksjonsområde, som for eksempel

SalMar. Ved å ha all vesentlig produksjon i et hovedområde kan SalMar investere i større fasiliteter, og ha en annen skala enn for eksempel Grieg Seafood, og på den måten oppnå lavere kostnader. Vi vil gå mer i dybden på konkurransesituasjonen i oppdrettsbransjen i kapittel 4, der vi utfører en Porter-analyse.

2.4 Makroforhold

Vi ønsker i dette kapittelet å drøfte de viktigste makroøkonomiske forholdene som lakseoppdrettsbransjen er påvirket av. Dette delkapittelet er direkte knyttet til PESTEL-analysen i kapittel 4, hvor vi bruker informasjonen fra dette kapittelet til å diskutere hvordan bransjen er påvirket av faktorene. Av den grunn deler vi også makroforholdene inn med samme inndeling som under kapittel 4.2.1.

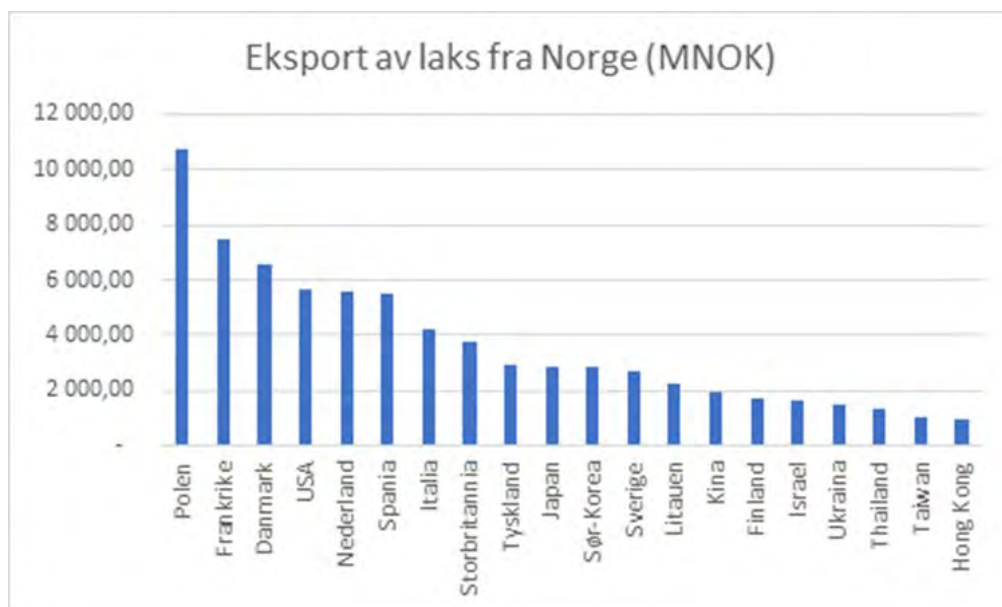
Politiske forhold

Det første punktet vi vil presentere handler om hvilke politiske forhold som vil kunne ha påvirkning på Grieg Seafood. Whittington et. al viser til at politiske forhold vil bestå av to ulike typer påvirkning, nemlig statens rolle og samfunnsorganisasjoners påvirkning (Whittington m.fl, 2021, s. 23). Statens rolle er i enkelte land og sektorer direkte involvert som en viktig økonomisk aktør. Samfunnsorganisasjoner kan ha innflytelse i politikken gjennom lobbyisme, kampanjer eller påvirkning gjennom sosiale eller vanlige medier.

Den viktigste politiske påvirkningen på fiskeoppdrettsnæringen er, som vi tidligere har forklart, at myndighetene tildeler konsesjoner som regulerer hvor mye fisk et selskap får lov å produsere. Konsesjonsordningen medfører at ikke oppdrettsselskapene fritt kan regulere produksjonsveksten sin, men skaper til gjengjeld en viss stabilitet i forholdet mellom selskapene. Det er Nærings- og Fiskeridepartementet som i hovedsak regulerer bransjen og tildeler konsesjoner, men også andre departementer og tilsyn som Fiskeridirektoratet, Mattilsynet og Miljødirektoratet har essensielle roller i reguleringen. Ordningen kan anses å være et incentiv for å skape mer bærekraftig produksjon, all den tid oppdrettsselskapene er nødt til å redusere fiskesykdom og -død for å kunne øke omsetningen når en har nådd tillatt mengde biomasse (Fiskeridirektoratet, u.å). Trafikklyssystemet som vi presenterte i kapittel 2.2.9 er en komplementerende reguleringsordning, der man sikrer at oppdrettsselskapene driver miljøvennlig produksjon gjennom å redusere tillatt kvote i områder med dårligere miljøpåvirkning.

Grieg Seafood opererer også i Canada, og selger laksen sin i det internasjonale markedet. Dette innebærer at de ikke bare må forholde seg til norske myndigheter. Miljøkrav, utdeling av lisenser og andre reguleringer er varierende fra land til land. Myndighetene i Canada har nedlagt et mandat om at alt lakseoppdrett i British Columbia skal foregå i lukkede oppdrettsanlegg fra og med 2025 (Sapin, 2021), som vil medføre at alle lakseoppdrettere i dette området må planlegge med at de må gjennomføre nødvendige tiltak i løpet av de neste årene.

Som følge av konflikten mellom Russland og Ukraina er det nedlagt store begrensninger mot å drive handel med det russiske markedet. I 2014 innførte Russland importforbud på flere matvarer fra vestlige land som et svar på innførte sanksjoner. Forbudet medførte at norsk laksenæring allerede da måtte erstatte det russiske markedet med nye markeder. Sanksjonene mot Russland og Hviterussland etter invasjonen tidlig 2022 har derfor ikke så stor effekt på laksenæringen. Ukraina var imidlertid et land som vi har eksportert mye laks til, som vist på figuren under, og det er meget sannsynlig at denne eksporten blir redusert betydelig i årene som kommer. Samtidig er det sannsynlig at det relativt begrensede markedet i dette landet vil møtes av vekst i andre land.



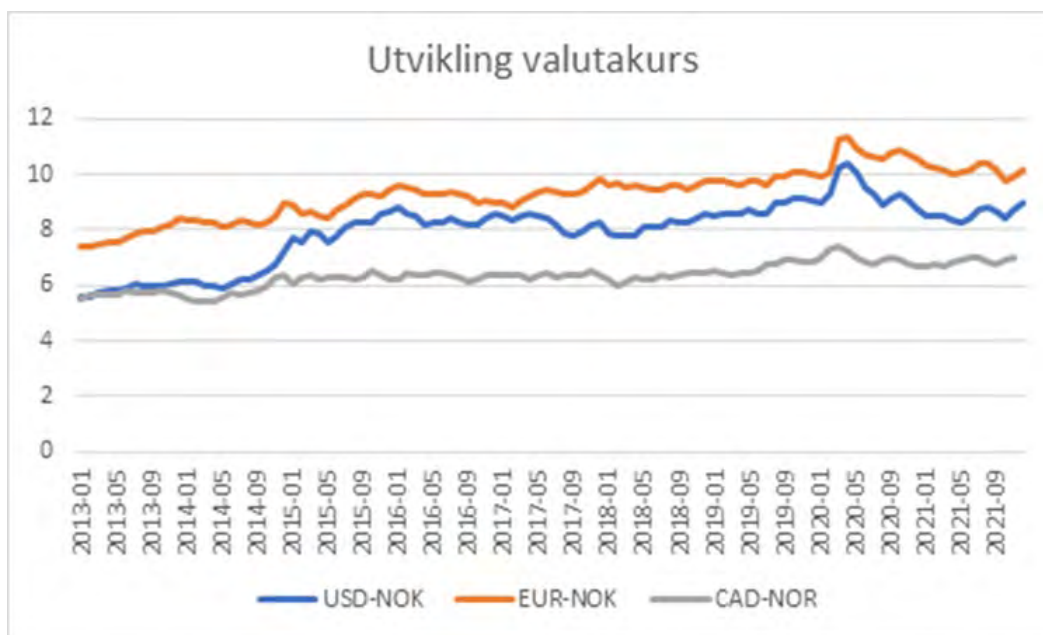
Figur 2-18: Eksport av laks fra Norge 2021, topp 20 land (Statistisk Sentralbyrå, 2022)

Et viktig politisk virkemiddel er skatte- og avgiftspolitik. Det har i flere år vært stor debatt rundt hvorvidt det i Norge skal innføres grunnrenteskatt i oppdrettsnæringen. En slik innføring vil gi norske oppdrettselskaper betydelig høyere skattekostnader, og det er flere politiske parti som er for en slik innføring (iLaks, 2021).

Økonomiske forhold

Norskprodusert laks selges hovedsakelig i eksportmarkedet, og er derfor utsatt for svingninger i valutamarkedet. Norske selskap som eksporterer varer tjener på lav kroneverdi.

Kroneverdien er i stor grad avhengig av olje- og gassprisen, som de siste årene har vært relativt lav. Et godt bevis på denne sammenhengen er når kursen på Brent oil mars til april 2020 lå under 30 kroner (Oslo Børs, u.å), samtidig som kronkursen brått falt drastisk. Status per tidlig 2022 var at krigsutbruddet i Ukraina førte oljeprisen opp mot 100 kroner fatet, og det forventes at olje og gass vil holde seg dyrere i overskuelig fremtid. Økningen vil styrke norsk kroneverdi, som er til ugunst for eksportnæringen.

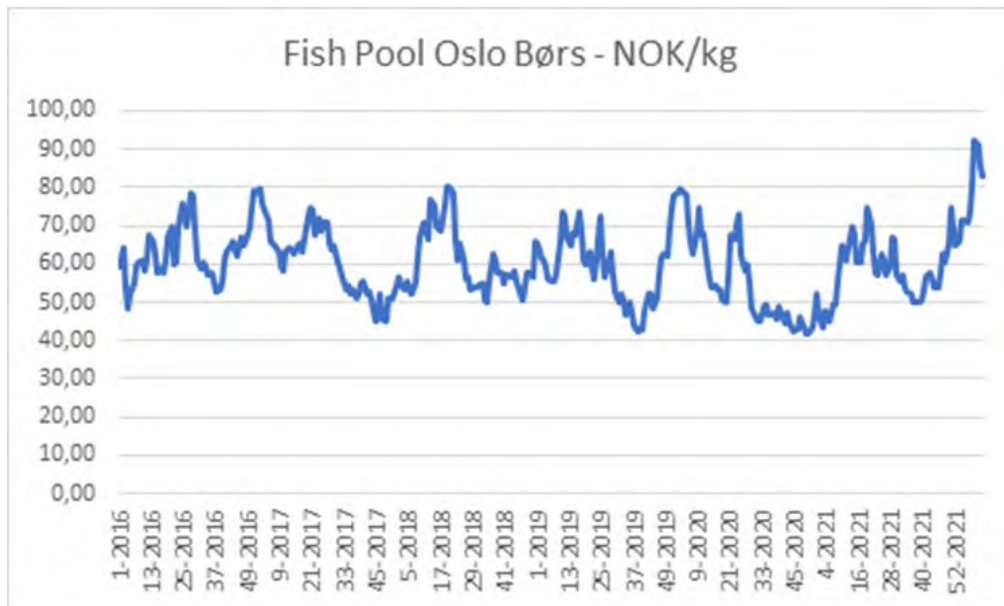


Figur 2-19: Utvikling valutakurs NOK mot USD, EUR og CAD (Norges Bank, u.å)

En annen faktor som påvirker de økonomiske forholdene i oppdrettsnæringen, er rentenivået. I Norge har det lenge vært et lavt rentenivå, men i løpet av Covid-19 pandemien har rentenivået vært lavere enn noen gang. Norges Bank satt for første gang ned styringsrenten til 0 % i 2020. Lavt rentenivå medfører økt investeringsvilje og lavere utlånsrente, som er til fordel for oppdrettsbransjen som i tiden fremover må investere stort i mer miljøvennlig produksjon. Eftervirkningene av pandemien vil nok medføre at rentenivået vil være relativt lave også i årene som kommer, riktignok høyere enn bunnivået fra 2020.

Inflasjonen vil, i kombinasjon med styrket valutakurs i årene som kommer, kunne gi lavere kjøpekraft for eksportnæringer som oppdrettsbransjen. Samtidig er prisen på laksefôr økt kraftig, blant annet som følge av store internasjonale produksjons- og fraktproblemer og

råstoffmangel. Økningen i kostnader til fôr synes imidlertid å kompenseres gjennom økte laksepriser, noe vi ser av utviklingen i Fish Pool Index.



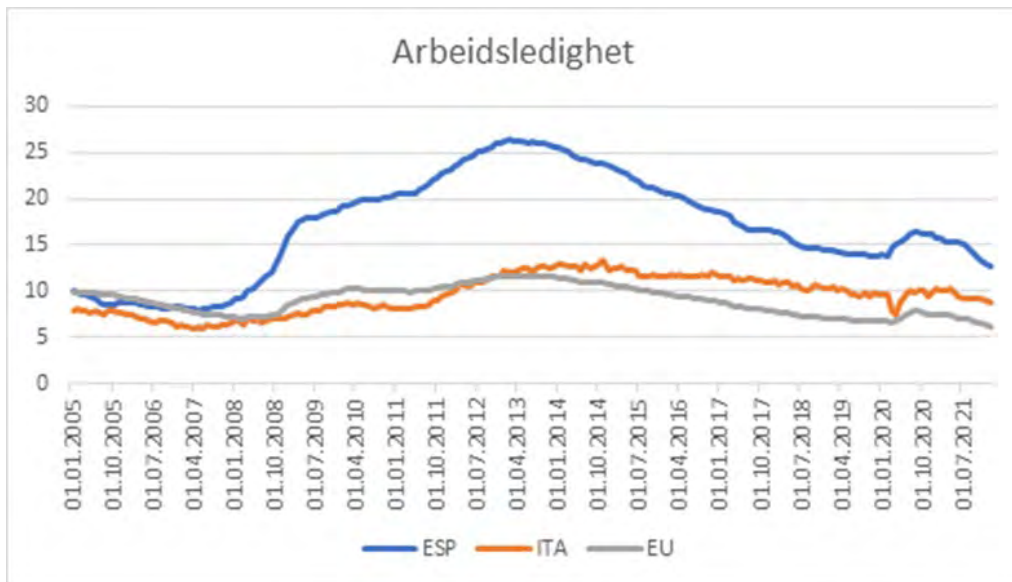
Figur 2-20: FPI utvikling 2016-mars 2022, basert på data fra Fishpool (2022)

Figuren over viser at lakseprisene har en sterk syklisk utvikling, og det er derfor ikke overraskende at prisene har gått opp mot slutten av 2021. Pristaket på ca 90 kr/kg er imidlertid 10 kroner over normal makspris målt mot de siste fem årene, som i hovedsak forklares av forholdene som er nevnt i kapittel 2.2.6. I denne perioden er etterspørsel betydelig høyere enn tilbudet.

Sosiokulturelle forhold

Befolkningsveksten i vestlige land har stagnert de siste tiårene, og enkelte land i Europa har til og med negativ vekst. Innvandring sørger til en viss grad for å reversere tendensen, men medfører også andre demografiske endringer som påvirker de sosiale forholdene. Siden fødselsraten er redusert, innebærer dette også at andelen eldre i samfunnet øker drastisk sammenlignet med årene etter andre verdenskrig og utover. I årene som kommer vil flere land, blant annet Norge, derfor kunne risikere å oppleve at det vil være mangel på arbeidskraft innenfor flere bransjer, gitt at disse opererer på samme måte som tidligere. Teknologisk utvikling, som vi kommer tilbake til under, kan avhjelpe ved å redusere behovet for manuelt arbeid. Det er også slik at dagens ungdom i større grad enn tidligere tar høyere utdanning og skaffer seg annen kompetanse enn før, som kan sørge for mer innovasjon og nye måter å arbeide på i fremtiden.

Arbeidsledigheten i Norge er lav, og har vært lav i lang tid. Den lave arbeidsledigheten øker trykgheten i samfunnet, og er med på å sørge for at vi har et relativt sett godt fordelt inntektsnivå i befolkningen. De fleste andre land i Europa har også lav arbeidsledighet, men enkelte land sliter mer enn andre. Eksempelvis er Spania og Italia to av de tre landene i EU med høyest ledighet, i hovedsak unge voksne som ikke får arbeid. Høy arbeidsledighet gir blant annet mindre anledning til å gå ut for å spise mat.



Figur 2-21: Utvikling arbeidsledighet i utvalgte land, basert på data fra OECD (u.å)

Vi har i figur 2-21 satt opp en figur som viser hvordan utviklingen i arbeidsledighet over tid har vært i disse landene, sammenlignet mot EU-gjennomsnittet. Vi ser at utviklingen er positiv, og det er ikke noe som indikerer at det vil endre seg snart.

Kulturelle forhold som påvirker lakseoppdrettsnæringen, er blant annet hvilket forhold befolkningen har til laks som matvare. Fisk og sjømat konsumeres i hovedsak i Europa. Nord-Amerika og østlige Asia samt Oceania. Afrika og Sør-Amerika har ikke det samme konsumet (Our World in Data, 2018), Samtidig er dette markeder hvor sunne og næringsrike matvarer som laks vil være fordelaktig for folkehelsen.

Teknologiske forhold

Det er et stort press på oppdrettsnæringen i dag på implementering av teknologiske nyvinninger for å redusere forurensningen, og å øke laksevelferden. Presset kommer både fra omverdenen og av intern konkurranse i næringen. Det brukes mye tid og ressurser på forskning og utvikling hos selskapene, som har medført at oppdrettsselskapene er langt

fremme når det gjelder digitalisering og automatisering. Datadrevne overvåkingssystemer kan eksempelvis analysere hvordan sykdom oppstår, og finne målrettede proaktive tiltak.

Et av de viktigste områdene innenfor teknologisk utvikling i oppdrettsbransjen er lukkede oppdrettsanlegg, som vil kunne eliminere rømningsuhell og negative miljøpåvirkninger som åpne anlegg kan ha på livet i havet. Det er ikke utenkelig at lukkede anlegg vil bli pålagt om ikke alt for mange år, etter hvert som at teknologien forbedres enda mer. Faktorer som det forskes på er blant annet hvilket materiale som skal anvendes til å bygge anleggene, og hvordan man skal filtrere vannet i anleggene på best mulig måte. En annen årsak til at teknologi er så viktig innenfor lakseoppdrett er at bedre vilkår for laksen reduserer kostnader. Høy laksedødelighet og sykdom fører til reduserte inntekter og høyere kostnader. I tillegg vil sikkerheten for de ansatte bedres hvis man reduserer bruk av kjemikalier og bygger sikrere merder.

Miljømessige forhold

Bærekraft er som forklart i kapittel 2.2.5 et område som har fått stadig mer fokus både i Norge og internasjonalt de siste årene. Lakseoppdrett er en bransje hvor bærekraft er ekstra viktig, all den tid oppdrettsbransjen bruker store arealer i sjøen som tilhører fellesskapet, og derfor har økt press på seg til å drive bærekraftig. Dagens unge har betydelig høyere miljøbevissthet enn tidligere, og derfor er det å forvente at presset på oppdrettsbransjen bare vil øke i fremtiden. I tillegg til bærekraft er oppdrettsbransjen nødt til å redusere utslipp og forurensing, blant annet gjennom å redusere kjemikaliebruk og å hindre at laksesykdom sprer seg til villaksen.

En annen konsekvens av å ha sjøbasert oppdrettsbransje er at man får oppleve effektene av klimaendring på nært hold. Havtemperaturen forventes å stige i årene som kommer, noe som vil kunne øke forekomsten av lakselus og redusere livskvaliteten for oppdrettslaksen (Knudsen, 2021). Værforholdene blir også vanskeligere fremover, med økt forekomst av ekstremvær som vil kunne skade merdene og anleggene. Konsekvensene av slike skader er flere. For det første risikerer man å få flere tilfeller av at oppdrettslaks rømmer fra merdene, og for det andre er det kostbart å måtte reparere skadene. Forsikringspremiene vil også kunne bli høyere jo mer utsatt bransjen er for naturskader. For å møte denne utfordringen er et mulig tiltak å flytte all virksomhet opp i landbaserte oppdrettsanlegg, som også vil ha andre positive miljøeffekter som vi har forklart tidligere.

Lovmessige forhold

I en bransje hvor produktene ikke skiller seg nevneverdig fra hverandre, ligger det store konkurransefortrinn i å ha patenter og merkevarer som effektiviserer driften eller bedrer omdømmet til den enkelte aktør. Oppdrettsbransjen opererer som mange andre bransjer i flere forskjellige land, hvor lovgivningen kan være veldig forskjellig. Patentlovgivning i eksempelvis USA er ikke gjeldende i EU og motsatt. For å unngå at man mister konkurransefortrinn gjennom kopiering fra konkurrenter, er det viktig å være oppdatert på lover og regler i de land bedriften opererer i.

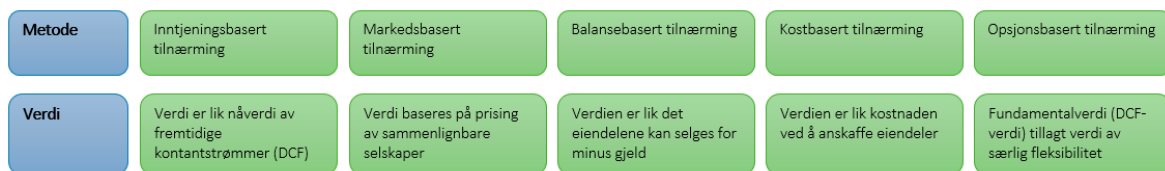
Matregulering er et område som har vært i utvikling de siste årene. EU lanserte i 2020 en lov som setter krav til emballasje på matprodukter, og Storbritannia lanserte i 2021 en lignende lov som setter krav til allergeninformasjon. En bedrift som eksporterer matprodukter til mange land over hele verden trenger å være veldig nøye med hvordan maten produseres og pakkes, for å være sikker på at man ikke bryter med lovverket i land man eksporterer til. I Norge er det Mattilsynet som overvåker matvareprodusenter, herunder lakseoppdrettsbransjen, og tilsynet har strenge krav til hele produksjonsprosessen. Siden Norge er en del av EØS-samarbeidet har Norge like strenge krav til matproduksjon som EU. Transport av matvarer er også underlagt strenge krav, hvor brudd på lovverket kan medføre bøter og i verste fall inndragelse av lisenser for oppdrettsselskap.

I flere land, deriblant Norge, har det de siste årene blitt innført avgifter på matvarer som inneholder verdier av sukker, fett eller salt som overstiger terskelverdier. Hensikten er at konsumentene skal ha insentiver til å velge sunne matvarer. Avgifter på matvarer med sterkt negative klimaavtrykk er også utbredt. Laks er betydelig mer klimavennlig å produsere enn svinekjøtt og biff, som forklart i kapittel 2.2.4.

Grieg Seafood opererer i land hvor myndighetene er åpne og forutsigbare når det kommer til lovgivning og reguleringer. De største kundene holder til i EU og andre vestlige land, hvor det foreligger stabile handelsavtaler, og det er liten grad av korrupsjon og andre forhold som vil kunne gjøre virksomheten utsatt for negative overraskelser.

3 Verdivurderingsmetoder

For å kunne gjennomføre en verdivurdering må vi velge hvilken verdsettelsesmetode vi ønsker å anvende. Det eksisterer flere metoder for beregning av verdien til et selskap, og hver metode har igjen en rekke ulike teknikker. Kaldestad og Møller presenterer fem ulike metoder for å gjennomføre en verdivurdering:



Figur 3-1: Oversikt over verdivurderingsmetoder (basert på Kaldestad og Møller, 2016, s. 28)

Inndelingen harmonerer med hvordan andre forfattere presenterer verdsettelsesmetodene. Penman deler analysemetodene opp i multippelanalyser, eiendelsbaserte analyser og fundamentalanalyser (Penman, 2013, s.18), mens Damodaran benytter inntjeningsbasert metode (DCF), relativ verdivurdering som inkluderer komparative og eiendelsbaserte analyser, og opsjonsbaserte teknikker (Damodaran, 2012, s. 11-23). Andre forfattere anvender også de samme metodene, med ulike navn og inndelinger. Poenget vårt er at det ikke synes å være noe uenigheter rundt hva som finnes av ulike verdsettelsesmetoder. Metodene har alle sine fordeler og ulemper, og er derfor vektlagt forskjellig i de ulike lærebøkene, men prinsipielt skal alle ulike verdsettelsesmetoder komme frem til den samme verdien av selskapet man analyserer.

Resten av kapitlet er inndelt som følger: Først vil vi presentere de ulike verdivurderingsmetodene i tråd med Kaldestad og Møller sin inndeling. Vi vil samtidig diskutere fordeler og ulemper for hver enkelt metode. Til slutt velger vi hvilken metode som vi vil benytte for å fastsette verdi på Grieg Seafood, før vi gir en forklaring på hvordan man skal anvende den valgte metoden for å komme frem til verdiestimatet.

3.1 Inntjeningsbasert tilnærming – Fundamental verdsettelse

Den inntjeningsbaserte tilnærmingen fokuserer på et selskaps fremtidige kontantstrømmer, hvor verdien av selskapet finnes ved å finne nåverdi av summen av diskonterte kontantstrømmer. Metoden innebærer en betydelig grad av skjønn og estimer, fordi det er de fremtidige prestasjonene som beregner verdien på et gitt tidspunkt. Først må man utarbeide en

prognose på de fremtidige kontantstrømmene. Deretter må man estimere et avkastningskrav, før man benytter avkastningskravet til å neddiskontere kontantstrømmene til nåverdi (Kaldestad og Møller, 2016, s. 29).

$$\text{Verdi} = \sum \frac{\text{Kontantstrøm}}{(1+\text{avkastningskrav})^n}$$

Formel 3-1: Nåverdi er lik summen av neddiskonterte fremtidige kontantstrømmer, (Kaldestad og Møller 2016 s. 29)

Formelen er enkel nok, utfordringen er å finne variablene. Vi kan hverken observere fremtidige kontantstrømmer eller vite hvordan innsatsfaktorene i et avkastningskrav vil se ut i fremtiden. Vi må derfor estimere teller og nevner i formelen over. I delkapitlene under viser vi hvordan man kan gå frem for å beregne kontantstrømmene og deretter avkastningskravet.

3.1.1 Fundamental verdsettelse

For å kunne si noe om fremtidige kontantstrømmer er det kritisk at man har en dyp forståelse av det selskapet man skal analysere, bransjen og omgivelsene det opererer i. For å oppnå en tilstrekkelig oversikt er det vanlig å benytte det som kalles fundamental verdsettelsesmetode. Penman oppgir en fem-trinns prosess for å gjennomføre en fundamental analyse (Penman, 2013, s. 85).

- 1) Strategisk analyse, med formål å oppnå en forståelse av virksomheten, herunder ledelsen, produkter, kunnskapsbase, konkurranse og regulatorisk påvirkning. Basert på denne forståelsen skal verdsetter identifisere og verdsette virksomhetens strategi.
- 2) Analysere informasjon fra regnskapstall, og opplysninger utenfor regnskapet som eksempelvis teknologisk utvikling og produktkvalitet.
- 3) Velge hvilke finansielle nøkkeltall som skal analyseres, og estimere fremtidig utvikling av tallene.
- 4) Basert på den finansielle analysen estimere verdi på selskapet som skal analyseres.
- 5) Bestemme seg for en investeringsbeslutning.

Gjennom forståelse av virksomheten kan vi identifisere de strategiske muligheter og trusler som kan skape varige konkurransefordeler eller -ulempen, en innsikt som vi benytter når vi skal beregne fremtidige kontantstrømmer. I tillegg vil en risikofylt bransje kunne medføre et høyere avkastningskrav fra investorene.

Fremtidige kontantstrømmer

Det finnes flere forskjellige måter å beregne fremtidige kontantstrømmer på. Damodaran forteller at det er to forskjellige verdier som man kan beregne, selskapsverdi (eller total kapitalverdi) og egenkapitalverdi (Damodaran 2012 s. 13). Det er to primære forskjeller mellom disse. Den ene er at egenkapitalverdi kun hensyntar egenkapitalkostnad i avkastningskravet, mens total kapitalverdi også reflekterer gjeldskostnaden. I tillegg inkluderer en kontantstrøm til egenkapitalen gjeldsnedbetalinger, noe kontantstrømmen til total kapitalen ikke gjør. Metodene skal komme frem til samme verdi, så lenge man er konsistent i forutsetningene (Damodaran 2012 s. 14).

Kontantstrømmer til egenkapitalen

Summen av neddiskonterte kontantstrømmer til egenkapitalen inngår i det som kalles dividendemodellen, hvor verdien av egenkapitalen er lik nåverdi av fremtidige dividender. I anvendelse av formel 3-1 er altså utbetalingen av fremtidige utbytter kontantstrømmene, som diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen. En mer generell formulering er at vi beregner nåverdi av fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen, neddiskontert med egenkapitalkravet. I en situasjon hvor man forutsetter at alt utbytte reinvesteres som kapital, vil dividendemodellen og kontantstrømmer til egenkapitalen være helt lik.

Gitt at verdivurderingen utføres av en (potensiell) investor, vil dividendemodellen være fornuftig ettersom utbytte representerer den typiske avkastningsmetoden man får som aksjonær. Imidlertid er det også visse ulemper med modellen, som at den krever en fast gjeldsandel og at egenkapitalkostnaden vil variere over perioden, som kompliserer modellen (Kaldestad og Møller 2016, s. 38).

Kontantstrøm til selskapskapitalen

Kontantstrøm til total kapitalen, eller selskapskapitalen, kan også formuleres som kontantstrøm til sysselsatt kapital avhengig av oppbygningen av modellen. Man verdsetter da verdien av egenkapitalen indirekte gjennom å beregne verdien for hele selskapet, og deretter trekke fra verdi av gjelden (Penman 2013, s. 115). For å forenkle beregningen av kontantstrømmen gjøres det som oftest noen forenklinger. Normalt sett ser man bort fra effekten som utgjøres av større og mindre regelmessige betalinger. I tillegg antas det som oftest at bokført verdi gir et representativt bilde av virkelig verdi på eiendeler og forpliktelser. Resultatet av disse forenklingene er at resultatmessige størrelser kan anvendes til å representere forventede kontantstrømmer. En kan benytte driftsresultatet (EBIT), men da vil ikke-pengemessige effekter fra av- og nedskrivninger kunne ha stor påvirkning på

beregningen. Et annet problem er at behovet for investeringer i anleggsmidler ikke vurderes i analysen. Det beste uttrykket for en representativ kontantstrøm er ifølge Kaldestad og Møller FCF – eller fri kontantstrøm (Kaldestad og Møller 2016, s. 41):

Fri kontantstrøm beregnes som driftsresultat etter skatt, tillagt avskrivningskostnader og fratrukket investeringer i vedlikehold og kapasitetsutbygging. Til slutt legger man til virkningen av endring i arbeidskapital.

Kontantstrømmen til sysselsatt kapital er lik kontantstrøm til selskapskapitalen tillagt kontantstrøm fra finansielle eiendeler, diskontert med kravet til sysselsatt kapital.

Tidshorisont

Når vi skal beregne en fundamentalverdi av et selskap, basert på fremtidige kontantstrømmer, skal man i utgangspunktet ha en evig tidshorisont så lenge man forutsetter at selskapet skal fortsette driften i uoverskuelig fremtid. Dersom man antar at selskapet man vurderer at veksten i fri kontantstrøm er konstant, kan man forenkle verdivurderingen gjennom å anvende Gordons formel (Penman 2013, s. 113).

$$EV = \frac{FCF}{WACC - g}$$

EV = Virksomhetsverdi

FCF = Fri kontantstrøm

WACC = Avkastningskrav

g = Årlig vekstfaktor

Formel 3-2: Virksomhetsverdi med anvendelse av Gordons vekstformel (Kaldestad og Møller 2016, s. 41)

For å kunne benytte Gordons formel er man nødt å gjøre flere forenklinger som kan utgjøre en svakhet med modellen. Veksten i kontantstrømmer må være konstant inn i evigheten, noe som også gjelder for avkastningskravet. Når kravet ikke endres betyr dette at man også sier at kapitalstrukturen og risikofri rente vil være den samme for alltid (Hitchner 2011, s. 141). En liten overoptimisme (eller pessimisme) gir stor effekt for verdiestimatet. På tross av disse svakhetene er dette den metoden som i all hovedsak benyttes for å beregne verdi utover den eksplisitte prognoseperioden.

Vurdering av diskonterte kontantstrømmer

Verdsettelsesmetoder som baserer seg på å estimere forventede fremtidige kontantstrømmer

fungerer ideelt når selskapet har positive kontantstrømmer som kan estimeres med en viss grad av pålitelighet, og det vesentlige av risiko i avkastningskravet er kjent. Estimering av kontantstrømmer blir vanskeligere jo lenger vi kommer fra en slik situasjon (Damodaran 2012 s. 17). Damodaran viser til flere situasjoner hvor en bør være oppmerksomme på at det kan være utfordrende å anvende kontantstrømmetoden, av disse nevner vi selskaper i sykliske bransjer og selskap som er involvert i restruktureringer og oppkjøp som del av forretningsmodellen (Damodaran 2012 s. 17-18). Vi nevner disse faktorene fordi Grieg Seafood opererer i laksebransjen som er en syklisk bransje, og de siste årene har vært involvert i virksomhetssammenslutninger og etablering av nye operasjonsområder.

Selv om diskonterte kontantstrømmer er den mest brukte metoden for verdivurdering, er modellen utsatt for kritikk. Skolnik argumenterer for at det finnes svakheter med modellen. (Skolnik, 1993). For det første må den eksplisitte tidsperioden i analysen representere investors faktiske tidshorisont. I tillegg vil et eventuelt fast avkastningskrav for hele perioden være i konflikt med finansiell teori, som tilsier at en investor ønsker høyere avkastning på langsiktige investeringer enn kortsiktige investeringer. Samtidig er vår verdsettelse ment å først og fremst finne en selskapsverdi, og vi er nødt til å gjøre enkelte forenklinger. Dette gjelder også Gordons formel, som er diskutert over. Modellen er enkel å bruke, og det er vanskelig å beregne nøyaktige estimater utover den eksplisitte perioden.

3.2 Markedsbasert tilnærming – Komparativ verdsettelse

En markedsbasert verdsettelsesmetode av et selskap tar utgangspunkt i hva andre tilsvarende selskap er verdt. Grieg Seafood er et børsnotert lakseoppdrettsselskap, som vil innebære at en kan sammenligne mot andre børsnoterte oppdrettsselskap for å beregne verdi på Grieg Seafood, hvor en justerer for forskjeller mellom selskapene før en gjennomfører verdsettelsen.

Ideen bak denne tilnærmingen er enkel, nemlig at lignende eiendeler burde selges til like priser justert for de eventuelle forskjellene som foreligger mellom dem (Koller, Goedhart og Wessels 2020, s. 367). Metodene som anvendes kalles multipler, som er finansielle forholdstall en kan bruke for å sammenligne eiendeler og selskap. Noen av de mest brukte multiplene er, ifølge Kaldestad og Møller, EV/Salg, EV/EBIT, EV/EBITDA, P/E, Pris/Bok og Pris/Net Asset Value (Kaldestad og Møller 2016, s. 221).

Det er viktig å være oppmerksom når en bruker multippelanalyser. Koller, Goedhart og Wessels viser til flere fallgruver som man kan falle i når en skal sammenligne to selskap ved hjelp av multipler. For å gjennomføre en god analyse må man sammenligne med de rette

selskapene, og ikke et bredt industrigjennomsnitt. Tall i regnskapet som ikke relaterer seg til drift må justeres for, og forskjeller i kapitalstruktur vil kunne påvirke analysen. Resultatene som benyttes i analysen bør være fremtidige resultater, ikke historiske data, og man må velge de riktige multiplene (Koller, Goedhart og Wessels 2020, s 368-369).

Vurdering av multipler og komparativ verdsettelse

Multippelanalyser er i utgangspunktet betydelig enklere å gjennomføre enn en fundamentalverdsettelse, og krever mindre grad av skjønnsmessige forutsetninger og estimeringer. Utfordringen er at det er lett å gjøre feil, all den tid to selskap ikke vil være identiske. Hvis det foreligger forhold man burde ha justert for, men har oversett, kan forskjeller i multipelverdier skyldes andre ting enn hva man er ute etter å måle. Et lignende argument kan riktignok rettes mot alle de ulike metodene.

Slik vi ser det vil en komparativ verdsettelsesmetode med bruk av multipler være en passende måte å kontrollere en beregnet selskapsverdi på, men som eneste metode vil den innebære for stor feilrisiko.

3.3 Balansebasert og kostbasert tilnærming – Eiendelsbasert verdsettelse

Balansebasert tilnærming er en verdsettelsesmetode hvor man beregner verdien som eiendelene i et selskap kan selges for i dag, og trekker fra selskapets gjeld (Kaldestad og Møller 2016, s. 31). Det kan argumenteres for at dette egentlig er komparativ verdsettelse, som vi gikk gjennom i kapittel 3.2, men vi følger Kaldestad og Møller sin oppdeling i vår presentasjon.

En eiendelsbasert verdsettelsesmetode er svært enkel, men den har flere fundamentale svakheter som gjør at vi ikke velger å bruke særlig med tid på den. Den største svakheten er at metoden ikke hensyntar det faktum at eiendelene skaper merverdier for selskapet. Et oppdrettsanlegg med tilhørende konsesjoner vil man kunne estimere en salgsverdi på, men anlegget skaper merverdier for selskapet som ikke vil være inkludert i prisen. I tillegg består et selskaps verdier av andre faktorer som menneskelige og organisatoriske ressurser, relasjoner, varemerker og omdømme. Det er et begrenset antall sammenhenger en slik modell vil være nyttig, Koller, Goedhart og Wessels mener det kun er aktuelt der selskapet høyst sannsynlig avvikles mot enden av budsjettperioden (Koller, Goedhart og Wessels 2020, 302).

Vi har også valgt å inkludere den kostbaserte tilnærmingen i dette delkapittelet, siden de to metodene på mange måter er lik. Den eneste vesentlige forskjellen er at en kostbasert

tilnærming tar utgangspunkt i kostpris i stedet for dagens verdi. I vår verdivurdering av Grieg Seafood hadde en kostbasert verdivurdering medført at vi måtte summert kostpris på alle eiendeler, noe som ikke hadde gitt noe realistisk bilde av selskapets faktiske verdi.

3.4 Opsjonsbasert tilnærming

Enkelte selskap kan inneha rettigheter til å utføre store prosjekter, men samtidig ha muligheten til å trekke seg fra prosjektet dersom selskapet ser at prosjektet ikke blir lønnsomt. En opsjonsbasert tilnærming er en fundamentalanalyse som hensyntar verdien av å inneha en slik rettighet (Kaldestad og Møller 2016 s. 32). Verdien av et slikt selskap vil da være nåverdien av fremtidige kontantstrømmer uten prosjektet, tillagt opsjonsverdien på prosjektet.

3.5 Valg av verdivurderingsmetode

Vi har nå presentert de ulike verdsettelsesmetodene som finnes i litteraturen. Hver metode har sine fordeler og ulemper, og vi må derfor vurdere hvilken metode som har egenskaper best passende til å foreta en verdsettelse av Grieg Seafood.

Kaldestad og Møller viser til fem faktorer som er relevante å vurdere når man skal velge metode (Kaldestad og Møller 2016 s. 33). Disse faktorene er:

- Tilgang på informasjon
- Tid til disposisjon
- Krav til pålitelighet
- Bransje
- Fase i livssyklusen

Vi velger å ta for oss disse faktorene i vår vurdering, ved å gjennomgå dem enkeltvis. De tre første faktorene vil vi benytte til å vurdere om det er metoder som ikke passer til verdsettelsen, mens de to siste faktorene avgjør hvilken gjenværende metode vi lander på.

Tilgang på informasjon

Vi har naturligvis ikke tilgang på all relevante informasjon som Grieg Seafood besitter. Vår kjennskap til selskapets strategi og fremtidsplaner, så vel som faktisk økonomiske stilling, er basert på hva de selv melder i sine rapporter. Samtidig er informasjonstilgangen en helt annen i dag enn hva den var for bare noen år siden, hvor internett har medført at all offentlig informasjon er et søk unna. God tilgang er viktig for å kunne gjøre en nøyaktig og god vurdering av Grieg Seafoods fremtidige regnskapsmessige prestasjoner. Vi har funnet

historiske regnskapstall for Grieg Seafood så vel som dets nærmeste konkurrenter, og vi har en god oversikt over historisk prisutvikling. En verdsettelse vil uavhengig av hvor detaljert kunnskap man sitter med, inneholde en solid grad av skjønnsmessige vurderinger. Vi mener ikke at det foreligger noe hinder når det kommer til informasjonstilgangen.

Tid til disposisjon

I mange sammenhenger er det ikke nødvendigvis bare informasjonstilgangen som er viktig. En omfattende verdsettelse krever mye tid og ressurser. Vår verdsettelse er i forbindelse med en masteroppgave over et helt semester, og vi mener derfor at tid til rådighet ikke er noe hinder for noen av verdsettelsesmetodene.

Krav til pålitelighet

De data vi benytter for å gjennomføre verdivurderingen er offentlige reviderte regnskapstall. Vi vil kontrollere at det ikke foreligger revisoranmerknings eller andre opplysninger som skulle så nevneverdig tvil om påliteligheten av regnskapene, men Grieg Seafood og alle dets nærmeste konkurrenter er børsnoterte store selskap hvor upålitelighet til regnskapstallene vil være særdeles ødeleggende for virksomheten.

Bransje

Selskap som opererer i forskjellige bransjer vil skille seg fra hverandre. De ulike verdsettelsesmetodene har ulike egenskaper, som treffer ulike bransjer. En eiendelsbasert tilnærming vil være mer treffende for en bransje hvor verdi på eiendelene utgjør det meste av virksomheten. Eksempler på slike bransjer kan være shipping og eiendom. Fiskeoppdrettsbransjen har riktignok store balanseverdier, men det er ikke hvor mye bygningene koster som avgjør verdien på selskapene.

En opsjonsbasert tilnærming er nyttig for bransjer som eksempelvis gruvevirksomhet, hvor man kan identifisere store verdier i rettigheten til å utøve eller ikke å utøve en rettighet til å operere i et spesielt område. Lakseoppdrett mener vi ikke er en bransje som sitter på slike muligheter. For å få konsesjoner til å drive i et område krever dette mye arbeid fra oppdrettsselskapene på forhånd.

Fase i livssyklusen

Hvor et selskap er i livssyklusen kan påvirke hvilken verdsettelsesmetode som fungerer best. Et selskap tidlig i livsløpet vil ofte være preget av forhold som kan være vanskelige å bygge analyser på. Inntektene kan være lave, kostnadene store, eller selskapet kan oppleve rask vekst som kan gjøre det vanskelig å lage en god forventning om fremtiden. Et selskap i

metningsfasen eller tilbakegang vil gjøre det vanskelig å benytte en verdsettelsesmetode som bygger på langvarig økonomisk utvikling. Hvis det kan forventes at selskapet må likvideres innen relativt kort tid vil muligens en eiendelsbasert tilnærming være den beste metoden (Kaldestad og Møller 2016, s. 34).

Vi vurderer Grieg Seafood å være i modningsfasen, med godt grunnlag for fremtidig vekst i overskuelig fremtid. Omsetningen er riktignok redusert de siste par årene, men dette skyldes et strategisk valg om å kvitte seg med ulønnsom virksomhet på Shetland. Anleggene på Newfoundland, i kombinasjon med utvikling på de eksisterende områdene, forventes å øke inntektene i årene som kommer.

3.5.1 Konklusjon verdsettelsesmetode

Grieg Seafood opererer i en stabil og oversiktlig bransje, og er plassert i en fase av livsløpet hvor det lar seg gjøre å gjennomføre en god vurdering av fremtidig utvikling.

Oppdrettsbransjen bærer preg av at selskapene som opererer i bransjen relativt enkelt kan sammenlignes med hverandre. Grieg Seafood har spesifikke mål for utvikling frem til 2025 som bygger på global vekst og innovasjon i verdikjeden, og har opprettet en egen salgsvirksomhet som skal bistå selskapet i å posisjonere seg ytterligere i bransjen.

Vår vurdering er at en fundamental verdivurderingsmetode er den beste metoden for å verdsette Grieg Seafood per 31.12.2021. Som følge av sammenlignbarheten i bransjen mener vi i tillegg at vi kan foreta en supplerende multipelvurdering for å kontrollere våre beregninger.

3.6 Rammeverket for fundamental verdivurdering

Når vi skal gjennomføre verdivurderingen av Grieg Seafood etter den fundamentale verdsettelsesmetoden, velger vi å følge et femtrinns rammeverk som er oppsummert av Knivsfå og vist i figur 1-1. Vi har vært innom teorien i kapittel 3.1.1, men vil i dette delkapittelet være noe mer spesifikk i hvordan vi må gå frem for å finne verdiestimatet for Grieg Seafood. Vi presenterer kort de ulike trinnene i modellen, mens vi beskriver fremgangsmåten i hvert kapittel mer detaljert i de kommende kapitlene. Trinnene kan oppsummeres som følger:

- 1) Strategisk analyse (kapittel 4)
- 2) Regnskapsanalyse (kapittel 5 til 8)

3) Fremtidsregnskap og fremtidskrav (Kapittel 9 og 10)

4) Fundamental verdivurdering (Kapittel 11)

5) Bruk av verdiestimat (Kapittel 12)

Som nevnt har vi i kapittel 1 sagt vi vil anvende Knivsflå sin oppsummering av rammeverket. I kapittel 3.1 har vi vist til flere kilder som alle synes å være enige om hovedtrekkene i rammeverket, men er noe avvikende i presentasjonen. I kapittel 3.1.1 viste vi Penman sin femtrinnsmodell. Palepu, Healy og Peek har bare fire steg, hvor de deler regnskapsanalyse opp i henholdsvis regnskapsanalyse og finansanalyse, og legger de tre siste trinnene over inn i et samlet steg kalt prospektiv analyse (Palepu, Healy og Peek 2019, s. 14). Kaldestad og Møller har ni trinn i sin modell, men benytter samme rammeverk som over (Kaldestad og Møller 2016, s. 46). Andre kilder vi har benyttet er mest opptatt av selve verdivurderingen, men også disse forklarer at det å ha kunnskap om underliggende forhold er viktig. Derfor mener vi at femtrinnsmodellen er et godt utgangspunkt for verdivurderingen vi skal gjennomføre.

Strategisk analyse

Den strategiske analysen handler om å forstå selskapet vi skal verdivurdere utover regnskapstallene. En strategisk analyse er viktig for å forstå de underliggende forholdene som kan skape fordeler (eller ulemper) i fremtiden. Kaldestad og Møller argumenterer for at det i all hovedsak er tre steg i en strategisk analyse (Kaldestad og Møller, 2017, s. 99):

- Forstå bransjen og verdikjeden
- Vurdere bransjelønnsomheten
- Vurdere selskapets lønnsomhet relativt til bransjelønnsomheten.

Det er dette vi vil gjøre i kapittel 4, men vi vil også følge Hitchner sin anbefaling om å forstå effekten av de makroøkonomiske forholdene på bransjen (Hitchner, 2011, s. 62). En må derfor starte med å oppnå en forståelse av hvordan makroøkonomien påvirker bransjen som selskapet opererer i. Basert på denne forståelsen skal man diskutere hvordan bransjen er rustet for å kunne utnytte muligheter og takle de trusler som bransjen står ovenfor. Til slutt skal en diskutere og konkludere på hvordan selskapet er posisjonert innad i bransjen, og i hvilken grad selskapet har interne ressurser som skiller dem fra bransjen som helhet. Den strategiske analysen er altså en kvalitativ analyse.

Regnskapsanalyse

I det neste steget gjennomføres en analyse av historiske regnskapstall. Utfordringen ved å analysere regnskap er at regnskapet blander driftsrelaterte aktiviteter, finansielle aktiviteter og eventuelle andre aktiviteter. Presentasjonen i balansen fokuserer på grad av omsettelighet, og ikke finansieringskilder. For å kunne gjennomføre en god regnskapsanalyse er det derfor viktig å reorganisere regnskapet (Koller, Goedhart og Wessels, 2020, s. 205). Etter reorganiseringen, eller omgruppering som vi vil kalle det fremover, kan vi analysere driftsposter og finansieringsposter hver for seg. I tillegg vil vi identifisere eventuelle unormale poster.

Etter å ha omgruppert regnskapene for selskapet (og bransjeselskapene for sammenligningsgrunnlag), gjennomfører man en risikoanalyse ved å se på ulike forholdstall. Hensikten med risikoanalysen er å kunne gi en syntetisk rating av selskapet, altså fastsette kredittrisiko, som videre brukes i beregning av avkastningskrav.

Deretter beregnes historiske avkastningskrav. Avkastningskravet kan sees på som en kapitalkostnad, hvor investorene krever kompensasjon for å tilføre midler i selskapet i stedet for alternative investeringer. Vi vil gi ulike avkastningskrav for de ulike kapitalkildene. En beregner avkastningskrav for å kunne fastslå hvorvidt selskapet skaper verdi utover alternative investeringer (Koller, Goedhart og Wessels 2020, s. 55), for hvis dette ikke er tilfelle vil ikke selskapet kunne skaffe tilstrekkelig med kapital i det lange løp.

Til slutt i regnskapsanalysen gjennomføres det en lønnsomhetsanalyse, hvor man måler rentabiliteten til selskapet. Lønnsomhetsanalysen henger tett sammen med den strategiske analysen, i det at man gjør seg opp en mening om selskapets finansielle stilling sammenlignet med bransjen og eventuelle andre benchmarks. Regnskapsanalysen er altså en kvantitativ analyse.

Fremtidsregnskap og fremtidskrav

For å kunne fastsette fremtidsregnskapet og -kravet, anvender man den kunnskap som er opparbeidet i de to forrige stegene for å være i stand til å lage en prognose til å foreta selve verdivurderingen på (Kaldestad og Møller, 2016, s. 49). Fremtidsregnskapet starter naturlig nok der den historiske regnskapsinformasjonen avslutter, og estimeres ved hjelp av strategisk analyse og regnskapsanalyse. Fremtidskravet bygger på det historiske avkastningskravet, justert for fremtidige regnskapstall og forhold. Når man har funnet fremtidsregnskapet og -

kravet, skal man videre beregne den fremtidige strategiske fordel til selskapet (Knivsflå 2022a).

Fundamental verdivurdering

Selve verdsettelsesmetoden gjennomgikk vi i detalj i kapittel 3.1.1, men for å oppsummere er målet å finne fremtidige neddiskonterte kontantstrømmer ut fra fremtidsregnskapet og fremtidskravene. Vi vil beregne fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen, sysselsatt kapital og til netto driftskapital. Metodene vil kunne gi forskjellige verdiestimer, men forskjellene skal gradvis elimineres gjennom det som kalles en konvergensprosedyre (Knivsflå 2022a). Kontantstrømmene beregnes for en gitt eksplisitt periode, før det beregnes en terminalverdi basert på Gordons vekstformel (Kaldestad og Møller 2016, s. 122). Når man har funnet konvergent diskontert nåverdi av fremtidige kontantstrømmer, gir nåverdien verdiestimatet for selskapet. Trinnet avsluttes ved å gjennomføre en simulerings- og en sensitivitetsanalyse for å måle usikkerheten i verdsettelsen (Damodaran 2012, s. 908).

Bruk av verdiestimat

Det avsluttende steget er å foreta en beslutning basert på resultatet av verdivurderingen. Beslutningen kan være for interne formål, eksempelvis styringsgrunnlag, eller for eksterne formål som aksjehandel eller oppkjøp (Knivsflå 2022a).

4 Strategisk analyse

Strategi er et viktig begrep innenfor bedriftsøkonomi, men er samtidig et begrep med flere forklaringer. Johnson m.fl. bruker i sin bok strategi som den langsiktige retningen til en organisasjon (Johnson m.fl. 2017, s. 4). Patrick Stroh mener at forretningsstrategi er en prosess hvor man oppnår forståelse for bransjen og selskapets posisjon i bransjen, for videre å kunne posisjonere seg best mulig. (Stroh 2014, s. 12). Vi velger å oppsummere disse to synene slik: Strategi er å oppnå nødvendig kunnskap for å kunne utvikle seg best mulig i fremtiden. Kobler vi dette sammen med Knivsflå sin vurdering om at en strategisk fordel er «*evne til å generere en rentabilitet utover kravet*» (Knivsflå 2022a), ser vi at økonomisk utvikling står i kjernen for strategi-begrepet.

I dette kapittelet ønsker vi å oppnå en forståelse av hvilke utenforstående faktorer som har størst påvirkning for lakseoppdrettsbransjen, hvor Grieg Seafood opererer, og hvordan Grieg Seafood er posisjonert i denne bransjen. Videre ønsker vi å se om det er muligheter for Grieg Seafood til å utnytte eller forbedre sin posisjon, for å oppnå strategiske fordeler. Vi starter med å gjøre rede for rammeverket for strategisk analyse, og gjennomfører deretter analysen.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Strategisk analyse er en del av strategisk virksomhetsstyring, og kan deles opp i ekstern og intern analyse (Barney 2014, s. 9). En strategisk analyse er ifølge Knivsflå en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold, og er tett koblet sammen med forståelse av finansregnskapet (Knivsflå 2022a). I kapittel 3 har vi forklart Penmans fem-trinns prosess for å gjennomføre en fundamental verdsettelse, og hvordan det første leddet i prosessen er å foreta den strategiske analysen. For å forstå regnskapet, må vi forstå selskapet. For å forstå selskapet, må vi forstå bransjen. For å forstå bransjen, må vi forstå de forhold som påvirker den.

Vi vil i vår strategiske analyse begynne bakerst, med å forstå de eksterne forhold som påvirker lakseoppdrettsbransjen. Med eksterne forhold mener vi makroforhold som bedrifter må forholde seg til, uten mulighet å kunne påvirke dem. Det er viktig å forstå makroforholdene, og hvordan bransjen er utsatt for dem, for å kunne identifisere mulige trusler og muligheter for bransjen. Vi vil foreta en PESTEL-analyse til å analysere makroforholdene. Videre vil vi anvende Porter sin modell med fem konkurransekrefter for å analysere bransjen. Basert på de to bransjeorienterte analysene vil vi gjennomføre en intern

ressursbasert analyse med utgangspunkt i VRIO-modellen. Til sammen skal disse analysene gi et bilde av Grieg Seafood sine strategiske fordeler og vekstmuligheter. Avslutningsvis gjennomfører vi en SWOT-analyse hvor vi gjennomgår strategisk risiko.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

En ekstern analyse identifiserer trusler og muligheter som en bransje må ta stilling til i industrien den opererer i, og hvordan bransjen sannsynligvis vil utvikle seg for å innrette seg etter truslene og mulighetene (Barney, 2014, s. 9). Hensikten med en eksternanalyse er ifølge Kaldestad og Møller å forstå lønnsomhetspotensialet i bransjen (Kaldestad og Møller, 2016, s. 100).

Grieg Seafood er et norsk lakseoppdrettsselskap, og vi vil derfor ta utgangspunkt i de forhold som påvirker norsk oppdrettsnæring. Virksomheten i Canada skiller seg ikke spesielt ut fra norsk virksomhet, men påvirkning fra eksterne forhold kan være noe annerledes. Vi anerkjenner at en analyse som først og fremst er orientert mot norske forhold derfor kan overse enkelte spesielle momenter for kanadisk virksomhet, men med tanke på at norsk lakseoppdrett dominerer det internasjonale markedet mener vi likevel at analysen vil være tilstrekkelig for å få et godt innblikk i bransjen.

4.2.1 PESTEL-analyse

Det første steget i vår strategiske analyse er å se på makroforholdene som kan være av betydning for Grieg Seafood, og vi velger å anvende en PESTEL-analyse for å skaffe oss oversikt over disse forholdene. Makroforholdene er eksterne, og analysen skal derfor ikke ta for seg de interne forholdene hos Grieg Seafood, men snarere de utenomliggende forhold som kan påvirke selskapet. Videre er formålet å identifisere de forhold som vi tror vil forandre seg fremover og ha betydning for Grieg Seafood, ikke å forklare de allerede kjente forholdene som selskapet allerede har iverksatt tiltak mot (Whittington m. fl, s. 22).



Figur 4-1: Overblikk PESTEL-analyse (Corporate Finance Institute, u.å)

En PESTEL-analyse tar for seg seks ulike makrofaktorer. Politiske forhold omhandler hvordan myndighetene påvirker økonomien eller en industri gjennom reguleringer. Økonomiske forhold er knyttet til makroøkonomi, eksempelvis valutakurser og inflasjon. Sosiokulturelle forhold relaterer seg til hvordan vi oppfører oss i hverdagen sosialt og kulturelt. Teknologiske forhold er stort sett utelukkende endringer i teknologi. Miljømessige forhold har med vær og klima og gjøre, men også miljøbevissthet og bærekraft. Lovmessige forhold innebærer lover og regler, reguleringer og andre inngripende tiltak som lovgivende myndigheter kan implementere.

Det finnes ikke noen fasit for hvilke forhold som veier tyngst i analysen. Vi som gjennomfører PESTEL-analysen må derfor selv veie faktorene mot hverandre, og vurdere hvilke forhold som er viktigst for Grieg Seafood. Vi gjennomgår hver enkel faktor, og konkluderer til slutt med hva vi mener er de viktigste faktorene.

Politiske forhold

Som vi viste i kapittel 2, der vi presenterte de makroøkonomiske forholdene, er det viktigste politiske forholdet som rammer lakseoppdrettsbransjen reguleringer i form av konsesjonsordningen. Bransjen opererer i, og påvirker våre felles naturressurser. Det er derfor et sterkt ønske fra myndighetene sin side å begrense oppdrettsselskapene sin mulighet til å ekspandere. Konsekvensene er at selskapene i bransjen må effektivisere driften for å nå

produksjonsgrensen, og drive miljøvennlig og bærekraftig for å øke sannsynligheten for å få flere konsesjoner.

Nye konsesjonsrunder er begrenset, og det er flere år siden det ble gjennomført utdeling av nye ordinære konsesjoner. Imidlertid har det blitt utdelt et fåtalls såkalte grønne konsesjoner, som premierer bærekraftige oppdrettsløsninger, og noen konsesjoner for landbaserte oppdrettsanlegg. Siden konsesjonene er så begrenset innebærer det at prisnivået er svært høyt. Dermed er inngangsbarrierene nærmest lukket for nye aktører, som vi vil diskutere i vår bransjeanalyse i kapittel 4.2.2. Vi kan altså konkludere med at myndighetene påvirker bransjens vekstmuligheter og dermed inntektsvekstmuligheter. Videre er selskapene stadig mer forpliktet å drive bærekraftig, noe som innebærer høye forsknings- og utviklingskostnader.

For de eksisterende selskapene er vekstmuligheter nærmest utelukkende begrenset til virksomhetsovertagelser og etablering av nye anlegg i utlandet. Et av de mest attraktive landene å etablere seg i har vært Canada, hvor deres myndigheter følger en stadig mer restriktiv linje ovenfor bransjen. Også andre land med gode betingelser for oppdrettsbransjen har kraftig begrensende regulering.

En annen faktor vi vil nevne er avgiftspolitikken. Vi nevnte i kapittel 2.4 grunnrentebeskatning som har vært gjenstand for diskusjon de siste årene. Status per nå er at det fremstår lite sannsynlig at en slik skatt vil innføres i nær fremtid. Langt mer sannsynlig er det imidlertid at myndighetene i større grad vil innføre miljøavgifter, og lakseoppdrett er en av de bransjene som kan bli påvirket av dette. En produksjonsavgift ble foreslått i NOU 2019:18 som en slags kompensasjon for at oppdrettsnæringen beslaglegger fellesareal i naturen (NOU 2019:18). Produksjonsavgiften ble vedtatt med virkning fra 2021, og medfører en avgift på 40 øre per produserte kilo laks med mulig økning i årene som kommer. Vår vurdering er imidlertid at økte avgifter delvis vil kompenseres gjennom økte priser til kundene.

Vi mener uansett at politiske forhold i stor grad påvirker lakseoppdrettsbransjen, og i all hovedsak baserer vi dette på konsesjonsordningen.

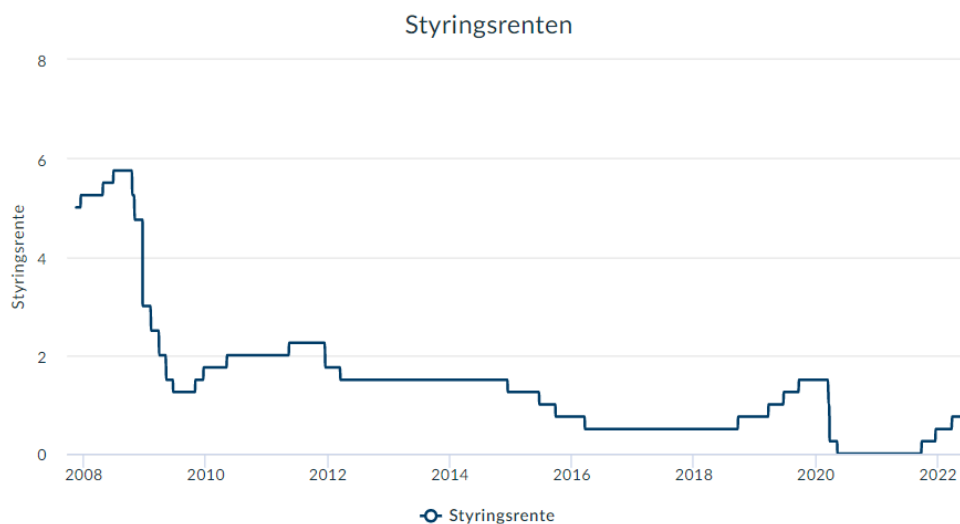
Økonomiske forhold

Vi har diskutert valutakursutviklingen som et forhold som påvirker bransjen, og våren 2022 så vi at den norske kronen styrket seg kraftig mot eksempelvis euro. Våren 2022 har man

imidlertid sett at kursen målt mot euro og dollar har gått tilbake mot nivået før invasjonen i Ukraina. Imidlertid er formålet å identifisere de forhold som på sikt kan ha betydelig påvirkning på bransjen, og valutasvingningene vil ha en slik påvirkning. Når kronekursen er lav blir fôrkostnadene høyere, all den tid fôret handles fra utlandet. Effekten av valutasvingningene er mulig å delvis sikre seg mot gjennom inngåelse av valutaterminkontrakter, noe flertallet av aktørene i bransjen har gjort.

Et annet økonomisk forhold som har stor betydning, er rentenivået. Myndighetene satt renten ned for å bøte på de økonomiske utfordringene som fulgte med nedstengning i samfunnet våren 2020, en senkning som kom på toppen av et allerede lavt nivå historisk sett. En annen ting som regjeringen lanserte var diverse økonomiske tiltakspakker som skulle redusere bedriftenes inntektstap. Vi så altså en ekspansiv finans- og pengepolitikk samtidig som at tilbudet i markedene ble redusert.

Konsekvensen av økt pengetilbud og lavere produkttilbud er inflasjon, som spesielt viste seg gjennom investeringer i eiendoms- og aksjemarkedet (Grytten, Ola H, 2021). Kortsiktig mener vi at nivået vil holde seg lavt, men på lengre sikt vil man risikere høyere rente for å bøte på problemer som kan følge etter høy inflasjon og aggressiv pengepolitikk. Per i dag er styringsrenten på 0,75 %, og nivået har som vist av figuren under vært lav i flere år.



Figur 4-2: Styringsrenten i Norge 2008-2022 (Norges Bank, 2022a)

Vi ser at de økonomien i makroperspektiv har en viss betydning på lakseoppdrettsbransjen, men vi ser ikke at bransjen er mer utsatt enn annen eksportnæring. Bransjen avhenger i større grad av lakseprisen, som riktignok er en del av økonomiske makroforhold, men prisen følger

en syklisk utvikling og er i hovedsak påvirket av forholdet mellom tilbud og etterspørsel som vi viste i kapittel 2.2.6.

Sosiokulturelle forhold

Vi drøftet enkelte demografiske forhold i kapittel 2, herunder hvordan stagnering i befolkningsveksten kan være til det positive fordi det medfører digitalisering og innovasjon. I tillegg fant vi at arbeidsledighet ikke vil være noe spesiell utfordring for bransjen.

Vi vil derfor heller diskutere det kulturelle aspektet her. Norske interessegrupper klarte på 90-tallet å overbevise japanske sushi-produsenter om at norsk laks burde være en del av sushi-menyen (The Local, 2015), en trend som har holdt seg siden. Med årene har denne maten blitt mer populær i vestlige land. I andre markeder er ikke lakseprodukter like utbredt, men vi tror at etterspørselen etter oppdrettslaks vil øke. Vi baserer vår vurdering på det faktum at fiskebestanden i havet blir stadig lavere, med den konsekvens at internasjonale myndigheter blir nødt til å sette kraftige begrensninger på havfiske. Oppdrettslaks blir derimot ikke rammet av restriksjonene, og vi tror næringsrik laks vil bli en stadig mer utbredt matkilde også i nye markeder.

Vi konkluderer med at lakseoppdrettsbransjen ikke blir spesielt påvirket av sosiokulturelle forhold. Vi er inne på at lakseprodukter blir en viktigere matkilde fremover, men dette er et punkt vi heller vil drøfte videre under miljømessige forhold under.

Teknologiske forhold

Vi diskuterte under politiske forhold behovet for å effektivisere produksjonen, som følge av begrensninger fra konsesjonsordningen for mulighetene for organisk vekst. Et satsingsområde innenfor bransjen omhandler digitalisering og overvåking av stadig flere produksjonsledd, eksempelvis analyse av vannkvalitet, sykdomsovervåking og fôring av laksen. Dette er imidlertid ikke den eneste årsaken til at teknologiske forhold spiller en stadig større rolle innenfor lakseoppdrettsbransjen.

Med større politisk vilje til å frembringe mer miljøvennlig produksjon følger det strengere krav til å innordne seg teknologiske endringer, både overvåking av miljøutslipp, men også selve merdene som laksen ales opp i. Landbaserte produksjonsanlegg virker det å være bred enighet om at vil være fremtidens løsning for lakseoppdrett, men det er uenighet knyttet til hvor moden bransjen er for en overgang til slike anlegg per i dag. Myndighetene har som

nevnt gitt ut konsesjoner for landbaserte anlegg, og de store bransjeaktørene er alle i full gang med utvikling av nye anlegg.

Vi konkluderer med at de teknologiske forholdene representerer både muligheter og trusler for lakseoppdrettsbransjen. Muligheter i form av at landbaserte anlegg og mer miljøvennlig produksjon kan redusere restriksjonene fra myndighetene, og dermed tillate økt produksjon. Truslene ligger først og fremst i at landbaserte anlegg ikke krever optimale temperatur- og vannstrømningsforhold, slik de havbaserte anleggene gjør. Dette medfører at andre land, som eksempelvis Kina og USA, kan komme inn i markedet. Da vil tilbudet gå opp, og prisene presses ned.

Miljømessige forhold

Som vi har vært innom under både politiske og teknologiske forhold, er det stort press på bransjen i form av å være stadig mer klimavennlig i produksjonen. Den viktigste årsaken er at utslipp av antibiotika, kjemikalier og sykdommer skader villaksen og nærmiljøet. I tillegg diskuterte vi i kapittel 2.4 hvordan klimaforandringene vil kunne medføre tøffere vilkår for oppdrettsanleggene, som igjen henger sammen med argumentet for landbaserte anlegg som vi diskuterte over.

Det hersker liten tvil om at det er store miljøforandringer underveis globalt, der klimaendringer medfører mer ekstremvær. Vi ser at det i større grad fokuseres på løsninger for å redusere klimaendringene, blant annet i matproduksjon. I kapittel 2.2.4 viste vi at lakseproduksjonen er betydelig mer klimavennlig enn produksjon av eksempelvis storfe, noe som sett i lys av klimasituasjonen skaper en strategisk mulighet for bransjen.

I mange land, i hovedsak i Afrika og Asia, opplever man rekordtørke og stadige problemer med avlinger og annen matproduksjon, som kan innebære at det blir behov for alternative matkilder. Oppdrettslaks er næringsrik mat som inneholder flere viktige vitaminer og mineraler, er enkel å tilberede, og kan derfor tenkes å være et fremtidig alternativ også for land som i dag ikke har særlig lakseimport (Godfisk, u.å). Laksefôr inneholder imidlertid ingredienser som også kan påvirkes av klimaendringene. Blant annet inneholder fôret soya, som produseres blant annet i avskogede områder i Sør-Amerika, og solsikkeolje hvor de desidert største produsentene er Ukraina og Russland som på grunn av krigen vil ha store produksjonsutfordringer. Grieg Seafood oppgir i sin årsberetning for 2020 at soya utgjør 15 % og solsikkeolje utgjør 3 % av fôringrediensene. (Grieg Seafood ASA, 2021c).

Vi mener at miljømessige forhold i stor grad påvirker lakseoppdrettsbransjen. Først og fremst ser vi muligheter for å introdusere laks i nye markeder, da denne representerer et sunt og næringsrikt alternativ til mer klimaskadelig kjøttproduksjon. På den annen side medfører den økte miljøbevissthet at selskapene i bransjen risikerer store konsekvenser dersom det skulle forekomme større uhell, både når det gjelder straff fra myndigheter, men også omdømmemessig.

Lovmessige forhold

Lakseoppdrett er regulert under akvakulturloven, som har til formål å avveie lønnsomhet og konkurransekraft i bransjen mot bærekraftig utvikling (Akvakulturloven, 2005, § 1). Loven gir definisjoner for hvem som kan få tillatelse til å drive med produksjon av akvatiske organismer, og inneholder reguleringsordninger som eksempelvis trafikklysmodellen som vi har beskrevet under kapittel 2.2.9. Et viktig organ som påvirker bransjen er Mattilsynet, som følger opp at akvakulturloven opprettholdes, men også at lakseproduksjonen er miljøvennlig og trygg.

Som vi diskuterte i kapittel 2.4 er myndighetene i de fleste land hvor det forekommer lakseoppdrett åpne og forutsigbare, som medfører stabilitet når det kommer til juridisk påvirkning. Lovverket i Norge sikrer at bransjeaktørene driver etisk og miljømessig forsvarlig drift.

Vi konkluderer med at de lovmessige forholdene påvirker bransjen i stor grad, men at de ikke står i veien for sunn konkurranse. Derfor anser vi ikke de juridiske forholdene å representere verken spesielle muligheter eller trusler for bransjen.

Konklusjon PESTEL-analyse

Gjennom vår analyse har vi identifisert de makroforhold som vil kunne være av stor betydning fremover for oppdrettsbransjen. Våre funn fra analysen er:

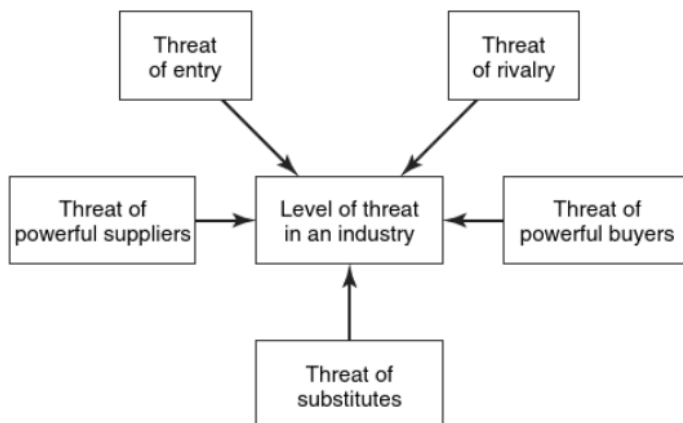
- Konesjonsordningen skaper store inngangsbarrierer, som representerer muligheter for lønnsomhet for eksisterende selskap i bransjen. Samtidig begrenser ordningen potensialet for organisk vekst.
- Restriksjonene kan imidlertid begrenses dersom selskapene i bransjen klarer å innordne seg nye strengere miljøkrav og teknologiske nyvinninger som landbaserte oppdrettsanlegg. Dette er imidlertid underlagt en viss usikkerhet, og i tillegg kan nye produksjonsområder oppstå som reduserer lønnsomheten i bransjen.

- Miljøendringer medfører potensiale for å komme inn i nye markeder, da lakseproduksjon er mer klimavennlig enn annen kjøttproduksjon. I tillegg er ikke oppdrettslaks utsatt for overfiske, som annen sjømat.

Vår konklusjon på PESTEL-analysen er at de makroøkonomiske forhold gir flere absolutte muligheter, og enkelte potensielle muligheter. Selv om produksjonen er underlagt begrensninger, betyr det at etterspørsel på lang sikt overgår tilbudet, som medfører høye laksepriser og dermed god fortjeneste.

4.2.2 Porters fem konkurransekrefter

I denne delen tar vi for oss lakseoppdrettsbransjen. Vi ønsker å få en oversikt over de trusler som foreligger i bransjen mot å oppnå eller beholde konkurransefortrinn. Det mest anvendte rammeverket for å få en forståelse av disse truslene er Michael Porters rammeverk, som identifiserer fem faktorer som vist i figuren under (Barney, 2011, s. 50)



Figur 4-3: Porters modell over fem konkurransetrusler i en bransje (Barney, 2011, s. 50)

Som vi ser av modellen er det fem forskjellige trusler, eller faktorer, som til sammen utgjør det totale trusselbildet i en bransje. I det videre vil vi gjennomgå de fem truslene hver for seg, og deretter sette de sammen i en konkluderende vurdering. Jo lavere grad av trusler samlet sett, jo mer attraktiv vil bransjen være fordi det gir større mulighet for å oppnå bedre marginer (Barney, 2011, s. 67). Ved å anvende rammeverket operasjonelt kan man identifisere forhold som et selskap bør sette inn forsvarende tiltak mot (Whittington m.fl, 2021, s. 43). Vi vil imidlertid bruke analysen for å få et bedre overblikk i hvilke forhold som kan skape utfordringer for fremtidig marginutvikling i bransjen.

Det bør nevnes at Porters modell har vært utsatt for kritikk. Modellen tar ikke stilling til om bransjen er i vekstfase eller moden. Det er påstått at modellen kan være overforenklet, at den

er for statisk og at den ikke sier noe om hvordan et selskap skal kunne bruke modellen til å opprettholde en strategisk fordel (Goyal, 2020, s. 151). På tross av kritikken mener vi at Porters modell er passende til vår analyse, da vi først og fremst er ute etter å oppnå forståelse for bransjen og ikke skal lage strategiske handlingsplaner.

Porters modell inneholder de følgende fem konkurransetrusler:

- 1) Konkurransesituasjonen – trusler fra eksisterende konkurrenter
- 2) Trusler fra fremtidige (mulige) konkurrenter
- 3) Trusler fra nære substitutter
- 4) Trusler fra kundenes forhandlingsmakt
- 5) Trusler fra leverandørenes forhandlingsmakt

Vi følger denne rekkefølgen nedover, hvor vi starter med situasjonen som den er i dag og fortsetter med å se på fremtidig utvikling. Deretter vurderer vi substitutter, kunder og leverandører. Analysen henger sammen med vår gjennomgang av oppdrettsbransjen i kapittel 2.2.

Konkurransesituasjonen

I vår vurdering av dagens konkurransesituasjon ønsker vi å vurdere hvordan lakseoppdrettsbransjen preges av eksisterende aktører i bransjen. Barney har identifisert de følgende forhold som kan øke konkurransetrusselen (Barney, 2011, s. 63):

- 1) Et høyt antall konkurrerende selskap.
- 2) Bransjen preges av at konkurrentene er av samme størrelse og har lik påvirkningsgrad.
- 3) Bransjen preges av lav vekst.
- 4) Det er manglende produktdifferensiering.
- 5) Økning i produksjonskapasitet skjer gjennom store trinnvise sprang.

Lakseoppdrettsbransjen i Norge har vokst voldsomt de siste tiårene, og Norge er verdens største eksportør av oppdrettslaks. Som forklart i kapittel 2.2.1 preges konkurransesituasjonen av et mindre antall store aktører, som hver for seg har opparbeidet seg store markedsandeler. I tillegg er det stadig vanskeligere å øke produksjonsmengden sin i eksisterende anlegg, som følge av de strenge konsesjonskravene. Konsekvensen er at uorganisk vekst blir viktigere i bransjen, sammen med etablering i nye utenlandske markeder. Begge disse vekstmetodene krever igjen mye kapital. Konsesjonsbegrensningene medfører at styrkeforholdet mellom

oppdrettsselskapene holder seg relativt stabilt når det kommer til produksjon i Norge, og Konkurransetilsynet regulerer markedene i Norge for å bevare konkurranse og hindre ulovlig samarbeid.

Produktene i laksenæringen skiller seg i liten grad fra hverandre for sluttbrukerne. Slaktet laks selges enten som ferskvare eller som fryste produkter, og den største differansen ligger i emballasjen. Produktdifferensieringen er derfor lav. Palepu, Healy og Peek (2019, 47) viser til at konkurransesituasjonen i bransjen kan medføre en form for prissamarbeid i den ene enden av skalaen, og priskonkurranse slik at prisene havner under marginalkostnaden i den andre enden. Prisene i lakseoppdrettsbransjen er imidlertid i stor grad regulert av lakseindeks, i tillegg til en stor grad fastpriskontrakter, og derfor medfører ikke konkurransesituasjonen så store konsekvenser for prisutviklingen som den kunne gjort.

Summert sett ser vi at et lavt antall konkurrenter og høye inngangsbarrierer i form av store kostnader, og konsesjonsbegrensninger trekker ned trusselnivået fra konkurransesituasjonen betydelig. På den annen side er bransjen preget av flere konkurrerende selskap av omtrent samme størrelse, med unntak av en større aktør, som medfører at påvirkningsmakten for de aller fleste selskapene i bransjen er liten. I tillegg er det lav grad av differensiering i produktene. Vi anser derfor trusselen som kommer fra konkurransesituasjonen å være moderat.

Trusler fra fremtidige konkurrenter

I tillegg til å forstå dagens konkurransesituasjon, er det viktig å ha en forståelse for hvordan fremtidig konkurranse i en bransje vil kunne se ut. Fremtidig utvikling vil i stor grad preges av tilgangen av nye konkurrenter, og trusselen fra fremtidige konkurrenter er derfor i mange bransjer en betydelig risiko. Vi må ikke forveksle nye konkurrenters *vilje* til å tre inn i en bransje med deres *muligheter* for å etablere seg, slik at spørsmålet handler om nye konkurrenters mulighet til å tre inn i en bransje gitt at den skaper gode marginer. De følgende forhold er identifisert til å redusere trusselen fra nye konkurrenter (Barney 2011, s. 51):

- 1) Tilbudet skapt av eksisterende selskap i bransjen er tett opp mot optimalt produksjonsnivå, slik at nye aktører enten må ha redusert produksjon (og gå glipp av stordriftsfordeler) eller at økt produksjon reduserer marginene for bransjen som helhet.
- 2) De eksisterende selskapene i bransjen har gjennom produktdifferensiering skapt en merkevareidentitet og kundelojalitet som ikke skaper rom for nye konkurrenter.

- 3) De eksisterende selskapene har oppnådd en slik grad av kostnadseffektivitet at ikke nye konkurrenter vil kunne konkurrere effektivt i bransjen.
- 4) Eksisterende selskap i bransjen gjennomfører handlinger som har til hensikt å avskrekke potensielle nye konkurrenter, som å overinvestere i egen produksjonskapasitet.
- 5) Regulering fra myndighetene begrenser eller fjerner muligheten for nye konkurrenter å etablere seg i en bransje.

Lakseoppdrettsbransjens tilbud er ifølge oppdrettsselskapene selv langt unna å mette etterspørselen, siden et gjennomgående tema er å øke produksjonsnivået og tre inn i nye markeder. I tillegg er produktene som vist over lite differensierte, selv om de ulike selskapene har sine etablerte merkevarer og langvarige relasjoner med distributører og grossister. Dermed anser vi ikke de to øverste forholdene å være til stede i bransjen. En konsekvens av at mulig fremtidig etterspørsel overstiger nåværende tilbud er at det er liten mulighet for å gjennomføre strategiske investeringer, for å avskrekke potensielle fremtidige konkurrenter.

Lakseoppdrett i Norge og andre sammenlignbare land har som nevnt i kapittel 2 konsesjonsordninger som regulerer hvor mye laks som kan produseres på de ulike oppdrettsanleggene. Nye konsesjoner deles i stadig mindre grad ut, som medfører at de blir stadig dyrere. En vanlig laksekonsesjon koster opp mot 200 millioner kroner i Norge. En tillatelse etter trafikklysmodellen vil være betydelig billigere, men krever at det investeres store summer i miljøvennlige oppdrettsanlegg (Furuset, 2021).

Kostnader til forskning og utvikling har de siste årene i oppdrettsbransjen vært store, både for å effektivisere driften og for å tilordne seg stadig nye krav og samfunnsforventninger til miljøvern hensyn. Kostnadene har medført at de selskapene som konkurrerer i oppdrettsbransjen har tilegnet seg unik og kostbar kunnskap som ikke enkelt vil la seg kopiere av nye konkurrenter. I tillegg er oppdrettsbransjen preget av at det tar flere år før man får tilstrekkelig mengde med slakteklar fisk i merdene. Selv om et selskap skulle få tak i tilstrekkelig med konsesjoner for å kunne gå inn i laksemarkedet, krever det enorme investeringer uten inntekter i flere år. Bransjen er altså kapitalintensiv, som skaper en barriere for nye aktører.

Vi konkluderer med at trusselen fra fremtidige konkurrenter er lav. Vi baserer vår konklusjon på at myndighetene regulerer bransjen gjennom konsesjonstildelinger, og at det er såpass kostbart å etablere seg i bransjen. Vi nevnte under PESTEL-analysen at det på lang sikt er en

mulighet for nye etableringer med landbaserte anlegg, men ser sannsynligheten for lav. I tillegg har norsk laks opparbeidet seg en særdeles god status.

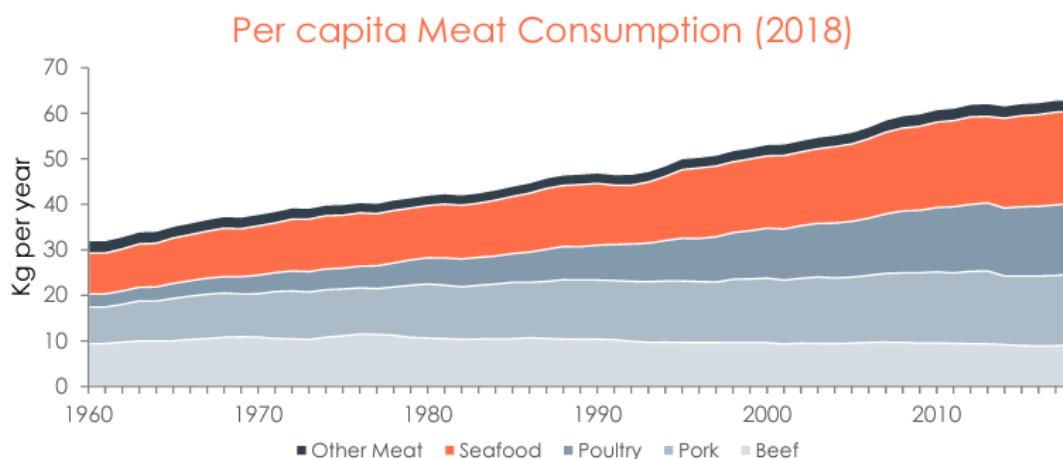
Trusselen fra nære substitutter

Lakseoppdrettere tilbyr som vi har vist over lite differensierte produkter, men dette må ikke forveksles med at det ikke foreligger noe trussel knyttet til substitutter. Med substitutter mener vi andre produkter som dekker kundenes behov på tilsvarende måte som de produktene bransjen tilbyr. Det er viktig å ha en god forståelse for hvilke substitutter som eksisterer, da disse kan sette begrensninger på prisene og fortjenestene i bransjen. I verste fall kan substitutter til og med erstatte hele bransjen. (Barney, 2011, s. 63).

Det oppdrettslaks tilbys til kundene er sunn og næringsrik mat, som vi har forklart i kapittel 2.2.4. Stadig flere myndigheter anerkjenner sjømat som en viktig del av kostholdet (Global Salmon Initiative, u.å). Isolert sett er det få substitutter om vi ser på næringsinnholdet alene, men et viktigere spørsmål er om kundenes behov tilfredsstilles av næringsinnholdet i laksen. Kundene til lakseoppdrettsbransjen er i liten grad sluttbrukerne som konsumerer fisken, men heller grossister som selger videre til mathandel, restauranter og andre bransjer. Likevel må vi se på sluttbrukerne som en viktig faktor, siden de påvirker innkjøpet av grossistene.

I Norge har fiskeprodukter opp gjennom årene alltid vært sett på som komplimenterende til kjøttprodukter, og det er innarbeidet sterke tradisjoner om å spise fisk ukentlig. I mange andre land er imidlertid tilbudet om kjøttprodukter og sjømatprodukter mer preget av konfliktforhold, hvor vi med dette mener at konsumentene vil velge enten det ene eller det andre. Vi anser av denne grunn kjøttprodukter å være et substitutt for norsk oppdrettslaks, siden vi eksporterer det aller meste av laksen som produseres.

Internasjonalt er sjømat den kjøtt-typen som opplever størst vekst, som vi ser av figuren under.



Figur 4-4: Kjøttinntak per innbygger 2018, (Mowi, 2021)

Hver innbygger spiser altså stadig mer kjøttprodukter, og der sjømatinntaket er økt betydelig er eksempelvis inntak av storfekjøtt redusert i samme periode. I 2018 hadde laks den prosentvis største økningen i sjømatkonsum i USA (Mutter, 2020). Globalt sett er det flere fiskesorter, spesielt tunfisk, som konsumeres i langt større grad enn oppdrettslaks. Laksen er imidlertid ikke utsatt for overfiske, og i fremtiden er det stor sannsynlighet for at vi ser mindre fangst av viltlevende fisk, som følge av reduserte bestander og strengere reguleringer. Derfor mener vi at lakseinntaket i fremtiden vil utgjøre en større andel av det globale sjømatinntaket.

Vi konkluderer med dette at det konsumeres stadig mer sjømat, og at laks med stor sannsynlighet vil utgjøre en stadig større andel av den sjømaten som spises.

Helsemyndighetene verden over anbefaler i stadig større grad å ha laks som en del av kostholdet. Vår samlede konklusjon er at trusselen fra substitutter er lav.

Kundenes forhandlingsstyrke

En av de avgjørende faktorene for lønnsomhet i en bransje er hvilken pris produktene selges for. Det er derfor ganske opplagt at dersom kundene har stor makt til å forhandle ned prisnivået, vil marginene i bransjen reduseres kraftig. De viktigste indikatorene på at kundene har stor makt er ifølge Barney (2011, s. 65):

- 1) Et begrenset antall kunder.
- 2) De produktene som selges til kundene er standardprodukter, og ikke differensiert.
- 3) Produktene som selges utgjør en vesentlig andel av kundens totale kostnad.
- 4) Kundene oppnår ikke vesentlig profitt på produktene.
- 5) Kundene er i en slik posisjon at de selv kan gå inn i bransjen og bli konkurrenter (vertikal integrasjon).

Flere av lakseoppdrettselskapene, herunder Grieg Seafood, har opprettet egne salgsorganisasjoner. Kundene er grossister og representanter for større virksomheter innenfor blant annet restaurant- og hotellnæringen. Sluttbrukerne kjøper i svært liten grad laks direkte fra oppdrettselskapene. Oppdrettslaks er som forklart tidligere i liten grad differensiert, noe som vil øke kundenes makt ovenfor produsentene.

En mulighet å analysere den reelle forhandlingsmakten på er å se hvordan utviklingen i driftsmargin har vært de siste årene for henholdsvis lakseoppdrettere og distributører. I EY sin siste analyse over norsk akvakultur, som kom ut i 2019, ser vi at lakseoppdrettsbransjen hadde et driftsresultat (EBITDA) på mellom 30 % og 40 % i årene 2016 til 2018. Sammenlignet har slakteriene i gjennomsnitt en EBITDA i samme periode som går fra 12 % til 8 %, og laksebehandlerne (filetering, røking, porsjonering mm) har en EBITDA på rundt 3-4 % i perioden. (EY, 2019, s. 48-57). I kapittel 2.3 kan vi se at marginene til bransjeselskapene har vært jevnt høye, med unntak av 2020 og delvis 2021 på grunn av lavere etterspørsel i pandemien.

Basert på resultatene i forrige avsnitt er det lite som indikerer at kundene har særlig påvirkningskraft på lakseoppdrettselskapene. En viktig årsak til at de norske oppdrettselskapene har så gode marginer er at norsk laks er veldig etterspurt internasjonalt, og statusen gir lakseoppdretterne økt forhandlingsmakt ovenfor sine kunder. Lakseprisen er som vist i kapittel 2.2.6 volatil, men stigende, de siste årene.

Alt i alt vil vi mene at kundenes forhandlingsmakt gir en lav trussel ovenfor lakseoppdrettsbransjen. Vi baserer dette på at norsk laks har en høy anseelse i utlandet, og at oppdrettsbransjen har gode marginer som ikke forplanter seg nedover i kretsløpet.

Leverandørenes forhandlingsstyrke

Den siste risikofaktoren vi vil gjennomgå omhandler leverandørenes forhandlingsmakt. I en bransje hvor leverandørene kan utøve stor makt, vil kostnadsnivået kunne bli så høyt at selskapene ikke klarer å drive profitabelt. Indikatorer på at leverandørenes posisjon utgjør en trussel er ifølge Barney (2011, s. 65):

- 1) Leverandørene i sin bransje domineres av et begrenset antall firma.
- 2) Leverandørene leverer unike eller svært differensierte produkter
- 3) Leverandørene er ikke truet av substitutter for sine produkter.
- 4) Leverandørene er i en slik posisjon at de selv kan gå inn i bransjen og bli konkurrenter (vertikal integrasjon)

5) Selskapene i bransjen er ikke viktige kunder for leverandørene

Først og fremst må vi avgrense hvilke leverandører vi vil ta for oss i analysen. Selskapene i oppdrettsbransjen er ofte store grupperinger med et stort antall forskjellige leverandører. De fleste leverandører leverer varer og tjenester som relativt enkelt kan erstattes fra andre, så vi må vurdere de leverandørene som kan utøve vesentlig påvirkning på selskapene i bransjen. Produkter og tjenester hvor selskapene relativt enkelt kan bytte leverandør vil åpenbart ikke være aktuelt for denne analysen, så vi ser bort fra alle ordinære driftskostnader. Andre leverandører driver med frakttjenester, som eksempelvis brønnbåter og transportører av slaktet fisk. Disse tjenestene vil beløpsmessig sett være såpass beskjedne at vi ikke vurderer disse videre heller.

Vi forholder oss derfor til leverandører som leverer varer og tjenester mer direkte rettet mot kjernedriften. Den viktigste kostnadsdriveren (med få leverandører) i lakseoppdrett er som forklart i kapittel 2.2.8 fôrprodukt som står for omtrent halvparten av kostnadene.

Fiskeføret inneholder en viss differensiering i produktene, men ikke til en slik grad at ikke lakseprodusenter kan gå over til andre produkter. Det finnes ikke substitutter til fiskefôr, men lakseoppdretternes avhengighet av leverandørene veies til en viss grad opp av at leverandørene er avhengige av lakseoppdretterne som kunder. Som følge av at fôrproduktene er få, og at prisnivået dermed i liten grad lar seg forhandle for oppdrettsselskapene, vurderer vi likevel fôrproduktenes forhandlingsmakt å være moderat.

På mange måter er leverandørene av medisiner og vaksiner i samme posisjon som leverandører av fôr. Produktene er unike, og det er et mindre antall produsenter som dominerer markedet. Det er imidlertid en del konkurranse blant leverandørene, og på sikt er det mulig at forbedrede oppdrettsanlegg kan redusere behovet også for vaksinasjon og medisiner.

Vår vurdering er at trusselen fra leverandørenes forhandlingsmakt er moderat. Vurderingen bygger på at selv om oppdrettsbransjen er avhengig av leverandørene, så er avhengigheten gjensidig som følge av at produktene er såpass begrenset i bruksområder. Selv om det er få leverandører, så er det en viss konkurranse blant leverandørene. Det er ikke sannsynlig med vertikal integrasjon når det kommer til de største leverandørene av fôr og medisinsk utstyr.

Konklusjon Porters fem konkurransekrefter

Lakseoppdrettsbransjen er dominert av et mindre antall store konkurrerende selskap, som i

stor grad produserer homogene produkter. De aktører som har vokst seg store i dag har liten risiko for at det skal komme nye konkurrenter som følge av statlige reguleringer og store etableringskostnader. Norsk laks er en populær matvare internasjonalt, og med stadig økt søkelys på sunnhet og bærekraft er det sannsynlig at laksen vil øke markedsandelen i global matkonsumpsjon.

Marginene i bransjen er gode. Selv om kunder og leverandører har en viss påvirkning på prisnivået, er påvirkningen i minst like stor grad andre veien. De siste årene har prisnivået på laks vært høyt, noe som delvis kan forklares med dyrere råvarer, men mest av at det har vært redusert tilbud i forhold til etterspørsel.

Muligheten for å skille seg ut er relativt liten sammenlignet med andre bransjer, men lakseoppdrett er en bransje preget av fortsatt vekst og god lønnsomhet. Det eksisterer derfor etter vår mening en stor bransjefordel, som følge av vekst, gode marginer og liten trussel fra nye bransjeaktører.

4.3 Intern ressurs-basert analyse

En intern ressurs-basert analyse består av to deler. Først må man identifisere et selskaps ressurser og evner, og deretter må man vurdere hvordan ressursene og evnene kan bidra til å oppnå og opprettholde forretningsmessige fordeler i bransjen som selskapet opererer i (Whittington m.fl, 2021 s. 65). Vi starter med å forklare hva som menes med ressurser og evner, og fortsetter med å analysere de interne ressursene hos Grieg Seafood gjennom en VRIO-analyse.

Et selskaps ressurser kan deles opp i ulike kategorier. Whittington et al identifiserer tre ulike typer ressurser (Whittington m.fl, s. 66):

- Fysiske ressurser som driftsmidler, råmateriale, patenter, databaser og datasystemer.
- Finansielle ressurser som kontantstrøm, kapitaltilbydere, bankbeholdning og lignende.
- Humankapital som består av de ansatte og ledes individuelle kompetanse, innsikt og personlige forhold med interne og eksterne parter.

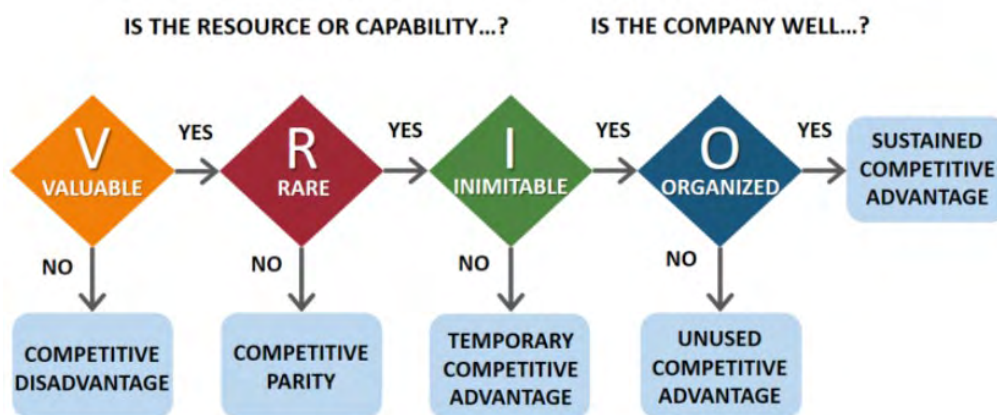
Barney komplimenterer med en fjerde type ressurs, nemlig organisatorisk kapital som inkluderer hvordan individene fungerer som en samlet organisasjon. Elementene her inkluderer formelle strukturer og systemer for å optimalisere driften, i tillegg til kultur og omdømme (Barney, 2014, s. 125). Selskapets evner handler om hvorvidt det klarer å forvalte og utnytte ressursene på en best mulig måte.

Palepu, Healy og Peek (2019, 54) sier at det finnes to generelle strategier for å oppnå fordeler innad i en bransje, nemlig kostnadlederskap og differensiering. I lakseoppdrettsbransjen er differensiering vanskelig å oppnå, som vi har diskutert tidligere, mens kostnadsreduksjon har høyt fokus på tvers av bransjeselskapene, og inngår i analysen under.

For å gjennomføre en analyse over interne ressurser må vi identifisere de ressursene som kan tenkes å utgjøre en strategisk fordel mot de øvrige aktørene i oppdrettsbransjen. Grieg Seafood har mange interne ressurser som er viktige for å drive konkurransedyktig næring, men hvis de øvrige selskapene i bransjen sitter på de samme ressursene vil ikke Grieg Seafood oppnå strategiske fordeler. For å identifisere ressursene kan vi enten gå gjennom selskapets funksjoner enkeltvis, eller vi kan evaluere Grieg Seafoods verdikjede stegvis. Grieg Seafood har utviklet en strategi for hvordan de ønsker å posisjonere seg frem mot 2025. Vi gjennomgår denne strategien og vurderer om det foreligger ressurser som kan skape permanente fordeler.

4.3.1 VRIO-analyse

VRIO-analysen er den mest anvendte analysen for å vurdere i hvilken grad de identifiserte ressursene kan skape og opprettholde konkurransefortrinn i bransjen. VRIO har fått navnet sitt etter de engelske ordene som utgjør analysens komponenter.



Figur 4-5: VRIO-rammeverket med eksempler, (Business-to-you, 2016)

Av figuren over ser vi at det ikke er tilstrekkelig å tilfredsstille ett av kriteriene for å oppnå langvarige konkurransefortrinn. Samtlige egenskaper må være til stede. For det første må ressursen inneha en **verdi** for selskapet. Ressursen er verdifull når den - sammen med selskapets evne til å utnytte ressursen - skaper et produkt eller en tjeneste som er av verdi for kundene, og gir selskapet mulighet til å respondere på identifiserte trusler eller muligheter i

selskapets organisatoriske miljø (Whittington m.fl, 2021, s. 68). Eventuelt kan ressursen være kostnadsreducerende (Barney, 2014, s. 130). Det neste kriteriet er at ressursen må være så **sjelden** at ingen eller et fåtalls konkurrenter innehar den. Eksempler på dette kan være patenter eller ansatte med unik kunnskap (Whittington m.fl, 2021, s. 69). Videre må ressursen ikke kunne la seg **imitere** på en enkel måte av konkurrentene. Det siste kriteriet er at selskapet må være **organisert** på en slik måte at det klarer å utnytte ressursene, gitt at de er verdifulle, sjeldne og vanskelig å imitere.

Global vekst gjennom strategiske valg av lokasjoner

Grieg Seafood har oppdrettsvirksomhet i Norge og Canada. Lakseoppdrett er en sjøbasert næring, og det er derfor en forutsetning at man opererer i områder med god tilgang til kystlinje. Det er også i henhold til Mowi flere forhold som må være til stede for å kunne drive lakseoppdrett, blant annet optimal havtemperatur og en viss mengde strømming i havet for å få filtrering i merdene (Mowi, 2021). Konsekvensen av dette er ifølge Mowi at det bare er Nordsjøen, Canada, Chile og sør for Australia hvor det er mulig å drive lakseoppdrett, når man også tar hensyn til politiske forhold. Spørsmålet som oppstår da er om valg av lokasjoner er en strategisk ressurs, eller en nødvendighet som følge av begrensede muligheter.

Grieg Seafood har identifisert det amerikanske markedet som et potensiale for stor vekst. I bransjeanalysen over viste vi at laksekonsumet har stor økning i USA, og Grieg Seafood har posisjonert seg i Canada med en klar ambisjon om å bruke nærheten til markedet som en strategisk fordel. Den norske virksomheten er i mindre grad med tanke på det norske markedet, da det aller meste av laksen eksporteres, i hovedsak til EU. Alle anleggene har god infrastruktur, og innehar et potensiale for å medvirke til økt vekst. Vi anser dermed lokasjonsvalget for å være en verdifull ressurs for Grieg Seafood.

Flere andre oppdrettsselskap har også virksomhet i både Canada og Norge. Cermaq og Mowi har for eksempel også oppdrettsanlegg i British Columbia, mens Mowi og Cooke i tillegg til Grieg Seafood har anlegg på Newfoundland. I kombinasjon med at det er en begrensning på hvor mange steder man kan drive med lakseoppdrett, i hvert fall frem til landbasert produksjon er praktisk gjennomførbart på stor skala, ser vi ikke at lokasjonsvalget utgjør noe sjelden ressurs for Grieg Seafood.

De siste årene har canadiske myndigheter i stadig større grad, sammen med interessegrupper for urbefolkningen, innført strengere krav til lakseoppdrett. Vi har tidligere vist til at myndighetene ønsker å nedlegge forbud mot oppdrettsvirksomhet som ikke er landbasert

innen 2025. Norske myndigheter har ikke varslet lignende tiltak, blant annet fordi lakseoppdrett er av betydelig viktighet for en rekke kystsamfunn. På tross av strengere reguleringer, og dermed praktiske utfordringer, anser vi ikke lokasjonene for å ikke være imiterbare for andre lakseoppdrettere.

Vår konklusjon på Grieg Seafood sin ressurs relatert til lokasjonsvalg er dermed at den utgjør en verdi for selskapet. Den er imidlertid ikke sjelden, og den er ikke til hinder for at andre kan lokalisere seg tilsvarende.

Kostnadsreduksjon gjennom digital overvåking («Precision farming»)

I en bransje hvor produksjonsvekst reguleres av myndighetene, er det særdeles viktig å holde kostnadene så lave som mulig for å sikre gode marginer. Grieg Seafood har identifisert to strategiske verktøy for å redusere kostnader relatert til sykdom og dødelighet. Post-smolt-metoden tar utgangspunkt i å holde laksen lenger i lukkede tanker før de lanseres i havmerdene. Metoden er imidlertid ikke unik for Grieg Seafood, siden konkurrentene også utvikler egne post-smolt-løsninger.

Det andre verktøyet Grieg Seafood har under utvikling er «precision farming», som er digitalisert oppdrettsovervåkning. Ved å bruke big data og analyseverktøy, er formålet å kunne lære hva som skaper negative effekter på fisken, og deretter bruke denne forståelsen til å iverksette tiltak (Grieg Seafood ASA, 2021c). Negative effekter kan være sykdomsfremmende faktorer, suboptimalt fôr, feil temperatur i vannet og mye mer. Vi velger å se precision farming som en ressurs for Grieg Seafood, både fysisk (database) og organisatorisk.

Precision farming er et verktøy som har flere potensielle fordeler for Grieg Seafood. Kostnadene kan reduseres betydelig, og allerede i 2020 hadde verktøyet forbedret overlevelsesgrad i region British Columbia (Grieg Seafood ASA, 2021c). Vi ser også muligheter for at kvaliteten på fisken kan forbedres, som vil kunne ha positiv påvirkning for omdømme og varemerke. Forbedring i levevilkår og fôr kan sørge for at laksen blir større, noe som gir bedre resultat per kilo slaktet fisk. Vi mener at verktøyet definitivt skaper har en verdi for Grieg Seafood.

Grieg Seafood var tidlig ute med konseptet, men så lenge det gir resultater finnes det ikke noe hinder for at konkurrentene skal kunne lage sine egne analyseverktøy. Mowi har en lignende teknologi i utvikling, og precision farming i landbruket er utbredt. Vi ser ikke at precision farming er en sjelden ressurs. Videre er software-programmet, som Grieg Seafood bruker

sammen med Big data, utviklet av IBM som også kan lansere tilsvarende løsninger til andre selskap i næringen. Precision farming er altså mulig å imitere i relativt stor grad av konkurrentene. Organisatorisk har Grieg Seafood innrettet seg i stor grad til å anvende teknologien. En operasjonssentral er opprettet i Rogaland, som behandler data fra alle oppdrettsanleggene. Grieg Seafood har iverksatt flere tiltak allerede basert på analyser, og har konkrete mål for hva som skal prioriteres videre.

Vi mener at precision farming er en verdifull ressurs, og at Grieg Seafood er godt organisert for å anvende ressursen. Samtidig er ressursen ikke sjelden, og kan imiteres av andre selv om investeringen vil medføre store kostnader.

Reposisjonering i verdikjeden og merkevarer

Grieg Seafood har gjort omfattende grep for å reposisjonere seg. Ocean Quality-samarbeidet med Bremnes Fryseri ble avviklet, og Grieg Seafood har opprettet egen helintegrert salgsvirksomhet fra 2021. Fremover skal salgs- og markedsstrategien legges om, blant annet ved bruk av strategiske samarbeidsforhold innenfor flere industrisektorer (Grieg Seafood ASA, 2021c). Grieg Seafood ønsker å bruke sine merkevarer inn mot matsserveringsbransjen, hvor Kvitsøy-merket er rettet mot det europeiske markedet og Skuna Bay-merket mot det amerikanske markedet. Produktene til Grieg Seafood er i hovedsak hel, fersk laks. Fra siste kvartal 2021 har de også opprettet en egen VAP-salgssavdeling (Grieg Seafood ASA, 2022). VAP står for Value Added Product, og innebærer salg av oppkuttet laks som filet, loin, porsjonspakker og lignende. Prosessen med reposisjonering er ikke kommet så langt at vi kan se den fulle effekten enda, men vi mener likevel at dette utgjør en verdifull ressurs for Grieg Seafood.

Ved å integrere salgsprosessen i egen virksomhet, følger Grieg Seafood de fleste av sine større konkurrenter som har tilsvarende salgsorganisasjoner. Gjennom å skaffe seg partnerskap med større aktører i matvare- og matsserveringsbransjen, vil Grieg Seafood sørge for å skaffe seg strategiske fordeler ovenfor sine konkurrenter. Samtidig er ikke selve strategien unik for Grieg Seafood, da konkurrentene i stor grad også er opptatt av å sikre seg samarbeid med viktige samarbeidspartnere. Vi kan med bakgrunn i dette ikke si at reposisjonering i verdikjeden, eller merkevaren til Grieg Seafood, utgjør en sjelden ressurs. Vi mener heller ikke at ressursen er av en slik karakter at den ikke kan imiteres, siden laks grunnleggende sett er et homogent produkt. Grieg Seafood har gjennomført steg for å skape merverdi for sine produkter, blant annet miljømerking som ASC-sertifisering, men foreløpig ser vi ikke at tiltakene er av en slik karakter at ikke andre kan gjøre lignende grep. Ressursen

er imidlertid organisert på en effektiv måte. Dette begrunner vi med at salgsorganisasjonen er innrettet i tråd med hvordan Grieg Seafood ønsker å posisjonere seg fremover, og at merkevarene er etablerte og godt etablerte i markedene.

Konklusjonen er at ressursen knyttet til posisjonering og merkevare er verdifull for Grieg Seafood, og organisert effektivt. Imidlertid ser vi ikke enda tegn til at Grieg Seafood har gjennomført unike grep som ikke kan imiteres av andre.

Blue farm

Blue Farm er et konsept under utvikling av Grieg Seafood sammen med samarbeidspartnere innenfor andre bransjer. Blue Farm er en betongprodusert havmerd som er tilrettelagt for å legges offshore. Fordelene med offshore oppdrettsanlegg er bedre havgjennomstrømning, mindre sesongvariasjoner i temperatur og redusert risiko for lakselus. Ulempene er at merdene er utsatt for tøffere vær, og at reiseveien fra land blir lengre (Blue Farm, u.å). Grieg Seafood søkte allerede i 2016 om ti utviklingstillatelser for å prøve ut konseptet, men fikk opprinnelig avslag. I 2021 ble det imidlertid bevilget tre tillatelser (Grieg Seafood ASA, 2021a).

Prosjektet vil potensielt sett ha en verdi for Grieg Seafood. Vi baserer denne vurderingen på at anlegget på sikt vil redusere kostnader og forbedre livskvaliteten for laksen, som igjen gir større laks av bedre kvalitet.

Blue Farm-prosjektet er som følge av den lange ventetiden fremdeles tidlig i prosessen, men er et prosjekt som Grieg Seafood er alene om å investere i av oppdrettsselskapene. Imidlertid er ikke offshore oppdrettsanlegg som konsept unikt for Grieg Seafood. SalMar har allerede sjøsatt en havmerd (SalMar ASA, u.å), det samme har NRS (Vatlestad, 2021). Mowi har også et eget prosjekt under planlegging. Vi ser altså at selv om prosjektet vil være en styrke for Grieg Seafood, så utgjør det ikke noe bransjefordel ovenfor de andre selskapene i bransjen.

Oppsummering VRIO-analyse

Vi har identifisert flere ressurser som Grieg Seafood kan bygge på i årene fremover for å styrke sin egen virksomhet. Med bakgrunn i dette vil vi kalle ressursene for verdifulle for Grieg Seafood. Vi oppsummerer våre resultater i tabellen under:

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert til å utnytte ressursen	Konklusjon
Lokasjonsvalg	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Precision Farming	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Posisjonering i markedet	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Merkevare	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Blue Farm	Ja	Nei	Nei	Ja - men tidlig i prosessen	Konkurransemessig paritet

Tabell 4-1: Oppsummering VRIO-analyse, egenprodusert

Betingelsen for at en ressurs skal kunne gi langvarige konkurransefortrinn er at den må oppfylle alle kriteriene i analysen. Lakseoppdrettsbransjen er en bransje hvor det er fullt mulig å være innovativ, og skape midlertidige forskjeller, men vanskelig å oppnå langsiktige fordeler. Dersom en nyvinning gir god nok verdi, vil konkurrentene følge etter med sine egne varianter. Samtidig er det ressurser i en organisasjon som er vanskelig å identifisere og analysere i en VRIO-analyse. Ansatte og ledere innehar kunnskap som kan utgjøre en viktig ressurs. Akkumulerte erfaringer og læring på organisasjonsnivå, blant annet gjennom forsknings- og utviklingsarbeid og teknologi, vil være verdifulle for selskapet. Hvorvidt denne kunnskapen utpreger seg fra bransjen ellers er imidlertid noe vi som utenforstående ikke kan gi et godt nok svar på.

Konklusjon VRIO-analyse

Vi har identifisert verdifulle ressurser for Grieg Seafood, men ikke strategiske ressurser som kan gi langvarige konkurransefortrinn. Basert på våre resultater kan vi ikke forvente at Grieg Seafood i årene som kommer vil oppnå avkastning som overstiger bransjegjennomsnittet. Det foreligger med andre ord ikke noen strategiske interne ressursfordeler hos Grieg Seafood, basert på vår analyse. På lang sikt forventer vi imidlertid at selskapet skal følge bransjegjennomsnittet.

4.4 SWOT-analyse

Vi har gjennom den strategiske analysen identifisert flere forhold som vi må ta med oss videre i verdsettelsesprosessen. Vi vil oppsummere våre funn gjennom en SWOT-analyse. Analysen er en måte å koble sammen den eksterne bransjeorienterte analysen med den interne ressursbaserte analysen. SWOT-analysen har til formål å identifisere styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T), som til sammen gir oss et bilde av den samlede strategiske risikoen til Grieg Seafood. Styrker og svakheter representerer selskapsspesifikke egenskaper, mens muligheter og trusler oppsummerer hvordan Grieg Seafood påvirkes av eksterne omgivelser.

I vår analyse av makroøkonomiske forhold, kapittel 4.2.1, fant vi at lakseoppdrettsbransjen er en lønnsom bransje, med potensiale for å kunne utvide til nye markeder. Vår mening er at etterspørsel på lang sikt vil overstige tilbudet, som vil øke lakseprisen. Imidlertid vil økte råvarepriser, forsknings- og utviklingskostnader redusere veksten i marginene.

Fra vår bransjeanalyse i kapittel 4.2.2 kom vi igjen til den konklusjon at bransjen er i vekst, og har god lønnsomhet. Vi konkluderte også med at det er liten trussel fra nye

markedsaktører, og at trusselen fra substitutter er lav. Selv om produktene er lite differensierte, har norsk laks opparbeidet seg et godt rykte i utlandet og høy etterspørsel.

Vår vurdering av interne ressurser i kapittel 4.3.1 avdekket at Grieg Seafood ikke kan si å ha noen strategiske fordeler ovenfor bransjen som helhet. De strategiske grep som gjøres differensierer seg ikke i nevneverdig grad fra konkurrentenes strategier. Selskapet er imidlertid godt posisjonert i en lønnsom bransje, og vil derfor dra nytte av bransjefordelen på kort og på lang sikt.

Vi oppsummerer SWOT-analysen ved hjelp av tabellen under:

Faktor	Representerer	Kort sikt	Lang sikt
Høye marginer	Styrke	Konsesjonsordningen hindrer nyetableringer	Ingen direkte substitutter grunnet bærekraftig produksjon av laks
Liten produkt differensiering	Svakhet	Vanskelig å skille seg fra konkurrentene	Avhengig av bransjelønnsomheten
Vekstmuligheter	Mulighet	Selskapsspesifikk vekst fra nye anlegg på Newfoundland	Bransjespesifikk vekst fra økt etterspørsel - nye markeder
Myndighetenes regulering	Trussel	Økte kostnader som følge av nye miljøkrav	Manglende villighet til å dele ut nye konsesjoner kan hindre vekst

Tabell 4-2: Oppsummering SWOT-analyse, egenprodusert

Konklusjonen samsvarer med våre funn i kapittel 8, hvor vi har funnet en betydelig bransjefordel. Ressursfordelen fra selskapets interne ressurser forventes å være ubetydelig basert på SWOT-analysen. I kapittel 8 har vi i rentabilitetsanalysen avdekket en svak ressursulempe, men forventer at denne trekker i retning null når virksomheten på Newfoundland er i drift for fullt.

4.5 Strategisk vekst

Vi avslutter kapittelet med å gjøre oss en mening rundt vekstpotensialet til Grieg Seafood og lakseoppdrettsbransjen. Vi vil i regnskapsanalysen ha behov for å beregne en vekstfaktor, og vil da bygge på disse vurderingene.

Det foreligger stor enighet om at fremtidens matproduksjon må være mer bærekraftig enn den er i dag. Klimaendringene vil i fremtiden også føre til at tilgangen til mat fra landbruket og fiske sannsynligvis vil svekkes betydelig (Miljødirektoratet, 2019b). Lakseoppdrett kan være en av løsningene på begge disse to utfordringene. Vi har vist tidligere at karbonavtrykket til lakseproduksjonen er betydelig lavere enn for kjøttprodukter. Fremtidens lakseoppdrett vil kunne møte klimaendringer ved å øke landbasert oppdrett, og dermed redusere effekten av

endringer i havtemperatur og redusert oksygenivå i havet. Det regjeringsutnevnte Havpanelet mener at global sjømatproduksjon kan dekke over to tredjedeler av proteinbehovet i verden, gitt at produksjonen er bærekraftig (Regjeringen, u.å).

Befolkningsveksten antas å nå et toppunkt på 10 milliarder mennesker rundt 2050, som er en økning på omtrent 25 prosent sammenlignet med de 8 milliarder vi er i dag. Mowi viser til at flere mennesker i kombinasjon med en eldre gjennomsnittsalder vil øke behovet for sunn og næringsrik mat (Mowi, 2021), som kan medføre økt etterspørsel og økt betalingsvilje for laks i fremtiden.

Mowi forventer at veksten i lakseoppdrettsnæringen vil reduseres i årene som kommer, med en forventet vekst på 4 % årlig frem mot 2024, som følge av at produksjonsnivået har nådd et nivå tett opp mot bærekraftige grenser (Mowi, 2021). Dette er nok en av hovedårsakene til at lakseoppdrettsselskapene har så stort fokus på bærekraftig utvikling.

Grieg Seafood vil øke sin produksjon fra og med 2022, når de første oppdrettslaksene i Newfoundland blir slakteklare. I 2020 slaktet Grieg Seafood vel 71.000 tonn laks, ikke hensyntatt Shetland-virksomheten (Grieg Seafood ASA, 2021c), mens målsetningen for 2025 er 130.000 tonn. Dette vil i så fall gi en vekst over femårsperioden på ca 70 %, eller 13 % årlig økning med lineær vekst. Av økningen på totalt 59.000 tonn er det forventet at Newfoundland vil utgjøre 15.000 tonn, altså 25 % av total økning. Estimert på 13 % årlig økning er høyt, men ikke helt urimelig sammenlignet med hva bransjen mener. I kapittel 8 har vi som nevnt identifisert en ressursulempe. Denne er delvis forklart med virksomheten på Shetland som er solgt. Når produksjonen på Newfoundland er i gang forventer vi at ressursfordelen vil være rundt 0.

Verden vil ha et behov for mer oppdrettsbasert mat, og norske myndigheter ønsker å fremme utviklingen og veksten av norsk lakseoppdrett. Vekstmulighetene er knyttet til bransjefordeler. Grieg Seafood har etter vår mening ikke vekstmuligheter på lang sikt som overstiger bransjen, men heller ikke ulemper som vil gi lavere vekst enn bransjen.

Vi vil i risikoanalysen i kapittel 6 ta utgangspunkt i at Grieg Seafood er et selskap som har risiko mer eller mindre lik bransjegjennomsnittet. Videre vil vi i beregningen av fremtidige kontantstrømmer legge til grunn at veksten vil ligge rundt bransjegjennomsnittet.

5 Regnskapsanalyse

I kapittel 5 vil vi utføre en regnskapsanalyse. Formålet med regnskapsanalysen er å kunne få konkrete tall på selskapet sin risiko og rentabilitet, og analysere de underliggende økonomiske forholdene i selskapet (Knivsflå 2022b). For å kunne bruke regnskapsinformasjon- som hovedsakelig er årsrapporter- videre i de kvantitative analysene, er vi avhengig av å først omgruppere regnskapet, og så vurdere om vi må utføre justeringer av målefeil. (Knivsflå 2022b). Hensikten med omgrupperingen er å sikre at vi da får et standard utgangspunkt for å kunne analysere Grieg Seafood mot andre bransjeselskap og andre selskap (Palepu, Healy og Peek, 2019, 86).

5.1 Analysenivå

Før vi omgrupperer regnskapet må vi ta stilling til et par praktiske valg. Et av disse er analysenivået vi legger oss på. Vi kan her velge å analysere konsernet samlet som en enhet, eller å skille ut ulike driftssegmenter og analysere dem hver for seg. Det som tradisjonelt taler for å dele opp konsernregnskapet, og å analysere ulike deler for seg selv, er hvis selskapet har svært ulike forretningssegmenter (Knivsflå 2022b). Grieg Seafood har to ulike forretningssegmenter, som er oppdrett og salg og markedsføring. Forretningssegmentene er veldig integrerte, og selskapet oppnår synergier mellom dem. Vi er med det ikke interessert i å skille segmentene fra hverandre da vi ønsker å kvantifisere eventuelle fordeler denne integrasjonen gir selskapet. Vi vil med det i regnskapsanalysen basere oss på konsernregnskapet. Det er heller ikke tilstrekkelig med opplysninger i årsrapportene om de ulike driftssegmentene, som hadde gjort det mulig å analysere dem hver for seg.

5.2 Analyseperiode

Et annet praktisk valg er hvilken lengde på analyseperioden vi skal benytte. Valg av periode vil i all hovedsak avhenge av selskapet sin historikk og bransjen den opererer i. Hitchner mener at en femårsperiode som regel vil være nok, men at man må ta hensyn til eventuelle syklusperioder i bransjen (Hitchner, 2011, s. 86). Oppdrettsbransjen er som tidligere etablert i oppgaven en syklisk bransje, og dette taler for å ha en lengre analyseperiode slik at vi fanger opp ulike konjunkturer. Ved vurdering av selskapet sin historikk er det spesielt eventuelle større transaksjoner, som oppkjøp eller fusjoner de siste årene, som taler for å bruke en kortere analyseperiode. Hvis det i tillegg er oppkjøp av nye forretningsområder, vil dette gjøre tidligere regnskapsperioder mindre relevante å analysere. Grieg Seafood sin virksomhet anses

å ha vært stabil over de siste årene, i og med at de kun har drevet med oppdrett og salg av laks. Samtidig har de gjort flere oppkjøp og vesentlig strukturelle endringer i virksomheten. Dette er forhold som taler å bruke en kortere analyseperiode da transaksjonene gjør at tidligere regnskapsperioder ikke er like relevante å analysere (Knivsflå 2022b).

Vi vurderer det som hensiktsmessig med en mellomlang analyseperiode på 7 år for selskapet og bransjen, basert på det overstående, slik at vi fanger opp den sykliske utviklingen i bransjen, men også vektlegger endringer i selskapet sin virksomhet.

5.3 Historisk regnskapsinformasjon

Vi har hentet resultatregnskap, balanseoppstilling og oppstilling over endring i egenkapitalen fra Grieg Seafood sine årsrapporter for analyseperioden, og presentert det nedenfor i tabell 5-1 til 5-4. Årsrapporten for 2021 ble offentliggjort 31.mars 2022 og vi har med det ikke hatt behov for å benytte oss av kvartalsrapporter eller å gjennomføre trailing av årsregnskapet.

Vi har videre påsett at det for årsrapporter i analyseperioden er avgitt en ren revisjonsberetning fra selskapet sin revisor. Basert på dette, og gjeldende lovkrav etter aksjeloven og IFRS, anser vi regnskapsinformasjonen for å være pålitelig å ikke inneholde vesentlig feilinformasjon.

Resultatregnskap i analyseperioden:

Resultatregnskap - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	4 653 588	6 586 206	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330
- Varekostnad	2 634 400	3 069 907	3 591 775	3 645 139	1 383 974	1 540 054	1 620 817
- Lønns- og personalkostnader	409 432	483 473	482 827	541 047	493 183	499 546	577 434
- Andre driftskostnader	1 235 695	1 491 867	1 724 604	1 821 623	1 407 263	1 592 852	1 527 347
- Avskrivninger	167 374	180 388	201 132	235 655	307 071	368 874	375 674
= Driftresultat før unormale kostnader	206 687	1 360 571	1 038 889	1 282 705	1 187 611	411 719	568 058
+ Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	33 209	515 741	- 91 463	256 097	- 254 931	- 289 705	523 036
- Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler	46 195	- 6 472	-	-	-	-	-
- Andre gevinster/tap	15 218	- 17 386	1 514	- 26 157	- 3 612	4 786	6 752
- Produksjonsskatt	-	-	-	-	-	-	24 463
- Ekstraordinær dødlighet	104 526	217 252	132 425	207 716	114 508	177 225	117 450
= Driftresultat	73 957	1 682 918	813 487	1 357 243	821 784	- 59 997	942 429
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper - Normalt	6 994	569	- 550	- 2 328	211	3 350	- 1 486
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper - Unormalt	3 142	12 083	-	-	-	-	-
+ Finansinntekter - Normalt	5 002	11 129	16 563	18 864	6 318	-	-
- Finanskostnader - Normalt	125 928	83 849	54 601	65 950	63 274	121 086	207 635
+ Finansinntekter - Unormalt	33 054	9 350	25 771	10	34 377	103	125 233
- Finanskostnader - Unormalt	5 430	71 364	2 188	30 915	3 101	126 809	4 864
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	- 9 209	1 560 836	798 482	1 276 924	796 315	- 304 439	853 677
- Skattekostnad - Normalt	- 14 631	328 027	204 738	279 657	197 137	59 603	261 023
- Skattekostnad - Unormalt	1 057	10 478	- 7 157	148	-	- 48 046	- 11 722
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	4 365	1 222 331	600 901	997 119	599 178	- 315 996	604 376
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	45 729	- 198 823	600 291
- Netto minoritetsresultat - Normalt	10 992	36 299	30 362	24 615	25 398	26 234	-
= Årsresultat til majoritet	- 6 627	1 186 032	570 539	972 504	619 509	- 541 053	1 204 667
+ Andre driftsrelaterte resultatetelemerter	46 867	- 76 914	25 089	- 3 740	70 406	- 70 156	- 15 894
+ Andre finansielle resultatetelemerter	31	19	- 295	11	- 107	- 433	-
= Totalresultat til majoritet	40 271	1 109 137	595 333	968 775	689 808	- 611 642	1 188 773
Utdelt utbytte	-	331 236	220 824	220 867	-	-	-

Tabell 5-1: Resultatregnskap for perioden 2015-2021 (datagrunnlag hentet fra årsrapporter)

Balanseoppstilling i analyseperioden:

Eiendeler - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Immaterielle eiendeler	1 231 295	1 186 815	1 199 548	1 257 568	1 260 359	2 213 779	2 233 277
+ Varige driftsmidler	1 534 770	1 510 379	1 871 804	2 292 912	2 957 942	3 033 154	3 402 629
+ Tilknyttede selskap	25 947	-	9 450	37 122	81 071	84 421	104 675
+ Andre langsiktige finansielle eiendeler	2 667	4 167	167	167	3 130	49 476	130 897
+ Langsiktige finansielle investeringer	1 426	1 445	1 150	1 160	-	-	-
= Sum anleggsmidler	2 796 105	2 702 806	3 082 119	3 588 929	4 302 502	5 380 830	5 871 478
Varelager	90 867	89 164	92 262	126 092	177 847	78 001	128 299
+ Biologiske eiendeler	1 929 115	2 459 625	2 698 352	3 195 142	3 437 948	2 545 903	3 449 412
+ Kundefordringer	581 904	800 591	761 407	925 232	459 897	179 384	151 793
+ Andre driftsrelaterte fordringer	145 767	212 240	246 759	169 175	341 993	217 258	184 924
+ Kontanter og kontantekvivalenter	392 020	503 613	271 715	137 920	214 497	275 427	928 342
= Sum omløpsmidler	3 139 673	4 065 233	4 070 495	4 553 561	4 632 182	3 295 973	4 842 770
+ Eiendeler holdt for salg	-	-	-	-	-	1 972 725	-
= Sum Eiendeler	5 935 778	6 768 039	7 152 614	8 142 490	8 934 684	10 649 528	10 714 248

Tabell 5-2: Balanseoppstilling (eiendeler) for perioden 2015-2021 (datagrunnlag hentet fra årsrapporter)

EK og Gjeld- Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapital majoritet	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 052	4 084 211	4 370 918	5 563 303
+ Minoritetsinteresser	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-
= Sum egenkapital	2 237 511	3 206 951	3 347 905	3 883 510	4 140 843	4 370 918	5 563 303
Avsetning for krav og forpliktelser	543 538	686 044	730 537	886 132	883 043	909 449	1 080 917
+ Langsiktige leieforpliktelser	272 968	250 452	201 899	292 358	632 666	531 644	577 797
+ Langsiktig rentebærende gjeld	1 518 261	979 874	1 191 688	1 298 713	1 563 935	3 376 178	2 381 000
+ Annen rentefri langsiktig gjeld	21 425	15 963	15 353	14 047	13 240	-	-
= Sum langsiktig gjeld	2 356 192	1 932 333	2 139 477	2 491 250	3 092 884	4 817 271	4 039 714
Betalbar skatt	24 545	172 057	157 244	130 287	211 569	14 791	88 641
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	440 153	601 025	599 849	727 083	184 334	104 435	54 475
+ Kortsiktige leieforpliktelser	61 008	67 116	58 353	68 083	199 327	153 195	178 032
+ Andre kortsiktige finansielle forpliktelser	28 354	23 990	35 208	14 915	20 591	16 757	22 379
+ Leverandørgjeld	653 083	493 534	585 378	649 352	855 061	562 848	523 196
+ Annen kortsiktig gjeld	134 929	271 032	229 203	178 009	230 077	116 483	244 510
= Sum kortsiktig gjeld	1 342 072	1 628 754	1 665 235	1 767 729	1 700 959	968 509	1 111 233
+ Forpliktelser til avhending	-	-	-	-	-	492 829	-
= Sum Egenkapital og Gjeld	5 935 775	6 768 038	7 152 617	8 142 489	8 934 686	10 649 527	10 714 250

Tabell 5-3: Balanseoppstilling (egenkapital og gjeld) for perioden 2015-2021 (datagrunnlag hentet fra årsrapporter)

Oppstilling over endring i egenkapitalen i analyseperioden:

Endring i Egenkapital - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapital per 01.01	2 222 094	2 207 160	3 150 680	3 304 363	3 834 062	4 084 219	4 370 848
+ Resultat til majoritet	40 272	1 109 138	595 331	968 776	689 916	611 642	1 188 773
- Betalt utbytte	55 206	165 618	441 648	439 077	439 759	898 271	3 610
+ Netto dirty surplus	-	-	-	-	-	-	-
= Egenkapital per 31.12	2 207 160	3 150 680	3 304 363	3 834 062	4 084 219	4 370 848	5 563 231

Tabell 5-4: Oppstilling over endring i egenkapital for perioden 2015-2021 (datagrunnlag hentet fra årsrapporter)

5.4 Omgruppering av regnskapet

Ved omgruppering av regnskapet er målet vårt å optimalisere regnskapet for videre analyse. Uten å omgruppere regnskapsoppstillingene gir regnskapet begrenset innsikt i selskapet sin operasjonelle drift. Balansen blander sammen driftsrelaterte og finansielle eiendeler og gjeld, og resultatet har tilsvarende et driftsresultat og finansresultat (Koller, Goedhart og Wessels, 2020, s.205). Videre er årsrapportene etter IFRS mest kreditorienterte ettersom balansen er klassifisert etter hvor likvide eiendelene er, og gjelden etter når den forfaller.

Resultatoppstillingen fokuserer videre på om driften kan dekke finansieringskostnadene ved bruk av gjeld, som er av stor interesse for kreditorene, men med omgrupperingen ønsker vi å gjøre regnskapet mer investorfokusert slik at vi får analysert både kredittrisiko og samtidig sett på selskapet sin verdiskapning og inntjening fra normal drift (Penman,, 2013, s. 293).

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatregnskapet kan etter rammeverket til Knivsfå deles inn i fire ulike steg. Fokuset er å skille ut kildene til normal verdiskapning.

Steg 1. Identifiser det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen:

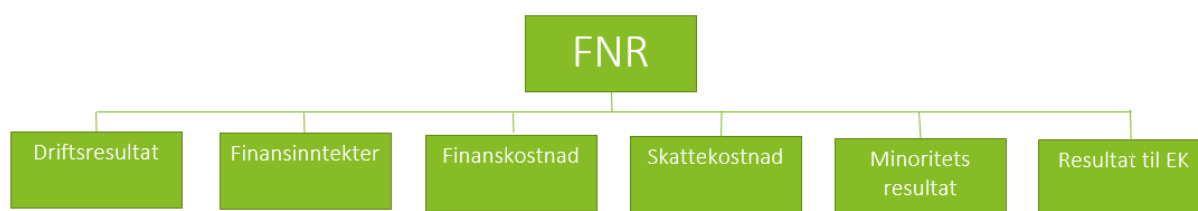
Det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen er majoriteten sin andel. Det består av det rapporterte årsresultatet, andre resultatetelementer (OCI) og eventuell dirty surplus (Knivsfå 2022c). Grieg Seafood sitt årsresultat til majoriteten og andre resultatetelementer kan hentes direkte utfra selskapet sine årsrapporter, ettersom selskapet rapporterer etter IFRS. Såkalt dirty surplus forekommer når det er et brudd på kongruensprinsippet, altså at alle kostnader og inntekter skal inkluderes i resultatregnskapet eller oppstilling over totalresultatet. Ved brudd på kongruensprinsippet føres da poster direkte mot egenkapitalen. Basert på definisjonen skal dirty surplus egentlig ikke forekomme, men det foreligger for en del selskap. Det er vanligvis endring av regnskapsprinsipp eller emisjonskostnader som utgjør dirty surplus for selskap som avlegger regnskapet etter IFRS (Knivsfå 2022c). Vi har for Grieg Seafood ikke identifisert noe dirty surplus i analyseperioden.

Fullstendig nettoresultat - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Årsresultat til majoritet	- 6 627	1 186 032	570 539	972 504	619 509 -	541 053	1 204 667
+ Andre resultatetelementer (OCI)	46 898 -	76 895	24 794 -	3 729	70 299 -	70 589 -	15 894
+ Dirty surplus							
= Fullstendig nettoresultat	40 271	1 109 137	595 333	968 775	689 808 -	611 642	1 188 773

Tabell 5-5: Fullstendig nettoresultat i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Steg 2. Fordel det fullstendige nettoresultatet på de ulike verdiskaperne og mottakerne.

I det andre steget skal vi fordele det identifiserte fullstendige nettoresultatet på de ulike kapitalene i balansen. Målet her er at de ulike kapitalene skal få et eget resultat før skatt. Vi må da skille mellom kildene til resultatet, enten drift eller finans, for så å fordele resultatet på skattekostnad, minoritetsinteresser, finanskostnader og resultat til egenkapitalen. Se illustrasjon av fordelingen i figur 5-1.



Figur 5-1: Steg 2 i omgruppering av regnskapet, basert på BUS440A (Knivsfå, 2022c)

Fordelingen er relativt rett fram, men vi har kommentert poster nedenfor der vi har gjort en nøyere vurdering vedrørende fordeling av resultat mellom drift og finans.

Fullstendig driftsresultat - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	4 653 588	6 586 206	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330
- Driftskostnader	4 579 631	4 903 288	6 225 740	6 168 926	3 957 318	4 473 042	3 726 901
= Driftsresultat	73 957	1 682 918	813 487	1 357 243	821 784	59 997	942 429
+ Resultat fra tilknyttede selskap	10 136	12 652	550	2 328	211	3 350	1 486
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	46 867	76 914	25 089	3 740	70 406	70 156	15 894
+ Driftsrelatert dirty surplus	-	-	-	-	-	-	-
= Fullstendig driftsresultat før skatt	130 960	1 618 656	838 026	1 351 175	892 401	126 803	925 049

Tabell 5-6: Fullstendig driftsresultat i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Tilknyttede selskap

Vi vurderer resultat fra tilknyttede selskap som en del av driftsresultatet. Selskapet selv har i enkelte perioder i det offisielle resultatregnskapet valgt å dele resultat fra tilknyttede selskap i drift og finans, men ettersom vi vurderer investeringer i tilknyttede selskap i balansen som en driftsrelatert balansepost, så har vi valgt å klassifisere hele resultatet fra tilknyttede selskap som en del av driftsresultatet. (Knivsfå 2022c).

Diskontinuerlig virksomhet

Resultat fra diskontinuerlig virksomhet kommer fra tidligere drift, men det har ingen ting med den fremtidige driften til selskapet å gjøre da de driftsrelaterte eiendelene er solgt eller avviklet. Resultatposten klassifiseres med det som finans, og dette er likt klassifisert som tilhørende klassifisering av de tidligere driftsrelaterte eiendelene i balansen som også klassifiseres som finans. (Knivsfå 2022c).

Andre resultatelementer

Andre resultatelementer består av driftsrelaterte og finansrelaterte poster. Vi har i vår vurdering benyttet noteinformasjon for å gjøre en fordeling. Vi har kun identifisert posten «endring i virkelig verdi på egenkapitalinstrumenter / endring i virkelig verdi for eiendeler holdt for salg» som en finanspost, resterende anses mest nærliggende til drift.

Fullstendig finansresultat - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Finansinntekter	38 056	20 479	42 334	18 874	40 695	103	125 233
- Finanskostnad	131 358	155 213	56 789	96 865	66 375	247 895	212 499
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	45 729	198 823	600 291
+ Andre finansielle resultatetelemerter	31	19	295	11	107	433	-
= Fullstendig finansresultat før skatt	- 93 271	- 134 715	- 14 750	- 77 980	- 19 942	- 447 048	- 513 025

Tabell 5-7: Fullstendig finansresultat i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Steg 3. Foreta en fordeling av resultatet på normalt og unormalt.

I det tredje steget vil vi foreta en fordeling mellom normale og unormale poster. Med normale poster mener vi poster som kommer igjen år etter år. Vi ønsker å skille ut resultatet fra disse postene da det er normalresultatet som er relevant for videre prognosering og budsjettering. (Hitchner, 2011, s. 89). Unormale poster er med det hovedsakelig engangstilfeller eller poster som kun er til stede i enkelte perioder. Dette gjør disse postene lite egnet for videre prognosering og budsjettering, og utgjør mer støy. (Knivsflå 2022c).

Vi vil som i steg to kommentere vurderingene våre for poster vi mener det er relevant å redegjøre for. Vi vil i klassifiseringen nedenfor sammen med de tidligere benevnte momentene benytte en del skjønn. En generell vurdering vi har gjort for å vurdere om en post er normal eller unormal, er om vi kan tyde en trend. Hvis det ikke foreligger vil dette være en indikasjon på at posten er unormal. (Knivsflå 2022c).

Unormale driftsrelaterte poster

Unormalt driftsresultat - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	33 209	515 741	91 463	256 097	254 931	289 705	523 036
- Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler	46 195	6 472	-	-	-	-	-
- Andre gevinster/tap	15 218	17 386	1 514	26 157	3 612	4 786	6 752
- Ekstraordinær dødlighet	104 526	217 252	132 425	207 716	114 508	177 225	117 450
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper - Unormalt	3 142	12 083	-	-	-	-	-
= Driftsresultat unormalt	- 129 588	334 430	- 225 402	74 538	- 365 827	471 716	398 834
+ Andre driftsrelaterte resultatetelemerter	46 867	76 914	25 089	3 740	70 406	70 156	15 894
+ Driftsrelatert dirty surplus	-	-	-	-	-	-	-
= Unormalt driftsresultat før skatt	- 82 721	257 516	- 200 313	70 798	- 295 421	541 872	382 940

Tabell 5-8: Unormalt driftsresultat i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler

Etter IAS 41 må biologiske eiendeler vurderes til virkelig verdi. Verdijusteringen vil være påvirket av endret beholdning, men også av utviklingen i lakseprisen. Som vi etablerte i kapittel 2 er lakseprisen volatil, og dette fører til at justeringen er preget av mye usikkerhet og kan oppleves som støy hvis vi inkluderer posten i videre prognosering og budsjettering. Vi klassifiserer med dette posten som unormal.

Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler

Nedskrivning er typisk et engangstilfelle og er med det lite relevant for fremtidig budsjettering og prognosering. Det er heller ikke identifisert noe trend i selskapet sine nedskrivninger i analyseperioden. Posten anses basert på dette som unormal.

Annen unormal driftskostnad

Posten består av gevinster og tap som forekommer som følge av salg av driftsmidler, aksjer og realiserte valutakontrakter. Dette er eiendeler som kun realiseres en gang, og vi anser basert på dette posten som unormal, da realisasjon ikke vil gjenta seg i perioder framover.

Ekstraordinær dødelighet

Denne posten består av kostnader som oppstår grunnet ekstraordinær dødelighet. Vi ser ingen klar trend i kostnaden, og vurderer selskapet sin vurdering av kostnaden som ekstraordinær også. Dette underbygger vår klassifisering av posten som unormal.

Andre unormale driftsrelaterte poster

Andre driftsrelaterte resultatelementer består av poster som går utenom det vanlige resultatregnskapet, og består i hovedsak av engangsposter som vi anser som unormale.

Vi har også klassifisert gevinst fra salg av tilknyttet selskap som en unormal post, da vi anser dette som et klart engangstilfelle.

Unormale finansrelaterte poster

Unormalt finansresultat - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Finansinntekter - Unormalt	33 054	9 350	25 771	10	34 377	103	125 233
- Finanskostnader - Unormalt	5 430	71 364	2 188	30 915	3 101	126 809	4 864
+ Andre finansielle resultatelementer	31	19	295	11	107	433	-
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	45 729	198 823	600 291
= Unormalt finansresultat resultat før skatt	27 655	61 995	23 288	30 894	76 898	325 962	720 660

Tabell 5-9: Unormalt finansresultat i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Resultat fra diskontinuerlig virksomhet

Denne posten har som nevnt tidligere ingen ting med den fremtidige driften til selskapet å gjøre, og klassifiseres basert på dette som unormal.

Andre finansielle resultatelementer

Andre finansielle resultatelementer går utenom det vanlige resultatregnskapet, og består av en engangspost som vi anser som unormal.

Finansinntekter og finanskostnader

Vi har vurdert kun renteinntekter, rentekostnader og amortisert rentekostnad som normale kostnader og inntekter for finanspostene. Resterende poster bærer preg av tilfeldighet og engangsposter, slik at vi ikke anser at det foreligger noe form for trend. Vi vurderer med det postene som unormale.

Covid-19

Basert på et ønske om å skille mellom normalt og unormalt kan det argumenteres for å justere for annerledesåret 2020, eller forsøke å normalisere resultatet. Vi vil ikke gjøre dette, da justeringen vil være veldig skjønnsbasert, og vi mener dette vil tilføre for mye støy og usikkerhet.

Steg 4. Fordel selskapet sin skattekostnad på de ulike resultatene.

Det siste steget i omgrupperingen av resultatet består av å fordele skattekostnaden ut på de forskjellige postene, slik at vi får et nettoresultat for hver post. Vi vil først fordele den rapporterte skattekostnaden på unormal skattekostnad og normal skattekostnad. Deretter vil vi fordele den normale skattekostnaden slik at det normale driftsresultatet får tildelt normal driftskatt og unormal driftskatt, skatt på unormalt driftsresultat, skatt på normal finanskostnad, skatt på normal finansinntekt, og skatt på unormalt finansresultat. (Knivsfå 2022c).

Netto normal finanskostnad

Netto normal finanskostnad - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Finanskostnader - Normalt	125 928	83 849	54 601	65 950	63 274	121 086	207 635
- Skatt	34 001	20 962	13 104	15 169	13 920	26 639	45 680
= Netto Finanskostnad	91 927	62 887	41 497	50 782	49 354	94 447	161 955

Tabell 5-10: Netto normal finanskostnad i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

En vesentlig andel av den normale finanskostnaden er rentekostnad. Ved beregning av skatt for denne posten benyttes den normale selskapsskattesatsen. Den har gått fra 27% i 2015, ned til 22% i 2019, og har stått uendret siden da.

Netto normal finansinntekt

Netto normal finansinntekt - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Finansinntekter - Normalt	5 002	11 129	16 563	18 864	6 318	-	-
- Skatt	900	1 855	2 650	2 892	927	-	-
= Netto Finansinntekt	4 102	9 274	13 913	15 972	5 391	-	-

Tabell 5-11: Netto normal finansinntekt i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Utgangspunktet for skatt på finansinntekt er også selskapsskattesatsen, men som følge av fritaksmetoden (som gjør mottatte utbytter og gevinst på aksjesalg skattefritt) reduseres den

faktiske skattesatsen. Det at det kun er realiserte gevinster og tap som skatlegges som følge av realisasjonsprinsippet vil også ha en effekt på skattesatsen. Som følge av dette benytter vi en skattesats på 2/3 av den normale selskapsskattesatsen på normal finansinntekt, og det unormale finansresultatet, for å ta hensyn til dette (Knivsflå 2022c).

Netto unormalt finansresultat

Netto unormalt finansresultat - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Unormalt Netto Finanskostnad	27 624 -	62 014	23 583 -	30 905	31 276 -	126 706	120 369
- Skatt	4 972 -	10 336	3 773 -	4 739	4 587 -	18 584	17 654
+ Andre finansielle resultatelementer	31	19 -	295	11 -	107 -	433	-
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	45 729 -	198 823	600 291
= Netto unormalt finansresultat	22 683 -	51 659	19 515 -	26 155	72 311 -	307 378	703 006

Tabell 5-12: Netto unormalt finansresultat i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Vi benytter her som nevnt også finansinntektsskattesatsen. Postene «Andre finansielle resultatelementer» og «Resultat fra diskontinuerlig virksomhet» er allerede presentert etter skatt i årsrapportene, så vi behøver her kun å legge de til.

Netto normalt driftsresultat

Netto normalt driftsresultat - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	4 653 588	6 586 206	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330
- Driftskostnader	4 446 901	5 225 635	6 000 338	6 243 464	3 591 491	4 001 326	4 125 735
= Driftsresultat	206 687	1 360 571	1 038 889	1 282 705	1 187 611	411 719	543 595
- Normal driftsskattesats	45 178	297 399	227 085	280 379	259 593	89 995	118 821
+ Tilknyttet selskap netto.res	6 994	569 -	550 -	2 328	211	3 350 -	1 486
= Netto normalt driftsresultat	168 503	1 063 741	811 254	999 998	928 229	325 074	423 288

Tabell 5-13: Netto normalt driftsresultat i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

For å beregne skatt på driftsresultatet ønsker vi å benytte normal driftsskattesats. Den er beregnet ved bruk av følgende formel:

$$DSS = NSK - f_{iss} * (FI + UFR) + f_{kss} * FK / DR + UDR$$

$$DSS = \text{Driftsskattesats}$$

$$f_{iss} = \text{Finansinntektsskattesats}$$

$$FI = \text{Normale finansinntekter}$$

$$UFR = \text{Unormalt finansresultat}$$

$$f_{kss} = \text{Finanskostnadsskattesats}$$

$$FK = \text{Normale finanskostnader}$$

$$DR = \text{Normalt driftsresultat}$$

$$UDR = \text{Unormalt driftsresultat}$$

Formel 5-1: Normal driftsskattesats (Knivsflå 2022c)

Basert på formel 5-1 har vi beregnet verdier av driftsskattesats i tabell 5-14:

Skatt	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Selskapskattesats (sss)	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %
Finansinntektskattesats (fiss)	18 %	17 %	16 %	15 %	15 %	15 %	15 %
NSK	- 14 631	328 027	204 738	279 657	197 137	59 603	261 023
DR + UDR	73 957	1 682 918	813 487	1 357 243	821 784	59 997	942 429
fiss	5 873	8 481	6 423	1 846	5 514	18 584	17 654
Driftskattesatsen	18 %	21 %	26 %	22 %	25 %	-175 %	31 %
Gjennomsnitt	-5 %						
Median	22 %						
Unormal driftskattesats	-5,1 %	-3,1 %	-2,1 %	-1,1 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %

Tabell 5-14: Oversikt over ulike skattesatser i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Vi ønsker å benytte den normaliserte driftskattesatsen. Dette vil være den minst ekstreme verdien av gjennomsnittet og medianen (Knivsflå 2022c). For oss er dette medianen på 22%. Resultatet fra tilknyttet selskap er allerede presentert etter skatt, så det behøver kun å bli lagt til.

Netto unormalt driftsresultat

Unormalt driftsresultat - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Unormalt driftsresultat	- 132 730	322 347	- 225 402	74 538	- 365 827	471 716	398 834
- Skatt på unormalt driftsresultat	- 29 013	70 460	- 49 269	16 293	- 79 964	103 110	87 179
+ Netto unormalt resultat fra tilknyttede selskap	3 142	12 083	-	-	-	-	-
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	46 867	76 914	25 089	3 740	70 406	70 156	15 894
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	10 627	42 744	22 249	14 643	1 681	583	770
- Unormal skatt på normalt og unormalt	- 1 057	- 10 478	7 157	148	-	48 046	11 722
= Netto unormalt driftsresultat	- 63 278	154 791	- 180 449	40 010	- 217 139	487 391	283 270

Tabell 5-15: Netto unormalt driftsresultat i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Skatt på unormalt driftsresultat er beregnet med driftskattesatsen. Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat er beregnet ved å bruke differansen mellom normalisert driftsskatt og selskapskattesatsen i de ulike periodene. Nedenfor er alle beregnede skattekostnader presentert.

Presentasjon skattekostnad - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Normal driftsskatt	45 178	297 399	227 085	280 379	259 593	89 995	118 821
+ Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	10 627	42 744	22 249	14 643	1 681	583	770
- Skatt på unormalt driftsresultat	- 29 013	70 460	- 49 269	16 293	- 79 964	103 110	87 179
+ Unormal skatt på normalt og unormalt	- 1 057	- 10 478	7 157	148	-	48 046	11 722
+ Skatt på unormalt finansresultat	4 972	10 336	3 773	4 739	4 587	18 584	17 654
- Skatt på finanskostnad	34 001	20 962	13 104	15 169	13 920	26 639	45 680
+ Skatt på finansinntekt	900	1 855	2 650	2 892	927	-	-
= Skattekostnad	- 2 392	370 682	200 540	294 152	172 904	9 708	190 466

Tabell 5-16: Forskjellig skattekostnad i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Omgruppert resultat regnskap:

Basert på de fire stegene ovenfor kan vi nå presentere det omgrupperte resultatregnskapet til Grieg Seafood i tabell 5-17.

Omgruppert resultatregnskap - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	4 653 588	6 586 206	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330
- Varekostnad	2 634 400	3 069 907	3 591 775	3 645 139	1 383 974	1 540 054	1 620 817
- Lønns- og personalkostnader	409 432	483 473	482 827	541 047	493 183	499 546	577 434
- Andre driftskostnader	1 235 695	1 491 867	1 724 604	1 821 623	1 407 263	1 592 852	1 527 347
- Avskrivninger	167 374	180 388	201 132	235 655	307 071	368 874	375 674
= Driftresultat fra egen virksomhet	206 687	1 360 571	1 038 889	1 282 705	1 187 611	411 719	568 058
- Driftsrelatert skatt	45 178	297 399	227 085	280 379	259 593	89 995	118 821
= Netto driftresultat fra egen virksomhet	161 509	1 063 172	811 804	1 002 326	928 018	321 724	449 237
+ Netto resultat fra TS	6 994	569	550	2 328	211	3 350	1 486
= Netto driftresultat	168 503	1 063 741	811 254	999 998	928 229	325 074	447 751
+ Netto finansinntekt	4 102	9 274	13 913	15 972	5 391	-	-
= Nettoreultat til sysselsatt kapital	172 604	1 073 015	825 167	1 015 970	933 620	325 074	447 751
- Netto finanskostnad	91 927	62 887	41 497	50 782	49 354	94 447	161 955
- Netto minoritetsresultat	10 992	36 299	30 362	24 615	25 398	26 234	-
= Nettoreultat til egenkapital	69 685	973 829	753 309	940 573	858 869	204 393	285 795
+ Netto unormalt driftsresultat	-	63 278	154 791	180 449	40 010	217 139	487 391
+ Netto unormalt finansresultat	22 683	-	51 659	19 515	26 155	72 311	307 378
= Fullstendig nettoreultat til egenkapital	29 089	1 076 960	592 374	954 428	714 041	590 377	1 272 071
- Netto utbetalt utbytte	55 206	165 618	441 648	439 077	439 759	898 271	3 610
= Endring i egenkapital	- 26 117	911 342	150 726	515 351	274 282	307 894	1 268 461

Tabell 5-17: Omgruppert resultatregnskap i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

5.4.2 Omgruppering av balansen

Omgruppering av balansen har som nevnt tidligere til formål å gjøre balansen mer investororientert. For å få til dette må vi omgruppere balansen slik at den viser netto driftsinvestering og netto driftskapital. (Knivsfå 2022d). Poenget med denne grupperingen er at vi da kan skille mellom hvilke eiendeler som selskapet bruker i driften og hvilke kapitaler som finansierer driftseiendelene. (Palepu, Healy og Peek, 2019, s. 87).

I likhet med omgrupperingen av resultatregnskapet så utfører vi omgrupperingen av balansen i fire steg (Knivsfå 2022d):

- 1) Hvis det er avsatt for utbytte skal dette reklassifiseres som egenkapital.
- 2) Vi må skille mellom hva som er drift og hva som er finansiering i totalbalansen.
- 3) Etter det omgrupperer vi totalkapital til sysselsatt kapital.
- 4) Til slutt går vi fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.

Steg 1 - Hvis det er avsatt for utbytte som gjeld skal det reklassifiseres til egenkapital.

Dette steget vil for oss ikke være relevant ettersom Grieg Seafood rapporterer etter IFRS, og det er her ikke tillatt å avsette for utbytte før det er endelig vedtatt på generalforsamlingen. Det er med det ingen behov for reklassifisering.

Steg 2 - Vi må skille mellom hva som er drift og hva som er finansiering i totalbalansen.

For å oppnå dette omgrupperer vi balansen fra klassifisering fokusert på likviditet for eiendelene og forfallsdato for gjeldspostene, til å skille mellom drift og finansiering. Det er også selvfølgelig viktig at klassifiseringen i balansen er konsistent med klassifiseringen av tilhørende resultatposter i delkapittel 5.4.1.

For å anse en eiendel som driftsrelatert må den inngå i selskapet sine operasjonelle aktiviteter, altså utgjøre en del av driftssyklusen eller relatert infrastruktur. Motsatt vil vi ha finansielle eiendeler som er pengeplasseringer og eiendeler som ikke er tilknyttet selskapet sin drift (Knivsflå 2022d). Ved vurdering om en post i balansen er driftsrelatert eller finansiell vil et relevant kriterium da være om selskapet kan selge eiendelen uten at dette påvirker driften. Vi vil i det følgende ta for oss klassifisering av de ulike balansepostene og vurderingen vår om de er driftsrelaterte eller finansielle.

Driftsrelaterte eiendeler

- Immaterielle eiendeler består av konsesjoner, goodwill, utsatt skattefordel, programvare og investeringsskattefradrag. Goodwill kommer fra oppkjøp av andre selskaper, og anses relatert til drift. Konsesjoner og programvare er også klart driftsrelaterte poster. Tilsvarende vurderes utsatt skattefordel også å være mest driftsrelatert og klassifiseres deretter. Investeringsskattefradrag er relatert til investeringer i smolt-anlegg i Canada, og har oppstått som følge av tilskudd fra lokale myndigheter. Fradraget anses dermed direkte tilknyttet driftsrelaterte eiendeler, og klassifiseres ut fra dette som drift.
- Varige driftsmidler består av bygninger, tomter og produksjonsfasiliteter, samt driftsrelatert utstyr som merder, nett, lektene, fortøyninger etc. Det er ingen informasjon i notene som tilsier at det inngår bygg eller tomter i posten som ikke er relatert til selskapet sin drift. Hadde dette vært tilfelle måtte vi ha skilt ut eiendelen, og klassifisert den som finansiell.
- Tilknyttet selskap kan klassifiseres som enten drift eller finans. Vi anser posten som driftsrelatert, da alle selskapene som Grieg har oppnådd en strategisk innflytelse i er relatert til selskapet sin drift.
- Videre er kundefordringer, varelageret og biologiske eiendeler alle en del av kjernevirksomheten til selskapet, og klassifiseres som drift.
- Andre driftsrelaterte fordringer består av poster relatert til drift som merverdiavgift til gode, forskuddsbetalte kostnader og lignende. Vi har også inkludert posten derivater og andre finansielle instrumenter i posten. Posten består hovedsakelig av derivater inngått for å sikre at driften til selskapet gjennom derivater på valuta, rente og laksepris. Derivatene har til hensikt å sikre selskapet sin drift, og vi anser posten ut fra dette som driftsrelatert. Det kunne vært vurdert å skilt ut derivatene relatert til

renteswap, men det er ikke tilstrekkelig med informasjon i notene til dette. Uansett er selskapet sin hensikt ikke spekulasjon med denne posten.

- Andre langsiktige fordringer er også vurdert som driftsrelaterte da det vesentligste relaterer seg til et skadeoppgjør som er relatert til drift. Det antas videre at fordringen ikke renteberegnes, men dette er ikke spesifisert i noteopplysningene.

Finansielle eiendeler

- Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg består av finansielle eiendeler, og klassifiseres med det som finansiell.
- Eiendeler holdt for salg er som nevnt ikke relevant for fremtidig drift, og klassifiseres med det som en finansiell eiendel.
- Kontanter og kontantekvivalenter kan vurderes som både en finansiell og driftseiendel, men fordelingen er praktisk utfordrende uten detaljert innsideinformasjon om selskapet sin løpende drift (Knivsflå 2022d). Videre vil fordelingen av tilhørende renteinntekt også være problematisk, så vi velger å klassifisere hele posten som en finansiell eiendel.

Driftsrelatert gjeld

- Avsetning for krav og forpliktelser består i hovedsak av utsatt skatt, og klassifiseres som langsiktig driftsrelatert gjeld.
- Annen rentefri langsiktig gjeld består av et ansvarlig lån. Gjelden er ikke rentebærende, og anses med det ikke som finansiell gjeld.
- Betalbar skatt anses som kortsiktig driftsrelatert gjeld.
- Andre kortsiktige finansielle forpliktelser består hovedsakelig av derivater. Disse anses som driftsrelatert gjeld basert på samme vurdering som for derivatene på eiendelssiden.
- Leverandørgjeld er en del av kjernevirksomheten, og anses som driftsrelatert gjeld.
- Annen kortsiktig gjeld relaterer seg til påløpte kostnader, og avsetninger for den løpende driften, og anses med det som driftsrelatert.
- Kortsiktige og langsiktige leieforpliktelser relaterer seg til leie av driftsmidler, og vurderes som driftsrelatert.

Finansiell gjeld

- Langsiktig rentebærende gjeld anses som finansiell gjeld.
- Kortsiktig rentebærende gjeld er rentebærende gjeld som forfaller innen 1 år fra balansedagen.
- Forpliktelser til avhending vurderes tilsvarende som eiendeler holdt for salg, og anses utfra dette som finansiell.

Basert på overstående klassifisering får vi følgende totalbalanse for Grieg Seafood:

Eiendeler - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Immaterielle eiendeler	1 231 295	1 186 815	1 199 548	1 257 568	1 260 359	2 213 779	2 324 174
+ Varige driftsmidler	1 534 770	1 510 379	1 871 804	2 292 912	2 957 942	3 033 154	3 402 629
+ Tilknyttede selskap	25 947	-	9 450	37 122	81 071	84 421	104 675
= Driftsrelaterte anleggsmidler	2 792 012	2 697 194	3 080 802	3 587 602	4 299 372	5 331 354	5 831 478
Varelager	90 867	89 164	92 262	126 092	177 847	78 001	128 299
+ Biologiske eiendeler	1 929 115	2 459 625	2 698 352	3 195 142	3 437 948	2 545 903	3 449 412
+ Kundefordringer	581 904	800 591	761 407	925 232	459 897	179 384	151 793
+ Andre driftsrelaterte fordringer	145 767	212 240	246 759	169 175	341 993	217 258	184 924
+ Varige driftsmidler	2 667	4 167	167	167	3 130	49 476	40 000
= Driftsrelaterte omløpsmidler	2 750 320	3 565 787	3 798 947	4 415 808	4 420 815	3 070 022	3 954 428
Sum driftseiendeler	5 542 332	6 262 981	6 879 749	8 003 410	8 720 187	8 401 376	9 785 906
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	1 426	1 445	1 150	1 160	-	-	-
= Finansielle anleggsmidler	1 426	1 445	1 150	1 160	-	-	-
Kontanter og kontantekvivalenter	392 020	503 613	271 715	137 920	214 497	275 427	928 342
+ Eiendeler holdt for salg	-	-	-	-	-	1 972 725	-
= Finansielle omløpsmidler	392 020	503 613	271 715	137 920	214 497	2 248 152	928 342
Sum finansielle eiendeler	393 446	505 058	272 865	139 080	214 497	2 248 152	928 342
= Sum Eiendeler	5 935 778	6 768 039	7 152 614	8 142 490	8 934 684	10 649 528	10 714 248

Tabell 5-18: Oversikt over totalbalansen (eiendeler) i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

EK og Gjeld- Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapital majoritet	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 052	4 084 211	4 370 918	5 563 303
+ Minoritetsinteresser	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-
= Sum egenkapital	2 237 511	3 206 951	3 347 905	3 883 510	4 140 843	4 370 918	5 563 303
Avsetning for krav og forpliktelser	543 538	686 044	730 537	886 132	883 043	909 449	1 080 917
+ Annen rentefri langsiktig gjeld	21 425	15 963	15 353	14 047	13 240	-	-
+ Langsiktige leieforpliktelser	272 968	250 452	201 899	292 358	632 666	531 644	577 797
+ Betalbar skatt	24 545	172 057	157 244	130 287	211 569	14 791	88 641
+ Andre kortsiktige finansielle forpliktelser	28 354	23 990	35 208	14 915	20 591	16 757	22 379
+ Leverandørgjeld	653 083	493 534	585 378	649 352	855 061	562 848	523 196
+ Annen kortsiktig gjeld	134 929	271 032	229 203	178 009	230 077	116 483	244 510
+ Kortsiktige leieforpliktelser	61 008	67 116	58 353	68 083	199 327	153 195	178 032
= Driftsrelatert gjeld	1 739 850	1 980 188	2 013 175	2 233 183	3 045 574	2 305 167	2 715 472
+ Langsiktig rentebærende gjeld	1 518 261	979 874	1 191 688	1 298 713	1 563 935	3 376 178	2 381 000
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	440 153	601 025	599 849	727 083	184 334	104 435	54 475
+ Forpliktelser til avhending	-	-	-	-	-	492 829	-
= Finansiell gjeld	1 958 414	1 580 899	1 791 537	2 025 796	1 748 269	3 973 442	2 435 475
Sum gjeld	3 698 264	3 561 087	3 804 712	4 258 979	4 793 843	6 278 609	5 150 947
= Sum Egenkapital og Gjeld	5 935 775	6 768 038	7 152 617	8 142 489	8 934 686	10 649 527	10 714 250

Tabell 5-19: Oversikt over totalbalansen (egenkapital og gjeld) i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Steg 3 – Omgruppere totalkapital til sysselsatt kapital.

I steg 3 ønsker vi å omgruppere totalbalansen fra steg 2 til sysselsatt kapital. Vi gjør dette ettersom balansen i totalkapitalen behandler driftsrelatert gjeld som sysselsatt kapital, men den er ikke rentebærende eller plassert aktivt i kapitalmarkedene, slik at en slik presentasjon

ikke blir riktig (Knivsflå 2022d). Ved å flytte den driftsrelaterte gjelden over på eiendelssiden, og nette den mot driftsrelaterte eiendeler, får vi sysselsatt kapital på den ene siden i balansen, og sysselsatte eiendeler på den andre.

Sysselsatt kapital - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftsanleggsmidler	1 954 081	1 744 735	2 133 013	2 395 065	2 770 423	3 890 261	4 172 764
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 848 401	2 538 058	2 733 561	3 375 162	2 904 190	2 205 948	2 897 670
= Netto driftseiendeler	3 802 482	4 282 793	4 866 574	5 770 227	5 674 613	6 096 209	7 070 434
Finansielle eiendeler	393 446	505 058	272 865	139 080	214 497	2 248 152	928 342
= Sysselsatte eiendeler	4 195 928	4 787 851	5 139 439	5 909 307	5 889 110	8 344 361	7 998 776
Egenkapital	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 052	4 084 211	4 370 918	5 563 303
+ Minoritetsinteresser	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-
+ Finansiell gjeld	1 958 414	1 580 899	1 791 537	2 025 796	1 748 269	3 973 442	2 435 475
= Sysselsatt kapital	4 195 925	4 787 850	5 139 442	5 909 306	5 889 112	8 344 360	7 998 778

Tabell 5-20: Sysselsatt kapital i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Steg 4 - Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i selskapet sin drift. Vi må da flytte finansielle eiendeler over på høyre siden i balansen, og nette den mot finansiell gjeld. De finansielle eiendelene er likvide, og kan selges fra virksomheten uten å påvirke selskapet sin drift. Det anses derfor naturlig å nette posten mot finansiell gjeld.

Netto driftskapital - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftsanleggsmidler	1 954 081	1 744 735	2 133 013	2 395 065	2 770 423	3 890 261	4 172 764
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 848 401	2 538 058	2 733 561	3 375 162	2 904 190	2 205 948	2 897 670
= Netto driftseiendeler	3 802 482	4 282 793	4 866 574	5 770 227	5 674 613	6 096 209	7 070 434
Egenkapital	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 052	4 084 211	4 370 918	5 563 303
+ Minoritetsinteresser	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-
+ Netto finansiell gjeld	1 564 968	1 075 841	1 518 672	1 886 716	1 533 772	1 725 290	1 507 133
= Netto driftskapital	3 802 479	4 282 792	4 866 577	5 770 226	5 674 615	6 096 208	7 070 436

Tabell 5-21: Netto driftskapital i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

5.4.3 Omgruppering av kontantstrøm

Kontantstrømoppstillingen etter IFRS er likviditetsfokuset, og er som de andre oppstillingene mest kreditororientert. Vår målsetning for videre analyse er å ha et klart skille mellom drift og finansiering, men IFRS-oppstillingen blander slike poster (Knivsflå 2022d). Vi gjør her ikke en omgruppering av kontantstrømmen i årsrapporten, men utarbeider en ny basert på det omgrupperte resultatet og balansen. Fokuset er å skille ut kontantstrøm generert fra driften, som kan deles ut som utbytte etter at de andre kapitalene er avlønnet.

Først legger vi til resultatet fra driften, altså det fullstendige netto driftsresultatet. Vi må også ta hensyn til nødvendige investeringer og reinvesteringer som selskapet må foreta. Dette gjør vi ved å se på endringen i netto driftseiendeler. Videre legger vi til kontantstrømmen fra finansielle eiendeler, før vi trekker fra kontantstrømmen som går til å avlønn finansiell gjeld.

Etter dette er det kun minoritetsinteressene som må avlønnes, før vi har fri kontantstrøm til egenkapitalen som kan deles ut som utbytte (Knivsflå 2022d).

Kontantstrøm - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftresultat	168 503	1 063 741	811 254	999 998	928 229	325 074	447 751
+ Netto unormalt driftsresultat	- 63 278	154 791	180 449	40 010	217 139	487 391	283 270
- Endring i netto driftseiendeler	-	480 311	583 781	903 653	95 614	421 596	974 225
= Fri kontantstrøm fra drift	105 224	1 698 842	1 214 586	1 943 661	615 477	259 278	1 705 245
+ Netto finansinntekt	4 102	9 274	13 913	15 972	5 391	-	-
+ Netto unormalt finansresultat	22 683	51 659	19 515	26 155	72 311	307 378	703 006
- Endring i netto finansielle eiendeler	-	111 612	232 193	133 785	75 417	2 033 655	1 319 810
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	132 009	1 768 069	1 015 821	1 799 692	768 596	1 985 555	1 088 441
+ Netto finanskostnad	91 927	62 887	41 497	50 782	49 354	94 447	161 955
+ Endring i netto finansiell gjeld	-	377 515	210 638	234 259	277 527	2 225 173	1 537 967
- Netto minoritetsresultat	10 992	36 299	30 362	24 615	25 398	26 234	-
+ Endring i minoritetsinteresse	-	25 921	12 729	5 917	7 174	56 632	-
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	212 944	2 146 251	829 046	1 585 683	1 062 904	114 773	2 788 363

Tabell 5-22: Omgruppert kontantstrøm i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

5.5 Analyse av målefeil og justering

Nå som vi har omgruppert de aktuelle oppstillingene til å være mer investororientert, er tallene bedre egnet til analyseformål og prognosering. Vi har ikke endret på noen tall fra det offisielle årsregnskapet, kun omgruppert dem for å få en bedre innsikt i de underliggende økonomiske forholdene (Knivsflå 2022d). En annen grunn for omgrupperingen er å klargjøre tallene for justeringer av målefeil (Palepu, Healy og Peek, 2019, s. 86).

Målefeil forekommer i all hovedsak når tallene i regnskapet avviker fra virkeligheten, eller det ikke er benyttet den mest egnede eller beste målemetoden. De bokførte verdiene vil med det ikke være de virkelige verdiene, eller vil ikke gi oss den ønskede innsikten i de underliggende økonomiske forholdene. Målefeil kan forekomme i både resultatregnskapet og i balansen. I resultatregnskapet ved at det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen avviker fra det virkelige nettoresultatet til egenkapitalen, og i balansen ved at egenkapitalen ikke er lik den virkelige egenkapitalen. For oss vil målefeil være problematisk ettersom vi vil få målefeil i rentabiliteten. Her vil målefeilen være rapportert fullstendig egenkapitalrentabilitet (fekr) minus virkelig egenkapitalrentabilitet (vekr) (Knivsflå 2022e). I fekr vil både det normale og unormale resultatet inngå, slik at hvis vi splitter dette vil vi få en normalrentabilitet og en unormal rentabilitet. Tilsvarende for vokr, som kan anses som avkastningen, kan man splitte det opp i en normalavkastning som er avkastningskravet, hvor svingninger utover dette vil anses som unormal avkastning (uvekr) (Knivsflå 2022e).

Målefeil kan derfor deles inn i henholdsvis normale og unormale målefeil. Ettersom vi er interessert i normaliserte tall for våre analyseformål og prognosering, er det normaliserte målefeil vi er ute etter (Knivsflå 2022e). Målefeil vil da kunne være et uttrykk for selskapet sin strategiske fordel, ettersom målefeilen er lik den normaliserte egenkapitalrentabiliteten

minus egenkapitalkravet. Slike målefeil er vi ikke interessert i å justere, og omtales som «the good», men det finnes flere typer målefeil.

Målefeil av type 1 – «The good»

Målefeil av type 1 gir som nevnt uttrykk for selskapet sin strategiske fordel, men den vil avhenge av hvilken modell selskapet benytter til å måle verdi. Ved bruk av historisk kost vil den strategiske fordelen fremkomme som superrentabilitet, hvis egenkapitalrentabiliteten på investert kapital overstiger egenkapitalkravet. Ved bruk av historisk kost vil rentabilitetsmålingen være helt korrekt, og målefeilen vil være informativ for våre analyseformål. Spesielt gjelder dette hvis det er selskap som driver verdiskapning gjennom langsiktig drift (Knivsflå 2022e). Ved bruk av måling med virkelig verdi modell vil målefeil av type 1 elimineres, istedenfor får man all superrentabiliteten på selve investeringstidspunktet og måler alternativ rentabiliteten i senere perioder. Denne type måling er mer egnet for selskap som driver verdiskapning gjennom kjøp og salg med en kortere tidshorison, da vi får målt rentabilitetsavkastning på reinvestert kapital når verdimålingen utføres (Knivsflå 2022e).

Målefeil av type 2 – «The bad»

Målefeil av type 2 er målefeil som oppstår i samsvar med måling i henhold til finansielle rammeverk, som for eksempel IFRS (Knivsflå 2022e). Dette skyldes at finansielle rammeverk må ta hensyn til mange ulike regnskapsbrukere, og ikke bare fokuserer på måling som er best egnet for å måle rentabilitet, som er gunstig når man skal utføre en investororientert analyse. Målefeil av type 2 er ofte relatert til at finansielle rammeverk som IFRS er kreditororienterte, og derfor kan være ganske konservative for å beskytte kreditorinteresser.

Den vanligste målefeilen av type 2 er manglende balanseføring. Dette fører til at rentabiliteten blir overvurdert, og den investerte kapitalen undervurdert. Årsaken er ofte at det ikke er tillatt å balanseføre forskning og egenutviklede immaterielle eiendeler. I tillegg er det et krav om individuell vurdering ved balanseføring av eiendeler, slik at man ikke kan benytte en porteføljevurdering. Når kapital fra forskning, markedsføring, goodwill og mislykkede prosjekter som har ført til at selskapet har lykket på andre prosjekter ikke fremkommer i balansen, vil dette føre til at rentabiliteten blir undervurdert i oppstartsfasen og overvurdert i driftsfasen (Knivsflå 2022e).

En annen relevant kilde for målefeil av type 2 er krav om bruk av uegnet eller feil modell for måling av verdi. Eksempelvis er vi ved måling av biologiske eiendeler i et investororientert perspektiv interessert i at eiendelene måles til historisk kost, mens IFRS krever i henhold til IAS 41 at de måles til virkelig verdi (Knivsflå 2022e). Målefeil av type 2 er målefeil vi er interessert i å justere for å gjøre tallene mer egnet for forholdstallanalyse.

Målefeil av type 3 – «The ugly»

Denne målefeilen kommer fra kreativ bokføring, der selskapet rapporterer bokførte verdier i regnskapet som avviker fra hva de skulle ha rapportert etter IFRS eller andre finansielle rammeverk. Avviket kan skyldes misligheter eller rene feil fra selskapet sin side. Feil av denne typen vil være en støykilde for den rapporterte egenkapitalrentabiliteten, men som følge av manglende tilgang på innsideinformasjon, og at selskapet er underlagt årlig revisjon samt andre strenge informasjonskrav som følge av børsnotering og rapportering til myndigheter, velger vi ikke å prioritere målefeil av denne typen (Knivsflå 2022e).

Ved justering av regnskapet vil vi basert på overstående kun fokusere på justeringer av type 2, ettersom IFRS har enkelte krav for måling som avviker fra det som kan anses som god måling for en investororientert analyse. Det vil hovedsakelig være IAS 41 som er mest relevant å justere for, da vi ønsker å måle superrentabiliteten selskapet skaper gjennom den langsiktige driften, men vi vil også se på andre standarder og krav.

Laks er en biologisk eiendel, og verdimåling er derfor underlagt IAS 41. Standarden krever måling til virkelig verdi. Kravet skaper en utfordring for måling av rentabiliteten, siden måling til historisk kost som nevnt er best egnet for å måle en eventuell superrentabilitet som skapes gjennom den langsiktige driften. Det er kun levende fisk som måles til virkelig verdi, med unntak av stamfisk og smolt som måles til historisk kost. Måling til virkelig verdi krever at selskapet benytter estimer, og målingen kan være gjenstand for mye støy, siden usikre momenter som kostnader for vekst og lakseprisen ved slakt inngår i vurderingen. Vi har derfor vurdert det som bedre egnet for våre analytiske formål å justere regnskapet, slik at biologiske eiendeler vurderes til historisk kost. Justeringene er presentert i figur 5-23 nedenfor.

Justering balanse IAS 41 - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftseiendeler	3 802 482	4 282 793	4 866 574	5 770 227	5 674 613	6 096 209	7 070 434
Biologiske eiendeler - Virkelig verdi	1 929 115	2 459 625	2 698 352	3 195 142	3 437 948	2 545 903	3 449 412
Biologiske eiendeler - Historisk kost	1 895 906	1 943 884	2 789 815	2 939 045	3 692 879	2 835 608	2 926 376
Justering fra virkelig verdi til historisk kost	- 33 209	- 515 741	- 91 463	- 256 097	- 254 931	- 289 705	- 523 036
Skatteeffekt på utsatt skatt (ndss)	7 259	112 733	19 992	55 979	55 724	63 325	114 327
Netto effekt på netto driftseiendeler	- 25 950	- 403 008	- 71 471	- 200 118	- 199 207	- 226 380	- 408 709
Netto driftseiendeler - Justert	3 776 532	3 879 785	4 938 045	5 570 109	5 873 820	6 322 589	6 661 725
Egenkapital	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 052	4 084 211	4 370 918	5 563 303
+ Netto effekt på egenkapitalen	- 25 950	- 403 008	- 71 471	- 200 118	- 199 207	- 226 380	- 408 709
= Egenkapital - Justert	2 181 212	2 747 673	3 375 835	3 633 934	4 283 418	4 597 298	5 154 594
+ Minoritetsinteresser	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-
+ Netto finansiell gjeld	1 564 968	1 075 841	1 518 672	1 886 716	1 533 772	1 725 290	1 507 133
= Netto driftskapital - Justert	3 776 529	3 879 784	4 938 048	5 570 108	5 873 822	6 322 588	6 661 727

Justering resultat IAS 41 - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Effekt på netto unormalt driftsresultat	- 25 950	- 377 058	- 474 479	- 271 589	- 399 325	- 27 173	- 635 089

Tabell 5-23: Justering av biologiske eiendeler til historisk kost i resultatet og balansen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Videre er manglende balanseføring er vanlig målefeil av type 2. IAS 38 stiller strenge krav for balanseføring av immaterielle eiendeler generert fra utviklingsaktiviteter, og tillater ikke balanseføring av immaterielle eiendeler fra forskningsaktiviteter. Dette fører til kostnadsføring istedenfor balanseføring, og selskapets investerte kapital blir videre undervurdert. Hvis selskapet får verdiskapning fra aktivitetene i senere perioder vil rentabiliteten bli overvurdert. Som en konsekvens av dette vil det for en investororientert analyse være best å balanseføre utgifter tilknyttet forskning og utvikling, slik at beregning av rentabiliteten blir mest mulig korrekt.

Forsknings- og utviklingskostnader vil være betydelige i oppdrettsbransjen, som har mye aktivitet innenfor innovasjon og forskning av nye oppdrettsmetoder, merder og tiltak mot biologiske utfordringer. Imidlertid, som følge av manglende noteopplysninger for Grieg Seafood og flere av bransjeselskapene, har vi ikke grunnlag til å justere for balanseføring av forskning og utvikling.

5.6 Omgruppert og justert regnskap

Etter utført justering kan vi nå presentere det endelige omgrupperte resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen til Grieg Seafood.

Omgruppert og justert resultatregnskap - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	4 653 588	6 586 206	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330
- Varekostnad	2 634 400	3 069 907	3 591 775	3 645 139	1 383 974	1 540 054	1 620 817
- Lønns- og personalkostnader	409 432	483 473	482 827	541 047	493 183	499 546	577 434
- Andre driftskostnader	1 235 695	1 491 867	1 724 604	1 821 623	1 407 263	1 592 852	1 527 347
- Avskrivninger	167 374	180 388	201 132	235 655	307 071	368 874	375 674
= Driftresultat fra egen virksomhet	206 687	1 360 571	1 038 889	1 282 705	1 187 611	411 719	568 058
- Driftsrelatert skatt	45 178	297 399	227 085	280 379	259 593	89 995	118 821
= Netto driftresultat fra egen virksomhet	161 509	1 063 172	811 804	1 002 326	928 018	321 724	449 237
+ Netto resultat fra TS	6 994	569	550	2 328	211	3 350	1 486
= Netto driftresultat	168 503	1 063 741	811 254	999 998	928 229	325 074	447 751
+ Netto finansinntekt	4 102	9 274	13 913	15 972	5 391	-	-
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	172 604	1 073 015	825 167	1 015 970	933 620	325 074	447 751
- Netto finanskostnad	91 927	62 887	41 497	50 782	49 354	94 447	161 955
- Netto minoritetsresultat	10 992	36 299	30 362	24 615	25 398	26 234	-
= Nettoresultat til egenkapital	69 685	973 829	753 309	940 573	858 869	204 393	285 795
+ Netto unormalt driftsresultat	-	89 228	222 268	294 029	231 579	182 187	460 218
+ Netto unormalt finansresultat	22 683	51 659	19 515	26 155	72 311	307 378	703 006
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	3 139	699 902	1 066 853	682 839	1 113 366	563 204	636 982
- Netto utbetalt utbytte	55 206	165 618	441 648	439 077	439 759	898 271	3 610
= Endring i egenkapital	-	52 067	534 284	625 205	243 762	673 607	633 372

Tabell 5-24: Omgruppert og justert resultatregnskap for perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Sysselsatt kapital - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftsanleggsmidler	1 954 081	1 744 735	2 133 013	2 395 065	2 770 423	3 890 261	4 172 764
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 822 451	2 135 050	2 805 032	3 175 044	3 103 397	2 432 328	2 488 961
= Netto driftseiendeler	3 776 532	3 879 785	4 938 045	5 570 109	5 873 820	6 322 589	6 661 725
Finansielle eiendeler	393 446	505 058	272 865	139 080	214 497	2 248 152	928 342
= Sysselsatte eiendeler	4 169 978	4 384 843	5 210 910	5 709 189	6 088 317	8 570 741	7 590 067
Egenkapital	2 181 212	2 747 673	3 375 835	3 633 934	4 283 418	4 597 298	5 154 594
+ Minoritetsinteresser	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-
+ Finansiell gjeld	1 958 414	1 580 899	1 791 537	2 025 796	1 748 269	3 973 442	2 435 475
= Sysselsatt kapital	4 169 975	4 384 842	5 210 913	5 709 188	6 088 319	8 570 740	7 590 069

Tabell 5-25: Omgruppert og justert sysselsatt kapital balanse for perioden 2015-2021

(egenprodusert)

Justert netto driftskapital - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftsanleggsmidler	1 954 081	1 744 735	2 133 013	2 395 065	2 770 423	3 890 261	4 172 764
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 822 451	2 135 050	2 805 032	3 175 044	3 103 397	2 432 328	2 488 961
= Netto driftseiendeler	3 776 532	3 879 785	4 938 045	5 570 109	5 873 820	6 322 589	6 661 725
Egenkapital	2 181 212	2 747 673	3 375 835	3 633 934	4 283 418	4 597 298	5 154 594
+ Minoritetsinteresser	30 349	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-
+ Netto finansiell gjeld	1 564 968	1 075 841	1 518 672	1 886 716	1 533 772	1 725 290	1 507 133
= Netto driftskapital	3 776 529	3 879 784	4 938 048	5 570 108	5 873 822	6 322 588	6 661 727

Tabell 5-26: Omgruppert og justert netto driftskapital balanse for perioden 2015-2021

(egenprodusert)

Kontantstrøm justert - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftresultat	168 503	1 063 741	811 254	999 998	928 229	325 074	447 751
+ Netto unormalt driftsresultat	-	89 228	222 268	294 029	231 579	182 187	351 819
- Endring i netto driftseiendeler	-	103 253	1 058 260	632 064	303 711	448 769	339 136
= Fri kontantstrøm fra drift	79 274	944 726	2 163 544	1 400 483	1 414 127	313 624	435 068
+ Netto finansinntekt	4 102	9 274	13 913	15 972	5 391	-	-
+ Netto unormalt finansresultat	22 683	51 659	19 515	26 155	72 311	307 378	703 006
- Endring i netto finansielle eiendeler	-	111 612	232 193	133 785	75 417	2 033 655	1 319 810
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	106 058	1 013 953	1 964 778	1 256 515	1 567 247	2 039 901	181 736
+ Netto finanskostnad	91 927	62 887	41 497	50 782	49 354	94 447	161 955
+ Endring i netto finansiell gjeld	-	377 515	210 638	234 259	277 527	2 225 173	1 537 967
- Netto minoritetsresultat	10 992	36 299	30 362	24 615	25 398	26 234	-
+ Endring i minoritetsinteresse	-	25 921	12 729	5 917	7 174	56 632	-
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	186 994	1 392 135	1 778 004	1 042 505	1 861 555	60 427	1 518 186

Tabell 5-27: Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling for perioden 2015-2021

(egenprodusert)

5.7 Bransjens omgrupperte og justerte regnskap

Bransjeregnskapet består av de komparative selskapene omtalt i delkapittel 2.3, i tillegg til Grieg Seafood, slik at vi får et bransjegenomsnitt. Dette regnskapet vil benyttes som en

målestokk vi kan sammenligne Grieg sitt regnskap mot, og vil benyttes videre i kapittel 6, 7 og 8.

Alle de komparative selskapene uten MOWI benytter NOK som presentasjonsvaluta. For MOWI, som presenterer regnskapet sitt i euro, har vi omregnet regnskapet til NOK etter IAS 21 der vi konverterer resultatpostene basert på en årlig gjennomsnittskurs fra Norges Bank, og balansepostene basert på kursen fra Norges Bank ved årsslutt. Vi har i all hovedsak utført de samme stegene for omgruppering av regnskapene til de komparative selskapene, slik som vi har gjort for Grieg Seafood.

Omgruppert og justert resultatregnskap - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	56 506 380	69 719 045	75 456 097	80 366 921	83 777 089	82 715 882	91 302 028
- Varekostnad	33 670 718	37 340 384	37 738 795	40 201 087	42 568 223	44 212 808	48 767 822
- Lønns- og personalkostnader	6 523 431	7 373 568	8 446 203	9 255 108	10 335 548	11 046 142	11 610 535
- Andre driftskostnader	8 178 959	10 307 397	9 816 386	12 117 219	11 623 995	12 255 002	12 925 891
- Avskrivninger	2 213 896	2 434 903	2 683 942	2 944 458	4 951 433	6 032 851	6 378 408
= Driftresultat fra egen virksomhet	5 919 376	12 262 793	16 770 771	15 849 050	14 297 889	9 169 079	11 619 371
- Driftsrelatert skatt	1 315 029	2 714 774	3 699 588	3 528 769	3 169 748	1 928 696	2 269 946
= Netto driftresultat fra egen virksomhet	4 604 346	9 548 019	13 071 183	12 320 280	11 128 142	7 240 383	9 349 425
+ Netto resultat fra TS	344 008	1 215 692	878 022	987 558	795 342	382 643	1 241 440
= Netto driftresultat	4 948 354	10 763 711	13 949 205	13 307 838	11 923 484	7 623 027	10 590 865
+ Netto finansinntekt	17 655	30 404	44 916	50 834	54 442	32 697	33 561
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	4 966 009	10 794 115	13 994 121	13 358 672	11 977 926	7 655 724	10 624 425
- Netto finanskostnad	578 289	606 374	615 603	523 912	927 459	934 305	941 062
- Netto minoritetsresultat	1 238 577	2 888 709	2 345 980	3 765 948	2 563 331	2 222 110	2 685 986
= Nettoresultat til egenkapital	3 149 143	7 299 033	11 032 537	9 068 812	8 487 137	4 499 309	6 997 377
+ Netto unormalt driftsresultat	- 189 188	- 488 327	4 100 484	- 4 626 818	2 725 738	- 1 352 524	- 2 678 799
+ Netto unormalt finansresultat	78 964	- 644 819	- 1 356 286	- 1 290 268	2 284 382	- 1 550 582	2 262 374
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	3 038 920	6 165 887	13 776 735	3 151 726	13 497 256	1 596 203	6 580 953
- Netto utbetalt utbytte	503 601	4 057 111	3 208 733	3 744 406	9 155 829	4 473 677	6 028 261
= Endring i egenkapital	2 535 319	2 108 776	10 568 003	- 592 680	4 341 428	- 2 877 474	552 691

Tabell 5-28: Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Justert sysselsatt kapital - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftsanleggsmidler	28 022 160	30 325 700	38 057 595	44 893 229	50 836 852	59 647 022	63 466 298
+ Driftsrelatert arbeidskapital	23 816 557	23 706 450	29 880 515	30 000 912	34 955 111	34 589 169	30 485 213
= Netto driftseiendeler	51 838 717	54 032 150	67 938 110	74 894 141	85 791 963	94 236 192	93 951 511
Finansielle eiendeler	2 834 916	4 069 936	4 836 538	4 630 026	4 930 842	7 267 677	6 460 144
= Sysselsatte eiendeler	54 673 633	58 102 086	72 774 647	79 524 167	90 722 805	101 503 868	100 411 654
Egenkapital	34 284 775	38 115 959	53 399 646	57 277 148	63 347 936	65 321 824	65 785 314
+ Minoritetsinteresser	1 069 777	1 115 392	1 056 008	1 181 042	1 751 592	2 073 188	3 056 659
+ Finansiell gjeld	19 320 040	18 872 533	18 318 013	21 066 973	25 623 276	34 107 806	31 565 685
= Sysselsatt kapital	54 674 592	58 103 884	72 773 667	79 525 162	90 722 804	101 502 817	100 407 659

Tabell 5-29: Omgruppert og justert sysselsatt kapital balanse for bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Justert netto driftskapital - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftsanleggsmidler	28 022 160	30 325 700	38 057 595	44 893 229	50 836 852	59 647 022	63 466 298
+ Driftsrelatert arbeidskapital	23 816 557	23 706 450	29 880 515	30 000 912	34 955 111	34 589 169	30 485 213
= Netto driftseiendeler	51 838 717	54 032 150	67 938 110	74 894 141	85 791 963	94 236 192	93 951 511
Egenkapital	34 284 775	38 115 959	53 399 646	57 277 148	63 347 936	65 321 824	65 785 314
+ Minoritetsinteresser	1 069 777	1 115 392	1 056 008	1 181 042	1 751 592	2 073 188	3 056 659
+ Netto finansiell gjeld	16 485 124	14 802 597	13 481 475	16 436 946	20 692 434	26 840 129	25 105 542
= Netto driftskapital	51 839 676	54 033 948	67 937 130	74 895 136	85 791 962	94 235 141	93 947 515

Tabell 5-30: Omgruppert og justert netto driftskapital balanse for bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Kontantstrøm justert - Tall i 1000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftresultat	4 948 354	10 763 711	13 949 205	13 307 838	11 923 484	7 623 027	10 590 865
+ Netto unormalt driftsresultat	- 189 188	- 488 327	- 4 100 484	- 4 626 818	- 2 725 738	- 1 352 524	- 2 678 799
- Endring i netto driftseiendeler	-	- 2 193 432	- 13 905 960	- 6 956 032	- 10 897 822	- 8 444 229	- 284 681
= Fri kontantstrøm fra drift	4 759 167	12 468 816	31 955 649	15 637 052	25 547 044	14 714 732	7 627 385
+ Netto finansinntekt	17 655	30 404	44 916	50 834	54 442	32 697	33 561
+ Netto unormalt finansresultat	78 964	644 819	1 356 286	1 290 268	2 284 382	1 550 582	2 262 374
- Endring i netto finansielle eiendeler	-	- 1 235 020	- 766 602	- 206 511	- 300 816	- 2 336 835	- 807 533
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	4 855 785	13 089 422	31 410 881	14 191 106	28 186 683	15 533 681	9 115 787
+ Netto finanskostnad	578 289	606 374	615 603	523 912	927 459	934 305	941 062
+ Endring i netto finansiell gjeld	-	447 507	554 520	2 748 960	4 556 303	8 484 530	2 542 121
- Netto minoritetsresultat	1 238 577	2 888 709	2 345 980	3 765 948	2 563 331	2 222 110	2 685 986
+ Endring i minoritetsinteresse	-	45 615	59 383	125 034	570 549	321 596	983 471
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	4 195 497	11 208 979	30 294 407	8 075 077	21 423 958	5 439 751	8 929 512

Tabell 5-31: Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling for bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

5.8 Rammeverk for forholdstallanalyse

Med de omgrupperte og justerte regnskapstallene kan vi nå utføre en forholdstallanalyse. Forholdstall er det relative forholdet mellom regnskapstall som gir oss innsikt om underliggende økonomiske forhold, og da spesielt risiko og rentabilitet. (Knivsflå 2022f). For å kunne vurdere et forholdstall må vi anvende en målestokk som vi kan sammenligne forholdstallet opp mot. Det er her tre ulike relevante målestokker som er tidsserieanalyse, bransjeanalyse og teoretisk analyse.

En tidsserieanalyse innebærer som navnet tilsier å analysere selskapet sine forholdstall over tid i analyseperioden (Knivsflå 2022f). Vi vil her utføre en tidsvekting av regnskapstallene til selskapet, slik at vi vektlegger de siste regnskapsperiodene i større grad enn de første. Vi gjør dette ettersom vi anser de siste årene å være mest relevante for analyseformål, siden selskapet sin virksomhet har vært preget av oppkjøp og endringer. Derfor innehar de eldste periodene ikke like relevant regnskapsinformasjon for selskapet sin virksomhet slik den er i dag (Knivsflå 2022f).

Ettersom vi sammenligner selskapet sine forholdstall mot bransjen i bransjeanalysen, vil vi ha den samme tidsvektingen for bransjegjennomsnittet. Vi har allerede verdivektet bransjegjennomsnittet, da alle de komparative selskapene sine årsrapporter for analyseperioden er omgruppert og justert tilsvarende som selskapet sine årsrapporter, og for selskap som presenterer regnskapet i en annen valuta enn NOK er dette omregnet til NOK. Videre er alle regnskapstallene summert slik at vi oppnår et bransjegjennomsnitt (Knivsflå 2022f).

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tidsvekting	6,00 %	8,00 %	10,00 %	12,00 %	18,00 %	21,00 %	25,00 %

Tabell 5-32: Tidsvekting av regnskapsperioder for perioden 2015-2021 (egenprodusert)

6 Analyse av risiko

I dette kapitlet skal vi analysere Grieg Seafood sin kredittrisiko. Den kortsiktige risikoen analyseres gjennom en likviditetsanalyse, der målet er å kunne fastsette om selskapet har likviditet som er tilstrekkelig til å betale løpende krav mot selskapet når de forfaller (Penman, 2013, s. 684). Den langsiktige risikoen analyseres gjennom en soliditetsanalyse der vi ønsker å kartlegge om selskapet har tilstrekkelig med økonomiske midler til å kunne overleve perioder med negative resultater. (Knivsflå 2022f). Kredittrisikoen er spesifikk for Grieg Seafood, og er risikoen for at de ikke betaler renter og avdrag på lån, basert på evne eller vilje.

Vi vil oppsummere kredittrisikoen med en syntetisk rating der AAA er det beste utfallet og D er det dårligste. Ratingen vil hovedsakelig være basert på en forholdstallanalyse, der vi vurderer den kortsiktige og langsiktige kredittrisikoen til selskapet opp mot bransjesnittet. Vi vil også se på momenter fra den strategiske analysen i kapittel 4. Ratingen vil benyttes videre i oppgaven ved utregningen av avkastningskrav til Grieg Seafood.

6.1 Likviditetsanalyse

I likviditetsanalysen ønsker vi å kartlegge selskapet sin evne til å betale forpliktelsene sin når de forfaller. Vi benytter her nøkkeltall som likviditetsgrad 1 og 2 som tar utgangspunkt i selskapet sine omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Vi ser her på gjeldsdekning i balansen.

Ved en likviditetsanalyse anses høy likviditetsgrad som positivt, da det betyr at selskapet har likvide midler til å betale løpende krav mot selskapet. Et nøkkeltall for likviditetsgrad kan typisk utledes på følgende måte:

$$\frac{\text{Likviditet}}{\text{Krav som forfaller på kort sikt}}$$

Formel 6-1: Generell formel for likviditetsgrad (Knivsflå 2022f)

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er omløpsmidlene dividert på kortsiktig gjeld (Penman, 2013, s. 685). Forholdstallet vil med det gi innsikt i selskapet sin evne til å betale kortsiktige forpliktelser. Forholdstallet kan utledes slik:

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

Formel 6-2: Likviditetsgrad 1 (Knivsflå 2022f).

Her er omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden videre delt opp i driftsrelatert likviditetsgrad som viser likviditeten i driftssyklusen og den finansielle likviditetsgraden som måler likviditeten tilknyttet finansiering (Knivsflå 2022f). Vi vurderer Grieg Seafood sin likviditetsgrad opp mot bransjegjennomsnittet. I oppdrettsbransjen er dette hensiktsmessig ettersom en vesentlig del av omløpsmidlene er varelageret som her er biologiske eiendeler. Ettersom oppdrettslaks har en produksjonstid på omkring 3 år vil forholdstallet bli overvurdert hvis vi vurderer det opp mot andre bransjer, så bruk av mer tradisjonelle teoretiske benchmark anses ikke hensiktsmessig.



Figur 6-1: Utvikling i likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Likviditetsgrad 1	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Grieg Seafood	2,32	2,25	2,49	2,46	2,84	3,79	4,03	3,18
Bransjen	2,91	2,50	2,82	2,87	3,06	2,92	2,49	2,79

Tabell 6-1: Utvikling i likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Likviditetsgraden til Grieg Seafood ligger i de fleste årene under snittet i bransjen, men de har hatt en positiv utvikling fra 2018 og ligger i de seneste årene ganske betydelig over bransjegenomsnittet. Positiv utvikling er å anse som et typisk grønt flagg, spesielt når selskapet sin likviditetsgrad ligger over bransjegenomsnittet. Vi ser også at det tidsvektede gjennomsnittet til Grieg Seafood ligger 0,39 over bransjen, hvilket også er positivt.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er som likviditetsgrad 1 regnet som omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld, men det er her kun de mest likvide omløpsmidlene som inkluderes. Tradisjonelt sett utledes forholdstallet ved å ikke inkludere varelageret, men vi benytter en formel fra Knivsflå der vi kun inkluderer de finansielle omløpsmidlene. Vi får da et forholdstall som er mer spesifikt. Formelen vi benytter ser slik ut:

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

Formel 6-3: Likviditetsgrad 2 (Knivsflå 2022f).



Figur 6-2: Utvikling i likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Likviditetsgrad 2	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,29	0,31	0,16	0,08	0,13	1,54	0,84	0,62
Bransjen	0,22	0,24	0,28	0,27	0,28	0,38	0,30	0,30

Tabell 6-2: Utvikling i likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Vi ser at også for likviditetsgrad 2 så har Grieg Seafood en positiv utvikling sett opp mot bransjen i perioden fra 2018. Spesielt i 2020 oppnår de et høyt forholdstall, ettersom de har Shetland-virksomheten holdt for salg i balansen, noe som gjør forholdstallet unormalt høyt. Dette bidrar til å dra opp det tidsvektede gjennomsnittet veldig, som er over dobbelt så stort som bransjegjennomsnittet. Vi vurderer utviklingen som et grønt flagg, men bemerker oss at det er noe unormalt høyt i vurderingen.

6.1.3 Finansiell likviditetsgrad

Finansiell likviditetsgrad er et mål på selskapet sin evne til å dekke kortsiktig finansiell gjeld med finansielle omløpsmidler. Forholdstallet anses ofte som et bedre mål på likviditetsrisiko en likviditetsgrad 1, ettersom en likviditetsskvis eller lignende ofte utløses av finansielle forhold heller enn driftsrelaterte forhold når driftsrentabiliteten er bra.

$$\text{Finansiell likviditetsgrad} = \frac{\text{FOM}}{\text{KFG}}$$

Formel 6-4: Finansiell likviditetsgrad (Knivsflå 2022f).



Figur 6-3: Utvikling i finansiell likviditetsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Finansiell likviditetsgrad	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,89	0,84	0,45	0,19	1,16	3,76	17,04	5,45
Bransjen	1,35	2,09	1,46	1,77	1,52	1,32	1,39	1,51

Tabell 6-3: Utvikling i finansiell likviditetsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Utviklingen i forholdstallet er også positiv fra 2018. Tilsvarende som for likviditetsgrad 2 blir forholdstallet påvirket positivt av salget av Shetland virksomheten i 2020, og i 2021 har selskapet en sterk kontantbeholdning og tilsvarende nesten ingen kortsiktig finansiell gjeld. Utviklingen er langt bedre enn bransjegjennomsnittet og risikoen for at Grieg Seafood skal komme i en likviditetskrise utfra kortsiktig finansiell gjeldsdekning anses svært lav. Vi anser dette som et grønt flagg.

6.1.4 Finansiell gjeldsdekning

Finansiell likviditetsgrad ovenfor forteller noe om selskapet sin evne til å dekke kortsiktig gjeld, mens finansielle gjeldsdekning måler selskapet sin evne til å dekke all finansiell gjeld, også langsiktig. Et forholdstall under 1 vil tilsa at selskapet ikke har tilstrekkelig med finansielle eiendeler til å betale den finansielle gjelden. Vi har ved formelen nedenfor også vektet andelen av kortsiktig gjeld mot langsiktig gjeld.

$$\text{Finansiell gjeldsdekning} = \frac{\text{FE}}{\text{FG}}$$

Formel 6-5: Finansiell gjeldsdekning (Knivsflå 2022f).



Figur 6-4: Utvikling i langsiktig finansiell likviditetsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Finansiell likviditetsgrad	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,98	0,70	0,91	0,93	1,29	3,50	2,92	2,01
Bransjen	1,04	1,11	1,08	1,10	1,07	1,05	1,06	1,07

Tabell 6-4: Utvikling i langsiktig finansiell likviditetsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Vi ser at trenden for Grieg Seafood sin utvikling i likviditet er tilsvarende for langsiktig finansiell gjeldsdekning. Bransjen sitt gjennomsnitt ligger rundt 1, som betyr at den kan benytte finansielle eiendeler til å betale ned all finansiell gjeld. Grieg Seafood sitt tidsvektede snitt ligger på 2,01, som er omtrent dobbelt så stort. Vi anser dette som et grønt flagg.

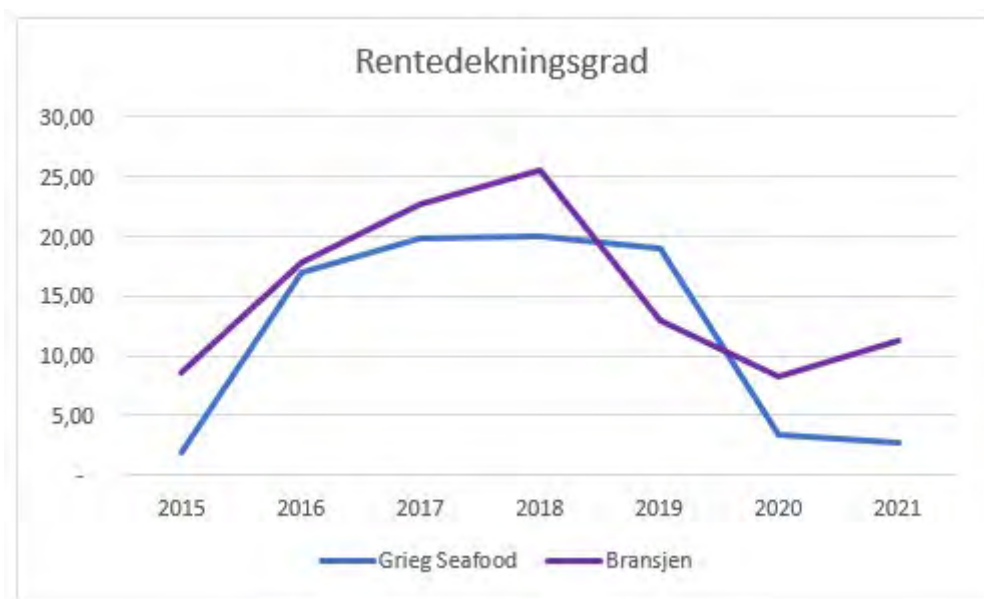
6.1.5 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden er et forholdstall som viser det normaliserte nettoresultatet fra sysselsatt kapital dividert på netto finanskostnad. Vi måler med det her selskapet sin evne til å dekke gjeld med resultatet. Et høyt forholdstall vil si at selskapet kan tåle renteoppgang uten å utløse

likviditetsproblemer. En utfordring med forholdstallet er at det kun hensyntar netto finanskostnader og ikke avdrag på lån.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Netto resultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Formel 6-6: Rentedekningsgrad (Knivsflå 2022f).



Figur 6-5: Utvikling i rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Rentedekningsgrad	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Grieg Seafood	1,88	17,06	19,89	20,01	18,92	3,44	2,76	10,69
Bransjen	8,59	17,80	22,73	25,50	12,91	8,19	11,29	14,14

Tabell 6-5: Utvikling i rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Grieg Seafood sin rentedekningsgrad følger generelt bransjen sin utvikling og ligger i de fleste periodene over 10 noe vi anser som positivt. Det har derimot i de 2 siste årene vært en negativ utvikling, spesielt for Grieg Seafood, og med en rentedekningsgrad på 2,76 i 2021 sett opp mot bransjegjennomsnittet på 11,29 er dette ikke spesielt bra. Vi anser utviklingen som et rødt flagg, men det tidsvektede gjennomsnittet på 10,69 anses positivt.

6.2 Analyse av langsiktig risiko - Soliditetsanalyse

I denne delen vil vi se nærmere på selskapet sin soliditet og den langsiktige kredittrisikoen. Soliditet måler selskapet sin evne til å tåle økonomiske tap over en lengre periode (Penman, 2013, s. 686). Vi vil fokusere på forholdstall til egenkapitalen, ettersom negative resultater går mot egenkapitalen. Hvis negative resultater vedvarer over tid, vil egenkapitalandelen kunne si noe om hvor bra selskapet er rustet mot økonomiske nedturer. Vi vil også se på selskapet sin netto driftsrentabilitet, siden en svak driftsrentabilitet vil redusere egenkapitalen over tid. Til slutt vil vi også se på selskapet og bransjen sin finansieringsstruktur, siden ulikheter i finansieringsstruktur ofte vil gi svært ulik risiko (Knivsflå 2022f).

6.2.1 Egenkapitalprosent

Forholdstallet gir informasjon om hvor stor andel egenkapitalen utgjør av totalkapitalen til selskapet. Utfra dette kan vi bedømme hvordan et selskap er finansiert. Med en høy egenkapitalprosent vil selskapet som nevnt kunne tåle perioder med tap. Det vil også være mulig å oppnå lavere finansieringskostnader, siden kreditorene vil være eksponert mot lavere risiko. Det er også et lovpålagt krav etter aksjeloven § 3-4 at et selskap skal ha en forsvarlig egenkapital og likviditet, sett opp mot risiko og omfanget av selskapet sin virksomhet (Knivsflå 2022f).

Vi beregner egenkapitalprosenten med følgende formel:

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

Formel 6-7: Egenkapitalprosent (Knivsflå 2022f).

Egenkapitalen består her av egenkapital + minoritetsinteresser ettersom vi ser på egenkapitalprosenten for konsernet. Totalkapitalen består av driftsrelatert gjeld og sysselsatt kapital (Knivsflå 2022f).



Figur 6-6: Utvikling i egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Egenkapitalprosent	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Grieg Seafood	37 %	44 %	47 %	46 %	48 %	42 %	50 %	46 %
Bransjen	47 %	45 %	56 %	56 %	54 %	51 %	51 %	52 %

Tabell 6-6: Utvikling i egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021(egenprodusert)

Vi ser at egenkapitalen til Grieg Seafood historisk ligger under bransjesnittet. Den er relativt stabil for begge, men spesielt Grieg Seafood ble preget av Covid-19 året 2020 i forhold til bransjen. I det tids vektete snittet skiller det 6% mellom bransjen og Grieg Seafood, mens det i 2021 kun er 1% forskjell. Med unntak av 2020 anser vi den stabile egenkapitalandelen som positiv.

Grieg Seafood har et covenants-krav tilknyttet egenkapitalandelen der et grønt obligasjonslån på 1 500 MNOK krever en egenkapitalprosent på 30% (Grieg Seafood ASA, 2022). Det fremstår basert på denne analysen ikke at det er risiko for at selskapet skal komme i brudd med covenants, men snarere at de har en tilfredsstillende soliditet.

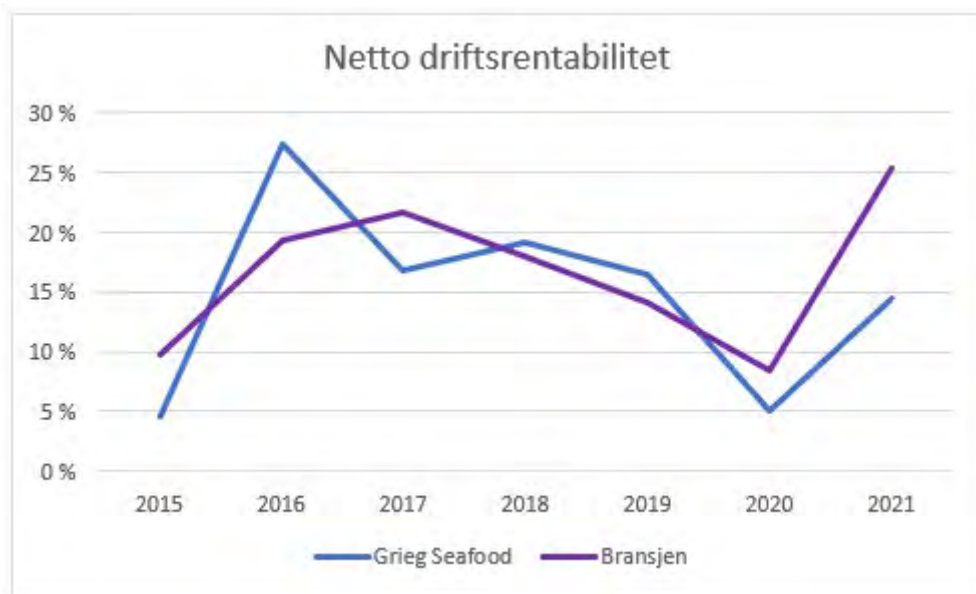
6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Som nevnt tidligere vil egenkapitalprosenten være et godt forholdstall for å vurdere kortsiktig og langsiktig soliditetsrisiko ettersom den viser om selskapet kan tåle perioder med tap. Netto driftsrentabilitet vil med det være et aktuelt forholdstall for soliditetsrisiko ettersom det måler

den underliggende lønnsomheten i driften. Hvis dette forholdstallet er negativt, vil den underliggende driften redusere egenkapitalen år for år.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat } t}{\text{Netto driftskapital } t-1 + \frac{\Delta \text{Netto driftskapital} - \text{Netto driftsresultat } t}{2}}$$

Formel 6-8: Netto driftsrentabilitet (Knivsflå 2022h).



Figur 6-7: Utvikling i netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Netto driftsrentabilitet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Grieg Seafood	5 %	27 %	17 %	19 %	16 %	5 %	14 %	14 %
Bransjen	10 %	19 %	22 %	18 %	14 %	8 %	25 %	17 %

Tabell 6-7: Utvikling i netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Grieg Seafood og bransjen har i alle år en positiv netto driftsrentabilitet, som indikerer at de har en lønnsom drift. Vi anser dette som et positivt tegn sett opp mot soliditetsrisiko. Grieg Seafood ligger noe under bransjesnittet med et tids vektet snitt på 14 % opp mot bransjen på 17 %. Netto driftsrentabiliteten er relativt stabil i perioden.

6.2.3 Kapitalstruktur

Avslutningsvis i soliditetsanalysen vil vi utføre en statistisk finansieringsanalyse for å se på kapitalstrukturen til Grieg Seafood og bransjen. Vi ser da hvordan finansieringen av eiendelene fordeler seg mellom kortsiktig og langsiktig kapital på et gitt tidspunkt (Knivslå 2022f). Den statistiske finansieringsanalysen presenteres i en finansieringsmatrise som viser hvordan eiendelene er finansiert. Eiendelene er oppdelt og rangert etter likviditet. Vi har oppdelt eiendelene etter hvorvidt de er omløpsmidler eller anleggsmidler, og om de er driftsrelaterte eller finansielle. For finansieringssiden skiller vi mellom egenkapital, minoritetsinteresser, langsiktig driftsrelatert gjeld, kortsiktig driftsrelatert gjeld, langsiktig finansiell gjeld og kortsiktig finansiell gjeld. Generelt vil eiendeler finansiert med egenkapital være tilknyttet minst risiko, mens kortsiktig gjeldsfinansiering vil være tilknyttet mest risiko. Eksempelvis vil det være et godt tegn hvis omløpsmidler er finansiert med egenkapital, og tilsvarende et dårlig tegn hvis anleggsmidler finansiert med kortsiktig finansiell gjeld. Vi tar her utgangspunkt i selskapet og bransjen sin finansiering per 2021.

Grieg Seafood

Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	88 %	0 %	12 %				57 %
FAM			100 %				0 %
DOM			28 %	67 %	5 %		34 %
FOM					94 %	6 %	9 %
Total kapital							100 %

Bransjen

Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	81 %	4 %	15 %				60 %
FAM			100 %				0 %
DOM			11 %	64 %	25 %		35 %
FOM					28 %	72 %	5 %
Total kapital							100 %

Tabell 6-8: Finansieringsmatrise for Grieg Seafood og bransjen i 2021 (egenprodusert)

Grieg Seafood og bransjen har en lignende finansieringsmatrise. Grieg Seafood finansierer de driftsrelaterte anleggsmidlene med 7 % mer egenkapital enn bransjen, og 3 % mindre langsiktig driftsrelatert gjeld. De har heller ingen minoritetsinteresser i motsetning til bransjen. Grieg Seafood sin finansiering av driftsrelaterte anleggsmidler anses tilknyttet litt mindre risiko enn bransjen sin finansiering, men det er her små forskjeller. Finansielle anleggsmidler er 100% finansiert med langsiktig driftsrelatert gjeld for både bransjen og

Grieg Seafood, men Grieg Seafood har finansiert 17 % mer av de driftsrelaterte omløpsmidlene med langsiktig driftsrelatert gjeld enn bransjen. Videre er de driftsrelaterte omløpsmidlene finansiert med langsiktig finansiell gjeld og kortsiktig driftsrelatert gjeld. Finansielle omløpsmidler er finansiert med 94 % kortsiktig driftsrelatert gjeld av Grieg Seafood, mens bransjen har en andel på 28 %, og må bruke betydelig mer kortsiktig finansiell gjeld for å dekke finansieringen.

Generelt fremstår selskapet og bransjen sin finansieringsmatrise som sunn, og vi ser ingen røde flagg. Grieg Seafood er per 2021 finansiert med litt mindre risiko enn bransjen, men dette er igjen kun et øyeblikksbilde.

6.3 Syntetisk rating – Oppsummering av risiko

Avslutningsvis vil vi oppsummere analysen av risiko med en syntetisk rating. Med syntetisk rating simulerer vi en rating for selskapet basert på hovedsakelig analysen av forholdstall, men vi vil også vurdere innsikt vi tilegnet oss fra den strategiske analysen i kapittel 4. Selskapet får basert på dette tildelt en karakter fra AAA til D som signaliserer hvilken risikoklasse den tilhører (Knivsflå 2022f).

Vi baserer ratingen på fire ulike forholdstall. Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad etter skatt, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Det er utført flere empiriske studier som viser at det er en sammenheng mellom forholdstallene og risikoen for konkurs (Knivsflå 2022f). Ratingen for de ulike forholdstallene er gitt basert på verdier presentert i rammeverket til Knivsflå.

Rating	Likviditetsgrad	Rentedekningsgrad (etter skatt)	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,4	16,9	0,934	0,33
	8,7	11,6	0,886	0,288
AA	6	6,3	0,837	0,246
	4,4	4,825	0,738	0,196
A	2,8	3,35	0,638	0,146
	2,15	2,755	0,527	0,111
BBB	1,5	2,16	0,417	0,076
	1,25	1,69	0,358	0,062
BB	1	1,22	0,3	0,048
	0,85	1,06	0,252	0,034
B	0,7	0,9	0,204	0,02
	0,55	0,485	0,162	0,006
CCC	0,4	0,07	0,12	-0,008
	0,35	-0,345	0,096	-0,022
CC	0,3	-0,76	0,073	-0,036
	0,25	-1,17	0,028	-0,05
C	0,2	-1,58	-0,018	-0,064
	0,15	-1,995	-0,09	-0,078
D	0,1	-2,41	-0,161	-0,092

Tabell 6-9: Oversikt over forholdstall som syntetisk rating fastsettes ut fra (Knivsflå 2022f)

Basert på overstående tabell har vi kommet fram til følgende syntetisk rating for Grieg Seafood og bransjen:

Grieg Seafood	2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021		Tidsvektet	
Likviditetsgrad 1	2,32	A (-)	2,25	A (-)	2,49	A (-)	2,46	A (-)	2,84	A	3,79	A	4,03	A	3,18	A
Rentedekningsgrad	1,88	B(+)	17,06	AAA	19,89	AAA	20,01	AAA	18,92	AAA	3,44	A	2,76	BBB (+)	10,69	AA (+)
Egenkapitalprosent	37 %	BBB (-)	44 %	BBB (+)	47 %	BBB (+)	46 %	BBB (+)	48 %	BBB (+)	42 %	BBB (+)	50 %	BBB (+)	46 %	BBB (+)
Netto driftsrentabilitet	5 %	BB	27 %	AA	17 %	A	19,1 %	A	16 %	A	5 %	BB	14 %	A (-)	14 %	A (-)
Gjennomsnitt	BB		AA		A		A		AA		A		A		A	

Tabell 6-10: Oversikt over forholdstall og syntetisk rating for Grieg Seafood (egenprodusert)

Bransjen	2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021		Tidsvektet	
Likviditetsgrad 1	2,91	A	2,50	A (-)	2,82	A	2,87	A	3,06	A	2,92	A	2,49	A (-)	2,79	A
Rentedekningsgrad	8,59	AA	17,80	AAA	22,73	AAA	25,50	AAA	12,91	AAA (-)	8,19	AA	11,29	AA	14,14	AAA (-)
Egenkapitalprosent	47 %	BBB (+)	45 %	BBB (+)	56 %	A (-)	56 %	A (-)	54 %	A (-)	51 %	BBB (+)	50,9 %	BBB (+)	52 %	BBB (+)
Netto driftsrentabilitet	10 %	BBB (+)	19,4 %	A (+)	22 %	AA (-)	18 %	A (+)	14,2 %	BBB (+)	8 %	BBB	25 %	AA	17 %	A
Gjennomsnitt	A		A		AA		AA		A		A		A		A	

Tabell 6-11: Oversikt over forholdstall og syntetisk rating for bransjen (egenprodusert)

Basert på de fire forholdstallene sitt gjennomsnitt får vi en bokstav karakter på A for både Grieg Seafood og bransjen. Vi mener også at de andre likviditetsforholdstallene, og innsikten fra finansieringsmatrisen, underbygger denne ratingen. Bransjen og Grieg Seafood har kapitalintensive virksomheter, men operer med fornuftig soliditet og er generelt sett sunt finansiert. Vi ser heller ingen stor risiko tilknyttet eventuelle likviditetsskviser.

Den strategiske analysen i kapittel 4 oppsummerte vi med en SWOT analyse. Vi fant både eksterne muligheter og trusler for bransjen, men ingen som vi mener tilsier at vi bør øke eller redusere ratingen. Tilsvarende for identifiserte interne styrker og svakheter mener vi innvirkningen på den syntetiske ratingen bør være nøytral. Dermed blir den endelige syntetiske ratingen A for Grieg Seafood og bransjeutvalget. Vi vil imidlertid understreke at det er tilknyttet noe usikkerhet til dette valget, og at ratingen kan være noe overvurdert. Om ratingen er for høy vil vi først kunne vurdere i kapittel 8 etter at de historiske avkastningskravene er beregnet.

7 Historisk avkastningskrav

I dette kapitlet skal vi beregne et historisk avkastningskrav for Grieg Seafood. Vi bruker den fastsatte analyseperioden 2015-2021 i beregningene som kommer senere i kapitlet. Ved å anvende en lengre tidsperiode ville vi fått mer data å bruke i modellene. Samtidig er selskapet og omgivelsene i kontinuerlig endring, slik at vi løper risikoen med å inkludere irrelevant informasjon som gir dårlig grunnlag for det som er vårt endelige mål med dette kapitlet; å estimere et avkastningskrav som vi kan bruke til base for å beregne fremtidig avkastningskrav i selve verdivurderingen av Grieg Seafood.

Vi starter i delkapittel 7.1 med en kort teoretisk beskrivelse av hvilke bestanddeler som inngår i avkastningskravet, ulike typer risiko, og hvordan vi skal gå frem når foretar beregningen. I delkapittel 7.2 bruker vi teorien til å beregne egenkapitalkravet, hvor vi også inkluderer minoritetsinteressekravet. I delkapittel 7.3 skal vi finne netto finansielt gjeldskrav, før vi i del 7.4 setter alt sammen til et samlet historisk avkastningskrav til totalkapitalen.

7.1 Teori

Hensikten med dette delkapitlet er å kort gjøre rede for hvordan det historiske avkastningskravet til Grieg Seafood blir beregnet i resten av kapitlet.

7.1.1 Bakgrunn

Avkastningskravet kan også uttrykkes som den kompensasjon en investor krever for risikoen ved å investere i aksjene til Grieg Seafood, hvor kompensasjonen skal dekke inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad og Møller, 2016, s. 152). Avkastningskravet er dermed en refleksjon av hvor risikofull investeringen er, hvor høyere risiko gir høyere krav til avkastning.

Risiko kan deles opp i selskapsspesifikk risiko og markedsrisiko. Selskapsspesifikk risiko kan i teorien elimineres gjennom diversifisering, og en investor kompenseres derfor ikke for denne risikoen. Samtidig inngår de konkrete selskapsforhold i beregningen av kontantstrømmer. Derfor vil man ved beregning av avkastningskravet i teorien forholde seg utelukkende til markedsrisiko. Vi må imidlertid være klar over at det er forskjellige typer og nivåer av risiko, ut fra investeringskilde, og at Grieg Seafood som selskap flest har forskjellige investeringskilder. Aksjonærene investerer direkte i selskapet, og vil oftest kreve

en høyere avkastning enn kreditorer som gjerne har sikkerhet i eiendeler. Samtidig er kredittrisiko ikke mulig å diversifisere bort (Knivsflå 2022g).

7.1.2 Avkastningskravet til totalkapitalen

Vi skal finne et avkastningskrav som innbefatter alle investeringskildene til Grieg Seafood, men må også ta hensyn til at det ikke er samme risiko på de forskjellige kildene. Av denne grunn brukes som regel totalkapitalavkastningskravet, som på engelsk kalles «Weighted Average Cost of Capital» (WACC) (Kaldestad og Møller, 2016, s. 152).

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

E = Markedsverdi av egenkapital

D = Markedsverdi av gjeld

R_e = Selskapets egenkapitalkostnad

R_d = Selskapets gjeldkostnad

t = Nominell selskapskatt

Formel 7-1: WACC (Totalkapitalavkastningskravet), etter Kaldestad og Møller (2016, s 153)

Det finnes to ulike måter å beregne avkastningskravet på, i henhold til Knivsflå (2022g). Selskapskravet kan beregnes på netto driftskapital eller sysselsatt kapital. I vår verdsettelse senere i oppgaven vil vi benytte begge metoder for å komme frem til det første verdiestimatet, og presenterer derfor formel for begge avkastningskravene.

$$n dk = ekk \times \frac{EK}{NDK} + mik \times \frac{MI}{NDK} + nfgk \times \frac{NFG}{NDK}$$

EK = Egenkapital

MI = Minoritetsinteresser

NFG = Netto finansiell gjeld

NDK = Netto driftskapital

ekk = Egenkapitalkravet

mik = Minoritetskravet

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav

Formel 7-2: Netto driftskapitalkravet, (Knivsflå 2022g)

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

SSK = Syssestatt kapital

FG = Finansiell gjeld

fgk = Finansielt gjeldskrav

Formel 7-3: Syssestatt kapitalkrav (Knivsflå 2022g)

Vi skal altså ifølge modellen finne avkastningskravet for egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld, og deretter vekte kravene. Gjeldskravet estimeres i forbindelse med utregning av netto finansielt gjeldskrav. I det videre vil vi gjøre rede for de ulike kravene.

7.1.3 Avkastningskravet til egenkapitalen og minoriteten

Det finnes flere metoder for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen, men det vanligste er kapitalverdimodellen (CAPM). Modellen beskriver forholdet mellom markedsrisiko og forventet avkastning på aksjen.

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

R_f = Risikofri premie

R_m = Avkastning på en markedsportefølje eller indeks

β = Selskapets egenkapitalbeta

Formel 7-4: Kapitalverdimodellen (CAPM) (Kaldestad og Møller, 2016, s 156)

Som vi ser av formel 7-4, så finner man altså egenkapitalkostnaden som summen av pengenes tidsverdi og inflasjon (risikofri rente), tillagt en risikojustert meravkastning (markedsavkastning minus risikofri rente). De ulike bestanddelene i formelen vil bli grundigere diskutert i kapittel 7.2.

Kapitalverdimodellen forutsetter en ideell verden, med perfekte markeder, og at alle investorer har samme forventning til avkastning og risiko på investeringene (Mullins, 1982). Dette kommer i tillegg til de generelle forutsetninger i finansteorien, som effektivitet i markedet og at alle markedsaktører er rasjonelle. Til slutt forutsettes det at all selskaps-spesifikk (usystematisk risiko) er fjernet gjennom diversifisering. I virkeligheten ser vi at disse forutsetningene ikke er til stede, og vi får en markedssvikt der investorene ikke klarer å fjerne all usystematisk risiko. Markedssvikten hensyntas gjennom å tillegge enkelte andre risikofaktorer i beregningen (Knivsflå 2022g). Vi må også hensynta at avkastningen til

egenkapitalen er en nominell rente etter skatt, og derfor hensynta skatteeffekten i beregningen (Knivsflå 2022g). Endelig formel for å beregne avkastningen til egenkapital er derfor:

$$R_e = R_f(1 - s) + \beta * erp + arp_{EK}$$

R_f = Risikofri rente

s = skattesats

erp = egenkapitalens risikopremie

arp = summen av andre risikopremier

Formel 7-5: Kravet til egenkapitalavkastning etter skatt, etter Knivsflå (2022g)

Egenkapitalens risikopremie er her en forkortning for meravkastningen av markedspremie fratrukket risikofri premie etter skatt. Markedspremien er allerede netto etter skatt, slik at det i formelen kun er den risikofrie premien vi må justere.

Minoritetskravet følger den samme modellen, men vi må gjøre egne betraktninger rundt risikopremier. Av denne grunn vil disse to kravene i beregningene senere i kapittelet beregnes samtidig.

7.1.4 Avkastningskravet til netto finansiell gjeld

Kreditorene får sin avkastning i form av renter. De har ikke samme risikoprofil som aksjonærene, da de kun lider potensiell nedside ved mislighold. Avkastningskravet til kreditorene vil derfor måtte inkludere en tapspremie som hensyntar den økte risikoen. Der investorene (i teorien) kan diversifisere ut den systematiske risikoen, er ikke dette tilfelle for kreditorene, og derfor må kredittrisikopremie tillegges renten i gjeldskravet.

Vi skal finne kravet på netto finansiell gjeld, som innebærer at vi først beregner kravet på finansielle eiendeler og finansiell gjeld hver for seg. Deretter finner vi kravet for netto finansiell gjeld ved å vekte de to kravene.

7.2 Egenkapitalkravet

Vi skal i dette delkapittelet finne inputvariablene som skal benyttes for å beregne det historiske avkastningskravet til egenkapitalen. Som vist i kapittel 7.1.3 trenger vi å finne risikofri rente, markedsavkastning og egenkapitalbeta, i tillegg til eventuelle andre premier.

Kravet vi skal finne må beregnes etter skatt, som innebærer at vi må trekke fra skattesats der det er nødvendig. Vi anvender skattesats for alminnelig selskapsbeskatning.

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er i henhold til Kaldestad og Møller en hypotetisk avkastning på en verdipapirinvestering uten konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad og Møller, 2016, s 156). Den risikofrie renten skal altså gi uttrykk for en garantert avkastning, hvor investor vil kreve en høyere avkastning enn risikofri rente for å utføre en mer risikabel investering.

Etter vår mening er den tiårige norske statsobligasjonen den mest passende representasjonen for risikofri rente. I henhold til en undersøkelse utført av PwC og Norske Finansanalytikeres Forening i 2021 er det statsobligasjoner med 10 års løpetid som er den mest anvendte risikofrie renten blant finansanalytikere (PwC, 2021). Vi mener ikke det er nødvendig å gjøre fratrukk for risikopremie, siden det ikke er grunnlag for å tro at den norske stat har risiko for å gå konkurs. Norge har i mange år hatt best mulig kredittvurdering, og det er ingen faktorer som tilsier at dette vil endres i overskuelig fremtid (Norges Bank, 2022b). I tabell 7-1 har vi beregnet gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt for perioden 2015-2021. Siden Norges Bank ikke har beregnet syntetisk rente for 2021, har vi for dette året beregnet årlig gjennomsnitt av tiårig nullkupongrente (Norges Bank, 2021). Vi ser at den gjennomsnittlige risikofrie renten etter skatt for perioden har vært lav, og relativt stabil.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Kredittrating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Skattesats alminnelig inntekt	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %
10-årig statsobligasjonsrente	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,82 %	1,41 %
- Kredittrisikopremie	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Risikofri rente før skatt	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,82 %	1,41 %
- skatt	0,42 %	0,33 %	0,39 %	0,43 %	0,33 %	0,18 %	0,31 %
= Risikofri rente etter skatt	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,10 %

Tabell 7-1: Risikofri rente for perioden 2015-2021, egenprodusert etter data fra Norges Bank (2021)

7.2.2 Egenkapitalbeta

Betaverdien i kapitalverdimodellen er den risiko som en investering tilfører markedsporteføljen (Damodaran, 2012, s. 183), som innebærer at vi kan se på egenkapitalbetaen som ikke-diversifiserbar markedsrisiko. En betaverdi på 1 vil bety at en aksje svinger likt med gjennomsnittet av aksjemarkedet (Kaldestad og Møller, 2016, s 159).

Vi har innhentet og beregnet månedlig avkastning for Grieg Seafood og Oslo Børs (OSEBX) for perioden 2015 til 2021. Vi har deretter ved hjelp av regresjonsanalyse funnet gjennomsnittlig egenkapitalbeta for Grieg Seafood. Markedsindeksen er preget av en

overrepresentasjon av oljenæringen, som medfører at indeksen er skjevfordelt inn mot oljenæringen (Kaldestad og Møller, 2016, s 160). Konsekvensen av dette er at beregning av egenkapitalbeta kan påvirkes. Resultatene fra analysen, hvor vi har anvendt historiske kurser og avkastning fra Oslo Børs, vises i tabellen under.

Regression Statistics	
Multiple R	0,339
R Square	0,115
Adjusted R Square	0,104
Standard Error	0,101
Observations	84,000

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1,000	0,109	0,109	10,676	0,002
Residual	82,000	0,833	0,010		
Total	83,000	0,942			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,010	0,011	0,842	0,402	- 0,013	0,032	- 0,013	0,032
OSEBX	0,854	0,261	3,267	0,002	0,334	1,373	0,334	1,373

Tabell 7-2: Resultat av regresjonsanalyse Grieg Seafood (GSF) mot OSEBX (egenprodusert)

Regresjonsanalysen viser en betaverdi på 0,854. Vi har gjennomført en kontrollregning på datagrunnlaget ved bruk av formelen under for å beregne betaverdi, og fått akkurat samme resultat.

$$\beta_E = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Formel 7-6: Egenkapitalbeta, etter Damodaran (2012, s. 183)

Forklaringskraften til modellen finner vi ved å se på justert R² og finner at modellen forklarer 10,4 % av variansen i månedlig avkastning for Grieg Seafood. Resterende 89,6 % er da selskapsspesifikke faktorer, som en investor ikke kan diversifisere bort.

Damodaran viser til at de fleste analyseselskap, eksempelvis Bloomberg, justerer betaverdiene i retning 1. Dette gjøres for å korrigere for at empiri viser at de aller fleste betaverdier over tid tenderer mot markedsgjennomsnittet (Damodaran, 2012 s. 187). Vi velger å foreta slik justering. Damodaran viser at Bloomberg bruker følgende justering:

$$\beta_j = \beta_r \times \frac{2}{3} + 1 \times \frac{1}{3}$$

β_j = Justert beta

β_r = Ikke-justert beta

Formel 7-7: Beregning av justert beta, etter Damodaran (2012, s. 187)

Vektene er ikke selskaps- eller bransjespesifikke. Vi viser i tabell 7-3 under beregnet og justert betaverdi for Grieg Seafood og sammenligningsselskapene, samt gjennomsnittlig verdi for bransjen (hvor vi har hentet historisk aksjeinformasjon fra Oslo Børs):

	Grieg Seafood	Mowi	Lerøy	SalMar	NRS	Gjennomsnitt
Betaverdi	0,854	0,749	0,737	0,538	0,830	0,741
Justert betaverdi	0,902	0,833	0,825	0,692	0,887	0,828

Tabell 7-3: Betaverdier for Grieg Seafood og bransjen (egenprodusert)

Vi ser at alle selskapene har en egenkapitalbeta som ligger under 1, som gir en indikasjon på at bransjens volatilitet er lavere enn markedet som helhet. Siden det norske aksjemarkedet i stor grad er oljestyrt er det ikke overraskende at oppdrettsbransjen tenderer til å avvike noe fra markedet som helhet.

7.2.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie kan beskrives som den ekstra premie som investorer krever for å investere i aksjemarkedet fremfor en risikofri investering (Hitchner, 2011, s 197). Vi kan dermed formulere markedets risikopremie som følger. Markedsporteføljeavkastningen er gitt etter skatt (Knivsflå 2022g), slik at vi kan uttrykke markedets risikopremie som følger:

$$Mrp = rm - rf * (1-s)$$

$$Mrp = \text{Markedets risikopremie}$$

$$rm = \text{Markedsporteføljeavkastningen}$$

$$rf = \text{Risikofri rente}$$

$$s = \text{Skattesats}$$

Formel 7-8: Markedets risikopremie, etter Knivsflå (2022g)

Den vanligste metoden for å beregne markedets risikopremie er å sammenligne historisk markedsavkastning med avkastningen på statsobligasjoner (Kaldestad og Møller, 2016, s 166). Knivsflå har beregnet risikopremie, normalisert etter skatt (Knivsflå 2022g). I tabellen under har vi satt opp beregnet premie for perioden 2015-2020.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Årlig risikopremie 95-t	3,60 %	3,50 %	3,30 %	3,80 %	3,90 %	3,40 %	3,58 %
Vekt	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Årlig risikopremie 58-t	7,20 %	7,30 %	7,50 %	7,30 %	7,40 %	7,00 %	7,28 %
Vekt	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
Løpende risikopremie	4,80 %	4,77 %	4,70 %	4,97 %	5,07 %	4,60 %	4,82 %

Tabell 7-4: Normalisert risikopremie etter skatt perioden 2015-2020 (Knivsfå 2022g)

Vi ser at gjennomsnittlig normalisert risikopremie for denne perioden er på 4,8 %. PwC og Norske Finansanalytikerers Forening finner i sin undersøkelse at vektet snitt av markedspremie for 2021 også er 4,8 % (PwC, 2021), og at størrelsen har vært stabil de siste 10 årene.

Konsulentfirmaet Kroll har i perioden 2008-2022 anbefalt en amerikansk markedspremie i intervallet 5 % til 6 % (Kroll, 2022), men dette er basert på det amerikanske markedet og kan derfor ikke uten videre overføres til norske forhold. For året 2021 velger vi en risikopremie på 4,8 %, som er i samsvar med markedets egne vurderinger.

7.2.4 Andre risikopremier

Kapitalverdimodellen tar utgangspunkt i et perfekt marked, en forutsetning som ikke eksisterer i praksis. En investor kan dermed velge å tillegge andre premier i avkastningskravet som reflekterer andre forhold. I praksis vil en slik premie være relatert til usystematisk risiko som i praksis ikke lar seg diversifisere bort i markedet.

I beregning av betaverdi over så vi at avkastning i aksjemarkedet bare forklarer 10 % av avkastningen til Grieg Seafood, som er et klart tegn på at det er usystematisk risiko som styrer utviklingen. Siden vi vet at en investor aldri vil klare å diversifisere bort all usystematisk risiko, og denne risikoen utgjør 90 % av aksjekursen til Grieg Seafood, mener vi at det er grunnlag for å vurdere ekstra premie. I henhold til teorien skal usystematisk risiko hensyntas i beregningen av fremtidige kontantstrømmer, men i praksis blir denne risikoen ofte ikke fanget opp tilstrekkelig.

Vi har i analysene i de tidligere kapitlene ikke avdekket selskapsspesifikke forhold som danner grunnlag for ekstra risikopremie. Samtidig har Grieg Aqua, som største aksjonær, en eierandel på 50,17 % av aksjene i Grieg Seafood (Grieg Seafood ASA, 2022). Det at en aksjonær sitter med flertallet av aksjene skaper en viss innlåsningsrisiko. Grieg Seafood er som de andre oppdrettsselskapene godt omsatt på Oslo Børs, som gir en indikasjon på at innlåsningsrisikoen ikke er særlig høy.

Fastsettelse av en illikviditetspremie er en skjønnsmessig vurdering. Basert på den usystematiske risikoen mener vi at en premie tilsvarende 0,75 % for majoriteten er passende. Premien settes ikke høyere siden aksjen har stor omsetning i markedet. Minoriteten vil i tillegg ha risiko for å sitte inne med aksjene, all den tid Grieg Seafood er majoritetseid av en enkeltstående aksjonær. Vi setter derfor premien for minoriteten skjønnsmessig til 2 %, altså 1,25 % høyere enn for majoriteten.

7.3 Finansielle krav

I dette delkapittelet vil vi finne nødvendige finansielle krav for å beregne gjeldskostnaden, som danner den andre delen av WACC-formelen.

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet gir oss avkastningen, eller renten, et selskap må regne med at kreditorene krever for at selskapet skal kunne innhente gjeldskapital. På samme måte som markedets risikopremie, som vi beregnet i kapittel 7.2.3, så består det finansielle gjeldskravet av den risikofrie renten tillagt et ekstra premieelement.

$$Fgk = Rf + krp$$

$$Fgk = \text{Finansielt gjeldskrav}$$

$$Rf = \text{Risikofri premie (etter skatt)}$$

$$krp = \text{Kredittrisikopremie}$$

Formel 7-9: Finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2022g)

Kredittrisikopremien tar utgangspunkt i selskapets syntetiske kredittrating, som vi beregnet i kapittel 6.3. Knivsflå har i sine forelesningsfoiler beregnet premie for de ulike ratingkategorier, og vi tar utgangspunkt i disse beregningene når vi skal finne finansielt gjeldskrav.

Rating	Kort krp etter skatt	Lang krp etter skatt
AAA	0,20 %	0,40 %
AA	0,40 %	0,60 %
A	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 7-5: Kreditrisikopremie (Knivsflå 2022g)

Det aller vesentligste av gjelden til Grieg Seafood er langsiktig, og det er ingenting som tyder på at det vil bli endring i dette for årene som kommer. Vi vil derfor velge langsiktig kreditrisikopremie når vi beregner gjeldskravet. Vi har i tabellen under funnet finansielt gjeldskrav for perioden 2015 til 2021.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Syntetisk rating	BB	AA	A	A	AA	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,10 %	1,07 %
+ Kreditrisikopremie	3,30 %	0,60 %	0,90 %	0,90 %	0,60 %	0,90 %	0,90 %	0,97 %
= Finansielt gjeldskrav	4,45 %	1,60 %	2,15 %	2,35 %	1,76 %	1,54 %	2,00 %	2,03 %

Tabell 7-6: Finansielt gjeldskrav i perioden 2015–2021 (egenprodusert)

Vi ser at Grieg Seafood som følge av en forholdsvis god syntetisk rating har hatt lav kreditrisikopremie, som igjen har sørget for at det finansielle gjeldskravet er lavt. Unntaket er 2015, som er første året i analyseperioden. Året 2021 ligger omtrent på gjennomsnittet både når det gjelder rating og finansielt gjeldskrav. Grieg Seafood sin gjennomsnittlige rente på langsiktige norske lån for samme periode ligger på 3,11 % i henhold til gjeldsnoten i årsmeldingene sine. Denne differansen anses ikke å være urimelig høy, med tanke på at kreditorene har rentepåslag utover kreditrisiko for å dekke sine kostnader. Selv om det finansielle gjeldskravet likevel kan synes å være noe lavt, velger vi å anvende dette i videre beregninger. Vi påpeker at dette kan påvirke avkastningskravet og analysen utover dette.

Finansiell gjeldsbeta

Den finansielle gjeldsbetaen er et mål på den systematiske risiko som kreditorene løper ved å utstede lån. Vi beregner denne betaverdien slik som formelen under viser.

$$i\beta_{FG} = \frac{mrd \times krp}{erp}$$

$mrd = \text{Markedsrisikodelen}$

$krp = \text{Kreditrisikopremie}$

$erp = \text{Markedsrisikopremie}$

Formel 7-10: Implisitt finansiell gjeldsbeta (Knivsflå 2022g)

Med implisitt menes at finansiell gjeldsbeta er utledet av markedspremien til egenkapitalen. Formelen sier at vi skal finne andelen av kreditrisikopremie som er markedsstyrt, og dele denne på markedets risikopremie.

For å finne markedsrisikodelen er det mulig å ta utgangspunkt i R^2 som vi beregnet i kapittel 7.2.2, ifølge Knivsflå (2022g), og multiplisere denne med en korreksjonsfaktor på 1/3.

Markedsrisikodelen i vår analyse er derfor 10,4 % ganget med 1/3 som gir 3,47 %.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Langsiktig kreditrisikopremie	0,033	0,006	0,009	0,009	0,006	0,009	0,009	0,010
* Markedsrisikodel	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035
/ Markedspremie	0,048	0,048	0,047	0,050	0,051	0,046	0,048	0,048
= Finansiell gjeldsbeta	0,024	0,004	0,007	0,006	0,004	0,007	0,007	0,007

Tabell 7-7: Finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2015–2021 (egenprodusert)

Den finansielle gjeldsbetaen har i gjennomsnitt ligget på 0,007, det samme som gjeldsbeta for 2021. Grieg Seafood har god syntetisk rating, det er derfor forventet at gjeldsbeta skal være lav, hvilket vi også finner i praksis.

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler er de balanseførte eiendeler som ikke inngår i virksomhetens normale drift. De mest typiske finansielle eiendeler er kontanter, finansielle fordringer og finansielle investeringer. Kravet til finansielle eiendeler må vektet mellom kravet til de ulike elementene, som vist i formelen under.

$$fek = rf_{es} \times \frac{KON}{FE} + (rf_{es} + krp_{FOR}) \times \frac{FOR}{FE} + (rf_{es} + \beta_{INV} \times mrp + arp_{INV}) \times \frac{INV}{FE}$$

$rf_{es} = \text{Risikofri rente etter skatt}$

$KON = \text{Kontanter}$

$FE = \text{Finansielle eiendeler}$

$krp_{FOR} = \text{Kreditrisikopremie for finansielle fordringer}$

$FOR = \text{Finansielle fordringer}$

$\beta_{INV} = \text{Investeringsbeta}$

$mrp = \text{Markedets risikopremie}$

$arp_{INV} = \text{Andre risikopremier}$

$INV = \text{Finansielle investeringer}$

Formel 7-11: Finansielt eiendelskrav (Knivsflå 2022g)

Grieg Seafood har ikke hatt finansielle fordringer gjennom analyseperioden, slik at vi vil konsentrere oss om kontanter og investeringer. Kontanter anses å være risikofri, derav forventet avkastning lik risikofri rente. Finansielle investeringer tillegges i formelen markedspremie og illikviditetspremie for å reflektere markedsrisiko.

En forutsetning for å kunne anvende risikofri premie etter skatt i beregning av kravet på finansielle eiendeler, er at investeringsbeta er lik 1 (gjennomsnittlig verdi av markedet), og at illikviditetspremie er 0 (ingen risiko for å ikke kunne omsette investeringene) (Knivsflå 2022g). Vi har i tabell 7-8 beregnet gjennomsnittlig eiendelskrav for perioden 2015-2021.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Kontantkrav	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,10 %	1,07 %
* Andel kontanter	0,990	0,996	0,997	0,996	0,992	1,000	0,123	0,777
+ Investeringskrav	5,95 %	5,80 %	5,95 %	6,45 %	6,26 %	5,24 %	5,90 %	5,89 %
* Andel investeringer	0,010	0,004	0,003	0,004	0,008	-	0,877	0,223
= Finansielt eiendelskrav	1,20 %	1,01 %	1,26 %	1,47 %	1,20 %	0,64 %	5,31 %	2,13 %

Tabell 7-8: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Finansiell eiendelsbeta

Betaverdi for de finansielle eiendelene beregnes ved å vekte betaverdi i tråd med formelen under:

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

$\beta_{KON} = \text{Betaverdi for kontanter}$

$\beta_{FOR} = \text{Betaverdi for finansielle fordringer}$

$\beta_{INV} = \text{Betaverdi for finansielle investeringer}$

Formel 7-12: Finansiell eiendelsbeta (Knivsflå 2022g)

I beregningen av finansielt eiendelskrav tok vi imidlertid enkelte forutsetninger. Vi anser kontanter for å være risikofrie, noe som innebærer at betaverdi for kontanter er 0. I tillegg forutsetter vi at betaverdi for investeringer er 1. Som forklart over foreligger det heller ikke

finansielle fordringer i regnskapet til Grieg Seafood, og vi ser derfor bort fra betaverdi for fordringer i beregningen under.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Andel kontanter	0,99	1,00	1,00	1,00	0,99	1,00	0,12	0,777
* Betaverdi kontanter	0	0	0	0	0	0	0	-
+ Andel investeringer	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	-	0,88	0,223
* Betaverdi investeringer	1	1	1	1	1	1	1	1,000
= Finansiell eiendelsbeta	0,010	0,004	0,003	0,004	0,008	-	0,877	0,223

Tabell 7-9: Finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Som vi ser av tabellen over er finansiell eiendelsbeta avhengig av forholdet mellom risikofrie bankinnskudd og investeringer med risiko lik markedet. Vi ser at etter å ha holdt seg rimelig stabilt gjennom perioden er det store utslag i 2020 og 2021, dette gjelder både for eiendelskravet og eiendelsbeta. Årsaken er at Grieg Seafood, ved å skille Shetland-driften ut som virksomhet holdt for salg, i slutten av analyseperioden har en langt høyere andel investeringer. Koller, Goedhart og Wessels (2020, s. 218) er klar på at diskontinuerlig virksomhet skal tas ut fra driftskapitalen ved analyse. Palepu, Healy og Peek (2019, s. 91) mener eiendeler holdt for salg hører under driftsfremmede eiendeler, men sier at inntekt fra slik virksomhet er finansinntekt. Det samme poenget kommer Knivsflå frem til (Knivsflå 2022d), og slår fast at diskontinuerlig virksomhet skal klassifiseres under finansposter. Vi konkluderer derfor med at vi beholder andelene som de fremkommer av tabellen. Det er også i samsvar med våre vurderinger i kapittel 5 og 6.

7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Vi har i de to foregående delkapitlene beregnet finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. I dette delkapittelet skal vi finne netto finansielt gjeldskrav ved å vekte eiendels- og gjeldskravet opp mot netto finansiell gjeld. I tabell 7-10 har vi funnet gjennomsnittlig netto finansielt gjeldskrav for analyseperioden:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	4,45 %	1,60 %	2,15 %	2,35 %	1,76 %	1,54 %	2,00 %	2,03 %
* Vektet andel finansiell gjeld	1,090	1,251	1,469	1,180	1,074	1,140	2,303	1,462
- Finansielt eiendelskrav	1,20 %	1,01 %	1,26 %	1,47 %	1,20 %	0,64 %	5,31 %	2,13 %
* Vektet andel finansielle eiendeler	0,090	0,251	0,469	0,180	0,074	0,140	1,303	0,462
= Netto finansielt gjeldskrav	4,74 %	1,74 %	2,56 %	2,51 %	1,80 %	1,67 %	-2,32 %	1,08 %

Tabell 7-10: Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Som følge av at Grieg Seafood hadde lavere syntetisk rating i 2015 var gjeldskravet høyere dette året. Ellers virker netto finansielt gjeldskrav fornuftig, men vi ser at 2021 får en negativ verdi som følge av årsakene forklart i forrige delkapittel. Vi er klar over at dette ikke er heldig, men ser ikke at en alternativ løsning med å skjønsmessig korrigere kravet vil være mer «riktig» å gjennomføre. Vi lar derfor det årlige gjeldskravet være som det er i tabell 7-10.

Netto finansiell gjeldsbeta

Betaverdiene beregnet for finansiell gjeld og finansielle eiendeler må vektet på tilsvarende måte som gjeldskravet, hvor vi finner netto finansiell gjeldsbeta ved hjelp av følgende formel:

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

NFG = Netto finansiell gjeld

FG = Finansiell gjeld

FE = Finansielle eiendeler

Formel 7-13: Netto finansiell gjeldsbeta (Knivsflå 2022g)

I tabell 7-11 har vi beregnet gjennomsnittlig finansiell gjeldsbeta for analyseperioden. Netto finansiell gjeldsbeta for 2021 er -1.128. Gjennomsnittet for hele perioden er -0,276, i hovedsak styrt av året 2021 (se kommentarer i kapittel 7.3.2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,024	0,004	0,007	0,006	0,004	0,007	0,007	0,007
* Vektet andel finansiell gjeld	1,09	1,25	1,47	1,18	1,07	1,14	2,30	1,462
- Finansiell eiendelsbeta	0,010	0,004	0,003	0,004	0,008	-	0,877	0,223
* Vektet andel finansielle eiendeler	0,09	0,25	0,47	0,18	0,07	0,14	1,30	0,462
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,025	0,005	0,008	0,007	0,004	0,008	- 1,128	- 0,276

Tabell 7-11: Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

7.3.4 Årlig egenkapitalbeta og netto driftsbeta

Vi har tidligere i kapittelet beregnet justert gjennomsnittlig betaverdi for Grieg Seafood til 0,902. Vi trenger å omregne gjennomsnittsverdien til årlige størrelser for å kunne beregne fremtidige årlige egenkapitalkrav (Knivsflå 2022g).

Formel for egenkapitalbeta kan vi finne ved følgende formel:

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

β_{NDK} = Netto driftsbeta

β_{NFG} = Netto finansiell gjeldsbeta

NFG = Netto finansiell gjeld

EK = Egenkapital

MI = Minoritetsinteresse

Formel 7-14: Årlig egenkapitalbeta ved hjelp av driftsbeta (Knivsflå 2022g)

For å finne årlig egenkapitalbeta kan vi dra nytte av Miller og Modigliani sitt teorem 1 om at i et perfekt marked vil selskapsverdien ikke påvirkes av den finansielle strukturen (Koller, Goedhart og Wessels, 2020, s 195). Siden netto driftsbeta ikke avhenger av den finansielle strukturen i et selskap, skal denne derfor etter Miller-Modigliani være konstant for hele perioden.

I tabell 7-12 har vi beregnet årlig egenkapitalbeta og driftsbeta for analyseperioden. Vi ser at vi for 2021 har en egenkapitalbeta på 1,167 og en driftskapitalbeta på 0,541 som er lik for hele perioden. Basert på netto driftsbeta og de vektete andelene, beregner vi årlig egenkapitalbeta etter formelen over.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta (maj)	0,915	0,920	0,745	0,778	0,815	0,729	1,167	0,902
* Egenkapitalvekt	0,579	0,578	0,708	0,684	0,652	0,729	0,727	0,686
+ Egenkapitalbeta (min)	0,915	0,920	0,745	0,778	0,815	0,729	1,167	0,902
* Minoritetsvekt	-	0,008	0,015	0,009	0,009	0,010	-	0,007
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,025	0,005	0,008	0,007	0,004	0,008	1,128	0,276
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,421	0,414	0,277	0,308	0,339	0,261	0,273	0,3071
= Netto driftsbeta	0,541	0,541	0,541	0,541	0,541	0,541	0,541	0,541

Tabell 7-12: Årlig egenkapitalbeta og netto driftsbeta for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

7.4 Egenkapitalkrav, minoritetskrav og selskapskrav

Vi har nå beregnet de nødvendige verdier for å kunne sammenstille de historiske kravene til egenkapital, minoritet og selskapet. Egenkapital- og minoritetskravet skal vi videre finne ved hjelp av kapitalverdimodellen. Deretter finner vi selskapskravet.

7.4.1 Egenkapital- og minoritetskrav

I tabell 7-13 har vi funnet egenkapital- og minoritetskravet for Grieg Seafood årene 2015-2021.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Risikofri rente etter skatt	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,10 %
+ Justert egenkapitalbeta	0,915	0,920	0,745	0,778	0,815	0,729	1,167
* Markedets risikopremie	0,048	0,048	0,047	0,050	0,051	0,046	0,048
= Egenkapitalkrav CAPM	5,54 %	5,41 %	4,75 %	5,34 %	5,32 %	3,99 %	6,70 %
+ Illikviditetspremie majoriteten	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %
= Egenkapitalkrav	6,29 %	6,16 %	5,50 %	6,09 %	6,07 %	4,74 %	7,45 %
+ Illikviditetspremie minoriteten	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %
= Minoritetskrav	7,54 %	7,41 %	6,75 %	7,34 %	7,32 %	5,99 %	8,70 %

Tabell 7-13: Egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Kravene har vært relativt stabile gjennom perioden. Med bunnår i 2020 som følge av at den risikofrie renten var lavere enn ellers. Stort sett har egenkapitalkravet etter kapitalverdimodellen ligget i området 4,7 % til 6,7 %. Endelige krav er noe høyere som følge av illikviditetspremiene vi fant i kapittel 7.2.4.

7.4.2 Netto driftskrav

I tabell 7-14 har vi funnet netto driftskrav for Grieg Seafood årene 2015-2021.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalkrav	6,29 %	6,16 %	5,50 %	6,09 %	6,07 %	4,74 %	7,45 %
* Egenkapitalandel	0,579	0,578	0,708	0,684	0,652	0,729	0,727
+ Minoritetskrav	7,54 %	7,41 %	6,75 %	7,34 %	7,32 %	5,99 %	8,70 %
* Minoritetsandel	-	0,008	0,015	0,009	0,009	0,010	-
+ Netto finansielt gjeldskrav	4,74 %	1,74 %	2,56 %	2,51 %	1,80 %	1,67 %	-2,32 %
* Netto finansiell gjeldsandel	0,421	0,414	0,277	0,308	0,339	0,261	0,273
= Netto driftskrav	5,64 %	4,34 %	4,70 %	5,00 %	4,64 %	3,95 %	4,79 %

Tabell 7-14: Netto driftskrav for Grieg Seafood i perioden 2015 – 2021 (egenprodusert)

Kravet har i analyseperioden vært lite volatil. Rent gjennomsnittlig selskapskrav for perioden er 4,72 %.

7.4.3 Sysselsatt kapitalkrav

Vi har i tabell 7-15 regnet ut avkastningskravet til sysselsatt kapital for perioden.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalkrav	6,29 %	6,16 %	5,50 %	6,09 %	6,07 %	4,74 %	7,45 %
* Egenkapitalandel	0,532	0,523	0,627	0,648	0,637	0,704	0,536
+ Minoritetskrav	7,54 %	7,41 %	6,75 %	7,34 %	7,32 %	5,99 %	8,70 %
* Minoritetsandel	-	0,007	0,013	0,008	0,009	0,009	-
+ Fnansielt gjeldskrav	4,45 %	1,60 %	2,15 %	2,35 %	1,76 %	1,54 %	2,00 %
* Finansiell gjeldsandel	0,468	0,470	0,361	0,344	0,355	0,287	0,464
= Sysselsatt krav	5,43 %	4,03 %	4,30 %	4,81 %	4,55 %	3,83 %	4,92 %

Tabell 7-15: Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood i perioden 2015 – 2021 (egenprodusert)

Kravet er ganske likt netto driftskrav, all den tid det finansielle gjeldskravet er ganske likt netto finansielt gjeldskrav. Forskjellen mellom kravene utgjøres av at det er noe forskjeller i vektingen.

7.5 Oppsummering historiske avkastningskrav

I tabell 7-16 har vi satt opp avkastningskravene i analyseperioden, for Grieg Seafood og bransjen.

Grieg Seafood	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalkrav	6,29 %	6,16 %	5,50 %	6,09 %	6,07 %	4,74 %	7,45 %
Minoritetskrav	7,54 %	7,41 %	6,75 %	7,34 %	7,32 %	5,99 %	8,70 %
Finansielt gjeldskrav	4,45 %	1,60 %	2,15 %	2,35 %	1,76 %	1,54 %	2,00 %
Finansielt eiendelskrav	1,20 %	1,01 %	1,26 %	1,47 %	1,20 %	0,64 %	5,31 %
Netto finansielt gjeldskrav	4,74 %	1,74 %	2,56 %	2,51 %	1,80 %	1,67 %	-2,32 %
Netto driftskrav	5,64 %	4,34 %	4,70 %	5,00 %	4,64 %	3,95 %	4,79 %
Sysselsatt kapitalkrav	5,43 %	4,03 %	4,30 %	4,81 %	4,55 %	3,83 %	4,92 %

Bransjen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalkrav	5,89 %	5,73 %	5,64 %	5,69 %	5,58 %	4,77 %	5,81 %
Minoritetskrav	7,14 %	6,98 %	6,89 %	6,94 %	6,83 %	6,02 %	7,06 %
Finansielt gjeldskrav	1,75 %	1,60 %	1,54 %	1,74 %	1,75 %	1,23 %	1,69 %
Finansielt eiendelskrav	0,91 %	0,75 %	1,00 %	1,16 %	0,86 %	0,36 %	2,53 %
Netto finansielt gjeldskrav	2,06 %	1,87 %	1,97 %	2,36 %	2,24 %	1,52 %	2,14 %
Netto driftskrav	4,69 %	4,53 %	4,66 %	5,05 %	4,87 %	4,01 %	4,79 %
Sysselsatt kapitalkrav	4,45 %	4,29 %	4,33 %	4,72 %	4,58 %	3,79 %	4,45 %

Tabell 7-16: Oppsummering historiske avkastningskrav for Grieg Seafood og bransjen (egenprodusert)

Grieg Seafood sitt driftskrav ligger over perioden omtrent på bransjesnittet, sett bort fra 2015 hvor det er en forskjell på 0,9 %. Vi vil gå dypere inn på forskjellen mellom Grieg Seafood og bransjen i kapittel 8, men Grieg Seafood har et høyere egenkapitalkrav dette året. Samtidig er gjeldsandelen også høyere, slik at driftskravet reduseres av den relativt sett høyere gjeldsandelen. Bransjen har riktignok noe høyere syntetisk rating enn selskapet enkelte av årene i analyseperioden, som bidrar til at det finansielle gjeldskravet til Grieg Seafood er høyere enn bransjekravet. Gjennomsnittlig netto finansielt gjeldskrav for bransjen er imidlertid høyere enn for selskapet, som skyldes at Grieg Seafood har høyere andel finansielle eiendeler i perioden.

Netto driftskrav holder seg relativt stabilt både for Grieg Seafood og bransjen.

Gjennomsnittlig netto driftskrav for selskapet og bransjen er begge på 4,7 % i perioden.

8 Lønnsomhetsanalyse

I de foregående kapitlene har vi analysert regnskapet og avkastningskravet til Grieg Seafood. Før vi begynner på estimering av fremtidsregnskapet vil vi i dette kapitlet foreta en strategisk rentabilitetsanalyse. Rentabilitet er et uttrykk for lønnsomhet, kort oppsummert i form av formelen under:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

Formel 8-1: Enkel formel rentabilitet (Knivsflå 2022h)

Ved å analysere rentabiliteten til Grieg Seafood vil vi finne nødvendig input som vi senere skal bruke når vi beregner fremtidsregnskap. For å gjennomføre en strategisk rentabilitetsanalyse må vi vurdere rentabiliteten opp mot et sammenligningsgrunnlag (Knivsflå 2022h), og vi vil i vår analyse anvende noen av kravene vi beregnet i kapittel 7.

Siden vi senere skal binde opp rentabilitetsanalysen mot fremtidsregnskap, må vi tilpasse den enkle formelen som vi viste over. Formel 8-2 er derfor den generelle formelen vi bruker i utregningene våre gjennom kapitlet.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert resultat}}{\text{Inngående kapital}}$$

Formel 8-2: Generell anvendt formel for rentabilitet i den strategiske rentabilitetsanalysen (Knivsflå 2022h)

Normalisering av resultatet gjøres for å få en mer relevant rentabilitet for fremskrivning. Fremtidsregnskapet må beregnes ut fra inngående kapital (Koller, Goedhart og Wessels, 2020, s. 796). Når det gjelder nevneren bruker vi derfor inngående kapital også i dette kapitlet, da vi skal knytte rentabilitetsanalysen opp mot fremtidsregnskapet som kommer senere i oppgaven.

8.1 Superrentabilitet til egenkapitalen

Egenkapitalrentabiliteten er et av de mest brukte måltallene i lønnsomhetsanalyse. Årsaken er at dersom egenkapitalrentabiliteten overstiger avkastningskravet til egenkapitalen, altså den

gir superrentabilitet, innebærer dette at et selskap skaper avkastning for eierne utover kravet.

Formelen for beregning av egenkapitalrentabilitet er:

$$ekr = ndr + finansiering$$

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

Ndr = Netto driftsrentabilitet

nfgr = Netto finansiell gjeldsrente

nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad

mir = Minoritetsrentabilitet

mig = Minoritetsgrad

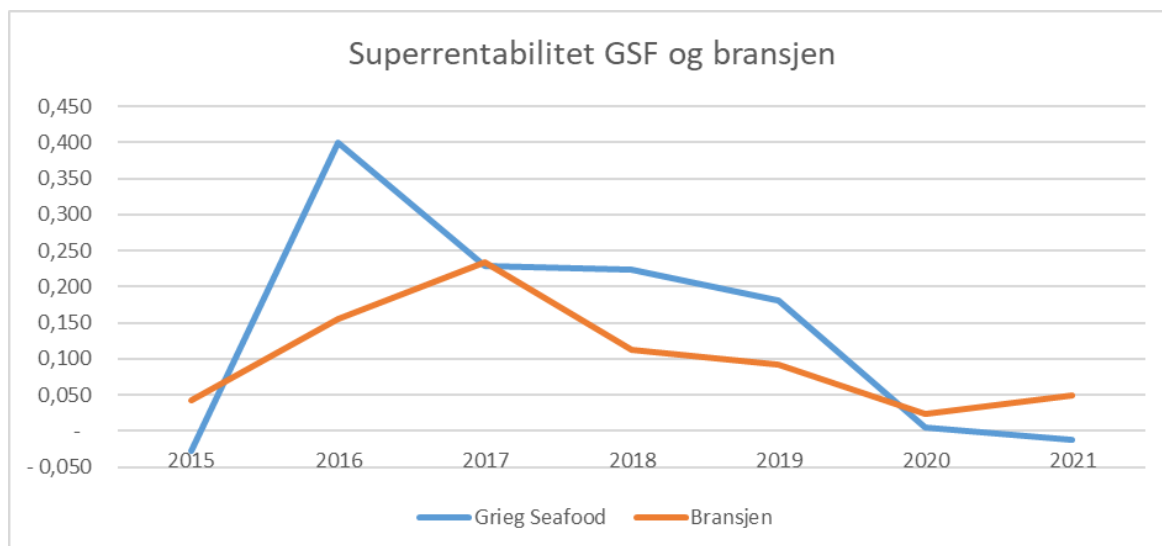
Formel 8-3: Egenkapitalrentabilitet (Knivsflå 2022h)

I tabellen under har vi ved hjelp av formel 8-3 beregnet egenkapitalrentabiliteten for Grieg Seafood og bransjen. Videre har vi i figur 8-1 vist hvordan superrentabiliteten utvikler seg i analyseperioden.

Grieg Seafood	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalrentabilitet	3,53 %	46,21 %	28,38 %	28,50 %	24,23 %	5,30 %	6,22 %
- Egenkapitalkrav	6,29 %	6,16 %	5,50 %	6,09 %	6,07 %	4,74 %	7,45 %
= Superrentabilitet til egenkapitalen	-2,76 %	40,04 %	22,89 %	22,41 %	18,16 %	0,56 %	-1,23 %

Bransjen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalrentabilitet	10,08 %	21,29 %	28,94 %	16,98 %	14,82 %	7,10 %	10,71 %
- Egenkapitalkrav	5,89 %	5,73 %	5,64 %	5,69 %	5,58 %	4,77 %	5,81 %
= Superrentabilitet til egenkapitalen	4,19 %	15,56 %	23,31 %	11,29 %	9,24 %	2,33 %	4,91 %

Tabell 8-1: Superrentabilitet til egenkapitalen for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)



Figur 8-1: Superrentabilitet Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Ved å se på figur 8-1 ser vi at Grieg Seafood i 2016 og perioden 2018-2019 har høyere grad av superrentabilitet enn hva bransjen har. Dette er ikke i samsvar med våre vurderinger i kapittel 4, hvor det ikke ble avdekket interne ressurser som gir strategiske fordeler. Vi vil derfor se nærmere på resultatene, for å vurdere om vi trenger å endre våre konklusjoner.

Egenkapitalrentabiliteten bygger som vist i formel 8-3 på både driftsmessige forhold og finansieringsmessige forhold. Det er flere årsaker til at det er hensiktsmessig å dekomponere egenkapitalrentabiliteten. Palepu, Healy og Peek viser blant annet til at vektingen av henholdsvis drifts- og finansieringsaktiviteter vil kunne variere fra selskap til selskap (Palepu, Healy og Peek, 2019, s. 180). Et viktig moment er at Grieg Seafood har en nærmest ubetydelig minoritetsandel over hele perioden, noe som ikke er tilfelle for bransjen. Hadde vi tillagt minoritetsresultatet til egenkapitalen på beregningen av bransjerentabiliteten, finner vi at den ekstra superrentabiliteten til Grieg Seafood halveres disse årene. I tillegg medfører høyere gjeldsandel gjennom nesten hele perioden at netto gjeldsbeta for Grieg Sefood får større påvirkningskraft i beregning av netto driftsbeta. Resultatet av dette er at egenkapitalbeta blir høyere, og videre at egenkapitalkravet blir høyere.

Grieg Seafood har også relativt sett lavere egenkapital i perioden enn hva bransjen har. Der Grieg Seafood opplever 137 % økning i egenkapitalen over analyseperioden er tilsvarende tall for bransjen 92 %. Effekten av lavere egenkapital ser vi først og fremst i Grieg Seafood sitt rekordår 2016, der man opplever superrentabilitet på 40 %. Hadde vi regnet på samme resultat til egenkapitalen med egenkapitalstørrelse på slutten av analyseperioden ville

superrentabiliteten vært 15 %, som ville vært på bransjegjennomsnittet. Sånn sett vil vi mene at utviklingen mot slutten av perioden skulle veie mer enn tidlig i perioden, og da ser vi at superrentabiliteten til Grieg Seafood er lavere enn bransjegjennomsnittet. Samtidig er denne perioden preget av pandemi, og for Grieg Seafood sin del store endringer i lakseproduksjonen med avhendelse av Shetland og oppbygging på Newfoundland. Vi har derfor behov for å foreta en dypere analyse av lønnsomheten, og vil gjøre det ved å dekomponere den strategiske fordelene.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

Strategisk eierfordel, eller superrentabiliteten til egenkapitalen, innebærer som forklart i kapittel 8.1 at rentabiliteten overstiger avkastningskravet til egenkapitalen. For å kunne analysere den strategiske eierfordelen ytterligere kan vi dekomponere den.

$$\begin{aligned} \text{Strategisk fordel} &= \text{ekr} - \text{ekk} \\ \text{Strategisk fordel} &= \text{Strategisk driftsfordel} + \text{Finansieringsfordel} \\ \text{Strat. fordel} &= \text{Bransjefordel} + \text{Ressursfordel} + \text{Gearingfordel} \end{aligned}$$

Formel 8-4: Dekomponering strategisk fordel (Knivsflå 2022h)

Den strategiske driftsfordelen uttrykker hvilken meravkastning et selskap oppnår gjennom sine driftsaktiviteter. Driftsfordelen består av tre ledd, som vist i formel 8-4. Bransjefordelen viser den meravkastning som selskapet «får» gjennom den bransjen som det tilhører. Ressursfordelen beregner avkastningen som selskapets egne ressurser kan generere på toppen av bransjefordelen. Gearingfordelen skalerer opp driftsfordelen ut fra finansieringen til selskapet (Knivsflå 2022h).

Finansieringsfordelen gir oss fordelene per gjeldsfinansiert krone, gearret med grad av gjeldsfinansiering (Knivsflå 2022h). Positiv finansieringsfordel betyr at det for eierne lønner seg å lånefinansiere, som følge av at lånerenten er lavere enn kravet.

I kapittel 8.3 har vi beregnet den strategiske driftsfordelen, og i kapittel 8.4 har vi beregnet finansieringsfordelen. Tabell 8-3 oppsummerer Grieg Seafood sin strategiske fordel, eller superrentabilitet, fordelt på strategisk driftsfordel og finansieringsfordel.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	
Strategisk driftsfordel	-2,03 %	41,25 %	22,89 %	22,31 %	18,44 %	2,17 %	3,16 %	12,71 %
+ Finansieringsfordel	-0,73 %	-1,21 %	0,00 %	0,10 %	-0,27 %	-1,61 %	-4,39 %	-1,61 %
= Strategisk fordel	-2,76 %	40,04 %	22,89 %	22,41 %	18,16 %	0,56 %	-1,23 %	11,10 %

Tabell 8-2 Strategisk fordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Vi ser at Grieg Seafood i snitt har en strategisk driftsfordel, ved at driften overstiger kravet. Samtidig har Grieg Seafood en negativ finansieringsfordel, som betyr at lånefinansiering ikke er lønnsomt for eierne over perioden.

8.3 Driftsfordel

Den strategiske driftsfordelen er altså summen av bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Ren driftsfordel er summen av bransjefordel og ressursfordel, og er gitt ved følgende formel:

$$\text{Ren driftsfordel} = \text{Netto driftsrentabilitet} - \text{Netto driftskrav}$$

Formel 8-5: Ren driftsfordel (Knivsflå 2022h)

I tabell 8-3 har vi beregnet ren driftsfordel for analyseperioden.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	
Netto driftsrentabilitet	4,39 %	28,17 %	20,91 %	20,25 %	16,66 %	5,53 %	7,08 %	12,97 %
- Netto driftskrav	5,64 %	4,34 %	4,70 %	5,00 %	4,64 %	3,95 %	4,79 %	4,62 %
= Ren Driftsfordel	-1,24 %	23,83 %	16,21 %	15,26 %	12,03 %	1,58 %	2,30 %	8,35 %

Tabell 8-3: Ren driftsfordel for Grieg Seafood i perioden 2015 – 2021 (egenprodusert)

Grieg Seafood har en positiv driftsfordel hele perioden, med unntak av året helt i starten av analyseperioden. De to siste årene av perioden er preget av driftsfordel langt lavere enn de foregående årene, som medfører at det tidsvektede gjennomsnittet er 8,4 %.

Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje, og det er derfor ikke urimelig å se svingninger. I tillegg har det vært utfordringer knyttet til Covid-19, som førte til nedstengninger og logistikkproblemer på global basis. En kan hevde at dette er et forhold som burde vært hensyntatt og justert for i våre analyser, men vi mener at det vil være umulig å tallfeste disse forholdene. Utfordringen med økte råvarepriser og fraktproblemer kom allerede før pandemien, selv om effekten har blitt forsterket.

I de neste delkapitlene skal vi dele opp den strategiske driftsfordelen i de tre bestanddelene.

$$\text{Driftsfordel} = \text{Bransjefordel} + \text{Ressursfordel} + \text{Gearingfordel}$$

Formel 8-6: Oppdeling av driftsfordel (Knivsflå 2022i)

8.3.1 Bransjefordel

Bransjefordelen uttrykkes som:

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

ndr_B = Netto driftsrentabilitet bransje

ndk_B = Netto driftskrav bransje

Formel 8-7: Bransjefordel (Knivsflå 2022i)

Bransjefordelen viser oss superrentabiliteten til oppdrettsbransjen, altså hvor mye mer avkastning bransjen genererer gjennom driften sammenlignet med bransjekravet.

Bransjefordelen bør sees i sammenheng med bransjeanalysen i kapittel 4, hvor muligheter kan øke bransjefordelen mens trusler kan redusere fordelene.

Vi har i tabell 8-4 satt opp driftsfordelen for bransjen på tilsvarende måte som vi gjorde for Grieg Seafood tabell 8-3.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	10,13 %	20,76 %	25,82 %	19,59 %	15,92 %	8,89 %	11,24 %	14,74 %
- Netto driftskrav	4,69 %	4,53 %	4,66 %	5,05 %	4,87 %	4,01 %	4,79 %	4,63 %
= Ren Driftsfordel	5,44 %	16,23 %	21,16 %	14,54 %	11,05 %	4,88 %	6,45 %	10,11 %

Tabell 8-4: Strategisk driftsfordel for bransjen i perioden 2015–2021 (egenprodusert)

Bransjefordelen er positiv gjennom hele perioden, og har en relativt jevn utvikling. Der Grieg Seafood hadde et meget godt år i 2016 ser vi at bransjen som helhet har en lavere fordel, mens bransjen de øvrige årene har en driftsfordel høyere eller omtrent på samme nivå som Grieg Seafood. Dermed er også bransjens tidsvektede gjennomsnitt 1,7 % høyere enn tilsvarende for Grieg Seafood.

Resultatet fra bransjefordelen er i tråd med konklusjonene fra Porter-analysen i kapittel 4.2, hvor vi så at oppdrettsbransjen er en lønnsom bransje. Vi mener, som forklart over, at nedgangen i 2020-2021 i stor grad kan forklares gjennom Covid-19 situasjonen, hvor globale restriksjoner medførte at HoReCa-segmentet i stor grad reduserte sin etterspørsel. En annen faktor er globale fraktutfordringer i samme periode, som også har påvirket råvaretilgangen og -priser. Vi ser at bransjen ligger 3-4 % over Grieg Seafood disse to årene.

8.3.2 Ressursfordel

Ressursfordelen angir et selskaps driftsfordel, ved å sammenligne mot bransjefordelen beregnet i kapittel 8.3.1. En positiv ressursfordel vil innebære at selskapet har interne ressurser som er fordelaktige i bransjen. Formelen for et selskaps ressursfordel er:

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

Formel 8-8: Ressursfordel (Knivsflå 2022i)

Som vi ser av formel 8-8 så er ressursfordelen delt opp i henholdsvis rentabilitetsfordel og kravfordel. Rentabilitetsfordelen viser oss hvorvidt driftsavkastningen til Grieg Seafood overstiger bransjen, mens kravfordelen forteller oss hvorvidt Grieg Seafood har lavere netto driftskrav.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet GSF	4,39 %	28,17 %	20,91 %	20,25 %	16,66 %	5,53 %	7,08 %	12,97 %
- Netto driftsrentabilitet bransje	10,13 %	20,76 %	25,82 %	19,59 %	15,92 %	8,89 %	11,24 %	14,74 %
= Rentabilitetsfordel drift	-5,74 %	7,40 %	-4,91 %	0,66 %	0,74 %	-3,35 %	-4,16 %	-1,77 %

Tabell 8-5: Rentabilitetsfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	gjennomsnitt
Netto driftskrav bransje	4,69 %	4,53 %	4,66 %	5,05 %	4,87 %	4,01 %	4,79 %	4,63 %
- Netto driftskrav GSF	5,64 %	4,34 %	4,70 %	5,00 %	4,64 %	3,95 %	4,79 %	4,62 %
= Kravfordel drift	-0,94 %	0,19 %	-0,04 %	0,06 %	0,23 %	0,06 %	0,01 %	0,02 %

Tabell 8-6: Kravfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

I 2016 har Grieg Seafood en vesentlig rentabilitetsfordel, i tillegg til en mindre kravfordel. Dette skyldes at selskapet hadde et meget godt år resultatmessig i 2016, som ikke er gjentatt i samme grad resten av perioden. Ellers er tendensen at rentabilitetsfordelen og er mer eller mindre lik, eller negativ. Derfor er det et negativt tidsvektet gjennomsnitt. Resultatene samsvarer med vår VRIO-analyse i kapittel 4.3, hvor vi ikke kunne finne strategiske langvarige konkurransefortrinn for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen. Selv om VRIO-analysen ser framover i tid, tar den utgangspunkt i historiske og nåværende forhold. Gjennomsnittlig kravfordel viser at kravet til Grieg Seafood følger kravet til bransjen, og det er bare i 2015 at differansen har vært høyere enn 0,2 %. Selv om Grieg Seafood har høyere egenkapitalkrav, kompenseres dette gjennom en neglisjerbar minoritetsandel og høyere gjeldsandel som trekker ned driftskravet mot bransjeggjennomsnittet.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	gjennomsnitt
Kravfordel drift	-0,94 %	0,19 %	-0,04 %	0,06 %	0,23 %	0,06 %	0,01 %	0,02 %
+ Rentabilitetsfordel drift	-5,74 %	7,40 %	-4,91 %	0,66 %	0,74 %	-3,35 %	-4,16 %	-1,77 %
= Ressursfordel	-6,68 %	7,59 %	-4,95 %	0,72 %	0,97 %	-3,29 %	-4,15 %	-1,76 %

Tabell 8-7: Ressursfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Kravulempen til Grieg Seafood har et tidsvektet snitt på 0 %. At kravet er såpass tett opp til bransjekravet medfører at vi ikke anser det nødvendig å gjennomføre en ytterligere kravanalyse.

Rentabilitetsulempen har de siste par årene økt, som kan ha en forklaring i at Grieg Seafood har satset mye på bransjer som har slitt under pandemien. Vi har valgt å gjennomføre en Du Pont-analyse for å få en bedre forståelse av utviklingen i rentabilitetsulempen.

Du Pont-analyse

$$ndr = \frac{NDR}{DI} * \frac{DI}{NDE}$$

$$ndr = ndm * onde$$

NDR = Netto driftsresultat

DI = Driftsinntekt

NDE = Netto driftseiendeler

ndm = Netto driftsmargin

onde = Omløpshastigheten til netto driftseiendeler

Formel 8-9: Netto driftsrentabilitet etter Du Pont-modellen (Knivsflå 2022i)

Ved å dele rentabiliteten opp i et lønnsomhetsmål og et effektivitetsmål, kan vi undersøke hvorvidt det er lønnsomheten eller bruken av kapital som skaper rentabilitetsulempe. Du Pont-modellen deler videre rentabilitetsfordelen opp i henholdsvis marginfordel og omløpsfordel.

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) * onde + ndm_B * (onde - onde_B)$$

Ressursfordel = Marginfordel + Omløpsfordel

Formel 8-10: Ressursfordel etter Du Pont-modellen (Knivsflå 2022i)

Marginfordel

Marginfordelen viser forskjellen i netto driftsmargin mellom selskapet og bransjen, gearret opp med omløpshastigheten til netto driftseiendeler.

$$Marginfordel = (ndm - ndm_B) * onde$$

Formel 8-11: Marginfordel (Knivsflå 2022i)

Marginfordelen i analyseperioden er vist i tabell 8-8.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	
Netto driftsmargin GSF	3,62 %	16,15 %	11,52 %	13,29 %	19,42 %	7,37 %	9,59 %	11,70 %
- Netto driftsmargin Bransje	8,76 %	15,44 %	18,49 %	16,56 %	14,23 %	9,22 %	11,60 %	12,99 %
= Uvektet marginfordel	-5,14 %	0,71 %	-6,96 %	-3,27 %	5,19 %	-1,85 %	-2,01 %	-1,30 %
* Omløpet til netto driftseiendeler	1,213	1,744	1,814	1,524	0,858	0,751	0,739	1,540
= Marginfordel	-6,23 %	1,24 %	-12,63 %	-4,99 %	4,45 %	-1,39 %	-1,48 %	-2,00 %

Tabell 8-8: Marginfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Grieg Seafood har de fleste av årene en marginulempe, som innebærer at selskapet har dårligere marginer enn bransjen som helhet. Vi ser imidlertid ikke hvilke resultatelementer som har negativ påvirkning på driftsmarginen, og har av den grunn satt opp en standardstørrelse-analyse i tabell 8-9. Analysen er utarbeidet ved at alle resultatelementer er satt opp i andel av driftsinntekter, både på selskaps- og bransjenivå. Deretter har vi beregnet nettofordel av hvert element multiplisert med omløpshastigheten.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	
Varekostnadfordel	3,61 %	12,12 %	-1,83 %	2,42 %	18,75 %	13,94 %	13,81 %	11,05 %
+ Lønnskostnadfordel	3,33 %	5,64 %	7,86 %	6,60 %	1,73 %	1,53 %	0,26 %	2,93 %
+ ADK-fordel	-14,65 %	-13,72 %	-20,85 %	-13,91 %	-13,36 %	-15,99 %	-13,70 %	-14,92 %
= EBITDA-fordel	-7,71 %	4,04 %	-14,82 %	-4,89 %	7,12 %	-0,52 %	0,37 %	-0,94 %
+ Avskrivningsfordel	0,39 %	1,31 %	1,27 %	0,81 %	-0,44 %	-0,80 %	-0,78 %	-0,09 %
= EBIT-fordel	-7,32 %	5,35 %	-13,55 %	-4,08 %	6,68 %	-1,32 %	-0,41 %	-1,03 %
+ Driftsskattefordel	1,65 %	-1,08 %	3,04 %	1,01 %	-1,41 %	0,22 %	-0,04 %	0,22 %
= Netto driftsmarginfordel i egen virk	-5,67 %	4,27 %	-10,51 %	-3,07 %	5,26 %	-1,10 %	-0,46 %	-0,82 %
+ Tilknyttet selskap-fordel	-0,56 %	-3,03 %	-2,13 %	-1,92 %	-0,81 %	-0,29 %	-1,03 %	-1,18 %
= Marginfordel	-6,23 %	1,24 %	-12,63 %	-4,99 %	4,45 %	-1,39 %	-1,48 %	-2,00 %

Tabell 8-9: Strategisk standardstørrelse-analyse for Grieg Seafood i perioden 2015-2021

Av tabellen ser vi at over halvparten av marginulempen ligger i resultat fra tilknyttede selskap. Grieg Seafood har langt lavere andeler tilknyttede selskap enn bransjesnittet, slik at årsaken til denne marginulempen blant annet handler om strategiske valg. Lønnsomheten fra de tilknyttede selskapene ligger de siste årene rundt 1 % av driftsresultatet og er således ubetydelig for analysen. Forventningen er å se en fordel i egen drift for å kompensere for tilknyttet selskap-ulempen, men vi ser at egen virksomhet genererer en marginulempe på 0,8 %.

Grieg Seafood har ifølge oppstillingen over en betydelig fordel i varekostnader og lønn, men en enda større ulempe i andre driftskostnader. Forventningen er egentlig at andre driftskostnader ikke skal utgjøre en såpass stor ulempe, og vi har derfor måtte se nærmere på hvorfor vi får disse resultatene. Omtrent en tredjedel av andre kostnader hos Grieg Seafood ligger under det de kaller «Produksjonsrelaterte kostnader», i henhold til årsrapportens note 25 (Grieg Seafood ASA, 2022), hvor de har inkludert slaktekostnader, herunder brønnbåt, vaksinasjon, avlusning og analyser. De øvrige sammenlignbare selskapene synes ikke å ha

foretatt tilsvarende inndeling, basert på deres respektive noteopplysninger. Med en forventning om at det skal være marginale forskjeller i alle kostnader som ikke er direkte produksjonsavhengige, velger vi derfor å se varekostnader og andre driftskostnader samlet. Vi finner da en marginulempe på 3,9 %.

Vi vet fra kapittel 4 at det er investert tungt i analysesystemer, og samtidig at selskapet har hatt utfordringer med laksesykdom. Kombinert med det som har vært ulønnsom drift på Shetland, som nå er avhendet, forventer vi at marginulempen skal gå i retning 0 på sikt. Dette gjelder også lønnsfordelen, hvor vi regner med at man på sikt vil redusere fordelene ettersom selskapet i stadig større grad helintegrerer hele varekretsløpet i egen virksomhet.

Siden vi ikke får full oversikt over lønnsomheten per solgte kvantum gjennom standardstørrelse-analysen, ønsker vi å gjøre en enda dypere analyse gjennom en strategisk unit-analyse. Varekostnader består i all hovedsak av direkte kostnader relatert til oppdrettslaksen, eksempelvis smolt og fôr, og i tabell 8-10 har vi dekomponert marginfordelen i henholdsvis fordel resultat per solgte enhet og salgsmengdefordel.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	
Resultat per tonn GWT solgt fordel	-6,96 %	3,01 %	-7,28 %	-3,99 %	-1,53 %	-6,18 %	-8,54 %	-5,09 %
+ Salgsmengdefordel	1,83 %	-2,31 %	0,31 %	0,73 %	6,73 %	4,32 %	6,50 %	3,79 %
= Uvektet marginfordel	-5,13 %	0,70 %	-6,97 %	-3,26 %	5,20 %	-1,85 %	-2,04 %	-1,30 %
* Omløpet til netto driftskapital	1,213	1,744	1,814	1,524	0,858	0,751	0,739	1,537
= Marginfordel	-6,23 %	1,22 %	-12,65 %	-4,97 %	4,46 %	-1,39 %	-1,50 %	-2,00 %

Tabell 8-10: Strategisk unit-analyse for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Grieg Seafood har som vi ser en salgsmengdefordel, som innebærer at de er mer effektive per tonn høstet fisk enn hva bransjen er. Marginene per tonn laks er imidlertid dårligere, som gir en samlet marginulempe. Oppsummert betyr det at Grieg Seafood over perioden har fått 5 % dårligere enhetspris enn bransjegyennomsnittet, men kompenserer ulempen noe gjennom å ha bedre effektivitet i salgsmengde. Strategien med å fokusere på utvalgte kunder fremover antar vi er delvis grunnet marginulempen, og hvis de klarer å få opp enhetsmarginen vil de kunne omgjøre den nåværende marginulempen til en marginfordel.

Omløpsfordel

Omløpsfordelen gir oss forskjellen mellom omløpet til selskapet og bransjeomløpet, gearet opp med bransjens netto driftsmargin. Omløpsfordelen er et mål på effektivitet, og viser den evne selskapet har til å skape driftsinntekter per investerte krone (Knivsfå 2022i).

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B$$

Formel 8-12: Omløpsfordel (Knivsflå 2022i)

I tabell 8-11 presenterer vi omløpsfordelen til Grieg Seafood for analyseperioden.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	
Omløpet til netto driftskapital GSF	1,213	1,744	1,814	1,524	0,858	0,751	0,739	1,073
- Omløpet til netto driftskapital Bransje	1,157	1,345	1,396	1,183	1,119	0,964	0,969	1,105
= Uvektet omløpsfordel	0,056	0,399	0,418	0,341	- 0,261	- 0,213	- 0,230	0,031
* Netto driftsmargin i bransjen	8,76 %	15,44 %	18,49 %	16,56 %	14,23 %	9,22 %	11,60 %	-7,23 %
= Omløpsfordel	0,49 %	6,16 %	7,73 %	5,65 %	-3,71 %	-1,96 %	-2,67 %	0,23 %

Tabell 8-11: Omløpsfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Grieg Seafood har en marginal omløpsfordel om vi ser på det vektete gjennomsnittet, men de siste tre årene av analyseperioden er omløpsfordelen negativ. Det må her nevnes at det de siste årene er gjort investeringer i anlegget i Newfoundland som enda ikke har produsert slakteklar fisk. I tillegg er det vesentlig å få med seg at for Grieg Seafood henger redusert omløpshastighet sammen med at salgsinntektene er redusert som følge av reklassifiseringen Shetland-virksomheten. Hadde denne virksomheten fremdeles vært underlagt ordinær drift, hadde vi sannsynligvis sett en økt omløpshastighetsfordel og økt marginulempe.

I tabell 8-12 har vi oppsummert Du Pont-analysen.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	
Marginfordel	-6,23 %	1,24 %	-12,63 %	-4,99 %	4,45 %	-1,39 %	-1,48 %	-2,00 %
+ Omløpsfordel	0,49 %	6,16 %	7,73 %	5,65 %	-3,71 %	-1,96 %	-2,67 %	0,23 %
= Rentabilitetsfordel	-5,74 %	7,40 %	-4,91 %	0,66 %	0,74 %	-3,35 %	-4,16 %	-1,77 %

Tabell 8-12: Rentabilitetsfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

De siste par årene er altså rentabilitetsfordelen blitt dårligere, som normalt er en indikasjon på at utviklingen kan fortsette. Samtidig vet vi som nevnt over at inntektene (og dermed marginen) vil øke med aktiviteten på Newfoundland, og at omløpet vil bedre seg med Shetland-virksomheten ute av balansen. Vi tar hensyn til disse faktorene når vi senere skal vurdere den fremtidige utviklingen av driftsrentabilitet.

Til slutt har vi gjennomført en ARPU-analyse, hvor ARPU står for gjennomsnittlig inntekt per enhet solgte varer (her tonn fisk). Denne analysen er ment å utvide Du Pont-analysen. ARPU-analysen består av å finne prisfordel og kvantumsfordel, etter formelen:

$$\text{Omløpsfordel} = \text{Prisfordel} + \text{Kvantumsfordel}$$

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{arpu} - \text{arpu}_B) * u * \text{ndm}_B + (u - u_B) * \text{arpu}_B * \text{ndm}_B$$

$arpu = \text{Gjennomsnittlig inntekt per solgte enhet}$

$u = \text{Antallet solgte enheter}$

$ndm = \text{Netto driftsmargin}$

Formel 8-13: ARPU-analyse (Knivsflå 2022i)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	gjennomsnitt
Gjennomsnittsinntekt per tonn GWT	71,158	101,754	112,451	100,856	66,654	62,032	61,763	76,223
- Gjennomsnittsinntekt bransjen	68,775	92,718	97,158	99,603	97,520	93,377	95,148	94,162
= ARPU-fordel	2,383	9,036	15,293	1,252	-30,866	-31,345	-33,385	-17,939
* Skalering	0,001	0,003	0,003	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001
= Prisfordel	0,36 %	2,40 %	4,58 %	0,30 %	-5,68 %	-3,49 %	-4,55 %	-2,19 %
Gjennomsnittskvantum per krone investert	0,017	0,017	0,016	0,016	0,013	0,012	0,012	0,014
- Gjennomsnittskvantum per krone investert i bransjen	0,017	0,015	0,014	0,012	0,012	0,010	0,010	0,012
= Unit-fordel	0,02 %	0,26 %	0,18 %	0,32 %	0,14 %	0,18 %	0,17 %	0,18 %
* Skalering	6,023	14,314	17,961	16,493	13,879	8,606	11,037	13,059
= Kvantumsfordel	0,14 %	3,76 %	3,15 %	5,25 %	1,97 %	1,58 %	1,82 %	2,40 %

Tabell 8-13: Strategisk ARPU-analyse Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	gjennomsnitt
Prisfordel	0,36 %	2,40 %	4,58 %	0,30 %	-5,68 %	-3,49 %	-4,55 %	-2,19 %
+ Kvantumsfordel	0,14 %	3,76 %	3,15 %	5,25 %	1,97 %	1,58 %	1,82 %	2,40 %
= Omløpsfordel	0,49 %	6,16 %	7,73 %	5,55 %	-3,71 %	-1,96 %	-2,67 %	0,23 %

Tabell 8-14: Oppsummering ARPU-analyse (egenprodusert)

Resultatet av analysen viser oss mye det samme som vi så i Du Pont-analysen over, hvor Grieg Seafood har dårligere gjennomsnittlig inntekt per solgte tonn laks, men er mer effektive i henhold til kvantum solgt per investerte krone. Grieg Seafood selger altså tilsynelatende sine varer billigere, men i større volum. Da selskapet har en relativt stor andel laks på fastpriskontrakter avhenger inntekten en del av gjeldende laksepris per inngåelse av kontraktene, men på lang sikt tror vi at fordelene vil konvergere inn mot bransjegjennomsnittet.

8.3.3 Gearingfordel

Gearingfordelen anvendes for å skalere den strategiske driftsfordelen, og er altså ikke et rentabilitetsmål i seg selv. Formelen for gearingfordel er:

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * \text{gearing}$$

$$\text{Gearing} = \text{nfgg} + \text{mig}$$

$\text{ndr} = \text{Netto driftsrentabilitet}$

$\text{ndk} = \text{Netto driftskrav}$

$\text{Nfgg} = \text{Netto finansiell gjeldsgrad}$

$\text{mig} = \text{minoritetsgrad}$

Formel 8-14: Gearingfordel og gearing (Knivsflå 2022i)

Den rene driftsfordelen gir et bilde av superrentabiliteten dersom den eneste finansieringskilden er egenkapital. Gitt at driftsfordelen er positiv, altså at driftsrentabiliteten overstiger kravet, er det lønnsomt med fremmedfinansiering (Knivsflå 2022i).

I tabell 8-15 og 8-16 har vi satt opp gearingfordelen for analyseperioden, og deretter oppsummert driftsfordelen.

Tidsvektning	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	4,39 %	28,17 %	20,91 %	20,25 %	16,66 %	5,53 %	7,08 %	12,97 %
- Netto driftskrav	5,64 %	4,34 %	4,70 %	5,00 %	4,64 %	3,95 %	4,79 %	4,62 %
= Ren driftsfordel	-1,24 %	23,83 %	16,21 %	15,26 %	12,03 %	1,58 %	2,30 %	8,35 %
* Gearing	0,632	0,731	0,412	0,463	0,533	0,371	0,375	0,521
= Gearingfordel drift	-0,79 %	17,43 %	6,68 %	7,06 %	6,41 %	0,59 %	0,86 %	4,35 %

Tabell 8-15: Gearingfordel drift Grieg Seafood for perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Tidsvektning	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Ren driftsfordel	-1,24 %	23,83 %	16,21 %	15,26 %	12,03 %	1,58 %	2,30 %	8,35 %
+ Gearingfordel drift	-0,79 %	17,43 %	6,68 %	7,06 %	6,41 %	0,59 %	0,86 %	4,35 %
= Driftsfordel	-2,03 %	41,25 %	22,89 %	22,31 %	18,44 %	2,17 %	3,16 %	12,71 %

Tabell 8-16: Oppsummering gearingfordel (egenprodusert)

Grieg Seafood har en vektet driftsfordel på 12,7 % hvorav 8,4 % tilfaller egenkapitalfinansiering og 4,4 % tilfaller fremmedfinansiering. Samtidig sier Miller og Modigliani at selskapsverdien er uavhengig av finansieringsstruktur, som nevnt i kapittel 7. Konsekvensen er at gearingfordelen ikke skaper verdi for selskapet, siden effekten av høyere gearing nulles ut av høyere risiko for egenkapital. Dermed vil egenkapitalkravet øke, og videre den rene driftsfordelen reduseres, i tilsvarende grad som gearingfordelen eventuelt øker (Knivsflå 2022i).

Vi konkluderer derfor med at gearingfordelen har positiv effekt for Grieg Seafood gjennom analyseperioden, og på det vektete gjennomsnittet for analyseperioden, men at økt gearingfordel ikke vil øke driftsfordelen på grunn av redusert ren driftsfordel.

8.3.4 Oppsummering driftsfordel

I tabell 8-17 har vi satt opp driftsfordelen til Grieg Seafood.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	
Bransjefordel	5,44 %	16,23 %	21,16 %	14,54 %	11,05 %	4,88 %	6,45 %	10,11 %
+ Ressursfordel	-6,68 %	7,59 %	-4,95 %	0,72 %	0,97 %	-3,29 %	-4,15 %	-1,76 %
+ Gearingfordel	-0,79 %	17,43 %	6,68 %	7,06 %	6,41 %	0,59 %	0,86 %	4,35 %
= Driftsfordel	-2,03 %	41,25 %	22,89 %	22,31 %	18,44 %	2,17 %	3,16 %	12,71 %

Tabell 8-17: Oppsummering driftsfordel (egenprodusert)

Grieg Seafood har en driftsfordel som i hovedsak skyldes en relativt stor bransjefordel. I året 2020 ble bransjen rammet av redusert etterspørsel som følge av pandemien, men synes i 2021 å være på vei oppover igjen. Ressursulempen er i samsvar med våre funn i kapittel 4, hvor vi ikke har identifisert strategiske fortrinn som indikerer langsiktige ressursfordeler utover bransjefordelene.

Det vektete gjennomsnittet viser at bransjen gir en superrentabilitet på 10,1 % mens selskapets egne ressurser gir en ulempe på 1,8 %. Ressursulempen er i hovedsak forklart gjennom produksjonsrelaterte kostnader og relativt sett dårlige marginer på solgt laks sammenlignet med bransjen. Vi har imidlertid identifisert forhold som kan redusere ressursulempen i årene som kommer, herunder det faktum at det per utløpet av 2021 enda ikke er slaktet laks i regionen Newfoundland. Vi konkluderte i ressursanalysene i kapittel 4 med at det verken foreligger ressursfordeler eller ressursulemper, og vi ser for oss at man i årene som kommer vil ha en mer eller mindre nøytral ressursfordel.

Gearingfordelen er redusert de siste par årene. Mens netto finansiell gjeld har vært forholdsvis stabil gjennom perioden, har egenkapitalandelen blitt høyere. Redusert gearingfordel har bidratt til å redusere den negative utviklingen i de øvrige faktorene, siden finansieringsstrukturen ikke påvirker selskapsverdien. Når gjelds- og minoritetsgraden reduseres, blir også risikoelementene som inngår i egenkapitalkravet redusert med den konsekvens at kravet blir lavere.

8.4 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen består av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser, og kan uttrykkes som følger:

$$\text{Finansieringsfordel} = \text{netto finansiell gjeldsfordel} + \text{minoritetsfordel}$$

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

$nfgk$ = Netto finansielt gjeldskrav

$nfgr$ = Netto finansiell gjeldsrente

$nfgg = \text{Netto finansiell gjeldsgrad}$

$mik = \text{Minoritetskravet}$

$mir = \text{Minoritetsrentabilitet}$

$mig = \text{Minoritetsgrad}$

Formel 8-15: Finansieringsfordel (Knivsflå 2022i)

Som vi ser av formel 8-15 så er en positiv finansieringsfordel gitt ved at renten er lavere enn kravet, som betyr at fordelene er sett fra egenkapitalinteressene sitt ståsted. Vi vil først analysere den netto finansielle gjeldsfordelen, og deretter minoritetsfordelen.

8.4.1 Netto finansiell gjeldsfordel

Som følge av at gjeldsmarkedene er ansett å være effisiente, med høy konkurranse, samtidig som at netto finansiell gjeld oppgis til virkelig verdi, er nullhypotesen at netto finansiell gjeldsfordel skal være så godt som null (Knivsflå 2022h). Finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld kan dekomponeres som følger:

$$FFNFG = FFFG + FFFE$$

$$FFNFG = (fgk - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg$$

$FFFG = \text{Finansiell fordel finansiell gjeld}$

$FFFE = \text{Finansiell fordel finansielle eiendeler}$

$fgk = \text{Finansiell gjeldskrav}$

$fgr = \text{Finansiell gjeldsrente}$

$fgg = \text{Finansiell gjeldsgrad}$

$fer = \text{Finansiell eiendelsrentabilitet}$

$fek = \text{Finansielt eiendelskrav}$

$feg = \text{Finansiell eiendelsgrad}$

Formel 8-16: Netto finansiell gjeldsfordel (Knivsflå 2022h)

Finansieringsfordelen deles altså opp i fordel fra finansiell gjeld, fratrukket fordelene fra finansielle eiendeler. For egenkapitalinteressene oppstår det en fordel hvis gjeldskravet er høyere enn gjeldsrenten, og hvis eiendelsrentabiliteten er høyere enn eiendelskravet. Tabell 8-18 viser finansieringsfordelen fra finansiell gjeld i analyseperioden.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	
Finansielt gjeldskrav	4,45 %	1,60 %	2,15 %	2,35 %	1,76 %	1,54 %	2,00 %	2,03 %
- Finansiell gjeldsrente	5,60 %	3,21 %	2,62 %	2,83 %	2,44 %	5,40 %	4,08 %	3,79 %
= Finansiell gjeldsrentefordel	-1,15 %	-1,61 %	-0,48 %	-0,49 %	-0,67 %	-3,86 %	-2,08 %	-1,76 %
* Finansiell gjeldsgrad	0,702	0,898	0,575	0,531	0,557	0,408	0,864	0,610
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,81 %	-1,45 %	-0,28 %	-0,26 %	-0,38 %	-1,58 %	-1,79 %	-1,07 %

Tabell 8-18: Finansieringsfordel finansiell gjeld Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Tabellen viser en finansieringsulempe gjennom hele perioden, ved at gjeldsrenten overstiger kravet. Årsaken til at det foreligger en finansieringsulempe kan være at Grieg Seafood har en vesentlig andel lån i henholdsvis EUR og CAD. I 2021 utgjør disse lånene om lag 25 % av alle langsiktige lån, ifølge årsmeldingen 2021 note 12. I tillegg har selskapet utstedt klimaobligasjoner på 1,5 milliarder NOK, en type obligasjoner som ofte har høyere likviditetspremier. En annen mulig forklaring kan være at vi har overvurdert den syntetiske ratingen vi ga selskapet i kapittel 6.

Vi har beregnet en p-verdi på 0,018 som er lavere enn 0,10. Dette medfører at nullhypotesen, om at finansieringsfordel finansiell gjeld skal være 0, må kastes.

Videre har vi beregnet finansieringsfordel av finansielle eiendeler i tabell 8-19.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	
Finansiell eiendelsrentabilitet	2,24 %	2,36 %	2,75 %	5,85 %	3,88 %	0,00 %	0,00 %	2,00 %
- Finansielt eiendelskrav	1,20 %	1,01 %	1,26 %	1,47 %	1,20 %	0,64 %	5,31 %	2,13 %
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	1,05 %	1,34 %	1,49 %	4,38 %	2,67 %	-0,64 %	-5,31 %	-0,14 %
* Finansiell eiendelsgrad	0,078	0,180	0,184	0,081	0,038	0,050	0,489	0,187
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,08 %	0,24 %	0,27 %	0,35 %	0,10 %	-0,03 %	-2,60 %	-0,54 %

Tabell 8-19: Finansieringsfordel finansielle eiendeler Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Vi ser av tabellen at fordelene fra finansielle eiendeler er lavere enn for finansiell gjeld.

Beregnet p-verdi er 0,562. Siden p-verdi overstiger 0,10 kan vi ikke forkaste nullhypotesen om at finansieringsfordelen er 0.

Vi har i tabell 8-20 satt opp beregningen av netto finansiell gjeldsfordel.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,81 %	-1,45 %	-0,28 %	-0,26 %	-0,38 %	-1,58 %	-1,79 %	-1,07 %
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,08 %	0,24 %	0,27 %	0,35 %	0,10 %	-0,03 %	-2,60 %	-0,54 %
= Netto finansiell gjeldsfordel	-0,73 %	-1,21 %	0,00 %	0,10 %	-0,27 %	-1,61 %	-4,39 %	-1,61 %

Tabell 8-20: Netto finansiell gjeldsfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Finansieringsfordelen har vært ubetydelig frem til det siste året, hvor vi ser at det er en ulempe på 4,39 %. Det vektete gjennomsnittet gir en finansieringsulempe på 1,6 %. Av samlet finansieringsulempe ligger 2/3 i den finansielle gjelden, mens resterende ulempe ligger i eiendelene.

8.4.2 Minoritetsfordel

Vi forventer ikke at finansieringsfordelen fra minoriteten skal utgjøre særlig stort beløp. Grieg Seafood har en lavere andel minoritet enn bransjesnittet, og i 2021 er det ikke minoritetsinteresse i selskapet.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	gjennomsnitt
Minoritetskravet	7,54 %	7,41 %	6,75 %	7,34 %	7,32 %	5,99 %	8,70 %	7,35 %
- Minoritetsrentabilitet	56,79 %	119,61 %	53,96 %	56,53 %	51,35 %	46,32 %	0,00 %	44,13 %
Superrente på minoritet	-49,25 %	-112,19 %	-47,21 %	-49,20 %	-44,03 %	-40,33 %	8,70 %	-36,78 %
* Minoritetsgrad	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Tabell 8-21: Finansieringsfordel minoritetsinteresser for Grieg Seafood i perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Minoritetsrentabiliteten er som vist i tabellen svært høyt, men som følge av at Grieg Seafood har så liten minoritetsandel er det ikke finansieringsfordel relatert til minoriteten.

Nullhypotesen sier at finansieringsfordelen fra minoriteten skal være null, og basert på beregningene over ser vi at nullhypotesen holder.

8.4.3 Oppsummering finansieringsfordel

Tabell 8-22 viser oppsummeringen av finansieringsfordelen.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet
Tidsvektning	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	gjennomsnitt
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,73 %	-1,21 %	0,00 %	0,10 %	-0,27 %	-1,61 %	-4,39 %	-1,61 %
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= Finansieringsfordel	-0,73 %	-1,21 %	0,00 %	0,10 %	-0,27 %	-1,61 %	-4,39 %	-1,61 %

Tabell 8-22: Oppsummering finansieringsfordel (egenprodusert)

Grieg Seafood har en konstant finansieringsulempe i perioden, men de fleste av årene er ulempen svært liten sett opp mot driftsfordelen. Med tanke på at vi mener nullhypotesen holder både for finansielle eiendeler og minoriteten, og at gjeldsfinansieringsfordelen er såpass lav som den er, mener vi at det ikke er behov for å hensynta finansieringsfordelen i fremskrivningen senere i oppgaven.

8.5 Oppsummering strategisk fordel

Vi har analysert Grieg Seafood sin strategiske fordel gjennom å dekomponere driftsfordel og finansieringsfordel. Grieg Seafood har i analyseperioden har en tidsvektet strategisk fordel på 11,1 %. Siden finansieringen gir en negativ fordel, eller ulempe, er det driftsfordelen som sørger for at selskapet har en strategisk fordel.

Driftsfordelen består i hovedsak av en bransjefordel på 10,1 %, i tillegg til en ressursulempen på 1,8 % og en gearingfordel på 4,4 %. Ressursulempen bekrefter våre konklusjoner i kapittel 4, hvor vi kom frem til at selskapet ikke har noen strategiske sterke sider utover bransjefordeler. Bransjefordelen oppstår som nevnt i kapittel 4 som følge av en god lønnsomhet i bransjen som hovedsakelig kommer fra at det er høye inngangsbarrierer på grunn av strenge politiske reguleringer tilknyttet konsesjonsordninger. Det at det er en kapitalintensiv bransje med begrensede produksjonsområder og vekstmuligheter gjør det også utfordrende for nye aktører å etablere seg. I vår analyse av ressursfordeler fant vi at Grieg Seafood sin største fordel ligger i lavere varekostnader enn bransjen. Samtidig har selskapet en høyere grad av andre driftskostnader, hvor det meste av disse kostnadene relaterer seg til produksjonskostnader. Vi mener selskapet vil kunne reversere denne ressursulempen og legge seg på nivå med bransjen. Analysene er noe påvirket av at Grieg Seafood i 2020 og 2021 har skilt ut virksomheten i Shetland som følge av en beslutning om å selge denne virksomheten. I tillegg er det ikke påbegynt slakt eller omsetning på Newfoundland. Konsekvensen av disse forholdene er at rentabiliteten synes å være lavere, hjulpet av pandemien som sørget for at salg til hoteller og restauranter ble kraftig redusert.

Gearingfordelen er ikke en strategisk fordel, men snarere en skaleringsfaktor for beregningen av strategisk fordel.

Tidsvektig	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Tidsvektet gjennomsnitt
	0,06	0,08	0,1	0,12	0,18	0,21	0,25	
Bransjefordel	5,44 %	16,23 %	21,16 %	14,54 %	11,05 %	4,88 %	6,45 %	10,11 %
+ Ressursfordel	-6,68 %	7,59 %	-4,95 %	0,72 %	0,97 %	-3,29 %	-4,15 %	-1,76 %
+ Gearingfordel	-0,79 %	17,43 %	6,68 %	7,06 %	6,41 %	0,59 %	0,86 %	4,35 %
= Driftsfordel	-2,03 %	41,25 %	22,89 %	22,31 %	18,44 %	2,17 %	3,16 %	12,71 %
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,81 %	-1,45 %	-0,28 %	-0,26 %	-0,38 %	-1,58 %	-1,79 %	-1,07 %
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,08 %	0,24 %	0,27 %	0,35 %	0,10 %	-0,03 %	-2,60 %	-0,54 %
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= Finansieringsfordel	-0,73 %	-1,21 %	0,00 %	0,10 %	-0,27 %	-1,61 %	-4,39 %	-1,61 %
Strategisk fordel	-2,76 %	40,04 %	22,89 %	22,41 %	18,16 %	0,56 %	-1,23 %	11,10 %

Tabell 8-23: Oppsummering strategisk fordel (egenprodusert)

9 Fremtidsregnskap

Det første kapittelet i del 3 omhandler fremtidsregnskapet. Vi vil her benytte innsikt vi tilegnet oss fra den strategiske analysen i kapittel 4, og analysene i del 2, til å utarbeide et fremtidsregnskap. Vi vil ta utgangspunkt i det omgrupperte og justerte regnskapet fra kapittel 5, og budsjettere det framover i tid fra det første året i budsjetthorisonten til T+1 som er steady state. Fremtidsregnskapet som budsjetteres i dette kapittelet vil videre benyttes til å utføre den fundamentale verdivurderingen i kapittel 11 (Knivsflå 2022j).

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

Vi vil benytte Knivsflå sitt rammeverk for å utarbeide fremtidsregnskapet. Rammeverket kan deles opp i fire steg (Knivsflå 2022j):

1. Valg av budsjetthorisont.
2. Valg av budsjettmodell, metode for framskrivning og detaljnivå.
3. Vekstanalyse og analyse av budsjett drivere, samt budsjettering av regnskapslinjer.
4. Presentasjon av fremtidsregnskapet.

9.2 Valg av budsjett horisont

Ved valg av budsjett horisont må vi først ta stilling til om Grieg Seafood vil avvikle virksomheten i nærmeste framtid, ettersom det vil sette en klar begrensning på budsjett horisonten. Da vi ikke har sett noen signaler på at Grieg Seafood vil avvikle virksomheten i framtiden, vil vi ha en budsjett horisont fram til selskapet når en steady state (Koller, Goedhart og Wessels, 2020, s. 260).

I steady state vil selskapet ha en stabil utvikling, og vil her legge til grunn at alle budsjett drivere er konstante. Før selskapet kommer i steady state må vi budsjettere innsikten vi har tilegnet oss fra regnskapsanalysen og den strategiske analysen, gjennom budsjett drivere. Fremtidsregnskapet vil bli budsjettert fra år 0 i finansregnskapet, som for oss vil være 2021, og fram til år T som er det siste året i budsjett horisonten. Steady state vil dermed være år T+1. Vi vil inkludere 2 år i steady state. Formålet vårt med budsjetteringen er å framskrive budsjett drivere slik at de konvergerer mot steady state, etter å først ha tatt hensyn til endringer fra finansregnskapet utfra tilegnet innsikt. Budsjettering i budsjett horisonten kan sammenlignes med å lage en vei fra år 0 og fram til steady state

(Knivsflå 2022j). Ved valg av budsjettthorison er det utfra dette relevant hvor lang tid vi trenger å budsjettere budsjettdriverne før vi gjør utviklingen konstant for alle.

I steady state er perspektivet uendelig, så det anses urimelig at veksten vil være større enn veksten i verdensøkonomien. Hvis selskapet er et såkalt vekstselskap vil det være rimelig å anta en lengere budsjettthorison før de kommer i steady state, men hvis selskapet er i en moden bransje vil det være en kortere periode (Knivsflå 2022j).

Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje og dette taler for en lengere budsjettthorison for å fange opp ulike konjunkturer, men vi så også i den strategiske analysen at oppdrettsbransjen ikke er en ren vekstbransje, men heller en mer moden bransje basert på strenge reguleringer, geografiske begrensinger og biologiske utfordringer. Dette taler for en kortere budsjettthorison, og ettersom vi heller ikke forventer spesielle hendelser som bør tas hensyn til lenger ut i budsjettthorisonen, velger vi å benytte en budsjettthorison på 7 år. T vil med det være 2028 og steady state (T+1) 2029.

9.3 Budsjett drivere og budsjettmodell

Ved budsjettering av budsjett drivere må vi først ta stilling til budsjettmodell. Det er her spesielt detaljnivået som er relevant. Vi kan velge å være detaljerte med flere ulike budsjett drivere, eller å ha et fokusert detaljeringsnivå der vi har færre budsjett drivere, men går mer i dybden. Basert på at vi har en mellomlang budsjettthorison, og har tilegnet oss innsikt fra den strategiske analysen og del 2, vil vi legge oss på et fokusert detaljeringsnivå. Vi vil ha færre budsjett drivere, men vi mener at vi med å fokusere på færre drivere kan redusere noe av usikkerheten tilknyttet budsjettering av budsjett driverne (Knivsflå 2022j). I tillegg vil et mer detaljert fremtidsregnskap ikke være nødvendig for vår verdivurdering (Palepu, Healy og Peek, 2019, s. 233).

Videre må vi velge hvilken metode vi skal benytte for framskrivning av budsjett drivere. Generelt sett vil budsjettering ta utgangspunkt i den historiske utvikling til budsjett driverne, og innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen (Knivsflå 2022j). For å oppnå god budsjettering er man avhengig av kunnskap om de underliggende økonomiske forholdene. Basert på en god strategisk regnskapsanalyse kan man budsjettere trenden til budsjett drivere et par år fram i tid ganske nøyaktig, men over tid vil budsjett driverne som regel konvergere mot bransjen sitt margin gjennomsnitt og vekstraten i verdensøkonomien, ettersom selskapet ikke vil kunne bevare en varig marginfordel, og heller ikke ha økonomisk vekst høyere enn verdensøkonomien (Knivsflå 2022j). Dette er såkalt «mean reversion» og vil være vårt

utgangspunkt, men vi vil overstyre «mean reversion» med innsikt tilegnet fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen der dette er relevant. Koller, Goedhart og Wessels (2020, s. 260) foreslår at den eksplisitte perioden i budsjettet deles opp i to perioder, hvor den første innehar detaljerte år-for-år vurderinger, mens den andre forenkles og fokuserer på et fåtalls variabler.

En metode for å håndtere usikkerhet i budsjetteringen er å skape ulike scenarioer for utviklingen. Det er her vanlig å operere med tre forskjellige scenarioer: optimistisk, nøytral og pessimistisk (Knivsflå 2022j). Vi vil derimot i vår analyse kun budsjettere ett budsjett der vi tar utgangspunkt i historisk utvikling, og den forventede utviklingen i budsjettdriverne, basert på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen (Knivsflå 2022j). Usikkerheten i verdiesestimater vil vi heller ta hensyn til senere i oppgaven ved å utføre en sensitivitetsanalyse og simuleringsanalyse.

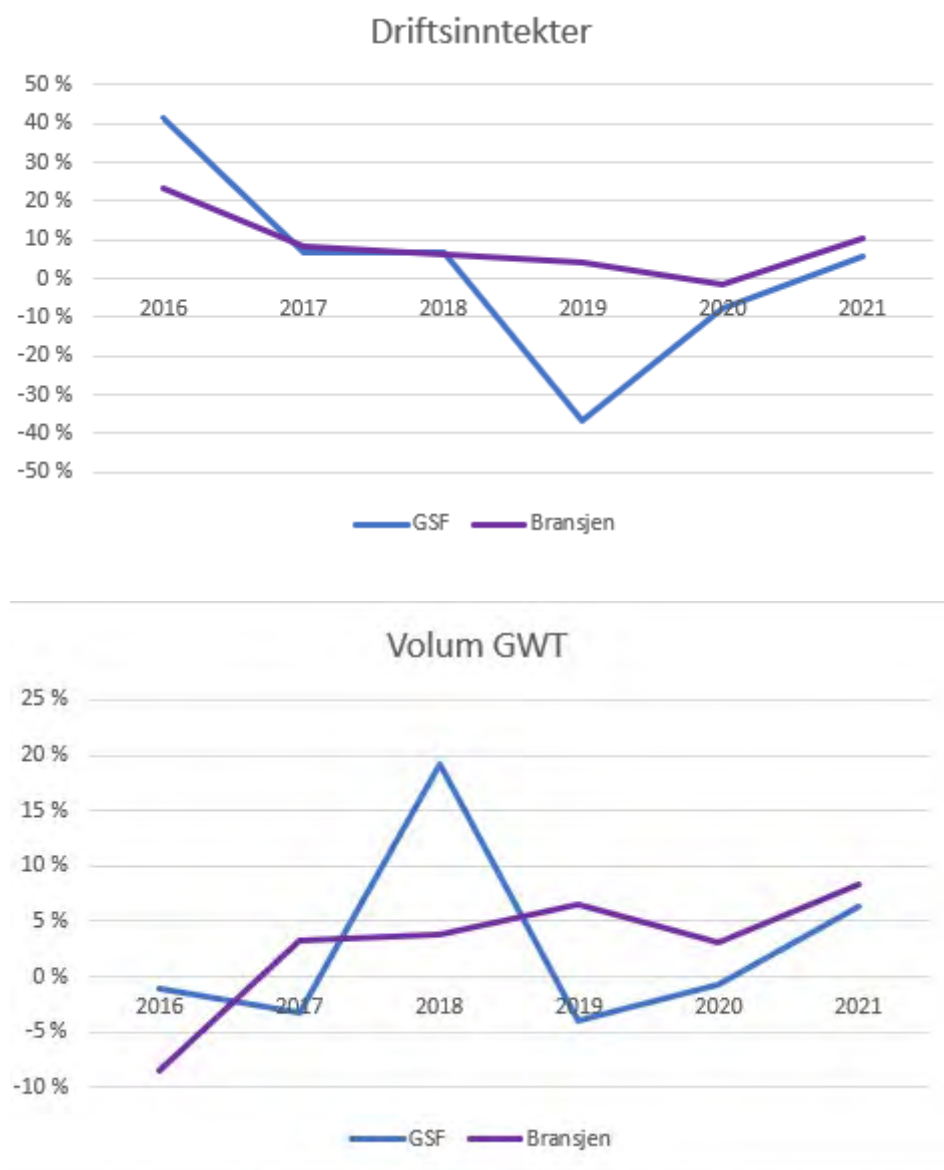
9.4 Driftsinntektsveksten

Driftsinntektsveksten er en svært viktig budsjettdriver ettersom den forklarer en vesentlig del av selskapet sin vekst, og med det vil være essensiell for størrelsen på selskapet i framtiden. (Knivsflå 2022j). Hvor mye et selskap kan vokse vil avhenge i stor grad av veksten i verdensøkonomien, vekst i bransjen og selskapet sin vekst basert på interne ressurser (Knivsflå 2022j). Et viktig skille når det kommer til vekst er tidsperspektivet. Vi vil her skille mellom vekst på kort og mellomlang sikt, langsiktig sikt og steady state. På kort og mellomlang sikt vil veksten avhenge av faktorene nevnt ovenfor. Spesielt om det er vekst i bransjen vil være avgjørende for hvor mye selskapet kan vokse. Dette er fordi hvis bransjen vokser kan selskapet oppnå vekst uten å måtte konkurrere om eksisterende markedsandeler med konkurrenter. Dette er gunstig ettersom konkurranse om eksisterende markedsandeler vil føre til reduserte salgspriser som treffer marginene i bransjen direkte (Knivsflå 2022j). På kort og mellomlang sikt kan et selskap i en bransje med vekst oppleve vekst langt over den generelle veksten i verdensøkonomien, men langsiktig vil ikke dette være mulig på grunn av «mean reversion» (Palepu, Healy og Peek, 2019, s. 236). Hvis et selskap vokser mer enn vekstraten i verdensøkonomien i steady state, vil i prinsippet selskapet til slutt bli det eneste selskapet i verden. Dermed vil veksten langsiktig være begrenset til veksten i verdensøkonomien og forventet inflasjon (Knivsflå 2022j).

Koller, Goedhart og Wessels (2020, s. 265) viser til at budsjettering av inntekter kan foregå gjennom det de kaller en «top-down»-modell eller en «Bottom-up»-modell. Den første

handler om å estimere fremtidige markedsandeler og priser, mens den andre tar utgangspunkt i selskapets egen vurdering av eksisterende og potensielle kunder i et mettet marked. «Top-down»-modellen bør brukes i markeder i vekstfasen, noe vi gjennom oppgaven har fastslått gjelder for oppdrettsbransjen. Bransjen har homogene produkter, og vi har på bakgrunn av dette valgt en metode for budsjettering av driftsinntektene der vi benytter flere inntektsdrivere gjennom en «top-down»-modell. Driftsinntektene i oppdrettsbransjen vil i stor grad være styrt av lakseprisen og mengde slaktet laks, så dette vil være inntektsdriverne vi fokuserer på (Knivsflå 2022k).

Analyse av historisk vekst



Figur 9-1: Driftsinntekter og solgt volum Grieg Seafood og bransjen perioden 2015-2021 (egenprodusert)

Ovenfor ser vi den historiske utviklingen i vekst for Grieg Seafood og bransjen i driftsinntekter og volum. Det var sterk vekst i driftsinntektene i 2016 etter et svært omfattende algeutbrudd i Chile det året, som førte til økt etterspørsel i markedet etter norsk laks ettersom tilbudet fra Chile ble vesentlig redusert (Berge, 2017). Dette i kombinasjon med lave laksepriser i 2015, på grunn av et historisk høyt tilbud av laks, førte til en spesiell høy vekst i 2016 (Nilsen, 2017). Veksten normaliserte seg i periodene etter, og nådde et bunnpunkt i 2020 grunnet Covid-19. For Grieg Seafood er veksten i 2019 sterkt påvirket av at tallene for Shetland-virksomheten er trukket ut. Hensyntatt Shetland opplevde Grieg Seafood faktisk sterkere vekst i driftsinntekt og slaktet volum enn bransjen. I 2021 hadde bransjen en vekst på 10% og Grieg Seafood en vekst på 6%. Vi ser at historisk så har bransjen opplevd en høyere vekst i driftsinntektene enn Grieg Seafood i gjennomsnitt, men tallene blir som sagt påvirket av bortfallet av Shetland-virksomheten, og i perioden 2016 til 2020 inkludert Shetland har de høyere vekst enn bransjen i alle perioder utenom 2017. Shetland-virksomheten vil ikke ha noe å si for Grieg Seafood sin fremtidige vekst, men det gir en viss innsikt i selskapet sin evne til å skape vekst historisk. Bransjen sin vekst i volum ligger relativt jevnt på rundt 5%, mens Grieg Seafood sin vekst er mer sprikende. Spesielt i 2018 opplevde de en betydelig vekst som følge av realisering av deres vekststrategi som de introduserte i 2016. Her er det spesielt bedre utnyttelse av eksisterende lisenser som førte til den sterke veksten.

Som nevnt vil lakseprisen være en avgjørende inntektsdriver for driftsinntektene i budsjetthorisonten. Vi vil benytte observerte priser på forwardkontrakter fra Fish Pool som grunnlag for lakseprisen. Fish Pool er en råvarebørs der forwardkontrakter på atlantisk laks handles (Fishpool, u.å) Grieg Seafood har som strategi å selge 20 %-50 % av det norske laksevolumet på forwardkontrakter i henhold til årsrapporten for 2021. Vi anser Fish Pool sine forwardpriser som beste estimat på lakseprisen, siden det er oppdrettsselskapene og andre profesjonelle aktører i bransjen sine fremtidige forventinger til lakseprisen som danner grunnlaget for Fish Pool sine forwardkurser.

Per 18. April 2022 kan vi observere forward priser fram til desember 2024. Lakseprisen er per i dag historisk høy og forward prisene er på 105 kr per kg i april 2022. I slutten av 2022 er prisen på 72 kr per kg, mens den reduseres til 62,9 kr per kg i slutten av 2023 og videre ned til 59 kr per kg i slutten av 2024.

I 2020 opplevde bransjen et bortfall av det lukrative HoReCa-segmentet, og de tradisjonelt sterke markedene som Europa, Amerika og Asia reduserte sin etterspørsel etter laks. Samtidig så man en vridning i markedet mot retail som følge av økt konsum av laks i hjemmet. I 2021

og 2022 har økning i retail klart å holde seg på nivåer som er høyere enn det de var før pandemien, i tillegg til at HoReCa-markedet har kommet tilbake for fullt. I kombinasjon med lav tilvekst grunnet kalde temperaturer i sjøen i 2021, har dette ført til økt etterspørsel og redusert tilbud i 2022. Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje, og man kan over tid forvente en normalisering av lakseprisen som vi ser reflektert i Fish Pool sine forwardkurser, men markedet fremstår sterkt på kort sikt.

Lakseprisen på kort og mellomlang sikt

For lakseprisen som inntektsdriver har vi beregnet et årlig gjennomsnitt for hver av de 3 første årene i budsjettthorizonten basert på Fish Pool sine forwardkurser. Vi får basert på dette en gjennomsnittskurs på 76,56 i 2022, 65,5 i 2023 og 62,5 i 2024.

Lakseprisen på lang sikt og i steady state

Etter 2024 er det ingen observerbare laksepriser. Vi anser lakseprisen i siste kvartal i 2024 på 59 kr per kg som et greit utgangspunkt for budsjettperioden etter 2024 også da prisen antyder en mer normalisering i laksemarkedet. Dette er en skjønnsmessig vurdering ettersom det er mange faktorer som kan påvirke lakseprisen og forwardprisen per 2024 vil ikke nødvendigvis gjenspeile den faktiske pris utviklingen i de kommende periodene.

Ved å holde lakseprisen konstant fra 2024 vil vekst i driftsinntektene fra og med 2025 skyldes vekst i volum.

Volum på kort og mellomlang sikt

Grieg Seafood har som omtalt i kapittel 4 et mål om å nå et volum på 130 000 GWT i 2025. Dette er et revidert mål fra 2020 da selskapet måtte justere sine estimater etter salget av Shetland virksomheten. Med et slaktevolum på 75 601 tonn i 2021 er dette en økning på 72% i volum på 4 år eller en lineær økning på 18% i året.

15 000 tonn skal komme fra selskapet sin satsning i Newfoundland i Canada. Grieg Seafood tilegnet seg anlegg og konsesjoner gjennom et oppkjøp i 2020, og bare i 2021 investerte de 288 MNOK i området. Den første smolten vil settes ut i merder i sjøen i midten av 2022, og den første laksen vil med det kunne slaktes i 2023. Basert på selskapet sin kapitalmarkedsdag i 2020, og årsrapporten for 2021, legger vi med til grunn en økning i GWT på 5 000 i 2023, 2 000 i 2024 og 8 000 i 2025 tilknyttet Newfoundland.

Selskapet kan også øke volumet ved å utnytte eksisterende konsesjoner bedre. Grieg Seafood sin post-smolt strategi gir selskapet en mulighet til nettopp dette. Ved å ha smolt lengre i ferskvannsanlegg før den sjøsettes behøver den mindre tid i sjøen, og selskapet får utnyttet maksimalt tillatt biomasse for sine konsesjoner bedre. Grieg Seafood forventer en økning i volum på 7 000 tonn fra økt bruk av post-smolt for produksjonen i Norge fram til 2025. (Grieg Seafood ASA, 2020). Grieg Seafood melder om positive resultater på post-smolt strategien i 2021, og vi så også at flere av de andre oppdrettsselskapene benytter tilsvarende strategi, så vi anser det som sannsynlig at selskapet når målet om økning i volum. Resterende volumøkning fram til 2025 antar vi at vil komme fra bedre utnyttelse av eksisterende konsesjoner, der selskapet har ledig maksimalt tillatt biomasse. Basert på dette forventer vi en total økning i GWT på 54 399 fram til 2025 der økning fordeler seg med i 14 399 i 2022, 13 333 i 2023, 10 333 i 2024 og 16 334 i 2025.

Volum på langsikt og i steady state

Etter 2025 har ikke selskapet uttalte estimer på forventet volum, foruten det langsiktige målet for Newfoundland i 2030 på 45 000 GWT. Fordelt lineært vil dette alene gi en gjennomsnittlig vekst i driftsinntektene på 4% fra 2026 til 2030 med en økning på 6 000 GWT hvert år. Dette målet er langt fram i tid, og selskapet har enda ikke sjø satt smolt, så det vil være mye usikkerhet tilknyttet selskapet sine estimer her. De har heller ikke enda fått godkjent alle konsesjonene som behøves for å nå dette volumet per dags dato.

Som nevnt i kapittel 4 fikk Grieg Seafood i 2021 godkjent 3 utviklingstillatelser til sitt konsept Blue Farm. Ved å gjennomføre utviklingen av disse offshore havmerdene kan det tenkes at Grieg Seafood kan øke volumet sitt ytterligere langsiktig, og man har i det siste sett at andre oppdrettsselskaper som SalMar og Norwegian Royal Salmon har hatt suksess med sine offshore farming-konsepter. Konseptet til Grieg Seafood er dog ikke i utvikling enda, og ut fra årsrapporten for 2021 og kapitalmarkedsdagen i 2020 fremstår det ikke som konseptet har høy prioritet. Basert på dette anser vi det ikke som realistisk at konseptet vil bli realisert og ha et vesentlig volum i vår budsjett horisont.

I vår analyse av oppdrettsbransjen i kapittel 2 fant vi flere positive faktorer for etterspørselen etter laks langsiktig. Blant annet befolkningsvekst, en økende middelklasse i utviklingsland, og helsemessige og bærekraftige fordeler ovenfor substitutter. Vi fant også at tilbudssiden var begrenset som følge av biologiske utfordringer, begrensede geografiske produksjonsområder og politiske reguleringer. Vi konkluderte med at grunnet den relativt korte historien til

landbasert oppdrett slik som det foreligger i dag, kunne vi ikke konkludere på om det var et levedyktig alternativ. På lang sikt vil vi derimot legge til grunn at det blir et levedyktig alternativ til tradisjonelt oppdrett. Basert på dette er det rimelig å legge til grunn at tilbudssiden til laks vil øke, som følge av at flere av de geografiske, biologiske og politiske utfordringene fjernes. Man ser også allerede i dag at offshore farming har vist gode resultater, som også vil kunne øke tilbudssiden.

Videre kan det også tenkes at det blir politiske endringer, tilknyttet for eksempel trafikklyssystemet, som vil påvirke tilbudssiden, men det er vanskelig å spekulere i. Hvordan ulike endringer vil påvirke Grieg Seafood sin driftsinntektsvekst er vanskelig å estimere, men hvis landbasert oppdrett eller offshore farming viser seg å bli vellykket er det rimelig å anta at Grieg Seafood som en betydelig aktør i bransjen også eksponerer seg mot slike oppdrettsmetoder.

Det er som nevnt vanskelig å estimere driftsinntektsvekst langsiktig fra 2026, men vi anser det som rimelig å anta at veksten vil være avtagende etter en periode med sterk vekst fra 2022 til 2025, og lar veksten konvergere mot vekst i steady state fra 2026.

Vekst i verdensøkonomien og inflasjon i fremtiden er svært vanskelig å estimere i dagens klima, etter Covid-19 og den pågående krigen i Europa. Vi beslutter dermed å benytte Knivsflå sitt estimat på langsiktig vekst på 3% (Knivsflå 2022j).

Basert på overstående har vi estimert følgende vekst i driftsinntektene til Grieg Seafood:

Vekst driftsinntekter	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekt t-1	4 669 330	5 789 969	6 658 465	7 324 311	8 276 471	9 076 530	9 651 377	9 940 919	10 239 146
Vekstrate + 1	1,240	1,150	1,100	1,130	1,097	1,063	1,030	1,030	1,030
Driftsinntekt t	5 789 969	6 658 465	7 324 311	8 276 471	9 076 530	9 651 377	9 940 919	10 239 146	10 546 321

Tabell 9-1: Vekst i driftsinntekter for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

9.4.1 Netto driftseiendeler

Etter å ha budsjettert vekst i driftsinntektene kan vi nå også budsjettere netto driftseiendeler. Vi budsjetterer netto driftseiendeler ved å bruke en driver, omløpshastigheten til netto driftseiendelene (onde). Onde kan beregnes med følgende formel:

$$\text{Nette driftseiendeler } t-1 = \text{Driftsinntekter} / \text{onde}$$

Formel 9-1: Netto driftseiendeler (Knivsflå 2022k).

I kapittel 8 fant vi at Grieg Seafood har en marginal omløpsfordel på 0,2% ovenfor bransjen om vi ser på det vektete gjennomsnittet. Selskapet har hatt en negativ utvikling i onde de 3 siste årene fra 2019 til 2021 som følge av bortfallet av Shetlandvirksomheten og de reduserte inntektene som følge av Covid-19 i 2020. Vi anser det rimelig at onde vil øke for selskapet fra nivået på 0,739 i 2021 ettersom det er gjort betydelige investeringer i Newfoundland som fra 2022 vil kunne produsere slakteklar laks, samt den budsjetterte økningen i driftsinntektene.

I lønnsomhetsanalysen så vi at Grieg Seafood hadde et tidsvektet onde-gjennomsnitt på 1,073 mens bransjen hadde et snitt på 1,105. Typisk vil en omløpsfordel reduseres over tid og vil la onde konvergere mot bransje gjennomsnittet på 1,105 i slutten av prognoseperioden som vår steady state verdi. (Knivsflå 2022k).

For år 0 i budsjettthorisonen har vi beregnet onde ved å benytte de estimerte driftsinntektene for 2022 og de inngående netto driftseiendelene fra det omgrupperte regnskapet i 2021. I etterfølgende perioder har vi økt onde lineært slik at onde konvergerer mot bransjegjennomsnittet i steady state.

Netto driftseiendeler	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekt	5 789 969	6 658 465	7 324 311	8 276 471	9 076 530	9 651 377	9 940 919	10 239 146	10 546 321
onde	0,869	0,908	0,948	0,987	1,026	1,066	1,105	1,105	1,105
Netto driftseiendeler t-1	6 661 725	7 329 481	7 728 025	8 384 890	8 843 247	9 056 459	8 996 306	9 266 196	9 544 182

Netto driftseiendeler	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler t-1	6 661 725	7 329 481	7 728 025	8 384 890	8 843 247	9 056 459	8 996 306	9 266 196	9 544 182
Årets endring netto driftseiendeler	667 756	398 544	656 865	458 357	213 212	- 60 153	269 889	277 986	286 325
Netto driftseiendeler t	7 329 481	7 728 025	8 384 890	8 843 247	9 056 459	8 996 306	9 266 196	9 544 182	9 830 507

Tabell 9-2: Utvikling i onde for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

9.4.2 Netto driftsresultat og netto driftsmargin

Netto driftsresultat budsjetteres ved bruk av en driver, netto driftsmargin. Ettersom driftsinntektene allerede er budsjettert må vi nå prognosere en netto driftsmargin for å finne netto driftsresultatet basert på følgende sammenheng:

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

Formel 9-2: Netto driftsresultat (Knivsflå 2022k).

I lønnsomhetsanalysen fant vi at Grieg Seafood hadde en uvektet tidsvektet marginulempe på 1,3% sett opp mot bransjen. Marginulempen oppstår i produksjonsrelaterte andre driftskostnader som underbygger at selskapet har slitt med kostnader tilknyttet biologiske utfordringer og frakt. Vi antar at med selskapet sine investeringer i analysesystemer for å håndtere biologiske utfordringer, og avhendingen av Shetland-virksomheten der de slet med

kostnadskontroll, kan de nå fokusere utelukkende på den norske og canadiske virksomheten. Basert på dette anser vi det sannsynlig at selskapet kan klare å reversere den identifiserte ressursulempen, og øke driftsmarginen slik at den er på nivå med bransjen.

Vi vil med det la driftsmarginen konvergere mot det tids vektete bransjegjennomsnittet på 13 % i steady state. Som nevnt i estimering av driftsinntektsveksten vil en økt tilbudsside langsiktig, som følge av landbasert og offshore lakseoppdrett, kunne ha en vesentlig effekt på driftsmarginen. Det er imidlertid svært vanskelig å anslå denne effekten, så vi velger å ikke justere for dette. Med en driftsmargin på 13 % i steady state vil dette ha en betydelig effekt på verdien i horisontleddet, og implisitt legger vi med det til grunn at oppdrettsbransjen vil fortsette å ha gode tider i fremtiden. Vi mener at dette er sannsynliggjort utfra begrensningene i tilbudssiden og den økte etterspørselen.

På kort sikt forventer vi en økt margin for selskapet basert på rekord høye laksepriser og økt etterspørsel. Vi setter utfra dette driftsmarginen på 15% i 2022. På mellomlang sikt fram til 2025 forventer vi at driftsmarginen er fallende basert på en estimert fallende laksepris og økt tilbud som også er sannsynliggjort utfra at sykliske bransjer ofte opplever en normalisering etter perioder med høy lønnsomhet. Langsiktig fra 2026 forventer vi at driftsmarginen konvergerer lineært mot bransjegjennomsnittet.

Netto driftsresultat	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekt	5 789 969	6 658 465	7 324 311	8 276 471	9 076 530	9 651 377	9 940 919	10 239 146	10 546 321
ndm	0,150	0,132	0,113	0,095	0,107	0,118	0,130	0,130	0,130
Netto driftsresultat	868 495	876 698	830 089	786 265	968 163	1 142 080	1 292 319	1 331 089	1 371 022

Tabell 9-3: Utvikling i netto driftsmargin for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

9.4.3 Finansiell gjeldsdel

Etter å ha budsjettert netto driftseiendeler behøver vi nå å budsjettere den finansielle gjeldsdelen. Den finansielle gjeldsdelen vil prognoseres ved hjelp av den historiske andelen til selskapet og bransjen, og settes som en andel av netto driftseiendelene.

Den finansielle gjeldsdelen på Oslo børs er som regel på rundt 50 % (Knivsfå 2022k). Grieg Seafood sin tidsvektede finansielle gjeldsdel er på et lavere nivå med 42,1%, og det tidsvektede bransjegjennomsnittet er betydelig lavere med 32,5%. Dette er i henhold til vår forventning, utfra at vi så at bransjen historisk har vært finansiert med en høyere andel egenkapital enn hva Grieg Seafood har. Ettersom oppdrettsbransjen er en syklisk bransje kan det virke rimelig at de har en lavere finansiell gjeldsdel enn snittet på Oslo børs, da sykliske

bransjer vil kunne oppleve en høyere risiko med gjeldsfinansiering, og ønsker å sikre seg mot sykliske svingninger med en god soliditet.

Vi anser det rimelig å benytte det historiske gjennomsnittet til Grieg Seafood som utgangspunkt i det første året i budsjetthorisonten, før vi lar gjeldsdelen konvergere mot det tidsvektede bransjegjennomsnittet som vi legger til grunn som vår verdi i steady state.

9.4.4 Finansiell eiendelsdel

Den finansielle eiendelsdelen vil tilsvarende som den finansielle gjeldsdelen være gitt utfra en andel av netto driftseiendeler. Den finansielle eiendelsdelen vil også prognoseres ved hjelp av den historiske andelen til selskapet og bransjen.

Grieg Seafood har et tidsvektet gjennomsnitt på 14,1 %. I henhold til Knivsflå (2022k) er den finansielle eiendelsdelen på Oslo børs som regel rundt 20 %, så Grieg Seafood er her ikke veldig langt unna snittet, men vi ser at det tids vektete snittet blir vesentlig påvirket av den sterke kontantbeholdningen og klassifiseringen av eiendeler holdt for salg i 2020 og 2021. Det vil være rimelig å anta at den finansielle eiendelsdelen optimalt ikke vil være på høye nivåer, da selskapet heller vil benytte kontanter som ikke brukes i driften til investering og å oppnå vekst (Knivsflå 2022k). For bransjen er det tidsvektede gjennomsnittet 6,8 %, og vi anser dette som et mer normalisert nivå ettersom oppdrettsbransjen historisk har investert mye i vekst, og er en kapitalintensiv bransje. Utfra den forventede veksten i driftsinntektene i budsjetthorisonten er det også naturlig å forvente av Grieg Seafood vil investere mer av kontantbeholdningen å at den finansielle eiendelsdelen vil konvergere mot bransjegjennomsnittet.

Med finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel budsjettert kan vi presentere den netto finansielle gjelden i fremtidsregnskapet.

Netto finansiell gjeld	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler t-1	7 329 481	7 728 025	8 384 890	8 843 247	9 056 459	8 996 306	9 266 196	9 544 182	9 830 507
Finansiell gjeldsdel	0,421	0,401	0,382	0,363	0,344	0,325	0,325	0,325	0,325
Finansiell gjeld	3 082 655	3 102 213	3 205 247	3 211 031	3 114 935	2 921 884	3 009 541	3 099 827	3 192 822
Finansiell eiendelsdel	0,141	0,127	0,112	0,097	0,082	0,068	0,068	0,068	0,068
Finansielle eiendeler	1 035 433	977 834	937 366	858 270	745 483	607 939	626 177	644 962	664 311
Netto finansiell gjeld	2 047 222	2 124 379	2 267 880	2 352 761	2 369 452	2 313 945	2 383 364	2 454 865	2 528 511

Tabell 9-4: Utvikling i netto finansiell gjeld for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

9.4.5 Netto finanskostnad

Etter å ha estimert den finansielle gjelden og de finansielle eiendelene kan vi nå beregne netto finanskostnad. Vi vil her fremskrive egenkapitalrentabiliteten og gjeldsrenten og utføre følgende beregning for å finne netto finanskostnad og netto finansinntekt:

$$\text{Netto finansinntekter} = \text{finansielle eiendeler t-1} * \text{fer}$$

$$\text{Netto finanskostnad} = \text{finansiell gjeld t-1} * \text{fgr}$$

Formel 9-3: Netto finansinntekt og –kostnad (Knivsflå 2022k).

Vi fant i kapittel 8 at selskapet hadde en tidsvektet finansieringsulempe på finansiell gjeld på 1,07 %. Vi mente at dette kunne skyldes at selskapet hadde lån i utenlandsk valuta, men også at vi hadde valgt en for høy syntetisk rating. Når selskapet har en finansieringsulempe vil dette antyde at gjeldsrenten til selskapet overstiger det finansielle gjeldskravet. Vi finner ingen grunn for at Grieg Seafood skal ha en finansieringsulempe, basert på en forutsetning om at kapitalmarkedene vil være velfungerende, og at netto finansiell gjeld føres til virkelig verdi etter IFRS. Utfra disse forutsetningene vil finansieringsulemper eller finansieringsfordeler reduseres over tid. Basert på dette velger vi å fremskrive den finansielle gjeldsrenten slik at den er lik det finansielle gjeldskravet år for år (Knivsflå 2022k).

For finansieringsfordelen på finansielle eiendeler kunne vi ikke forkaste nullhypotesen om at det finansielle eiendelskravet er lik den fremtidige eiendelsrentabiliteten, og vil tilsvarende som for gjeldsrenten sette eiendelsrentabiliteten lik som det fremtidige finansielle eiendelskravet. De finansielle kravene beregnes i kapittel 10.

Basert på overstående får vi følgende netto finanskostnad:

Netto finanskostnad	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeld t-1	2 435 475	3 082 655	3 102 213	3 205 247	3 211 031	3 114 935	2 921 884	3 009 541	3 099 827
fgr	0,029	0,029	0,030	0,031	0,032	0,033	0,034	0,034	0,034
Netto finanskostnad	69 411	90 741	94 220	100 350	103 536	103 354	99 683	102 673	105 754
Finansielle eiendeler t-1	928 342	1 035 433	977 834	937 366	858 270	745 483	607 939	626 177	644 962
fer	0,030	0,031	0,032	0,033	0,034	0,035	0,036	0,036	0,036
Netto finansinntekt	28 021	32 223	31 345	30 925	29 119	25 990	21 764	22 417	23 090
Nette finanskostnad	41 390	58 518	62 875	69 424	74 417	77 363	77 919	80 256	82 664

Tabell 9-5: Utvikling i netto finanskostnad for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

9.4.6 Minoritetsinteresser

Ved budsjettering av utvikling i minoritetsinteresser vil vi benytte de allerede budsjetterte netto driftseiendelene og multiplisere det med prognosen for andel minoritet. Grieg Seafood sin tidsvektede minoritetsandel på 0,53 % er betydelig lavere enn det tidsvektede bransje gjennomsnittet på 2,28%. I 2020 og 2021 er Grieg Seafood sin minoritetsandel på 0 %. Det er vanskelig å estimere om minoritetsdelen vil øke i budsjettthorisonen ettersom dette vil avhenge av om selskapet fortar oppkjøp i periodene fremover, men vi anser Grieg Seafood sitt tids vektete snitt som en mer realistisk prognose på minoritetsandel enn bransjen, og velger basert på dette å benytte det historiske snittet i budsjettthorisonen og i steady state.

Basert på følgende formel har vi estimert minoritetsinteresser for budsjettthorisonen:

$$\text{Minoritetsinteresse} = \text{Netto driftseiendeler} * \text{Minoritetsandel}$$

Formel 9-4: Minoritetsinteresse (Knivsflå 2022k).

Minoritetsandel	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler t-1	7 329 481	7 728 025	8 384 890	8 843 247	9 056 459	8 996 306	9 266 196	9 544 182	9 830 507
mid	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Minoritetsandel	39 031	41 153	44 651	47 092	48 227	47 907	49 344	50 824	52 349

Tabell 9-6: Utvikling i minoritetsandel for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

Etter å ha budsjettert minoritetsinteressene kan vi budsjettere minoritetsresultatet. Vi budsjetterer minoritetsresultatet ved å fremskrive minoritetsrentabiliteten som blir utregnet i kapittel 10, og multiplisere den med den inngående minoritetsandelen.

$$\text{Netto minoritetsresultat} = \text{Minoritetsandel t-1} * \text{Minoritetsrentabilitet}$$

Formel 9-5: Netto minoritetsresultat (Knivsflå 2022k).

Vi baserer budsjetteringen ovenfor på en forutsetning om at minoritetsrentabiliteten er tilsvarende minoritetskravet. Denne forutsetningen baserer seg på en antagelse om at minoritetsandelen er balanseført til virkelig verdi eller at majoriteten prøver å fjerne minoriteten. Vi kom i kapittel 8 fram til at vi mener denne hypotesen holder, og setter med det minoritetsrentabiliteten lik minoritetskravet utregnet i kapittel 10 i budsjettthorisonen (Knivsflå 2022k).

Minoritetsresultat	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Minoritetsinteresse t-1	0	39 031	41 153	44 651	47 092	48 227	47 907	49 344	50 824
Minoritetsrentabilitet	-	0,078	0,079	0,079	0,080	0,080	0,081	0,081	0,081
Minoritetsresultat	-	3 057	3 244	3 542	3 760	3 875	3 874	3 990	4 110

Tabell 9-7: Utvikling i minoritetsresultat for Grieg Seafood i perioden 2022-2030

(egenprodusert)

9.5 Presentasjon av fremtidsregnskapet

Basert på overstående kan vi nå presentere fremtidsregnskapet som består av resultatregnskap, balanseoppstilling og kontantstrømoppstilling.

9.5.1 Fremskrevet resultatregnskap

Fremskrevet resultat	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekt	5 789 969	6 658 465	7 324 311	8 276 471	9 076 530	9 651 377	9 940 919	10 239 146	10 546 321
Netto driftsresultat	868 495	876 698	830 089	786 265	968 163	1 142 080	1 292 319	1 331 089	1 371 022
+ Netto finansinntekt	28 021	32 223	31 345	30 925	29 119	25 990	21 764	22 417	23 090
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	896 516	908 920	861 434	817 190	997 283	1 168 070	1 314 084	1 353 506	1 394 111
- Netto finanskostnad	69 411	90 741	94 220	100 350	103 536	103 354	99 683	102 673	105 754
- Minoritetsresultat	-	3 057	3 244	3 542	3 760	3 875	3 874	3 990	4 110
= Nettoresultat til egenkapitalen	827 105	815 122	763 969	713 298	889 986	1 060 841	1 210 526	1 246 842	1 284 247
Unormalt netto driftsresultat									
Unormalt netto finansresultat									
Unormalt netto minoritetsresultat									
= Fullstendig nettoresultat	827 105	815 122	763 969	713 298	889 986	1 060 841	1 210 526	1 246 842	1 284 247
- Netto betalt utbytte	738 471	495 857	254 104	342 263	694 600	1 065 167	1 011 493	1 041 837	1 073 093
= Endring i egenkapitalen	88 634	319 265	509 865	371 035	195 386	- 4 326	199 034	205 005	211 155

Tabell 9-8: Fremskrevet resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2022-2030

(egenprodusert)

Her er netto utbetalt utbytte en residualpost som beregnes utfra endring i egenkapitalen og det fullstendige nettoresultatet. Videre har vi ikke inkludert noen unormale poster.

9.5.2 Fremskrevet balanseoppstilling

Fremskrevet sysselsatt kapital	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	7 329 481	7 728 025	8 384 890	8 843 247	9 056 459	8 996 306	9 266 196	9 544 182	9 830 507
Finansielle eiendeler	1 035 433	977 834	937 366	858 270	745 483	607 939	626 177	644 962	664 311
Sysselsatte eiendeler	8 364 914	8 705 860	9 322 256	9 701 517	9 801 942	9 604 245	9 892 373	10 189 144	10 494 818
Egenkapital	5 243 228	5 562 494	6 072 359	6 443 394	6 638 780	6 634 454	6 833 488	7 038 493	7 249 647
Minoritetsandel	39 031	41 153	44 651	47 092	48 227	47 907	49 344	50 824	52 349
Finansiell gjeld	3 082 655	3 102 213	3 205 247	3 211 031	3 114 935	2 921 884	3 009 541	3 099 827	3 192 822
Sysselsatt kapital	8 364 914	8 705 860	9 322 256	9 701 517	9 801 942	9 604 245	9 892 373	10 189 144	10 494 818

Fremskrevet netto driftskapital	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	7 329 481	7 728 025	8 384 890	8 843 247	9 056 459	8 996 306	9 266 196	9 544 182	9 830 507
Egenkapital	5 243 228	5 562 494	6 072 359	6 443 394	6 638 780	6 634 454	6 833 488	7 038 493	7 249 647
Minoritetsandel	39 031	41 153	44 651	47 092	48 227	47 907	49 344	50 824	52 349
Netto finansiell gjeld	2 047 222	2 124 379	2 267 880	2 352 761	2 369 452	2 313 945	2 383 364	2 454 865	2 528 511
Netto driftskapital	7 329 481	7 728 025	8 384 890	8 843 247	9 056 459	8 996 306	9 266 196	9 544 182	9 830 507

Tabell 9-9: Fremskrevet balanseoppstilling for Grieg Seafood i perioden 2022-2030

(egenprodusert)

Selskapet sin egenkapital i budsjettperioden er beregnet som en residualpost basert på sysselsatt kapital, fratrukket budsjettert finansiell gjeld og minoritetsandel.

9.5.3 Fremskrevet kontantstrømoppstilling

Fremskrevet kontantstrøm	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsresultat	868 495	876 698	830 089	786 265	968 163	1 142 080	1 292 319	1 331 089	1 371 022
Unormalt netto driftsresultat									
Endring netto driftseiendeler	667 754	398 544	656 865	458 357	213 212	- 60 153	269 889	277 986	286 325
Fri kontantstrøm fra drift	200 741	478 154	173 224	327 908	754 951	1 202 232	1 022 430	1 053 103	1 084 696
Netto finansinntekt	28 021	32 223	31 345	30 925	29 119	25 990	21 764	22 417	23 090
Unormalt netto finansresultat									
Endring finansielle eiendeler	107 091	- 57 598	- 40 468	- 79 096	- 112 787	- 137 545	18 238	18 785	19 349
Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapita	121 672	567 975	245 037	437 930	896 857	1 365 767	1 025 956	1 056 735	1 088 437
Netto finanskostnad	69 411	90 741	94 220	100 350	103 536	103 354	99 683	102 673	105 754
Unormalt netto finansresultat									
Endring finansiell gjeld	647 180	19 558	103 033	5 784	- 96 096	- 193 051	87 657	90 286	92 995
Minoritetsresultat	-	3 057	3 244	3 542	3 760	3 875	3 874	3 990	4 110
Endring minoritetinteresser	39 031	2 122	3 498	2 441	1 135	- 320	1 437	1 480	1 525
Fri kontantstrøm til egenkapitalen	738 471	495 857	254 104	342 263	694 600	1 065 167	1 011 493	1 041 837	1 073 093

Tabell 9-10: Fremskrevet kontantstrømoppstilling for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

Ut fra det fremtidige resultatregnskapet og balanseoppstillingen har vi også utledet en kontantstrømoppstilling. Kontantstrømoppstillingen er tilsvarende kontantstrømoppstillingen i kapittel 5 der vi har skilt ut kontantstrøm fra drift og sysselsatt kapital, samt fri kontantstrøm til egenkapitalen.

10 Fremtidskrav

Vi skal nå beregne budsjetterte fremtidskrav for Grieg Seafood. For å finne fremtidskravene vil vi bygge på input fra kapittel 7, hvor vi beregnet historiske avkastningskrav. Vi vil derfor følge samme rekkefølge som kapittel 7, hvor vi starter med å budsjettere krav til egenkapitalen og minoriteten. Vi vil deretter budsjettere de finansielle kravene, før vi til slutt setter sammen kravet til netto driftskapital.

10.1 Vekting av verdier

Utfordringen når vi skal beregne fremtidig krav til netto driftskapital er at kravet beregnes gjennom å vekte egenkapital og gjeld etter markedsverdi. Årsaken til dette er at avkastningskravet skal representere en annen investering med identisk risiko (Koller, Goedhart og Wessels, 2020, s. 328). Markedsverdien beregnes imidlertid i neste kapittel, på bakgrunn av blant annet avkastningskravet vi skal finne. For å kunne gjennomføre en verdivurdering av et selskap må man bruke fremadskuende målvekter, og forutsette at avkastningskravet (WACC) holder seg konstant for alle år (Koller, Goedhart og Wessels, 2020, s 329).

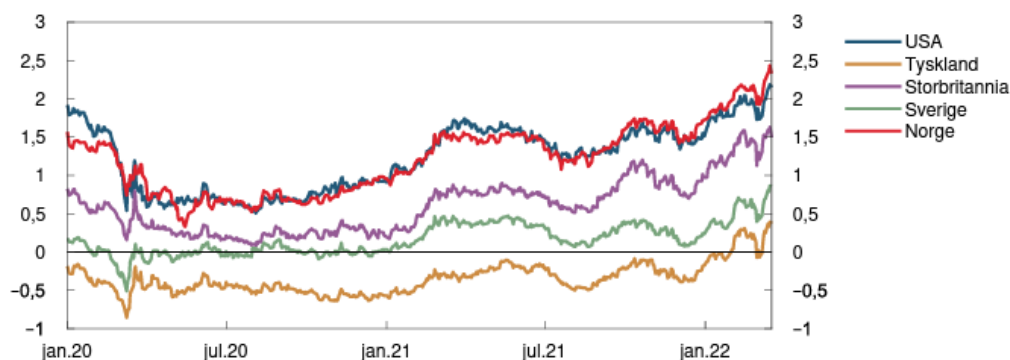
10.2 Fremtidig avkastningskrav til egenkapital og minoritet

På samme måte som vi beregnet det historiske avkastningskravet til egenkapital og minoritet i kapittel 7, vil vi også her anvende kapitalverdimodellen. Vi trenger å beregne risikofri rente, markedsrisikopremie og egenkapitalbeta. I tillegg vil vi tillegge illikviditetspremie for majoriteten og minoriteten.

10.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten må som forklart i kapittel 7.1.3 beregnes etter skatt, siden avkastningen til egenkapitalen er fratrukket skatt. Skattesatsen har etter noen år med reduksjon stabilisert seg på 22 %, og vi forutsetter at dette også vil holde seg i budsjettperioden.

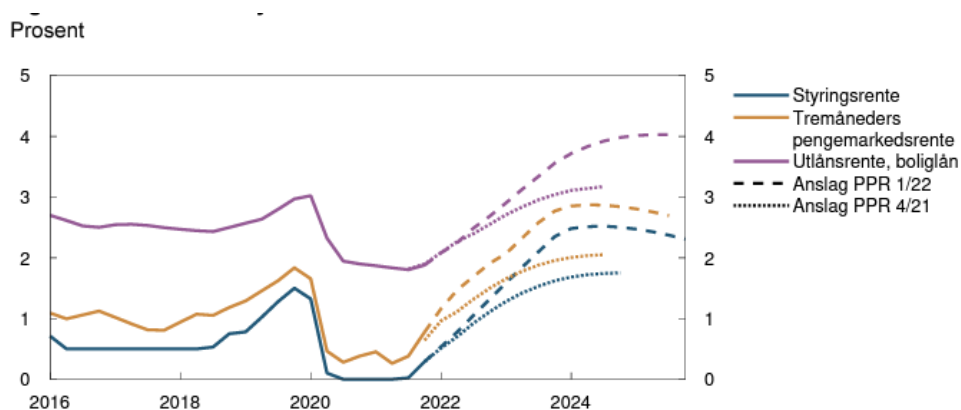
Som vist i figur 10-1 er det lave rentenivået på tiårige statsobligasjoner nå vendt tilbake til- og gått over- nivået før pandemien ved inngangen til 2020. Delvis vil dette skyldes at rentenivået vil reversere tilbake til normalen på sikt (Knivsflå 2022), men samtidig er det geopolitiske uroligheter som medfører økt usikkerhet i samfunnet generelt.



Kilde: Bloomberg

Figur 10-1 Langsiktig (tiårig) rente Norge og utvalgte land 2020-2022 (Norges Bank, 2022c)

Det er umulig å vite hvordan situasjonen rundt i verden vil utvikle seg de neste ti årene, men vi vurderer det dithen at det fremdeles vil være en del usikkerhet i tiden som kommer. I henhold til Norges Bank vil rentenivået øke de neste par årene, før det flater mer ut fra 2024 og utover, som vist i figur 10-2 (Norges Bank, 2022c).



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 10-2: Utvikling i rentenivå Norge 2016-2024 (Norges Bank, 2022c)

Vi ser av figuren at det er betydelige forskjeller i fremtidsutsiktene til Norges Bank bare på et kvartal, som viser hvor vanskelig det er å nøyaktig estimere rentenivå på lengre sikt. Vi mener at risikobildet ikke vil reduseres i årene som kommer, men at det heller er snakk om en langsiktig endring. Gjennomsnittlig rente på tiårige statsobligasjoner har de siste 20 årene (2002-2021) vært på 3,04 % hvor første halvdel av perioden trekker opp snittet, mens siste halvdel trekker ned snittet. Dersom vi skulle se bort fra de to siste årene, med unormalt lavt nivå, er gjennomsnittet på 3,26 % i perioden.

Vi anslår at den risikofrie renten vil fortsette å stige i budsjettperioden, men forutsetter at økningen er jevn gjennom perioden. Vi mener at en rente i steady state før skatt på 3,2 % er

rimelig, da vi antar at rentenivået på sikt vil normalisere seg rundt gjennomsnittsnivået, tillagt noe som følge av økt generell usikkerhet. Som vi ser blir risikofri rente etter skatt i normalisert periode på 2,5 %.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Rente tiårige statsobligasjoner (estimert)	2,50 %	2,62 %	2,74 %	2,86 %	2,98 %	3,10 %	3,22 %	3,22 %	3,22 %
Kreditrisikopremie lang	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Beregnet risikofri rente før skatt	2,50 %	2,62 %	2,74 %	2,86 %	2,98 %	3,10 %	3,22 %	3,22 %	3,22 %
- Skatt	-0,55 %	-0,58 %	-0,60 %	-0,63 %	-0,66 %	-0,68 %	-0,71 %	-0,71 %	-0,71 %
= Risikofri rente etter skatt	1,95 %	2,04 %	2,14 %	2,23 %	2,32 %	2,42 %	2,51 %	2,51 %	2,51 %

Tabell 10-1: Risikofri rente i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

10.2.2 Markedets risikopremie

I kapittel 7.2.3 fant vi at markedsrisikopremien i analyseperioden har et gjennomsnitt på 4.8 %, og har vært stabil gjennom perioden. Det beste estimatet for fremtidig markedsrisikopremie er siste tilgjengelige estimat (Knivsflå 2022), noe som medfører at vi benytter en markedsrisikopremie på 4,8 % i budsjettperioden. Denne verdien er også i samsvar med Norsk analytikerforening sin undersøkelse, som vi kommenterte i kapittel 7.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Markedsrisikopremie	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %

Tabell 10-2: Markedets risikopremie i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

10.2.3 Illikviditetspremie

Vi beregnet en illikviditetspremie på 0,75 % for majoriteten, og 2,0 % for minoriteten, i kapittel 7.2.4. Årsaken til denne premien er at det foreligger en viss innlåsningsrisiko all den tid det over 50 % av aksjene eies av en enkeltstående aksjonær.

Ved beregning av historisk illikviditetspremie er det en forutsetning og forventning om at den vil holde seg stabil også utover budsjetteringsperioden. Vi velger derfor å beholde den beregnede illikviditetspremien ved beregning av fremtidskravet.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Majoritet	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %
+ Ekstra premie minoritet	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %
Minoritet	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %

Tabell 10-3: Illikviditetspremie majoritet og minoritet for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

10.2.4 Årlig egenkapitalbeta

Årlig egenkapitalbeta beregnes som i kapittel 7.3.4, som en estimert verdi basert på selskapets kapitalstruktur. Som forklart ved beregning i kapittel 7 så følger vi Miller og Modigliani sitt

teorem om at driftsbeta skal være uavhengig av kapitalstrukturen til et selskap, som gjør at vi kan beregne oss frem til egenkapitalbeta så lenge vi vet driftsbeta, gjeldsbeta og strukturen av kapitalen.

Egenkapitalbeta kan beregnes ved hjelp av følgende formel (som samsvarer med formel presentert i kapittel 7):

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

Formel 10-1: Beregning av egenkapitalbeta (Knivsflå 2022g)

I tabell 10-4 har vi beregnet egenkapitalbeta for perioden.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalbeta (maj)	0,735	0,790	0,780	0,771	0,762	0,754	0,745	0,745	0,745
Egenkapitalvekt	0,774	0,715	0,720	0,724	0,729	0,733	0,737	0,737	0,737
Egenkapitalbeta (min)	0,735	0,790	0,780	0,771	0,762	0,754	0,745	0,745	0,745
Minoritetsvekt	-	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Netto finansiell gjeldsbeta	- 0,126	- 0,102	- 0,092	- 0,082	- 0,072	- 0,061	- 0,050	- 0,050	- 0,050
Netto finansiell gjeldsvekt	0,226	0,279	0,275	0,270	0,266	0,262	0,257	0,257	0,257
Netto driftsbeta	0,541	0,541	0,541	0,541	0,541	0,541	0,541	0,541	0,541

Tabell 10-4: Egenkapitalbeta Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

Egenkapitalbeta forholder seg rimelig stabil gjennom perioden, som følge av at kapitalstrukturen ikke endres i betydelig grad. Netto driftsbeta holder seg stabil på 0,541, i tråd med Miller og Modiglianis 1. teorem presentert i kapittel 7.3.4.

10.2.5 Oppsummering fremtidige krav til egenkapital og minoritet

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente etter skatt	1,95 %	2,04 %	2,14 %	2,23 %	2,32 %	2,42 %	2,51 %	2,51 %	2,51 %
Egenkapitalbeta	0,735	0,790	0,780	0,771	0,762	0,754	0,745	0,745	0,745
Risikopremie	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %	4,80 %
Illikviditetspremie majoritet	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %
EK-krav majoritet	6,23 %	6,58 %	6,63 %	6,68 %	6,73 %	6,79 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %
+ Illikviditetspremie minoritet	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %	1,25 %
= EK-krav minoritet	7,48 %	7,83 %	7,88 %	7,93 %	7,98 %	8,04 %	8,09 %	8,09 %	8,09 %

Tabell 10-5: Egenkapitalkrav majoritet og minoritet for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

10.3 Fremtidige finansielle krav

Vi vil beregne fremtidig avkastningskrav til netto finansiell gjeld på tilsvarende måte som i kapittel 7, hvor vi først beregner avkastningskravet til henholdsvis finansiell gjeld og finansielle eiendeler, før vi vekter de to kravene i henhold til estimerte andeler fra kapittel 9.

10.3.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet består som forklart i kapittel 7.3.1 av risikofri rente tillagt et premieelement. Vi mener at Grieg Seafood har normalisert sin syntetiske rating på A-nivå, og vil derfor tillegge en kredittrisikopremie på 0,9 % som vi gjorde i beregning av historisk krav. Vi velger den lange kredittrisikopremien ettersom selskapet er forventet å ha det vesentligste av gjelden sin i langsiktig form også i årene som kommer.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente etter skatt	1,95 %	2,04 %	2,14 %	2,23 %	2,32 %	2,42 %	2,51 %	2,51 %	2,51 %
+ Kredittrisikopremie	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %
= Fremtidig finansielt gjeldskrav	2,85 %	2,94 %	3,04 %	3,13 %	3,22 %	3,32 %	3,41 %	3,41 %	3,41 %

Tabell 10-6: Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

10.3.2 Finansielt eiendelskrav

Vi finner det finansielle gjeldskravet ved å beregne det historiske tidsvektede gjennomsnittet av kontanter og finansielle investeringer, og anvende dette snittet på deres respektive krav. Finansielle eiendeler for perioden er beregnet i kapittel 9, men ikke spesifisert på andel kontanter og investeringer. Vi har imidlertid ingen grunnlag for å mene at fremtidig utvikling vil avvike fra det historiske gjennomsnittet.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantkrav	1,95 %	2,04 %	2,14 %	2,23 %	2,32 %	2,42 %	2,51 %	2,51 %	2,51 %
* Vekt	0,777	0,777	0,777	0,777	0,777	0,777	0,777	0,777	0,777
Investeringskrav	6,75 %	6,84 %	6,94 %	7,03 %	7,12 %	7,22 %	7,31 %	7,31 %	7,31 %
* Vekt	0,223	0,223	0,223	0,223	0,223	0,223	0,223	0,223	0,223
= Fremtidig finansielt eiendelskrav	3,02 %	3,11 %	3,21 %	3,30 %	3,39 %	3,49 %	3,58 %	3,58 %	3,58 %

Tabell 10-7: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

10.3.3 Fremtidig netto finansielt gjeldskrav

Tabell 10-8 viser netto finansielt gjeldskrav for fremskrivingsperioden.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansielt gjeldskrav	2,85 %	2,94 %	3,04 %	3,13 %	3,22 %	3,32 %	3,41 %	3,41 %	3,41 %
* Vektet andel finansiell gjeld	1,616	1,506	1,460	1,413	1,365	1,315	1,263	1,263	1,263
Finansielt eiendelskrav	3,02 %	3,11 %	3,21 %	3,30 %	3,39 %	3,49 %	3,58 %	3,58 %	3,58 %
* Vektet andel finansielle eiendeler	0,616	0,506	0,460	0,413	0,365	0,315	0,263	0,263	0,263
= Netto finansielt gjeldskrav	2,75 %	2,86 %	2,96 %	3,06 %	3,16 %	3,27 %	3,37 %	3,37 %	3,37 %

Tabell 10-8: Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

Gjeldskravet og eiendelskravet er mer eller mindre likt gjennom perioden. Dette medfører at utvikling i netto finansielt gjeldskrav i all hovedsak følger utviklingen i risikofri rente.

Årsaken er den høye kontantandelen regnet av de finansielle eiendelene, og at det ikke er andre variable faktorer i gjeldskravet.

10.4 Fremtidig krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

Nå har vi beregnet krav til egenkapitalen, minoritetsinteressene og gjeldskravet. Dermed kan vi beregne netto driftskrav, som vist i tabell 10-9.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	6,23 %	6,58 %	6,63 %	6,68 %	6,73 %	6,79 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %
* Egenkapitalandel	0,774	0,715	0,720	0,724	0,729	0,733	0,737	0,737	0,737
Minoritetskrav	7,48 %	7,83 %	7,88 %	7,93 %	7,98 %	8,04 %	8,09 %	8,09 %	8,09 %
* Minoritetsandel	-	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Netto finansielt gjeldskrav	2,75 %	2,86 %	2,96 %	3,06 %	3,16 %	3,27 %	3,37 %	3,37 %	3,37 %
* Netto finansiell gjeldsandel	0,226	0,279	0,275	0,270	0,266	0,262	0,257	0,257	0,257
= Netto driftskrav	5,44 %	5,55 %	5,63 %	5,71 %	5,79 %	5,87 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %

Tabell 10-9: Netto driftskrav for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

Minoritetskravet er som følge av illikviditetspremien vist i kapittel 10.2.3 høyere enn egenkapitalkravet, men minoritetsandelen er svært lav gjennom perioden. Netto driftskrav består derfor i all hovedsak av vektet egenkapitalkrav og vektet gjeldskrav. Driftskravet er stigende gjennom perioden, som følger naturlig av økningen i risikofri rente som styrer utviklingen i alle kravene.

Vi har også regnet avkastningskrav til sysselsatt kapital, som vi presenterer i tabell 10-10. På samme måte som for de historiske avkastningskravene i kapittel 7, er sysselsatt kravet omtrent likt som netto driftskrav.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	6,23 %	6,58 %	6,63 %	6,68 %	6,73 %	6,79 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %
* Egenkapitalandel	0,679	0,627	0,639	0,651	0,664	0,677	0,691	0,691	0,691
Minoritetskrav	7,48 %	7,83 %	7,88 %	7,93 %	7,98 %	8,04 %	8,09 %	8,09 %	8,09 %
* Minoritetsandel	-	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Finansielt gjeldskrav	2,85 %	2,94 %	3,04 %	3,13 %	3,22 %	3,32 %	3,41 %	3,41 %	3,41 %
* Finansiell gjeldsandel	0,321	0,369	0,356	0,344	0,331	0,318	0,304	0,304	0,304
= Sysselsatt krav	5,15 %	5,25 %	5,36 %	5,47 %	5,58 %	5,69 %	5,80 %	5,80 %	5,80 %

Tabell 10-10: Sysselsatt krav for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

10.5 Analyse av budsjett – superrentabilitet

Vi avslutter kapittelet med å beregne strategisk fordel for Grieg Seafood for fremtidig periode. Vi anvender samme metode som forklart i kapittel 8, og baserer oss på tallene beregnet i kapittel 9 og 10.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsrentabilitet	13,04 %	11,96 %	10,74 %	9,38 %	10,95 %	12,61 %	14,37 %	14,36 %	14,36 %
- Netto driftskrav	5,44 %	5,55 %	5,63 %	5,71 %	5,79 %	5,87 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %
= Ren driftsfordel	7,60 %	6,41 %	5,11 %	3,67 %	5,16 %	6,74 %	8,41 %	8,41 %	8,41 %
+ Gearingfordel drift	2,22 %	2,55 %	1,99 %	1,40 %	1,92 %	2,45 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
= Driftsfordel	9,82 %	8,96 %	7,10 %	5,06 %	7,08 %	9,19 %	11,41 %	11,41 %	11,41 %
+ Finansieringsfordel	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= Strategisk fordel	9,82 %	8,96 %	7,10 %	5,06 %	7,08 %	9,19 %	11,41 %	11,41 %	11,41 %

Tabell 10-11: Strategisk fordel for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalrentabilitet	16,05 %	15,55 %	13,73 %	11,75 %	13,81 %	15,98 %	18,25 %	18,25 %	18,25 %
- Egenkapitalkrav	6,23 %	6,58 %	6,63 %	6,68 %	6,73 %	6,79 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %
= Superrentabilitet til egenkapitalen	9,82 %	8,96 %	7,10 %	5,06 %	7,08 %	9,19 %	11,41 %	11,41 %	11,41 %

Tabell 10-12: Superrentabilitet til egenkapitalen for Grieg Seafood i perioden 2022-2030 (egenprodusert)

Vi ser at strategisk fordel er lik meravkastningen til egenkapitalen, og at denne varierer noe gjennom perioden. Finansieringsfordelen i fremtidig periode er lik 0, som forklart i kapittel 8.4.3. Grieg Seafood har en ren driftsfordel på 8,4 % i steady state, som tillagt en gearingfordel på 3,0 % gir en strategisk fordel på 11,4 %. Den historiske tidsvektede gjennomsnittlige strategiske fordelen ble beregnet å være 11,1 %. Forskjellen mellom historisk beregnet fordel og den fremtidige fordelen er at finansieringseffektene er reduserte. Vi finner at tidsvektet historisk strategiske fordelen er redusert med 1,6 % gjennom en finansieringsulempe, mens gearingfordelen til historisk fordel var 1,4 % høyere enn fremtidig fordel.

Når vi beregner en strategisk fordel gjennom hele perioden, inn i terminalleddet, betyr det at vi mener Grieg Seafood har en “evig fordel”. Vurderingen er sammenfallende med våre vurderinger rundt driftsmargin i kapittel 9.4.2, hvor vi legger til grunn høy etterspørselsvekst kombinert med begrensninger i tilbudsvekst. Vi kom i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8, hvor resultatene var konsistente med vurderingene fra strategisk analyse i kapittel 4, frem til at Grieg Seafood sin strategiske fordel i all hovedsak drives av en lønnsom bransje. Det er denne vurderingen vi mener også vil vedvare i uoverskuelig fremtid, og driver den strategiske fordelen gjennom hele budsjettperioden.

11 Fundamental verdivurdering

I kapittel 11 vil vi, basert på det utarbeidede fremtidsregnskapet og fremtidskravene, utføre en fundamental verdivurdering av Grieg Seafood. Som vi konkluderte med i kapittel 3 vil vi i tillegg til den fundamentale verdivurderingen utføre en supplerende multiplervurdering som vil benyttes som en rimelighetsvurdering av vårt verdiestimat.

En fundamental verdivurdering har som nevnt i kapittel 3 ulike metoder for verdivurdering, og disse metodene har igjen flere ulike modeller. De ulike metodene vil gi oss forskjellige verdiestimater, som betyr at vi må gjennomgå en prosess for å konvergere verdiestimatene gjennom å endre fremtidskravene sine vektorer. Vi vil også måtte ta stilling til usikkerheten i verdiestimatet ved å utføre ulike simuleringsanalyser, sensitivitetsanalyser, og vurdere å justere direkte for konkurrisiko. Etter endt prosess vil vi presentere det endelige verdiestimatet på egenkapitalverdien til Grieg Seafood per 31.12.2021.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden sine modeller tar utgangspunkt i å verdsette egenkapitalen til selskapet direkte, ved å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen til egenkapitalen (Hitchner, 2011, s. 132). Kravet som benyttes for å finne nåverdien vil være egenkapitalkravet som vi beregnet i kapittel 10. Vi vil benytte tre ulike modeller til å verdsette egenkapitalen, fri kontantstrøm modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Modellene er ekvivalente og vil gi det samme verdiestimatet på egenkapitalen (Knivsflå 2022m).

11.1.1 Fri kontantstrømmodellen

Den første modellen vi vil benytte til å estimere verdien på egenkapitalen til selskapet er fri kontantstrømmodellen. Vi tar her utgangspunkt i kontantstrømoppstillingen utarbeidet i kapittel 9 der vi finner nåverdien av den frie kontantstrømmen til egenkapitalen ved å diskontere med egenkapitalkravet. Horisontverdien beregnes ved å benytte Gordons formel der vi legger til grunn en konstant vekst på 3%. Etersom den frie kontantstrømmen til egenkapitalen er identisk med netto betalt utbytte vil fri kontantstrømmodellen være lik utbyttmodellen. Basert på dette vil vi ikke benytte utbyttmodellen i denne oppgaven.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

Formel 11-1: Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmodellen (Knivsflå 2022m).

11.1.2 Superprofittmodellen

I superprofittmodellen finner man verdien til egenkapitalen ved å beregne nåverdien av selskapet sin superprofitt og legge til den bokførte egenkapitalen i år 0 (Knivsflå 2022m). Horisontverdien beregnes ved å benytte Gordons formel der vi legger til grunn en konstant vekst på 3%. Selskapet sin superprofitt beregnes ved å trekke fra egenkapitalkravet på selskapet sin egenkapital fra netto resultatet til egenkapitalen.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1+ekk_1) \cdot \dots \cdot (1+ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1+ekk_1) \cdot \dots \cdot (1+ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

Formel 11-2: Verdi av egenkapitalen etter superprofittmodellen (Knivsflå 2022m).

11.1.3 Superprofittvekstmodellen

I superprofittvekstmodellen finner vi verdien av egenkapitalen ved å kapitalisere nettoresultatet til egenkapitalen i år 1, og legge til nåverdien av fremtidig vekst. Med fremtidig vekst er det vekst i superprofitt det er snakk om. Hvis det ikke foreligger superprofitt eller vekst i superprofitt vil verdien av egenkapitalen ikke øke i verdi.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \cdot \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1+ekk_1) \cdot \dots \cdot (1+ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1+ekk_1) \cdot \dots \cdot (1+ekk_{T+1}) \cdot (ekk - ekv)} \right\}$$

Formel 11-3: Verdi av egenkapitalen etter superprofittvekstmodellen (Knivsflå 2022m).

11.2 Selskapskapitalmetoden

I motsetning til egenkapitalmetoden, der vi verdsetter verdien av egenkapitalen direkte, så finner vi ved selskapskapitalmetoden verdien av egenkapitalen indirekte, ved å først beregne verdien av selskapet, og så trekke fra gjeld og minoritetsinteresser (Knivsflå 2022n). Det er de samme modellene som benyttes som for egenkapitalmetoden og tilsvarende vekstrater, men kontantstrømmer, resultat og krav vil være forskjellige. Det er ulike mål på selskapskapital som kan benyttes ved estimering av selskapet sin verdi, der fokuset som regel er sysselsatt kapital eller netto driftskapital.

Ved sysselsatt kapitalmetoden finner vi verdien av den sysselsatte kapitalen ved å diskontere kontantstrømmene på sysselsattkravet. Videre trekkes netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra verdien av den sysselsatte kapitalen. Ettersom det ikke foreligger minoritetsinteresser i år 0 for selskapet kan verdien av egenkapitalen utledes av følgende:

$$VEK_0 = VSSK_0 - VNFG_0$$

Ved netto driftskapitalmetoden er det i motsetning til sysselsatt kapitalmetoden, som blander drift og finans, en rendyrking av drift. Kontantstrømmen vil med det være fri kontantstrøm fra drift, og resultatet netto driftsresultat. Vi behøver også her kun å trekke fra netto finansiell gjeld fra selskapsverdien, ettersom det ikke foreligger minoritetsinteresser i år 0 for selskapet. I stedet for sysselsattkravet vil vi nå benytte netto driftskravet for å diskontere. Verdien av egenkapitalen kan basert på overstående utledes basert på følgende:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0$$

11.3 Første verdiestimat

Basert på metodene og modellene presentert ovenfor, vil vi nå utlede de første verdiestimatene på selskapet sin egenkapital. Verdiestimatene vil variere for de ulike metodene, men modellene vil gi oss det samme verdiestimatet. Det benyttes her budsjetterte vekter, men vi vil senere i kapittelet konvergere de forskjellige verdiestimatene ved å benytte verdivekter. Vi estimerer egenkapitalen til Grieg Seafood per 31.12.2021. Ettersom vi ønsker å presentere verdien av egenkapitalen per aksje må vi dele den estimerte egenkapitalen på utestående aksjer per 31.12.2021. I henhold til Grieg Seafood sin årsrapport for 2021 opplyser selskapet at de har totalt 113 447 042 utestående aksjer. Ettersom våre estimerte tall er i 1000 vil vi også benytte utestående aksjer i 1000 for å finne verdi per aksje.

11.3.1 Verdssettelse egenkapitalmetoden

Fri kontantstrøm til egenkapitalen	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2
Fri kontantstrøm til egenkapitalen	738 471	495 857	254 104	342 263	694 600	1 065 167	1 011 493	1 041 837	1 073 093
Egenkapitalkrav	6,23 %	6,58 %	6,63 %	6,68 %	6,73 %	6,79 %	6,84 %	6,84 %	6,84 %
Diskonteringsfaktor	1,062	1,132	1,207	1,288	1,375	1,468	1,568	1,676	1,790
Nåverdi	695 164	437 945	210 467	265 726	505 250	725 567	644 912	621 750	599 420
Nåverdi 2022 - T+1	4 106 782								
Horisontverdi	16 689 846								
Verdi EK	20 796 628								
Antall utestående aksjer (31.12.2021)	113 447								
Verdi per aksje	183,316								

Tabell 11-1: Egenkapitalmetoden - Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmodellen (egenprodusert)

Superprofit til egenkapitalen	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Nettoresultat til egenkapitalen		827 105	815 122	763 969	713 298	889 986	1 060 841	1 210 526	1 246 842	1 284 247
Egenkapital	5 154 594	5 243 228	5 562 494	6 072 359	6 443 394	6 638 780	6 634 454	6 833 488	7 038 493	7 249 647
Krav til avkastning på EK		321 116	345 190	368 971	405 839	433 905	450 464	453 603	467 211	481 227
Superprofit til egenkapitalen		505 990	469 932	394 998	307 459	456 081	610 378	756 923	779 631	803 020
Diskonteringsfaktor		1,062	1,132	1,207	1,288	1,375	1,468	1,568	1,676	1,790
Nåverdi		476 317	415 049	327 165	238 705	331 752	415 775	482 603	465 270	448 560

Nåverdi 2022 - T+1	3 152 636
Horisontverdi	12 489 398
Bokført EK 2021	5 154 594
Verdi EK	20 796 628
Antall utestående aksjer (31.12.2021)	113 447
Verdi per aksje	183,316

Tabell 11-2: Egenkapitalmetoden - Verdi av egenkapitalen etter superprofitmodellen (egenprodusert)

Superprofitvekst	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Superprofit til egenkapitalen	-	505 990	469 932	394 998	307 459	456 081	610 378	756 923	779 631	803 020
Superprofit vekst		-	37 617	76 429	88 847	146 467	151 120	142 243	18 275	18 824
EK krav		0,0623	0,0658	0,0663	0,0668	0,0673	0,0679	0,0684	0,0684	0,0684
Diskonteringsfaktor		0,94	0,88	0,83	0,78	0,73	0,68	0,64	0,60	0,56
Nåverdi		-	33 224	63 303	68 979	106 540	102 940	90 692	10 906	10 515

Netto resultat til EK 2022	827 105
Kapitalisert verdi av netto res 2022	13 276 816
Nåverdi av fremtidig vekst	2 498 996
Horisontverdi	5 020 816
Verdi EK	20 796 628
Antall utestående aksjer (31.12.2021)	113 447
Verdi per aksje	183,316

Tabell 11-3: Egenkapitalmetoden - Verdi av egenkapitalen etter superprofitvekstmodellen (Egenprodusert)

Vi ser at vi gjennom alle metodene får en egenkapitalverdi på TNOK 20.796.628, som gir en verdi per aksje på 183,3.

11.3.2 Verdsettelse netto driftskapitalmetoden

Fri kontantstrøm til NDK	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Fri kontantstrøm fra drift		200 741	478 154	173 224	327 908	754 951	1 202 232	1 022 430	1 053 103	1 084 696
Netto driftskrav		5,44 %	5,55 %	5,63 %	5,71 %	5,79 %	5,87 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %
Diskonteringsfaktor		1,054	1,113	1,176	1,243	1,315	1,392	1,475	1,562	1,655
Nåverdi		190 381	429 634	147 350	263 863	574 245	863 754	693 313	674 000	655 226

Nåverdi 2022 - T+1	3 836 541
Horisontverdi	23 522 636
Netto finansiell gjeld 2021	1 507 133
Minoritetsinteresser 2021	-
Verdi EK	25 852 043
Antall utestående aksjer (31.12.2021)	113 447
Verdi per aksje	227,878

Tabell 11-4: Netto driftskapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmodellen (Egenprodusert)

Superprofit til NDK	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Netto driftresultat		868 495	876 698	830 089	786 265	968 163	1 142 080	1 292 319	1 331 089	1 371 022
NDK	6 661 725	7 329 481	7 728 025	8 384 890	8 843 247	9 056 459	8 996 306	9 266 196	9 544 182	9 830 507
Krav til avkastning på drift		362 506	406 765	435 090	478 806	512 082	531 702	535 396	551 458	568 002
Superprofit til drift		505 990	469 932	394 998	307 459	456 081	610 378	756 923	779 631	803 020
Diskonteringsfaktor		1,054	1,113	1,176	1,243	1,315	1,392	1,475	1,562	1,655
Nåverdi		479 877	422 247	336 000	247 407	346 913	438 531	513 272	498 975	485 076

Nåverdi 2022 - T+1	3 283 221
Horisontverdi	17 414 229
Netto finansiell gjeld 2021	1 507 133
Balanseført NDK 2021	6 661 725
Minoritetsinteresser 2021	- 0
Verdi EK	25 852 043
Antall utestående aksjer (31.12.2021)	113 447
Verdi per aksje	227,878

Tabell 11-5: Netto driftskapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter superprofitmodellen (Egenprodusert)

Superprofit vekst til NDK	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Superprofit til drift	-	505 990	469 932	394 998	307 459	456 081	610 378	756 923	779 631	803 020
Superprofit vekst		-	36 539	75 639	88 321	147 118	151 821	142 905	18 957	19 526
NDK krav		0,0544	0,0555	0,0563	0,0571	0,0579	0,0587	0,0595	0,0595	0,0595
Diskonteringsfaktor		0,95	0,90	0,85	0,80	0,76	0,72	0,68	0,64	0,60
Nåverdi		-	32 831	64 341	71 071	111 903	109 077	96 904	12 133	11 795

Netto driftsresultat 2022	868 495
Kapitalisert resultat 2022	15 960 246
Nåverdi av fremtidig vekst	3 154 303
Horisontverdi	8 244 626
Netto finansiell gjeld	1 507 133
Minoritetsinteresser	- 0
Verdi EK	25 852 043
Antall utestående aksjer (31.12.2021)	113 447
Verdi per aksje	227,878

Tabell 11-6: Netto driftskapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter superprofitvekstmodellen (Egenprodusert)

Alle metodene gir en egenkapitalverdi på TNOK 25.852.043, og en verdi per aksje på 227,9. Aksjeverdien er betydelig høyere enn gjennom egenkapitalmetoden, siden vi har estimert kravene etter balanseførte verdier.

11.3.3 Verdsettelse sysselsatt kapitalmetoden

Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Fri kontantstrøm fra drift		200 741	478 154	173 224	327 908	754 951	1 202 232	1 022 430	1 053 103	1 084 696
Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler		- 79 070	89 821	71 813	110 022	141 906	163 535	3 526	3 632	3 741
Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler		121 672	567 975	245 037	437 930	896 857	1 365 767	1 025 956	1 056 735	1 088 437
Sysselsattkrav		5,15 %	5,25 %	5,36 %	5,47 %	5,58 %	5,69 %	5,80 %	5,80 %	5,80 %
Diskonteringsfaktor		1,051	1,107	1,166	1,230	1,298	1,372	1,452	1,536	1,625
Nåverdi		115 718	513 246	210 166	356 135	690 808	995 357	706 709	687 998	669 783

Nåverdi 2022 - T+1	4 276 137
Horisontverdi	25 297 778
Selskapsverdi	29 573 915
Verdi finansiell gjeld	2 435 475
Verdi minoritetsinteresser	- 0
Verdi EK	27 138 440
Antall utestående aksjer (31.12.2021)	113 447
Verdi per aksje	239,217

Tabell 11-7: Sysselsatt kapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmodellen (Egenprodusert)

Superprofit fra sysselsatt kapital	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Resultat fra sysselsatte eiendeler		896 516	908 920	861 434	817 190	997 283	1 168 070	1 314 084	1 353 506	1 394 111
Sysselsatt kapital	7 590 069	8 364 914	8 705 860	9 322 256	9 701 517	9 801 942	9 604 245	9 892 373	10 189 144	10 494 818
Krav til avkastning på EK		390 527	438 988	466 436	509 732	541 201	557 693	557 160	573 875	591 091
Superprofit fra sysselsatt kapital		505 990	469 932	394 998	307 459	456 081	610 378	756 923	779 631	803 020
Diskonteringsfaktor		1,051	1,107	1,166	1,230	1,298	1,372	1,452	1,536	1,625
Nåverdi	481 229	424 651	338 786	250 033	351 299	444 837	521 391	507 587	494 148	

Nåverdi 2022 - T+1	3 319 812
Horisontverdi	18 664 033
Bokført SSK 2021	7 590 069
Selskapsverdi	29 573 915
Finansiell gjeld	2 435 475
Minoritetsinteresser	- 0
Verdi EK	27 138 440
Antall utestående aksjer (31.12.2021)	113 447
Verdi per aksje	239,217

Tabell 11-8: Sysselsatt kapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter superprofittmodellen (Egenprodusert)

Superprofittvekst	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 T+1	T+2	
Superprofit fra sysselsatt kapital	-	505 990	469 932	394 998	307 459	456 081	610 378	756 923	779 631	803 020
Superprofit vekst		-	36 516	- 75 731	- 88 480	146 751	151 153	141 853	17 874	18 410
Sysselsattkrav		0,0515	0,0525	0,0536	0,0547	0,0558	0,0569	0,0580	0,0580	0,0580
Diskonteringsfaktor		0,95	0,90	0,86	0,81	0,77	0,73	0,69	0,65	0,62
Nåverdi		-	32 997	- 64 953	- 71 954	113 035	110 158	97 713	11 637	11 329

Netto resultat til SSK 2022	896 516
Kapitalisert verdi av netto res 2022	17 424 219
Nåverdi av fremtidig vekst	3 350 851
Horisontverdi	8 798 846
Selskapsverdi	29 573 915
Finansiell gjeld	2 435 475
Minoritetsinteresser	- 0
Verdi EK	27 138 440
Antall utestående aksjer (31.12.2021)	113 447
Verdi per aksje	239,217

Tabell 11-9: Sysselsatt kapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter superprofittvekstmodellen (Egenprodusert)

Resultatene fra sysselsatt kapitalmetoden gir en egenkapitalverdi på TNOK 27.138.440, og en verdi per aksje på 239,2. Denne metoden gir altså den høyeste verdien i det første verdiestimatet.

11.3.4 Oppsummering av det første verdiestimatet

Vi har oppsummert det første verdiestimatet i tabellen nedenfor som viser en gjennomsnittlig egenkapital på 24 595 704 TNOK, og en gjennomsnittlig verdi per aksje på 216,8 kr.

Modellene innenfor de ulike metodene gir den samme verdien som forventet, men metodene gir forskjellig verdi. Differansen i verdi mellom metodene skyldes at vi har benyttet budsjetterte vekter og ikke verdivekter, samt at det er brukt forskjellige krav til å beregne horisontverdien, som også fører til en variasjon i estimert egenkapital. Vi vil i neste steg ved bruk av virkelige verdivekter konvergere de forskjellige estimatene.

Første verdiestimat	Fri kontantstrøm	Superprofitt	Superprofittvekst
Egenkapitalmetoden	20 796 628	20 796 628	20 796 628
Sysselsattmetoden	27 138 440	27 138 440	27 138 440
Selskapskapitalmetoden	25 852 043	25 852 043	25 852 043
Gjennomsnitt EK verdi	24 595 704	24 595 704	24 595 704
Gjennomsnitt pr. aksje	216,80	216,80	216,80

Tabell 11-10: Oppsummering av første verdiestimat (Egenprodusert)

11.4 Konvergering av verdiestimat

Verdiestimatet vi har presentert så langt bygger på budsjetterte vekter, som danner grunnlaget for beregning av avkastningskravene. Vi må imidlertid anvende markedsbaserte vekter, all den tid avkastningskravene beregnes ut fra markedsbaserte grunnlag. Siden vi ikke har brukt markedsvekter i det første steget, får vi tre forskjellige verdiestimat ut fra de ulike metodene vi viste i kapittel 11.3. For å få samsvar i verdiestimatene må vi gjennomføre en trinnvis konvergeringsprosess, hvor vi iterativt setter nye balansevekter ut fra verdiestimatene i det foregående trinnet.

Konvergeringsprosessen foregår som følger (Knivsflå 2022n):

- 1) Vi finner et første verdiestimat basert på balanseførte og budsjetterte vekter.
- 2) Vi finner et andre verdiestimat basert på vektene beregnet i foregående steg.
- 3) Vi repeterer steg 2 frem til verdiestimatene fra de ulike metodene gir samme verdi.

Når vi endrer balansevektingen, får vi endringer i beregningsgrunnlaget for egenkapitalbeta og netto finansiell gjeld, som igjen medfører endringer i avkastningskravene. Etter hvert vil disse endringene sørge for at vi får lik verdi av egenkapitalen, uavhengig av metode.

Kontantstrømmene vil imidlertid ikke endres.

Tabell 11-11 viser de ti første stegene av konvergeringsprosessen.

Konvergens	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
Egenkapitalmetoden	183,32	142,43	146,12	145,88	145,89	145,89	145,89	145,89	145,89	145,89
Sysselsattmetoden	239,22	140,90	146,21	145,87	145,89	145,89	145,89	145,89	145,89	145,89
Selskapskapitalmetoden	227,88	147,78	145,77	145,90	145,89	145,89	145,89	145,89	145,89	145,89
Gjennomsnitt	216,80	143,70	146,03	145,88	145,89	145,89	145,89	145,89	145,89	145,89
Standardavvik	11,13 %	2,05 %	0,13 %	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Tabell 11-11: Konvergering av verdiestimatet (Egenprodusert)

Aksjeverdien konvergerer mot en verdi på kr 145,89. Etter steg 14 er det en differanse på kr 0,000023, før det ikke lenger konvergerer. Vi vurderer imidlertid verdiene å være såpass like,

at vi med tilstrekkelig grad av sikkerhet kan presentere det gjennomsnittlige verdierestimater som vårt endelige verdierestimater etter fundamental verdieruturdering. Vi ser at verdiene fra vårt første verdierestimater er betydelig redusert, ettersom balansevektene er endret i konvergeringsprosessen.

11.5 Rimelighetsvurdering av fundamentalt verdierestimater

Vårt verdierestimater er altså som vist i forrige delkapittel verdi per aksje kr 145,89. Vi ønsker imidlertid å foreta en rimelighetsvurdering, hvor vi ser på vårt estimater sammenlignet mot bokført verdi per 31.12.2021. Rimelighetsvurderingen foregår gjennom at vi ser på to multiplere, og sammenligner mot normalverdier. Multiplene må ikke blandes med beregningene senere i kapitlet, da vi i denne analysen anvender verdier som vi har funnet gjennom fundamentalverdiesttelsen.

Vi vil se på multiplene Pris/Bok (P/B) og Pris/Fortjeneste (P/E), men vi velger å dele dem opp etter anbefaling fra Knivsflå (2022n):

$$\frac{VEK_0}{EK_0} = \frac{VNDE_0}{NDE_0} + \left(\frac{VNDE_0}{NDE_0} - \frac{VNFG_0}{NFG_0} \right) * \frac{NFG_{-1}}{EK_{-1}} + \left(\frac{VNDE_0}{NDE_0} - \frac{VMI_0}{MI_0} \right) * \frac{MI_{-1}}{EK_{-1}}$$

Formel 11-4: Fundamental Pris/Bok (Knivsflå 2022n)

$$\frac{VEK_0}{NRE_1} = \frac{VNDE_0}{NDR_1} + \left(\frac{VNDE_0}{NDR_1} - \frac{VNFG_0}{NFK_1} \right) * \frac{NFK_0}{NRE_0} + \left(\frac{VNDE_0}{NDR_1} - \frac{VMI_0}{NMR_1} \right) * \frac{NMR_0}{NRE_0}$$

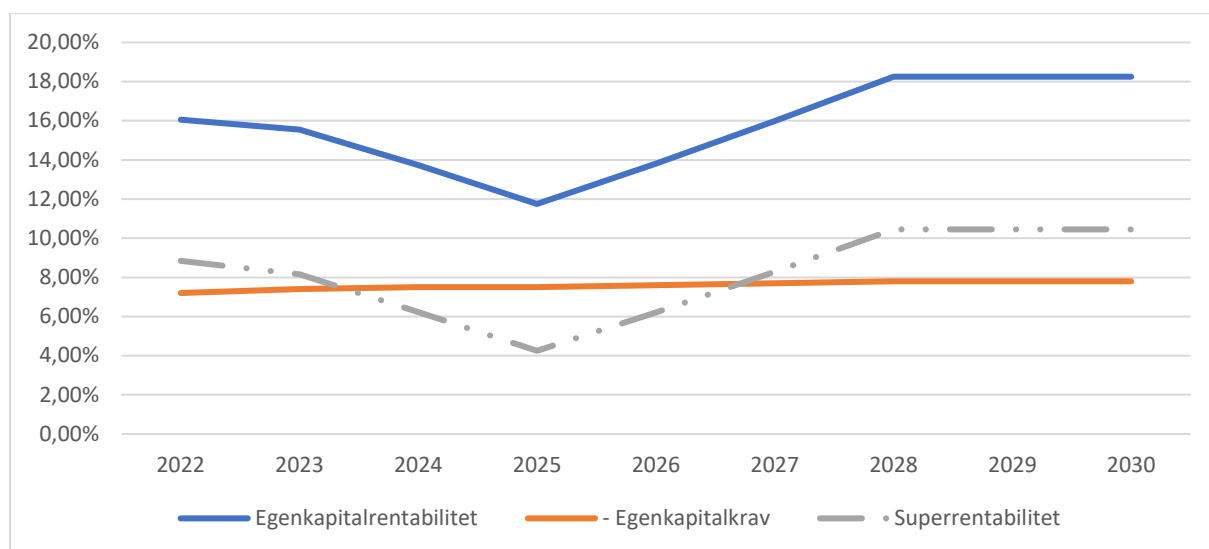
Formel 11-5: Fundamental Pris/Fortjeneste (Knivsflå 2022n)

Oppdelingen gjøres fordi netto driftseiendeler ikke er avhengig av selskapets kapitalstruktur, slik egenkapitalen er, og man derfor får et bedre grunnlag for å kontrollere verdierestimater opp mot gjennomsnittet. Vi tar utgangspunkt i at en gjennomsnittlig verdi for P/B er 1, og gjennomsnittlig verdi for P/E er lik 1 over egenkapitalavkastningskravet. I tabell 11-12 viser vi resultatene av multiplereberegningene:

PRIS/BOK		PRIS/FORTJENESTE	
VNDE/NDE	2,71	VNDE/NDR	20,79
VEK/EK etter formel 11-4	3,35	VEK/NRE etter formel 11-5	11,93
VEK/EK etter egenkapital	3,21	VEK/NRE etter egenkapital	20,01
Normal VNDE/NDE	1	Normal VNDE/NDR	13,89

Tabell 11-12: Multiplereanalyser med fundamentalverdier (egenprodusert)

Grieg Seafood har verdier godt over gjennomsnittet, som vi ser av tabellen. Vi ser at forholdet mellom verdi netto driftseiendeler mot bokførte verdier er nesten tre ganger gjennomsnittet, som betyr at vi må forvente at det foreligger en stor underliggende strategisk fordel. I tillegg er forholdet mellom verdi netto driftseiendeler mot driftsresultatet vel 50 % over gjennomsnittet, som betyr at vi må forvente at den strategiske fordelene er av økende og av varig karakter. Vi presenterer i figur 11-1 superrentabiliteten til egenkapitalen over budsjettperioden (lik analysen i kapittel 10.5), hvor vi her oppdaterer avkastningskravet med beregnet i siste konvergeringssteg fra fundamentalverdssettelsen:



Figur 11-1: Superrentabilitet til egenkapitalen etter fundamentalverdi (egenproduisert)

Vi ser at superrentabiliteten, eller den strategiske fordelene, varierer over perioden, men hele tiden er godt positiv. Fra 2025 og opp mot terminalleddet ser vi en relativt kraftig økning, som er i samsvar med våre funn i tabell 11-12. Dermed har vi ikke noe grunnlag for å finne verdiestimatet fra fundamentalanalysen urimelig.

11.6 Usikkerhetsanalyse

Vi har til nå funnet frem til en aksjeverdi i form av et punkttestimat. I estimatet bygger vi imidlertid på en mengde usikre faktorer, eller budsjett drivere, slik at aksje verdien innehar en vesentlig usikkerhet. Årsaken til at det er usikkerhet er at vi i kapittel 9 og 10 har vært nødt til å estimere fremtidsutviklingen for budsjett driverne, mens det i virkeligheten er lite sannsynlig at alle driverne kommer til å utvikle seg akkurat som vi har budsjettet med.

For å analysere usikkerheten som ligger i verdiestimatet vil vi gjennomføre en usikkerhetsanalyse. Vi starter med en simuleringsanalyse. Her vil vi peke ut de

budsjettdriverne som har størst påvirkning for verdiestimatet, og omarbeider disse fra punkttestimat til stokastiske variabler. Deretter vil vi definere sannsynlighetsfordelingen til variablene, og komme frem til eventuelle korrelasjoner mellom variablene. Basert på den beregnede usikkerheten i de gitte budsjettdriverne vil vi deretter kjøre en simulering hvor vi kommer frem til en aksjeverdi og medfølgende usikkerhet.

Når vi har gjennomført simuleringen vil vi foreta en sensitivitetsanalyse. I en slik analyse identifiserer vi hvilke budsjett drivere som i størst grad påvirker verdiestimatet, og i hvilken grad de påvirker estimatet.

11.6.1 Simuleringsanalyse

I vårt verdiestimat har vi budsjettet et fremtidsregnskap over den eksplisitte prognoseperioden, samt et terminalledd. I fremtidsregnskapet utvikler budsjettdriverne seg mellom faste prognosepunkter. De aller fleste driverne beveger seg lineært mellom budsjettpunktene, eller forholder seg konstante. Det er en relativt stor grad av usikkerhet for at den virkelige utviklingen vil avvike fra vårt budsjett, spesielt langt frem i tid. Usikkerheten kan få stor betydning for vårt verdiestimat, som er et punkttestimat, og vi ønsker å undersøke i hvilken grad usikkerheten spiller inn på vårt verdianslag. For å få en forståelse av usikkerheten som ligger i de ulike driverne, vil vi gjøre et utvalg av disse om til stokastiske variabler. Prosessen er som følger (Damodaran, 2012, s 908):

- 1) Velge variabler, eller verdidrivere.
- 2) Bestemme sannsynlighetsfordeling og fordelingstype.
- 3) Finne eventuelle korrelasjoner mellom variablene.
- 4) Kjøre simuleringen.

Ved gjennomgang av verdiestimatet har vi identifisert en rekke drivere som påvirker (eller kan påvirke) estimatet. Vi har derfor sett oss nødt for å velge de driverne som vi forventer vil påvirke verdiestimatet i høyest grad, sett opp mot deres respektive usikkerhet. Verdiestimatet er beregnet gjennom å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer, og det er derfor budsjett drivere i både kontantstrømmene og i avkastningskravene. I det videre gjør vi rede for de valg vi har gjort, og hvilke verdier og sammenhenger disse bør ha i analysen.

Valg av variabler

Den estimerte egenkapitalverdien blir beregnet gjennom å estimere fri kontantstrøm fra henholdsvis drifts- og finansieringsaktiviteter. Vi fant i kapittel 8 at Grieg Seafood historisk

har hatt en mindre finansieringsulempa gjennom måleperioden, mens vi i fremtidsregnskapet har forutsatt at de klarer å kvitte seg med ulempen, slik at finansieringsfordelen i prognoseperioden skal være minimal. De driftsmessige budsjettdriverne er av denne grunn vurdert å ha større effekt for egenkapitalverdien, mens vi ikke har inkludert verdidrivere som utelukkende har betydning for finansieringsaktivitetene. Vi anerkjenner imidlertid at også de finansielle verdidriverne, gjennom gearing og input til avkastningskravet, kan påvirke verdierstatet, men samtidig er vi nødt å velge de verdidriverne vi mener har størst betydning for estimatet.

Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten på lang sikt er i vår analyse basert på makroøkonomiske forhold som det knytter seg usikkerhet til. Vi vurderte i kapittel 9 at inntektsveksten frem til 2025 vil være avhengig av bedre utnyttelsesgrad og økt salgsvolum. Fra 2025 forventer vi at veksten vil konvergere mot 3 % årlig vekst i steady state. Vekstnivået i 2025 får derfor betydning for den årlige veksten også i de neste årene, og er derfor en driver vi velger å teste i analysen.

Bransjen har imidlertid hatt en relativt sterk inntektsvekst de siste årene, selv om man opplevde redusert vekst når pandemien inntraff i 2020. Vi har i tabellen under beregnet gjennomsnittlig vekst i bransjen de siste 5 årene, og mener at denne delen på 8,6 % ikke har samme risiko knyttet til seg som den overstigende andelen på 4,4 %. Derfor setter vi den overskytende delen av veksten på 4,4 % som en usikker verdidriver, hvor standardavviket er basert på forskjellen i inntektsvekst mellom Grieg Seafood og bransjen de siste 5 årene.

Driftsinntektsvekst i M	2016	2017	2018	2019	2020	2021
div GSF	0,415	0,069	0,069	- 0,365	- 0,077	0,058
div Bransje	0,234	0,082	0,065	0,042	- 0,013	0,104
div GSF - bransje	0,181	- 0,014	0,004	- 0,407	- 0,064	- 0,046
Budsjettert vekst i M	0,130					
- Gjennomsnittlig vekst i bransjen	0,086					
= Beregnet vekst utover bransjesnittet	0,044					
Standardavvik differanse	0,176					

Tabell 11-13: Driftsinntektsvekst i M (Egenprodusert)

Vi har vurdert variabelen å være fordelt uniformt, men setter grenseverdiene skjønnsmessig. Vi vet at Grieg Seafood har et nytt produksjonsanlegg, som de neste årene vil skape høyere omsetning, og det er derfor lite sannsynlig at inntektsveksten vil være særlig lavere enn hva er tilfelle for bransjen. Nedre grense er derfor satt til -1 % fra bransjegjennomsnittet. Samtidig vet vi fra den strategiske analysen at bransjen som helhet vil oppleve gode tider i årene som kommer, og har derfor satt øvre grense til en vekst 5 % over bransjegjennomsnittet.

Videre er også vekstgraden i steady state usikker, og vi velger å også inkludere denne som en variabel i analysen. Vi har satt en forventet verdi på 3 % som forklart i kapittel 9, men mener at veksten reelt sett kan ligge i området fra 1 % til 4 %. Vi baserer den nedre grensen på at et selskap uten positiv inntektsvekst inn i «evigheten» vil ha dårlige forutsetninger for fremtidig drift, men samtidig vil en årlig vekst på mer enn 4 % være urealistisk. Standardavviket er beregnet ut fra den globale veksten i globalt brutto nasjonalprodukt i perioden 2011-2020.

Driftsinntektsvekst i T	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Global BNP-vekst	0,031	0,025	0,027	0,029	0,029	0,026	0,033	0,030	0,023	- 0,036
Budsjettert vekst i T	0,03									
Standardavvik siste 10 år GBNP	0,019									

Tabell 11-14: Driftsinntektsvekst i T (Egenprodusert, med data fra Macrotrends (2022))

Omløpshastighet netto driftseiendeler

Vi mener at Grieg Seafood frem mot steady state vil oppnå en omløpshastighet på bransjegjennomsnittet. Vi baserer verdien i budsjettperiodens år 0 på faktisk regnskapsførte tall, og ser ikke særlig stor usikkerhet rundt denne verdien. Deretter øker onde lineært over budsjettperioden frem til steady state, slik at veksten de øvrige årene avhenger av verdien i slutten av budsjettperioden. Vi mener derfor at onde i år T er en usikker budsjettdriver som vi ønsker å kontrollere. Vi har ikke har noen garanti for at bransjegjennomsnittet vil holde seg stabilt fremover, men vi kunne ha valgt å sette onde til en normalfordelt variabel da snittet gir oss en god indikator på hvor verdien bør være. Imidlertid er en forutsetning for normalfordeling at det ikke bør være øvre eller nedre grensenivå. En negativ verdi er urealistisk, og det samme er en for høy verdi. Vi mener at en uniform fordeling vil være rimelig for onde. Nedre og øvre grense beregnes etter følgende formel, som anbefalt av Knivsflå (2022l):

$$a = m - s * \sqrt{3}$$

$$b = m + s * \sqrt{3}$$

a = nedre grense

b = øvre grense

m = Forventet verdi

s = Standardavvik

Formel 11-6: Beregning av øvre og nedre grense ved uniform fordeling (Knivsflå, 2022l)

Grenseverdiene fremkommer av oppsummering lenger nede. Vi finner imidlertid at nedre grense etter formelen gir en negativ omløpshastighet, som vi ikke finner at det er reell

sannsynlighet for at selskapet vil ha. Den dårligste onde-verdien som Grieg Seafood har hatt i den historiske analyseperioden er omtrent 0,7. Vi endrer minimumsgrensen på onde til en verdi på 0,5 skjønnsmessig. Standardavviket er funnet gjennom Grieg Seafood sine historiske verdier siste fem år.

Omløp netto driftseiendeler i T	2016	2017	2018	2019	2020	2021
onde GSF	1,744	1,814	1,524	0,858	0,751	0,739
Budsjettert onde i T	1,105					
Standardavvik i perioden	0,466					

Tabell 11-15: onde i T (Egenprodusert)

Netto driftsmargin

Netto driftsmargin er satt til å være 13 % i steady state på tross av en marginulempe på 2 % over historisk analyseperiode. Årsaken er at det foreligger selskapsspesifikke forhold som på kort sikt vil bedre marginen, spesielt at Grieg Seafood avhendet virksomheten i Shetland. Vi mener at usikkerheten på kort sikt er lavere, i tillegg til at den vil påvirke verdiestimatet i mindre grad. Imidlertid har vi valgt en lineær utvikling gjennom perioden, med budsjettpunkt M som et snupunkt. Både verdien i budsjettpunkt M og T har betydning for de øvrige årene i budsjettperioden, og er derfor variabler vi inkluderer i analysen. I budsjettpunkt M baserer vi oss på historisk margin for Grieg Seafood, hvor vi finner øvre og nedre grense ved hjelp av formel 11-6 som forklart over. I budsjettpunkt T har vi satt margin lik bransjegjennomsnittet, og velger her en normalfordeling hvor standardavviket er beregnet ut fra bransjemarginen i samme periode.

Netto driftsmargin i M	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ndm GSF	0,036	0,162	0,115	0,133	0,194	0,074	0,096
Budsjettert ndm i T	0,095						
Standardavvik i perioden	0,049						

Netto driftsmargin i T	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ndm Bransje	0,088	0,154	0,185	0,166	0,142	0,092	0,116
Budsjettert ndm i T	0,130						
Standardavvik i perioden	0,034						

Tabell 11-16: Netto driftsmargin i M og T (Egenprodusert)

Aksjebeta

I kapittel 7 beregnet vi aksjebeta ved å gjennomføre en regresjonsanalyse på historisk avkastning sammenlignet med markedet. Aksjebeta er en viktig input i beregning av avkastningskravet på egenkapitalen, og dermed også driftskravet. Vi inkluderer derfor denne budsjettdriveren i analysen. Vi har satt aksjebeta til en normalfordelt variabel, hvor standardavviket er basert på historisk avkastning sammenlignet med markedsavkastningen.

Aksjebeta	
Beregnet aksjebeta i kapittel 7	0,854
Beregnet standardavvik	0,075

Tabell 11-17: Aksjebeta med standardavvik (Egenprodusert)

Risikofri rente

Risikofri rente er en annen variabel som påvirker avkastningskravet, og vi har i vårt verdiestimat forutsatt en lineær stigning opp mot et normalisert nivå på 2,5 % i steady state. Både finansielle og driftsmessige krav er basert på den risikofrie renten. Det er imidlertid også her betydelig usikkerhet, og vi ønsker derfor å også inkludere denne variabelen i analysen. Vi har satt risikofri rente i T til en stokastisk variabel med uniform fordeling, hvor standardavviket er beregnet ut fra historisk og budsjettert risikofri rente for hele perioden. I tabellen under har vi tatt ut noen år fra budsjettperioden for å få plass til tabellen, men tallene for hele prognoseperioden ligger i tabell 10-1. Øvre og nedre grenseverdi er beregnet etter formel 11-6.

Risikofri rente i T	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2027	2028	2029	2030
Rf historisk og budsjettert	0,011	0,010	0,012	0,014	0,012	0,006	0,011	0,023	0,024	0,025	0,025	0,025
Budsjettert Rf i T	0,025											
Standardavvik i perioden	0,006											

Tabell 11-18: Risikofri rente med standardavvik (Egenprodusert)

Finansiell eiendelsbeta

Vi beregnet historisk eiendelsbeta i kapittel 7, da denne inngår i beregningen av netto finansiell gjeldsbeta, som videre brukes til å finne driftsbeta. Den finansielle eiendelsbetaen er muligens ikke den variabelen med størst betydning for verdiestimatet, men samtidig er den som forklart i kapittel 7 basert på en vektet gjennomsnittlig verdi som er betydelig påvirket av et enkeltstående år med høy grad av finansielle investeringer gjennom virksomhet holdt for salg. Vi ønsker å vite i hvilken grad verdiestimatet blir påvirket av eiendelsbetaverdien, og har lagt denne inn som en stokastisk variabel med uniform fordeling. Standardavviket er beregnet ut fra de historiske verdiene, som vist i tabell 11-19. Som følge av at betaverdien ikke kan gå under 0 har vi satt nedre grense skjønsmessig til 0. Øvre grense er imidlertid beregnet ut fra formel 11-6.

Finansiell eiendelsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
feb GSF	0,010	0,004	0,003	0,004	0,008	-	0,877
Budsjettert feb gjennom perioden	0,223						
Standardavvik i perioden	0,305						

Tabell 11-19: Finansiell eiendelsbeta med standardavvik (Egenprodusert)

Oppsummering valg av variabler

I tabell 11-20 har vi satt opp en oversikt som viser alle verdidrivere som er inkludert i simuleringanalysen, type fordeling, forventet verdi (m), standardavvik (s), nedre grense (a) og øvre grense (b). Variabler med normalfordeling har ikke grenseverdier i analysen.

Verdidriver	Fordeling	m	s	a	b
divM - divBM	Uniform	0,044	0,176	0,010	0,050
divT	Uniform	0,030	0,019	0,010	0,040
ondeT	Uniform	1,105	0,466	0,500	2,246
ndmM	Normal	0,095	0,049		
ndmT	Normal	0,130	0,034		
Beta aksje	Normal	0,854	0,075		
rft	Uniform	0,025	0,006	0,014	0,036
feb	Uniform	0,223	0,305	0	0,751

Tabell 11-20: Oppsummering valg av variabler til simuleringanalyse (Egenprodusert)

Korrelasjoner

Verdidriverne er ikke nødvendigvis uavhengige av hverandre, og i simuleringanalysen er vi også nødt til å ta høyde for at det er korrelasjon mellom enkelte variabler. En slik korrelasjon betyr at utfallet for en variabel i en trekning påvirker utfallet for en annen variabel. Vi må basere oss på økonomisk teori eller empiri for å fastsette eventuelle korrelasjoner i simuleringanalysen (Knivsflå 2022o).

Vi mener det er en korrelasjon mellom driftsinntektsvekst og netto driftsmargin. Vi baserer vår vurdering på at Grieg Seafood som andre selskap har variable og faste kostnader. Vi forutsetter at økning i inntekt gir en relativ lik økning i direkte kostnader relatert til smolt, fôr og andre kostnader forbundet med å fremskaffe slakteklar laks. Vi forutsetter videre en forenkling hvor øvrig kostnadsstruktur ikke er påvirket av inntektsøkningen. Vi ser av årsrapporten 2021 at Grieg Seafood i 2021 hadde råvarekostnader tilsvarende 41 % av laksesalget, mens tilsvarende tall for 2020 var 46 %. Som følge av at vi i vår strategiske analyse fant at Grieg Seafood har stort fokus på å redusere disse kostnadene, mener vi at en fremtidig andel på 40 % vil være et fornuftig grunnlag. Derfor gir vi korrelasjonen mellom driftsinntektsvekst og netto driftsmargin (i begge budsjett punkter) en verdi på 0,60.

Vi har estimert en konstant driftsinntektsvekst på 3 % i steady state. Gjennomsnittet for global BNP i årene fra 2011-2019 (ser bort fra korona-året 2020) var på 2,8 %, som betyr at vi tar utgangspunkt i at veksten skal overstige historisk global gjennomsnittlig vekst.

Gjennomsnittet er beregnet ut fra tabell 11-14 over. Vi mener altså at det vil være gode økonomiske tider i perioden, som da vil medføre at investorers alternativkostnad er høy.

Myndighetene vil typisk øke rentenivået under økonomisk oppgang. Vi mener derfor det er en viss korrelasjon mellom driftsinntektsvekst på lang sikt og den risikofrie renten. Knivsflå foreslår en korrelasjonsverdi på 0,2 (Knivsflå 2022o), som vi har valgt å legge inn i vår modell.

Den siste korrelasjonsfaktoren vi velger å inkludere i modellen er forholdet mellom netto driftsmargin og omløpshastighet på netto driftseiendeler. Selskap med høy driftsmargin tendenserer til å ha lav omløpshastighet og motsatt, og marginvekst kan derfor bety lavere omløpshastighet (Knivsflå 2022o). I Grieg Seafood sitt tilfelle er marginveksten først og fremst basert på at selskapet har hatt lavere margin enn bransjegenomsnittet, og vi mener derfor at korrelasjonen ikke nødvendigvis vil være så høy i dette tilfellet. Vi har valgt en korrelasjonskoeffisient på -0,1.

Til sammen har vi dermed de følgende korrelasjonskoeffisientene:

Korrelasjon	Korrelasjonskoeffisient
divT, ndmM	0,6
divT, ndmT	0,6
divT, RfT	0,2
ndmM, ondeT	-0,1
ndmT, ondeT	-0,1

Tabell 11-21: Korrelasjonskoeffisienter (Egenprodusert)

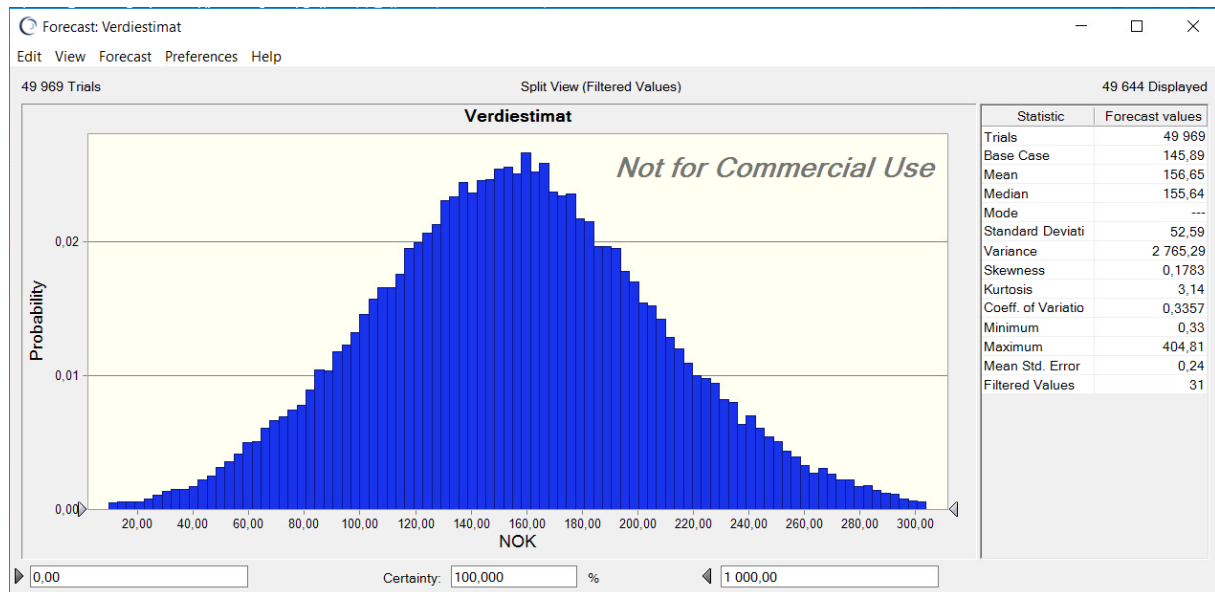
Andre forhold

Vi har også tatt enkelte andre forhold med i simuleringen, og vil kort gjøre rede for disse her:

- Vi ekskluderer treknings hvor aksjeverdi faller under 0, siden investorene har begrenset ansvar ved konkurs. Vi har også satt en maksverdi på 4 ganger verdiestimat for å luke ut de mest urealistiske verdiene.
- Vi har i beregning av avkastningskravet sørget for at vekstfaktor til egenkapitalkravet og netto driftskrav på 3 % ikke overstiger avkastningskravet i terminalleddet, da en negativ terminalverdi ikke er i overensstemmelse med grunnlag for fortsatt drift på sikt.
- Vi ekskluderer treknings som ikke gir konvergens mellom metodene for verdiestimat.
- Siden vi har flere verdidrivere omgjort til stokastiske variabler, har vi valgt å ha et høyt antall simuleringer etter anbefaling fra Damodaran (2012, s 911). Vi har valgt 50.000 simuleringer.

Simulering

Vi har kjørt simuleringen gjennom programmet Crystal Ball, og får følgende output fra analysen.



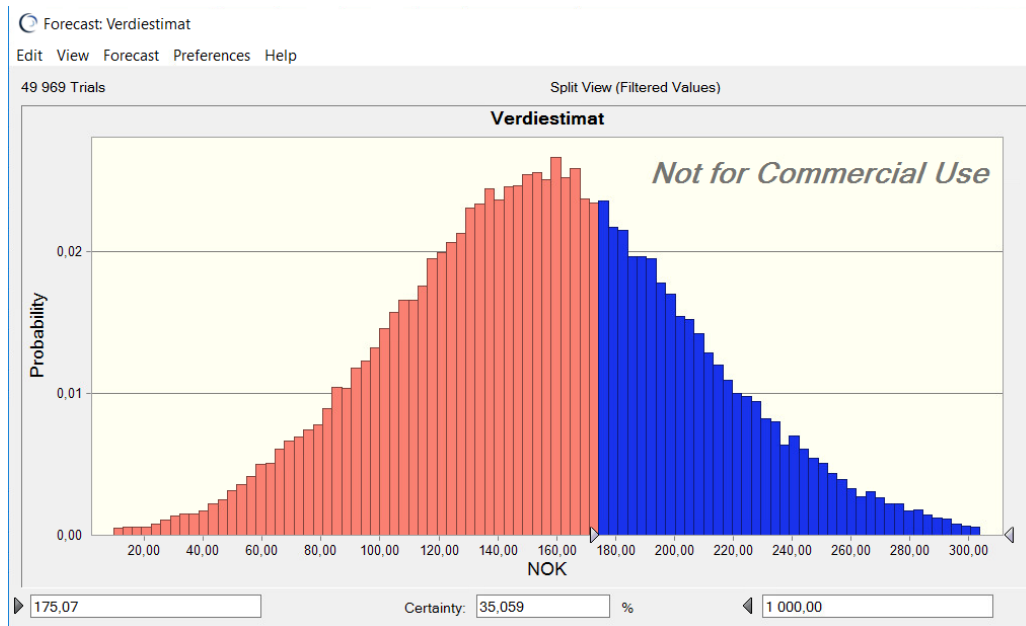
Figur 11-2: Simuleringsanalyse i Crystal Ball (Egenprodusert)

Som vi ser får vi et verdiestimat (Mean-verdi) på 156,65 per aksje. Denne verdien er ca 11 kr høyere enn hva vi fant i det fundamentale verdiestimatet tidligere i kapittelet.

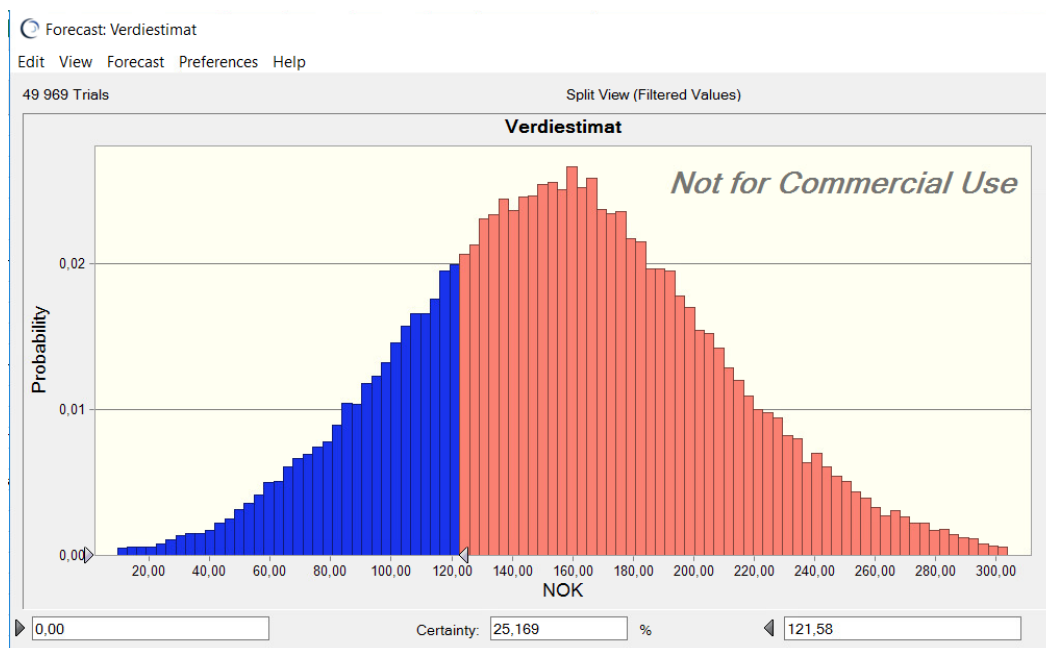
Simuleringsanalysen hensyntar ikke konkurrisiko, noe vi heller ikke har gjort i vårt verdiestimat, all den tid vi mener å ha tatt høyde for dette i beregning av avkastningskrav.

Som vi ser av analysen er det ingen trekkninger som ender med en verdi på 0, som gjør at analysen ikke indikerer behov for å vurdere ekstra konkursjustering.. Vi baserer også vurderingen på at vi i vår strategiske analyse og regnskapsanalyse har funnet at Grieg Seafood har meget gode økonomiske betingelser i fremtiden.

Oppsidepotensiale er hvor sannsynlig det er at aksjeverdien er 20 % over verdiestimatet. Vi ser av figur 11-3 at sannsynligheten for at verdien er over kr 175,07 er 35 %. Videre ser vi av figur 11-4 at sannsynligheten for at verdien er under kr 121,58 (nedsiddepotensiale) er 25 %. Det er altså 10 % større sannsynlighet for oppside enn nedside, som vi mener er en positiv indikator for at verdiestimatet ikke er vesentlig overvurdert.



Figur 11-3: Oppsidepotensiale (Egenprodusert)

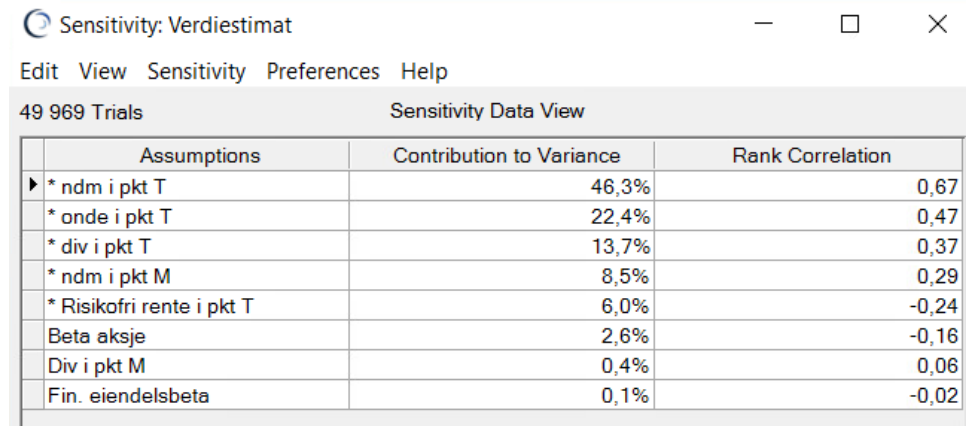


Figur 11-4: Nedsidepotensiale (Egenprodusert)

Det disse resultatene viser oss imidlertid, er at verdiestimatet har relativt høy usikkerhet. I det videre gjennomfører vi en sensitivitetsanalyse for å studere nærmere hvordan de ulike variablene isolert sett påvirker verdiestimatet.

11.6.2 Sensitivitetsanalyse

Vi har benyttet Crystal Ball for å gjennomføre sensitivitetsanalysen. Fra resultatene fra simuleringanalysen har vi funnet påvirkning og korrelasjon mellom de ulike driverne og verdierestimaterne i simuleringstrekingene. Vi starter med å se på korrelasjonsgrad:



Sensitivity: Verdiestimat

Edit View Sensitivity Preferences Help

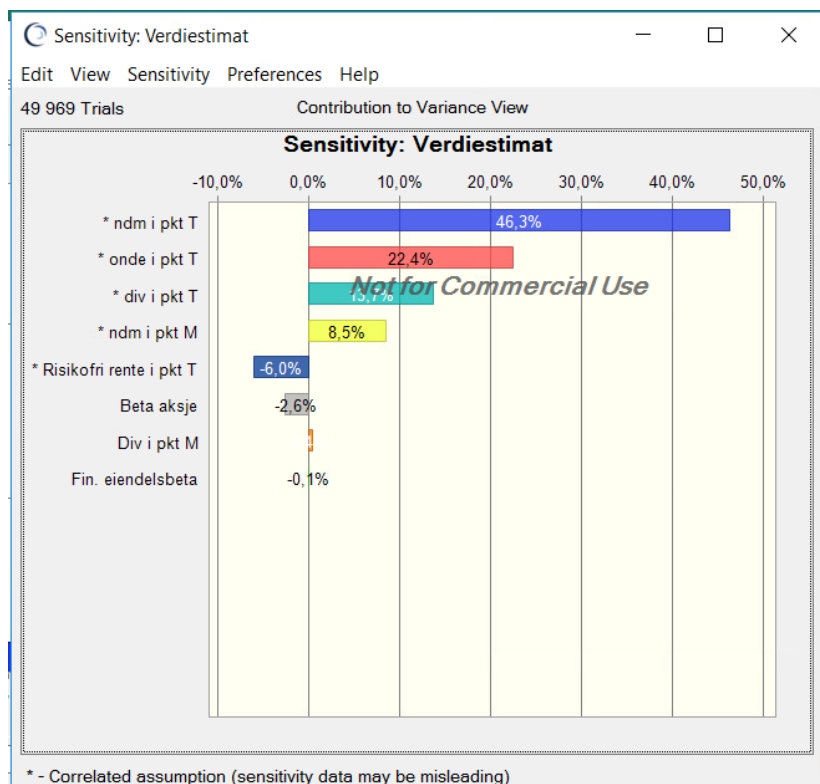
49 969 Trials Sensitivity Data View

Assumptions	Contribution to Variance	Rank Correlation
* ndm i pkt T	46,3%	0,67
* onde i pkt T	22,4%	0,47
* div i pkt T	13,7%	0,37
* ndm i pkt M	8,5%	0,29
* Risikofri rente i pkt T	6,0%	-0,24
Beta aksje	2,6%	-0,16
Div i pkt M	0,4%	0,06
Fin. eiendelsbeta	0,1%	-0,02

Tabell 11-22: Korrelasjonskoeffisienter fra simuleringanalyse (Egenprodusert)

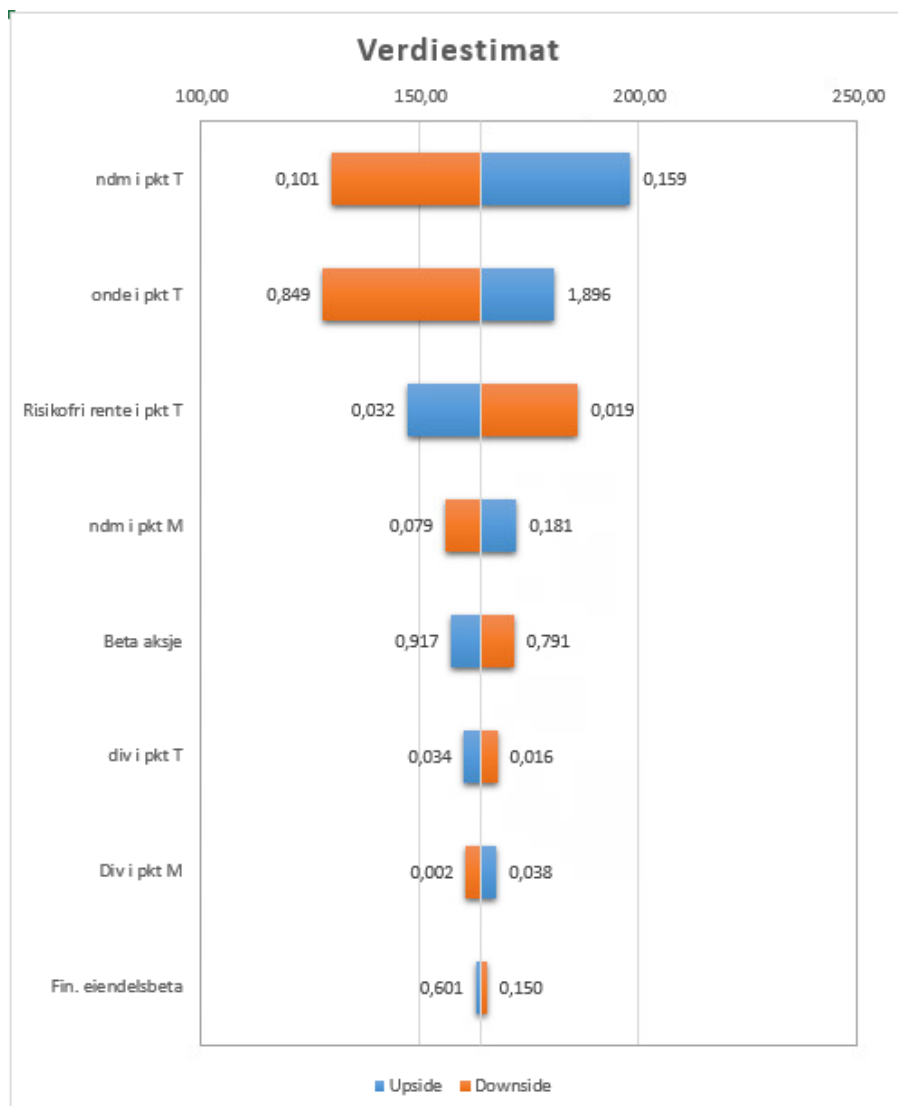
Det vi ser av kolonne «Rank Correlation» er at det er langsiktig netto driftsmargin, onde og driftsinntektsvekst som har størst korrelasjon med verdiestimatet. Betaverdiene og renteverdiene har noe negativ korrelasjon, som man kan forvente ut fra verdsettelsesmetoden. De finansielle verdidriverne har liten korrelasjon med verdiestimatet, som forsterker vår konklusjon om at det er de driftsmessige faktorene som har størst påvirkning for verdiestimatet.

I figur 11-5 ser vi en oversikt over i hvilken grad de ulike verdidriverne påvirker verdiestimatet, som er en grafisk presentasjon av kolonne «Contribution» over. Langsiktige verdier har omtrent all effekten, hvor de tre identifiserte faktorene fra forrige avsnitt utgjør omtrent 80 % av usikkerheten i estimatet.



Figur 11-5: Sensitivitet akkumulert (Egenproduisert)

I figur 11-6 presenterer vi et tornadodiagram fra Crystal Ball som viser hvor stor isolert effekt de ulike verdidriverne har for verdiestimatet. Diagrammet viser endringen i verdiestimat gitt en endring over det mulige utfallsrommet per driver, hvor alle andre verdier er lik forventet verdi. Grenseverdiene er et standardavvik fra gjennomsnittlig simuleringsverdi, forutsatt at driveren var normalfordelt.



Figur 11-6: Tornadodiagram (Egenprodusert)

Den verdidriveren med størst sensitivitet er driftsmarginen i terminalleddet. Vi ser at laveste verdi i diagrammet er et omløp på 10,1 % som er vel 3 % lavere enn vår forventede verdi. Dette ville redusert verdiestimatet med omtrent 35 kr. Tilsvarende ville en margin på 15,9 % gi en tilsvarende økning i estimatet. Omløpshastigheten i terminalleddet gir omtrent 20 kr økning eller 35 kr reduksjon i verdiestimatet, med en onde på henholdsvis 1,896 og 0,849. Spesielt disse to variablene gir altså betydelig effekt på estimatet, men vi ser at også risikofri rente har en ikke ubetydelig påvirkning. Vi nevner også at den finansielle eiendelsbetaen kun har neglisjerbar effekt på estimatet.

Det er imidlertid flere svakheter med tornadodiagrammet, med tanke på de forutsetninger vi har tatt. Diagrammet hensyntar ikke korrelasjonene mellom verdidriverne, noe som er en svakhet med denne analysen, da det er flere korrelerende faktorer i modellen. Diagrammet

hensyntar heller ikke våre valgte grensepunkter, og det forutsetter en normalfordeling for alle variablene.

11.6.3 Konklusjon usikkerhetsanalyse

Vi konkluderer altså med at det foreligger en betydelig usikkerhet i verdiestimatet. Simuleringen gir et verdiestimat ganske tett opp mot vårt verdiestimat i kapittel 11.4, men vi ser av Monte Carlo-simuleringen at det er et standardavvik i estimatet på 53 %. Faktisk aksjekurs per 31.12.2021 er på 83,10 kr per aksje, men simuleringsanalysen gir bare 7,8 % sannsynlighet for at verdien faktisk er lavere enn børskurs. Basert på usikkerhetsanalysen finner vi ikke behov for å endre på våre konklusjoner tidligere i kapittelet.

11.7 Oppsummering av fundamental verdivurdering

Vi har så langt i dette kapittelet fullført den fundamentale verdivurderingen. Vi presenterte først de ulike metodene og modellene vi har benyttet i verdivurderingen, før vi brukte modellene for å komme frem til det første verdiestimatet. Etter dette startet vi en konvergeringsprosess, der vi oppdaterte de budsjetterte vektene med verdibaserte vektorer. Vi utførte denne konvergeringsprosessen i flere steg, før vi kom fram til et endelig verdiestimat på 145,89 kr. Vi velger å ikke justere for konkurrisiko, selv om den syntetiske ratingen vi ga selskapet i kapittel 6 åpner for en slik mulighet. Vi mener at vi har tatt tilstrekkelig høyde for konkurrisiko gjennom beregning av avkastningskrav.

Avslutningsvis utførte vi en sensitivitetsanalyse og simuleringsanalyse ved bruk av Crystal Ball for å vurdere usikkerheten i det endelige verdiestimatet vårt. Vi konkluderte med at det foreligger en relativt stor grad av usikkerhet i verdiestimatet. Spesielt endringer i budsjett drivere som netto driftsmargin, onde og driftsinntektsveksten hadde stor effekt på verdiestimatet. Til tross for usikkerheten i verdiestimatet konkluderte vi med at det ikke var behov for å utføre endringer på tidligere konklusjoner. Vi så at det ikke var en eneste simulert trekning som ga verdi på 0, noe som underbygger vårt valg om å ikke gjennomføre konkurjustering.

11.8 Komparativ verdsettelse

I kapittel 3 konkluderte vi med at i tillegg til en fundamental verdivurdering, ville vi utføre en supplerende verdivurdering for å kontrollere rimeligheten av vårt endelig verdiestimat fra den fundamentale verdivurderingen. Basert på at oppdrettsbransjen er en relativt homogen bransje som er sammenlignbar, valgte vi å benytte en multipelverdivurdering.

De komparative selskapene vi benytter i verdivurderingen vil være tilsvarende de komparative selskapene vi har benyttet tidligere i oppgaven. Med en multiplervurdering er metoden hovedsakelig markedsbasert, og verdivurderingen baseres på hvordan de andre komparative selskapene prises i markedet (Møller 2021). Vi vil beregne hvilke multipler de komparative selskapene og Grieg Seafood er priset til, for så å estimere Grieg Seafood sin verdi basert på en gjennomsnittlig multiplere.

11.8.1 Multiplikatorer og verdiestimat

Vi vil benytte oss av seks ulike multiplikatorer for å estimere en gjennomsnittsverdi, basert på multiplikatormetoden. Generelt skiller vi mellom multipler basert på balanseførte verdier som egenkapital og enterprise value, resultatbaserte, eller multipler som er basert på driftsinntekter. Vi har valgt en kombinasjon av ulike multipler for å få en spredning vi anser fornuftig. Det grunnleggende prinsippet for verdivurdering med multipler er at hvis alt annet er likt mellom selskapene, vil et selskap med lavere multiplere være billigere (Damodaran, 2012, s.542). Oppdrettsselskapene er som nevnt relativt sammenlignbare ettersom de selger et homogent produkt, men det vil være forskjeller blant annet i hvordan selskapene er finansiert, kontantstrømmer, vekstmuligheter og strategi. Ved å benytte en gjennomsnittlig multiplikator fra bransjen for å estimere egenkapitalverdien, uten å justere for forskjeller mellom selskapene, gjør vi med det en forenkling. Basert på at vi kun skal benytte den komparative verdivurderingen som en supplerende verdivurdering anser vi det tilstrekkelig. Vi fant også i risikoanalysen i kapittel 6 at Grieg Seafoods kapitalstruktur ikke avviker vesentlig fra bransjegjennomsnittet, så vi forventer ikke at forenklingen gir en betydelig forskjell.

Multiplene er beregnet utfra følgende input hentet fra Oslo børs og selskapene sine årsrapporter:

Input per 30.12.2021

Selskap	Grieg Seafood	MOWI	Lerøy	SalMar	NRS
Utestående aksjer	113 447 042	517 111 091	595 773 680	117 799 999	43 572 191
* Sluttkurs 30.12	83,1	208,7	68,96	608	163,4
= Markedsverdi EK	9 427 449	107 921 085	41 084 553	71 622 399	7 119 696
+ Netto finansiell gjeld	1 507 133	14 362 896	2 058 556	4 893 000	2 283 957
+ Minoritetsinteresse	-	23 973	1 126 177	1 136 000	770 509
= Enterprise value	10 934 582	122 307 953	44 269 286	77 651 399	10 174 162
Bokført EK	5 154 594	31 278 928	19 323 102	10 987 000	4 443 349
Netto driftskapital	6 661 727	45 641 824	21 381 658	15 880 000	6 727 306
Resultat etter skatt	1 204 667	4 959 406	2 781 095	2 668 000	693 409
EBIT	442 370	5 096 631	2 518 782	2 926 000	379 616
EBITDA	818 044	9 650 461	3 777 516	3 733 000	529 513
Sales	4 669 330	42 714 523	23 073 280	15 044 000	5 800 895

Tabell 11-23: Input til multiplikator-beregninger (Egenprodusert)

Multipel nr.1 - P/B

Den første multiplikatoren vi har beregnet er pris / bok (P/B). Her er pris selskapene sin markedsverdi av egenkapitalen, og bok den bokførte egenkapitalen.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Bokført verdi av EK}}$$

Formel 11-7: Pris/Bok (Damodaran, 2012, s.512).

Vi finner her markedsverdien av egenkapitalen ved å multiplisere selskapene sine utestående aksjer per 31.12.2021 med aksjekursen sin sluttkurs den siste handelsdagen i 2021, som var 30.12.2021. Multiplikatoren er mye brukt da den er relativt enkel å beregne. P/B vil som regel ikke være spesielt bra egnet for bransjer der selskapet har større verdier utenfor regnskapet som ikke er balanseført. Oppdrettsbransjen er som etablert tidligere i oppgaven kapitalintensiv, og vi mener utfra dette at P/B vil være fornuftig å benytte for å vurdere prisingen av selskapene (Møller 2021). Generelt sett vil en P/B under 1 signalisere at et selskap er underpriset, og tilsvarende vil en P/B over 1 signalisere at et selskap er overpriset. Sagt på en annen måte forventer markedet at hvis et selskap har en P/B over 1 at de vil generere meravkastning på den bokførte egenkapitalen (Damodaran, 2012, s.511).

Selskap	Grieg Seafood	MOWI	Lerøy	SalMar	NRS	Gjennomsnitt
Markedsverdi EK	9 427 449	107 921 085	41 084 553	71 622 399	7 119 696	
Bokført EK	5 154 594	31 278 928	19 323 102	10 987 000	4 443 349	
P/B	1,8	3,5	2,1	6,5	1,6	3,1

Bokført EK	5 154 594
Multipel P/B	3,1
Verdi EK	16 006 632
Utestående aksjer	113 447 042
Verdi per aksje	141,09

Tabell 11-24: Verdi av egenkapitalen etter P/B (Egenprodusert)

Vi ser at Grieg Seafood har en P/B under gjennomsnittet til de komparative selskapene. Dette antyder at markedet forventer at de andre selskapene vil klare å skape større merverdier fra sine bokførte eiendeler enn Grieg Seafood. Ved bruk av den gjennomsnittlige P/B, som er vektet likt mellom selskapene, får vi en verdi per aksje på 141,09 kr.

Multipel nr.2 - EV/NDK

P/B kan også beregnes indirekte, ved å inkludere netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser med markedsverdien av egenkapitalen, slik at vi finner enterprise value. Enterprise value deles videre på bokførte netto driftseiendeler.

$$\frac{\text{EV}}{\text{NDK}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK + netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftskapital}}$$

Formel 11-8: EV/NDK (Damodaran, 2012, s.533).

Selskap	Grieg Seafood	MOWI	Lerøy	SalMar	NRS	Gjennomsnitt
Enterprise value	10 934 582	122 307 953	44 269 286	77 651 399	10 174 162	
Netto driftskapital	6 661 727	45 641 824	21 381 658	15 880 000	6 727 306	
EV/NDK	1,64	2,68	2,07	4,89	1,51	2,6

Netto driftskapital	6 661 727
Netto finansiell gjeld	1 507 133
Minoritetsinteresse	-
Multipel EV/NDK	2,6
Verdi EK	15 538 662
Utestående aksjer	113 447 042
Verdi per aksje	136,97

Tabell 11-25: Verdi av egenkapitalen etter EV/NDK (Egenprodusert)

Vi ser at også her er Grieg Seafood sin P/B lavere enn gjennomsnittet for de komparative selskapene, og vi får også en lavere verdi per aksje enn ved den direkte metoden.

Multipel nr.3 - P/F

Videre har vi valgt å se på pris/fortjeneste (P/F). Denne multiplikatoren benytter også selskapene sin markedsverdi av egenkapitalen, som deles på resultatet etter skatt.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Formel 11-9: Pris/Fortjeneste (Damodaran, 2012, s.468).

P/F sier med det hvordan selskapene er priset, ut fra hvilken fortjeneste de har. En svakhet med denne multiplikatoren er derimot at ulike kapitalstrukturer ikke blir hensyntatt (Møller 2021).

Selskap	Grieg Seafood	MOWI	Lerøy	SalMar	NRS	Gjennomsnitt
Markedsverdi EK	9 427 449	107 921 085	41 084 553	71 622 399	7 119 696	
Resultat etter skatt	1 204 667	4 959 406	2 781 095	2 668 000	693 409	
P/F	7,8	21,8	14,8	26,8	10,3	16,3

Resultat etter skatt	1 204 667
Multipel P/F	16,3
Verdi EK	19 629 352
Utestående aksjer	113 447 042
Verdi per aksje	173,03

Tabell 11-26: Verdi av egenkapitalen etter P/F(Egenprodusert)

Vi ser at Grieg Seafood har den laveste P/F multiplikatoren, som vil si at forholdet mellom markedsverdi og fortjeneste er lavere enn de komparative selskapene. Vi vil anta at det kan ha en sammenheng med at over 50% av Grieg Seafood sitt resultat etter skatt i 2021 kommer fra diskontinuerlig virksomhet, som da ikke vil være gjentagende i senere perioder. Ved å benytte gjennomsnittlig P/F multiplum får vi en verdi per aksje på 173,03 kr.

Multipel nr.4 - EV/EBIT

For å ikke inkludere resultatet fra diskontinuerlig virksomhet kan vi beregne en multiplum med netto driftsresultatet, som vi deler på enterprise value.

$$\frac{\text{EV}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK + netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

Formel 11-10: EV/EBIT (Møller 2021)

EV/EBIT er en multiplum som er relativt tilsvarende kontantstrøm fra drift, og vi får med det et mål på hvordan markedet priser selskapet sine operasjonelle aktiviteter. Metoden er inkludert avskrivninger, og kan med det bli påvirket av eventuelle målefeil tilknyttet

avskrivninger eller forskjeller i avskrivningsplaner (Møller 2021). Fordelen med multippelen er at den kan brukes på selskaper som har forskjellig andel gjeldsfinansiering, ettersom EBIT er en resultatpost før finansieringskostnader (Damodaran, 2012, s.500).

Selskap	Grieg Seafood	MOWI	Lerøy	SalMar	NRS	Gjennomsnitt
Enterprise value	10 934 582	122 307 953	44 269 286	77 651 399	10 174 162	
EBIT	442 370	5 096 631	2 518 782	2 926 000	379 616	
EV/EBIT	24,72	24,00	17,58	26,54	26,80	23,9

EBIT	442 370
Netto finansiell gjeld	1 507 133
Minoritetsinteresse	0
Multipel EV/EBIT	23,9
Verdi EK	9 077 124
Utestående aksjer	113 447 042
Verdi per aksje	80,01

Tabell 11-27: Verdi av egenkapitalen etter EV/EBIT (Egenprodusert)

Her er Grieg Seafood sin EV/EBIT multiplert litt over gjennomsnittet, og verdien per aksje på 80,01 kr avviker ikke vesentlig fra sluttkursen på Oslo børs 30.12.2021 på 83,1 kr.

Multipel nr.5 - EV/EBITDA

EV/EBITDA er en multiplert tilsvarende EV/EBIT, men her tas ikke avskrivninger eller nedskrivninger med. Dette kan anses som en fordel ettersom eventuelle forskjeller i avskrivningsplaner blir justert bort, men på den andre siden vil det heller ikke inkluderes informasjon om det historiske investeringsbehovet til selskapet (Møller 2021). En annen fordel med EV/EBITDA er at den tilsvarende som EV/EBIT kan brukes på selskaper som har forskjellig andel gjeldsfinansiering. EV/EBITDA kan beregnes basert på følgende formel:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av EK + netto finansiell gjeld}}{\text{Driftresultat før avskrivninger}}$$

Formel 11-11: EV/EBITDA (Damodaran, 2012, s.501).

Selskap	Grieg Seafood	MOWI	Lerøy	SalMar	NRS	Gjennomsnitt
Enterprise value	10 934 582	122 307 953	44 269 286	77 651 399	10 174 162	
EBITDA	818 044	9 650 461	3 777 516	3 733 000	529 513	
EV/EBITDA	13	13	12	21	19	15,6

EBITDA	818 044
Netto finansiell gjeld	1 507 133
Minoritetsinteresse	0
Multipel EV/EBITDA	15,6
Verdi EK	11 217 576
Utestående aksjer	113 447 042
Verdi per aksje	98,88

Tabell 11-28: Verdi av egenkapitalen etter EV/EBITDA (Egenprodusert)

Ved bruk av gjennomsnittsmultipel på 15,6 får vi en verdi per aksje på 98,88 kr. Grieg Seafood ligger, med en EV/EBITDA multipel på 13, litt under gjennomsnittet.

Multipel nr.6 - EV/Sales

Til slutt har vi beregnet en EV/Sales multipel. Fordelene ved å benytte EV/Sales er at driftsinntekter ofte er mer stabile fra periode til periode, enn resultatmultipler som EBITDA og EBIT som kan være påvirket av avskrivninger, bevegelser i varelageret og engangshendelser. Driftsinntekter er heller ikke enkelt for regnskapsprodusenter å manipulere. Videre er det en fordel at man kan sammenligne selskaper som går med underskudd, eller er i en oppstartsfase med andre selskaper. På den andre siden er det flere viktige faktorer EV/Sales ikke tar hensyn til, blant annet differanser i margin mellom selskapene og kostnader (Damodaran, 2012, s.542). Det kan utfra dette være misvisende å verdsette et selskap med kun denne multiplene, men ettersom vi benytter flere andre multipler i kombinasjon med denne velger vi å inkludere den. EV/Sales kan beregnes basert på følgende formel:

$$\frac{\text{EV}}{\text{Sales}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK + netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 11-12: EV/Sales (Damodaran, 2012 s.542).

Selskap	Grieg Seafood	MOWI	Lerøy	SalMar	NRS	Gjennomsnitt
Enterprise value	10 934 582	122 307 953	44 269 286	77 651 399	10 174 162	
Sales	4 669 330	42 714 523	23 073 280	15 044 000	5 800 895	
EV/Sales	2,3	2,9	1,9	5,2	1,8	2,8

Sales	4 669 330
Netto finansiell gjeld	1 507 133
Minoritetsinteresse	0
Multipel EV/Sales	2,8
Verdi EK	11 603 713
Utestående aksjer	113 447 042
Verdi per aksje	102,28

Tabell 11-29: Verdi av egenkapitalen etter EV/Sales (Egenprodusert)

Med en gjennomsnittlig multiplum på 2,8 får vi en verdi per aksje på 102,28 kr. Grieg Seafood ligger også her litt under gjennomsnittet. Av de komparative selskapene er det spesielt SalMar som trekker snittet opp, med en EV/Sales multiplum på 5,2. Vi antar her at markedet priser SalMar sin driftsinntekt høyere enn de andre selskapene, ettersom de har den høyeste driftsmarginen av selskapene.

Verdiestimater fra multipler oppsummert

Nedenfor har vi oppsummert resultatene fra den komparative verdsettelsen. Ut fra at det foreligger både styrker og svakheter ved de ulike multiplene, har vi valgt å benytte et vektet gjennomsnitt, slik at de multiplene vi mener er mest relevante blir vektlagt i større grad. Et alternativ kunne vært å ta bort enkelte av multiplene, men vi mener at vi med en slik vektet løsning får et bedre og mer variert bilde av aksjeverdien. Vi har valgt å vekte EV/EBITDA, EV/EBIT og EV/NDK i større grad enn de andre multiplene, basert på at disse multiplene er uavhengig fra selskapene sine finansieringsstrukturer, og med det vil verdiestimaterne være mer pålitelige. Vi får med det et vektet gjennomsnitt på 117,41 kr per aksje.

Multipel	Verdi per aksje	Vekt	Vektet verdi per aksje
EV/Sales	102,28	10 %	10,23
EV/EBITDA	98,88	22 %	21,75
EV/EBIT	80,01	22 %	17,60
P/F	173,03	12 %	20,76
EV/NDK	136,97	22 %	30,13
P/B	141,09	12 %	16,93
Vektet gjennomsnitt			117,41

Tabell 11-30: Vektet gjennomsnittlig verdi av egenkapitalen fra multiplanalyser (Egenprodusert)

12 Oppsummering og handlingsstrategi

I det siste kapittelet i utredningen vil vi basert på verdiestimatene vi fikk fra den fundamentale verdivurderingen, og den komparative verdsettelsen, komme med en handelsanbefaling utfra børskursen på verdsettelsestidspunktet. Vi vil også oppsummere hvilke funn vi har gjort i utredningen, som vi mener er de viktigste for at vårt verdiestimat avviker fra hvordan markedet priser selskapet.

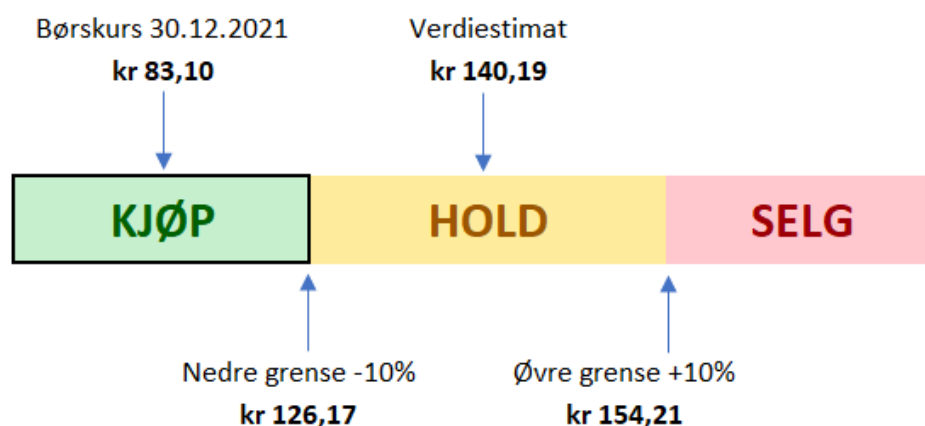
12.1 Handelsstrategi

Vi har valgt å vekte verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen med 80 % og verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen med 20 % basert på en skjønsmessig vurdering. Vi får med det følgende endelig verdiestimat for selskapet sin egenkapital per aksje per 31.12.2021:

Verdiestimat	Verdi per aksje	Vekt	Vektet verdi per aksje
Fundamental	145,89	80 %	116,71
Komparativ	117,41	20 %	23,48
Sum			140,19

Tabell 12-1: Endelig verdiestimat Grieg Seafood (Egenprodusert)

Basert på usikkerheten tilknyttet verdiestimatet som ble belyst ovenfor i kapittelet har vi valgt å benytte en øvre og nedre grense på 10% tilknyttet vår anbefaling. En børskurs per 31.12.2021 innenfor dette intervallet vil resultere i en hold-anbefaling, mens en børskurs utenfor vil resultere i en kjøps- eller salgs-anbefaling. Per 30.12.2021 hadde Grieg Seafood ASA en børskurs på 83,10 kr per aksje. Utfra dette vil vår handelsstrategi være et kjøp per 31.12.2021. Vi har illustrert handelsanbefaling i figuren nedenfor.



Figur 12-1: Handlestrategi 31.12.2021 (Egenprodusert)

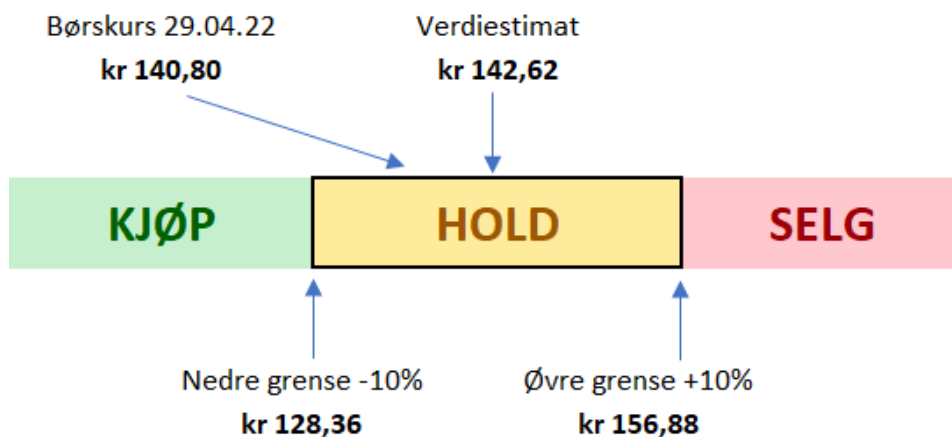
I tabell 12-2 synliggjør vi usikkerhetsgraden nærmere. Vi har beregnet differansen mellom verdierestimater og børskurs per 31.12.2021, og estimert sannsynligheten for at børskurs er undervurdert. Standardavviket til aksjeverdien er hentet fra Crystal Ball-simuleringen i kapittel 11 (som ikke er hensyntatt justering for multipler, men vi mener at standardavviket likevel er representativt).

Handelsanbefaling	31.12.2021
Verdi per aksje (VEPA)	140,19
Børskurs (P)	83,10
Differanse mellom VEPA og P	57,09
Standardavvik VEPA (fra simuleringsanalyse)	52,59
t-verdi (Differanse / Standardavvik)	1,09
Sannsynlighet for at VEPA > P	76 %
Kritisk verdi for å endre handlestrategi	66 %
Handelsanbefaling	KJØP

Tabell 12-2: Handelsanbefaling målt mot kritisk verdi (Egenprodusert)

Vi ser av tabellen at vi får en sannsynlighet på 76 % for at verdi per aksje er høyere enn børskurs. Denne verdien overstiger den kritiske verdien for å endre handelsstrategi fra Hold (Knivsflå 2022p). Det betyr at vi også her får en kjøpsanbefaling.

Ettersom det endelige verdierestimater vårt avviker en del fra børskursen per 31.12.2021 vil vi også vurdere verdierestimater opp mot et senere tidspunkt. Vi flytter her verdierestimater per 31.12.2021 til 01.05.2022 ved å oppjustere verdierestimater med egenkapitalkravet for 2022 med 4 måneder. Utfra dette får vi et nytt verdierestimater på selskapet sin egenkapital på 148,92 kr per aksje fra den fundamentale verdierestimeringen. Vektet med 20% av verdierestimater fra den komparative analysen får vi et endelig verdierestimater på 142,62 kr per aksje per 01.05.2022. I henhold til Oslo Børs var aksjekursen til Grieg Seafood 140,8 kr per aksje den 29.04.2022, som er siste handelsdag før 01.05.2022. Differansen mellom børskursen og verdierestimater er nå betydelig redusert. Basert på et 10% intervall fra punkttestimater får vi en handelsstrategi med en handelsanbefaling tilsvarende hold.



Figur 12-2: Handlestrategi 01.05.2022 (Egenprodusert)

En kalkulering tilsvarende den presentert i tabell 12-2 gir en sannsynlighet for at børskurs er undervurdert på 51 %, som ikke overstiger kritisk verdi for endring av handelsstrategi fra hold. Vi har altså samme konklusjon fra begge beregningsmetoder.

Vi anser dette som et tegn på at markedet har repriset oppdrettselskapene basert på den sterke lakseprisen i første kvartal 2022. Spesielt Grieg Seafood har steget mye siden nyttår, og det kan fremstå som markedet repriser selskapet ut fra at de har klart å reversere ressursulempen tilknyttet høye kostnader og utfordringer med biologi de to siste kvartalene. Vi mener at denne vurderingen per 01.05.2022 underbygger rimeligheten av verdiestimatet vårt per 31.12.2022.

12.2 Oppsummering

Formålet med oppgaven vår var å finne verdien på egenkapitalen til Grieg Seafood ASA per 31.12.2021. For å finne verdien har vi gjennomført flere ulike analyser. I den strategiske analysen i kapittel 4 fant vi at det var gode forutsetninger for fremtidig vekst i oppdrettsbransjen. Vi baserte dette på at etterspørselen etter laks vil fortsette å overstige tilbudet langsiktig, som igjen vil slå positivt ut på lakseprisen. Vi så også at lønnsomheten i bransjen var god. Med høye inngangsbarrierer i bransjen, som følge av konsesjonsordninger, og lave trusler fra substitutter som følge av laksen sine unike karakteristika og bærekraftig produksjon, mener vi de gode tidene i oppdrettsbransjen vil fortsette fremover langsiktig. Vi identifiserte ingen interne ressurser som gir Grieg Seafood en strategisk fordel over bransjen, men vi anser selve bransjefordelen som betydelig. Med et homogent produkt er selskapet avhengig av bransjelønnsomheten, men den er som nevnt god. I tillegg til vekst i bransjen har Grieg Seafood også store vekstmuligheter med sine investeringer i Newfoundland, Canada.

I lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 fikk vi bekreftet flere av funnene fra kapittel 4. Den strategiske fordelen var på 11,1 % og består av en driftsfordel på 12,7 % der bransjefordelen utgjør hele 10,1 %. Selskapet selv har en ressursulempe på 1,8 % som trekker ned driftsfordelen.

Vi har ut fra resultatene i de strategiske analysene, samt omgrupperte historiske tall, utarbeidet budsjetterte regnskapstall og avkastningskrav for perioden 2022-2028, i tillegg til to år med steady state. Budsjetterte tall ble så benyttet til å finne frem til det første verdiestimatet i kapittel 11 gjennom fundamentalverdsettelse. Ved hjelp av en konvergeringsprosess fant vi til slutt et verdiestimat per aksje på kr 145,89. Vi valgte så å vekte dette estimatet mot beregnet estimat etter en komparativ verdsettelse, og fant det endelige verdiestimatet per aksje på kr 140,19.

Det er hovedsakelig funnene fra kapittel 4 og kapittel 8, som vi mener gjør at vårt verdiestimat avviker fra markedet sin prising av selskapet. Vi forventer at bransjen sine gode marginer og vekst vil holde seg langsiktig framover, samt at Grieg Seafood vil klare å reversere sine interne ressursulemper. Utfra dette virker det sannsynlig med «mean reversion» for selskapet sin netto driftsmargin og omløpshastigheten på netto driftseiendeler, som vi så i usikkerhetsanalysen har vesentlig påvirkning på verdiestimatet. Basert på konklusjonene i handelsstrategien ovenfor kan det fremstå som markedet også har priset inn flere av disse faktorene i 2022.

Litteraturliste

Faglitteratur

- Barney, Jay. 2014. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. London: Pearson.
- Damodaran, Aswath. 2012. *Investment Valuation* (3. utg). New Jersey: Wiley.
- EY. 2019. *The Norwegian Aquaculture Analysis 2019*. Oslo: Egenutgivelse. Lest via https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/no_no/topics/fiskeri-og-sj%C3%B8mat/norwegian-aquaculture-analysis_2019.pdf
- Hitchner, James R. 2011. *Financial Valuation* (3. utg). New Jersey: Wiley.
- Johnson, Gerry, Richard Whittington, Kevan Scholes; Duncan Angwin og Patrick Regnér. 2017. *Exploring Strategy* (11. utg). London: Pearson.
- Kaldestad, Yngve og Bjarne Møller. 2016. *Verdivurdering* (2. utg). Bergen: Fagbokforlaget.
- Koller, Tim, Marc Goedhart og David Wessels. 2020. *Valuation* (7. utg). New Jersey: Wiley.
- Palepu, Krishna G, Paul M. Healy og Erik Peek. 2019. *Business Analysis and Valuation* (5.utg). Hampshire: Cengage
- Penman, Stephen H. 2013. *Financial Statement analysis and Security Valuation* (5. utg). New York: McGraw-Hill.
- Stroh, Patrick J. 2014. *Business Strategy: Plan, Execute, Win!*. New Jersey: Wiley. Lest via <https://ebookcentral-proquest-com.ezproxy.nhh.no/lib/nhh-ebooks/reader.action?docID=1651191>
- Whittington, Richard, Patrick Regnér, Duncan Angwin, Gerry Johnson og Kevan Scholes. 2021. *Fundamentals of Strategy* (5. utg). London: Pearson.

Journalartikler:

- Goyal, Anchit (2020) *A Critical Analysis of Porter's 5 Forces Model of Competitive Advantage*. Journal of Emerging Technologies and Innovative Research, 7,7, 149-152. Hentet fra

https://www.researchgate.net/publication/348550277_A_Critical_Analysis_of_Porter's_5_Fo_rces_Model_of_Competitive_Advantage

Iversen, Audun, Frank Asche, Øystein Hermansen og Ragnar Nystøl (2020). *Production cost and competitiveness in major salmon farming countries 2003-2018*. Aquaculture, 522, 2. Hentet fra <https://nofima.brage.unit.no/nofima-xmlui/bitstream/handle/11250/2673512/Postnr%2B1820580.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Mullins, David J (1982). *Does the Capital Asset Pricing Model Work?*. Harvard Business Review, jan. 1982. Hentet fra: <https://hbr.org/1982/01/does-the-capital-asset-pricing-model-work>

Skolnik, M. A. (1993). *Comments on discounted cash flow analysis*. The Appraisal Journal, 61(3), 394. Hentet fra <https://www.proquest.com/scholarly-journals/comments-on-discounted-cash-flow-analysis/docview/199945384/sequence2?accountid=37265>

Internett sider

Berge, Aslak (2017). Minst 149.000 smolt døde etter algeutbrudd ved kysten i Chile. iLaks.no. Hentet fra: <https://ilaks.no/minst-149-000-smolt-dode-etter-algeutbrudd-ved-kysten-i-chile/> [Lest 03.04.2022]

Berge, Aslak (2020), *Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere*. iLaks.no. Hentet fra: <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/> [Lest 15.03.2022]

Berge, Aslak (2021), *Landbaserte oppdrettere i kø for finansiering. Bankene skiller klinten fra hveten* ILaks.no. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/bankene-skiller-klinten-fra-hveten/> [Lest 17.03.2022]

Blue Farm (u.å), *Blue Farm – Offshore fish farming*. Blue-farm.no. Hentet fra: <https://www.blue-farm.no/> [Lest 22.03.2022]

Business-to-you (2016). VRIO. From firm resources to competitive advantage. Hentet fra: <https://www.business-to-you.com/vrio-from-firm-resources-to-competitive-advantage/> [Lest 15.03.2022]

Corporate Finance Institute (u.å), PESTEL analysis. Hentet fra:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/pestel-analysis/> [Lest 15.03.2022]

FDA (2022). *Advice about eating fish*. Hentet fra

<https://www.fda.gov/food/consumers/advice-about-eating-fish> [Lest 17.03.2022]

Fishpool (u.å). *About*. Hentet fra: <https://fishpool.eu/about/> [Lest 02.05.2022]

Fishpool (2022). *Spot Price history*. Hentet fra: <https://fishpool.eu/fish-pool-index/> [Lest 19.03.2022]

Fiskeridirektoratet. (u.å). *Tildelingsprosessen*. Hentet fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen> [Lest 18.03.2022]

FN. (u.å). *Population*, Hentet fra: <https://www.un.org/en/global-issues/population> [Lest 18.03.2022]

FN, 2020. *The state of world fisheries and aquaculture*. Hentet fra:

<https://www.fao.org/3/ca9229en/ca9229en.pdf> [Lest 22.02.2022]

Furuset, Anders (2021), *Lanserer nye laksekonsesjoner for lukkede anlegg i sjø*, Fiskeribladet,

Hentet fra: <https://www.fiskeribladet.no/havbruk/lanserer-nye-laksekonsesjoner-for-lukkede-anlegg-i-sjo/2-1-1056620> [Lest 18.03.2022]

Global Goals (u.å) *Global goals*. Hentet fra: <https://www.globalgoals.org/goals/> [Lest 13.03.2022]

Global Salmon Initiative. (u.å) *Nutrition*..Hentet fra:

<https://globalsalmoninitiative.org/en/about-salmon-farming/nutrition/> [Lest 19.03.2022]

Godfisk (u.å). *Næringsinnhold laks*. Hentet fra:

<https://godfisk.no/sjomatskolen/arter/laks/#nutritional-content> [Lest 18.03.2022]

Grieg Group ASA (2021) *Årsrapport 2020*. Hentet fra:

https://issuu.com/grieggroup/docs/annual_report_grieg_group_2020?fr=sNzgxMjM0ODk2Mzk [Lest 04.03.2022]

- Grieg Seafood ASA (u.å-a). *About us*. Hentet fra: <https://griegseafood.com/about-us-our-history> [Lest 04.03.2022]
- Grieg Seafood ASA (u.å-b). *Kvitsøy*. Hentet fra: <https://griegseafood.com/kvitsøy> [Lest 13.03.2022]
- Grieg Seafood ASA. (u.å-c). *The 2025 business strategy scaling globally through growth and value chain innovation*. Hentet fra: <https://investor.griegseafood.com/the-2025-business-strategy-scaling-globally-through-growth-and-value-chain-innovation> [Lest 12.03.2022]
- Grieg Seafood ASA (2020). *Capital markets update*. Hentet fra: <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/cbd36437fa68431921a82e990c04b4b5fdca9080.pdf> [Lest 05.05.2022]
- Grieg Seafood ASA (2021a) *Grieg Seafood to evaluate received licenses for offshore salmon farming concept*. Hentet fra: <https://griegseafood.com/news/grieg-seafood-to-evaluate-offshore-concept> [Lest 22.03.2022]
- Grieg Seafood ASA (2021b). *Operational focus areas*. Hentet fra: <https://investor.griegseafood.com/operational-focus-areas/> [Lest 13.03.2022]
- Grieg Seafood ASA (2021c). *Annual report 2020*. Hentet fra: <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/00b861e440a33024de1ef91cfd70fc2beb48bc3e.pdf> [Lest 06.01.2022]
- Grieg Seafood ASA (2022). *2021 Annual Report*. Hentet fra: <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/8699f764225f2b441044453452ada7923cca1994.pdf> [Lest 01.04.2022]
- Havforskningsinstituttet (u.å). *Trafikklyssystemet – HI sin kunnskap*. Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen> [Lest 18.03.2022]
- Helse Norge (2021). *Kostråd om fisk og annen sjømat*. Hentet fra: <https://www.helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere/> [Lest 17.03.2022]

- Hovland, Edgar. (u.å). *Et produksjonskonsept skreddersydd for Kyst-Norge*. Hentet fra: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/et-produksjonskonsept-skreddersydd-for-kyst-norge/> [Lest 18.03.2022]
- iLaks (2021). *Ulltveit-Moe vil ha omkamp om grunnrenteskatt*. Hentet fra: <https://ilaks.no/ulltveit-moe-vil-ha-omkamp-om-grunnrenteskatt/> [Lest 15.03.2022]
- Knudsen, Camilla (2021). *Klimaendring kan doble lakselus og hindre oppdrettsvekst*. Hentet fra: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/y4zyjA/klimaendring-kan-doble-lakselus-og-hindre-oppdrettsvekst> [Lest 11.03.2022]
- Kroll (2022). *Kroll recommended U.S. Equity risk premium and corresponding risk-free rates to be used in computing cost of capital*. Hentet fra: <https://www.kroll.com/en/insights/publications/cost-of-capital/recommended-us-equity-risk-premium-and-corresponding-risk-free-rates> [Lest 17.03.2022]
- Kyst.no (2022). *Blir sjette største oppdrettsselskap i verden*. Hentet fra: <https://www.kyst.no/article/blir-sjette-stoerste-oppdrettsselskap-i-verden/> [Lest 19.03.2022]
- Lerøy Seafood Group (2021). *Årsrapport 2020*. Hentet fra: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf> [Lest 06.05.2022]
- The Local (2015). *Fact: Salmon sushi is a Norwegian invention*. Hentet fra: <https://www.thelocal.no/20151103/salmon-sushi-is-a-norwegian-invention/> [Lest 18.05.2022]
- Macrotrends (2022). *World GDP Growth rate 1961-2022*. Hentet fra: <https://www.macrotrends.net/countries/WLD/world/gdp-growth-rate> [Lest 12.05.2022]
- Miljødirektoratet (2019a) *Fiskeoppdrett – en næring i vekst*. Hentet fra: <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/> [Lest 19.03.2022]

Miljødirektoratet (2019b) *Klimaendringer og matsikkerhet*. Hentet fra:

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/klima/konsekvenser-av-globale-klimaendringer/klimaendringer-og-matsikkerhet/> [Lest 22.03.2022]

Misund, Bård, Atle Guttormsen og Ragnar Tvetervås (2020). *Finansteori kan forklare hvorfor de største oppdrettsselskapene tidvis betaler høye utbytter*. Hentet fra:

<https://www.intrafish.no/kommentarer/finansteori-kan-forklare-hvorfor-de-storste-oppdrettsselskapene-tidvis-betaler-hoye-utbytter/2-1-822520> [Lest 07.03.2022]

Mowi (2021). *Mowi Salmon Farming Industry Handbook 2021*. Hentet fra:

<https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/05/Salmon-Industry-Handbook-2021.pdf> [Lest 01.03.2022]

Mowi (2022). *Annual report 2021*. Hentet fra: https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2022/03/Mowi_Annual_Report_2021.pdf [Lest 06.05.2022]

Mutter, Rachel (2020) *Here are America's most consumed seafood species*. Hentet fra:

<https://www.intrafish.com/markets/here-are-americas-most-consumed-seafood-species/2-1-760884> [Lest 07.03.2022]

Nilsen, Asgeir A. (2017). *Lakseprisen knekker under sin egen tyngde – ned 25 prosent fra toppen*. e24.no. Hentet fra:

<https://e24.no/boers-og-finans/i/VRn3pl/lakseprisen-knekker-under-sin-egen-tyngde-ned-25-prosent-fra-toppen> [Lest 05.04.2022]

Norges Bank (u.å) *Valutakurser*. Hentet fra: **Error! Hyperlink reference not valid.** [Lest 18.03.2022]

Norges Bank (2021). *Statsrenter*. Hentet fra: **Error! Hyperlink reference not valid.** [Lest 18.03.2022]

Norges Bank (2022a) *Styringsrenten*. Hentet fra: **Error! Hyperlink reference not valid.** [Lest 18.03.2022]

Norges Bank (2022b) *Investorrelasjoner*. Hentet fra: **Error! Hyperlink reference not valid.** [Lest 01.03.2022]

Norges Bank (2022c) *Pengepolitisk rapport 1-2022*. Hentet fra:

https://www.norgesbank.no/contentassets/b3ee6e75f0a8406ea80e1ca624b6140b/pp_r_1-22.pdf?v=03/24/2022092035&ft=.pdf [Lest 10.04.2022]

Norway Royal Salmon ASA (u.å). *Historie*. Hentet fra:

<https://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Historie> [Lest 12.03.2022]

Norway Royal Salmon ASA (2021). *Annual report 2020*. Hentet fra:

<https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20Annual%20report%202020.pdf>

[Lest 06.03.2022]

OECD (u.å) *Unemployment rate*. Hentet fra: [https://data.oecd.org/unemp/unemployment-](https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm)

[rate.htm](https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm) [Lest 18.03.2022]

Oslo Børs (u.å) *Brent Oil*. Hentet fra:

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/C:PBROUSDDBR%5CSP.IDCE>

[NE/overview](https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/C:PBROUSDDBR%5CSP.IDCE) [Lest 18.03.2022]

Our World in Data (2018) *Fish and seafood consumption per capita 2017*. Hentet fra:

<https://ourworldindata.org/grapher/fish-and-seafood-consumption-per-capita>

[Lest 18.03.2022]

PwC (2021). Risikopremien i det norske markedet 2021. Hentet fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> [Lest 21.02.2022]

Regjeringen, (u.å). *Havbruksstrategien - Et hav av muligheter*. Hentet fra:

[https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/havbruksstrategien-et-hav-av-](https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/havbruksstrategien-et-hav-av-muligheter/id2864482/?ch=2)

[muligheter/id2864482/?ch=2](https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/havbruksstrategien-et-hav-av-muligheter/id2864482/?ch=2) [Lest 18.03.2022]

SalMar ASA (u.å) *Offshore Fish Farming*. Hentet fra: [https://www.salmar.no/en/offshore-](https://www.salmar.no/en/offshore-fish-farming-a-new-era/)

[fish-farming-a-new-era/](https://www.salmar.no/en/offshore-fish-farming-a-new-era/) [Lest 22.03.2022]

SalMar ASA (2021). *Annual report 2020*. Hentet fra: **Error! Hyperlink reference not valid.**

[Lest 07.05.2022]

Sapin, Rachel (2021). *Trudeau issues mandate to close BC netpen salmon farms by 2025*.

Hentet fra: [https://www.intrafish.com/aquaculture/trudeau-issues-mandate-to-close-](https://www.intrafish.com/aquaculture/trudeau-issues-mandate-to-close-bc-netpen-salmon-farms-by-2025/2-1-724312)

[bc-netpen-salmon-farms-by-2025/2-1-724312](https://www.intrafish.com/aquaculture/trudeau-issues-mandate-to-close-bc-netpen-salmon-farms-by-2025/2-1-724312) [Lest 22.03.2022]

Skuna Salmon (2022). *News*. Hentet fra: <https://www.skunasalmon.com/news> [Lest

13.03.2022]

Statistisk Sentralbyrå (2022). *Eksport av fisk, etter land/handelsområde/verdensdel 2007 –*

2021. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/statbank/table/09283/tableViewLayout1/?loadedQueryId=10032731&timeType=top&timeValue=1> [Lest 10.04.2022]

Store Norske Leksikon (u.å). *Fiskeoppdrett*. Hentet fra: <https://snl.no/fiskeoppdrett> [Lest 01.03.2022]

Vatlestad, Joar (2021). *Norway Royal Salmon successfully launches first offshore cage, nears operational phase*, Hentet fra: <https://www.intrafish.com/technology/norway-royal-salmon-successfully-launches-first-offshore-cage-nears-operational-phase/2-1-1066549> [Lest 01.03.2022]

Offentlige utredninger:

NOU 2019:18. Skattlegging av Havbruksvirksomhet. Oslo: Finansdepartementet. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/>

Lover

Akvakulturloven (2005). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79?q=akvakulturloven>

Forelesningsnotater:

Grytten, Ola H. (2021) *FIE431-1 4 – Covid-19 krisen*. Hentet fra fagets kursside på Canvas

Møller, Bjarne (2021) *MRR443 1 – Repetisjon verdivurderingsmetoder*. Hentet fra fagets kursside på Canvas

Knivslå, Kjell Henry (2022a) *BUS440A 1- Introduksjon*. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2001.pdf>

Knivslå, Kjell Henry (2022b) *BUS440A 3 – Introduksjon regnskapsanalyse og trailing*.

Hentet fra: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2003.pdf>

Knivslå, Kjell Henry (2022c) *BUS440A 4 – Omgruppering for analyse*. Hentet fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2004.pdf>

- Knivslå, Kjell Henry (2022d) *BUS440A 5 – Omgruppering balanse og kontantstrøm*.
Hentet fra: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2005.pdf>
- Knivslå, Kjell Henry (2022e) *BUS440A 7 – Målefeil*. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2007.pdf>
- Knivslå, Kjell Henry (2022f) *BUS440A 9 – Kredittvurdering og syntetisk rating*. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2009.pdf>
- Knivslå, Kjell Henry (2022g) *BUS440A 10 – Avkastningskrav- målestokk for rentabilitet*.
Hentet fra: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2010.pdf>
- Knivslå, Kjell Henry (2022h) *BUS440A 11 – Strategisk rentabilitetsanalyse*. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2011.pdf>
- Knivslå, Kjell Henry (2022i) *BUS440A 12 – Strategisk driftsanalyse*. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2012.pdf>
- Knivslå, Kjell Henry (2022j) *BUS440A 13 – Fremtidsregnskap*. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2013.pdf>
- Knivslå, Kjell Henry (2022k) *BUS440A 14 – Fremtidsregnskap- drift og finans*. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2014.pdf>
- Knivslå, Kjell Henry (2022l) *BUS440A 15 – Fremtidskrav*. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2015.pdf>
- Knivslå, Kjell Henry (2022m) *BUS440A 16 – Fundamental verdivurdering- Praksis, metoder, modeller*. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2016.pdf>
- Knivslå, Kjell Henry (2022n) *BUS440A 17 – Selskapskapitalmetoden og verdikonvergens*.
Hentet fra: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2017.pdf>
- Knivslå, Kjell Henry (2022o) *BUS440A 18 – Uvisse i verdiestimatet*. Hentet fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%2018.pdf>

Knivslå, Kjell Henry (2022p) *BUS440A 19 – Handling og emne i fundamental verdivurdering*. Hentet fra:

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

Årsrapporter:

Årsrapporter for årene 2015-2021, og fjerdekvartalsrapport for 2021, er hentet fra de respektive oppdrettsselskapene sine hjemmesider:

Grieg Seafood: <https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations>

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

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

Salmar: <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

Norway Royal Salmon: <https://norwayroyalsalmon.com/de/Menu/Financial-reports>

Formeloversikt

Formel 3-1: Nåverdi er lik summen av neddiskonterte fremtidige kontantstrømmer	41
Formel 3-2: Virksomhetsverdi med anvendelse av Gordons vekstformel	43
Formel 5-1: Normal driftsskattesats	85
Formel 6-1: Generell formel for likviditetsgrad	99
Formel 6-2: Likviditetsgrad 1	100
Formel 6-3: Likviditetsgrad 2	101
Formel 6-4: Finansiell likviditetsgrad	102
Formel 6-5: Finansiell gjeldsdekning	104
Formel 6-6: Rentedeckningsgrad	105
Formel 6-7: Egenkapitalprosent	106
Formel 6-8: Netto driftsrentabilitet	108
Formel 7-1: WACC (Totalkapitalavkastningskravet).....	114
Formel 7-2: Netto driftskapitalkravet,	114
Formel 7-3: Sysselsatt kapitalkrav	115
Formel 7-4: Kapitalverdimodellen (CAPM)	115
Formel 7-5: Kravet til egenkapitalavkastning etter skatt	116
Formel 7-6: Egenkapitalbeta, etter Damodaran	118
Formel 7-7: Beregning av justert beta, etter Damodaran	119
Formel 7-8: Markedets risikopremie, etter Knivsflå	119
Formel 7-9: Finansielt gjeldskrav	121
Formel 7-10: implisitt Finansiell gjeldsbeta	123
Formel 7-11: Finansielt eiendelskrav	124
Formel 7-12: Finansiell eiendelsbeta	124
Formel 7-13: Netto finansiell gjeldsbeta	126
Formel 7-14: Årlig egenkapitalbeta ved hjelp av driftsbeta	127
Formel 8-1: Enkel formel rentabilitet	130
Formel 8-2: Generell anvendt formel for rentabilitet i den strategiske rentabilitetsanalysen	130
Formel 8-3: Egenkapitalrentabilitet	131
Formel 8-4: Dekkomponering strategisk fordel	133
Formel 8-5: Ren driftsfordel	134
Formel 8-6: Oppdeling av driftsfordel	134
Formel 8-7: Bransjefordel	135
Formel 8-8: Ressursfordel	136
Formel 8-9: Netto driftsrentabilitet etter Du Pont-modellen	137
Formel 8-10: Ressursfordel etter Du Pont-modellen	137
Formel 8-11: Marginfordel	137
Formel 8-12: Omløpsfordel	140
Formel 8-13: ARPU-analyse	141

Formel 8-14: Gearingfordel og gearing	142
Formel 8-15: Finansieringsfordel	144
Formel 8-16: Netto finansiell gjeldsfordel	144
Formel 9-1: Netto driftseiendeler	155
Formel 9-2: Netto driftsresultat	156
Formel 9-3: Netto finansinntekt og –kostnad	159
Formel 9-4: Minoritetsinteresse	160
Formel 9-5: Netto minoritetsresultat	160
Formel 10-1: Beregning av egenkapitalbeta	166
Formel 11-1: Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmodellen	170
Formel 11-2: Verdi av egenkapitalen etter superprofittmodellen	171
Formel 11-3: Verdi av egenkapitalen etter superprofittvekstmodellen	171
Formel 11-4: Fundamental Pris/Bok	177
Formel 11-5: Fundamental Pris/Fortjeneste	177
Formel 11-6: Beregning av øvre og nedre grense ved uniform fordeling	181
Formel 11-7: Pris/Bok	193
Formel 11-8: EV/NDK	194
Formel 11-9: Pris/Fortjeneste	195
Formel 11-10: EV/EBIT	195
Formel 11-11: EV/EBITDA	196
Formel 11-12: EV/Sales	197

Figuroversikt

Figur 1-1: Rammeverket for verdsettelse fra BUS440A	2
Figur 2-1: Organisasjonskart Grieg Group	5
Figur 2-2: Organisasjonskart Grieg Seafood-konsernet	6
Figur 2-3: Our 2025 Business Strategy	8
Figur 2-4: De fem pilarer for å oppnå bærekraftig utvikling, fritt etter Grieg Seafood	10
Figur 2-5: Utvikling i aksjekurs GSF mot OBSFX og OSEBX, basispunkt 2016	12
Figur 2-6: Største fiskeoppdrettselskap	15
Figur 2-7: World capture fisheries and aquaculture production	16
Figur 2-8: Årlig lakseproduksjon 2001-2020	17
Figur 2-9: Gobale produksjonsområder laks	18
Figur 2-10: Utslipp, yield og karbonavtrykk	19
Figur 2-11: Totalt karbonavtrykk i vannet ved lakseproduksjon	20
Figur 2-12: Eksportmarked lakseoppdrett	21
Figur 2-13: Historisk prisutvikling i laksemarkedet 2011-2020	22
Figur 2-14: Laksepriser ulike størrelser 2011-2020	23
Figur 2-15: Produksjonssyklusen i lakseoppdrett	24
Figur 2-16: Kostnadsdrivere lakseoppdrett 1986-2017	25
Figur 2-17: Kostnadsstruktur lakseoppdrettsbransjen 2011-2020	25
Figur 2-18: Eksport av laks fra Norge 2021, topp 20 land	34
Figur 2-19: Utvikling valutakurs NOK mot USD, EUR og CAD	35
Figur 2-20: FPI utvikling 2016-mars 2022	36
Figur 2-21: Utvikling arbeidsledighet i utvalgte land	37
Figur 3-1: Oversikt over verdivurderingsmetoder	40
Figur 4-1: Overblikk PESTEL-analyse	54
Figur 4-2: Styringsrenten i Norge 2008-2022	56
Figur 4-3: Porters modell over fem konkurransetrusler i en bransje	60
Figur 4-4: Kjøttinntak per innbygger 2018	65
Figur 4-5: VRIO-rammeverket med eksempler	69
Figur 5-1: Steg 2 i omgruppering av regnskapet, basert på BUS440A	81
Figur 6-1: Utvikling i likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	100
Figur 6-2: Utvikling i likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	101
Figur 6-3: Utvikling i finansiell likviditetsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	103
Figur 6-4: Utvikling i langsiktig finansiell likviditetsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden	104
Figur 6-5: Utvikling i rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	105
Figur 6-6: Utvikling i egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	107
Figur 6-7: Utvikling i netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	108
Figur 8-1: Superrentabilitet Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	132
Figur 9-1: Driftsinntekter og solgt volum Grieg Seafood og bransjen perioden 2015-2021	151

Figur 10-1 Langsiktig (tiårig) rente Norge og utvalgte land 2020-2022	164
Figur 10-2: Utvikling i rentenivå Norge 2016-2024	164
Figur 11-1: Superrentabilitet til egenkapitalen etter fundamentalverdi	178
Figur 11-2: Simuleringsanalyse i Crystal Ball	186
Figur 11-3: Oppsidepotensiale	187
Figur 11-4: Nedsidepotensiale	187
Figur 11-5: Sensitivitet akkumulert	189
Figur 11-6: Tornadodiagram	190
Figur 12-1: Handlestrategi 31.12.2021	200
Figur 12-2: Handlestrategi 01.05.2022	201

Tabelloversikt

Tabell 2-1: Nøkkeltall 2021 for de ulike driftsområdene	7
Tabell 2-2: FN sine 17 globale mål for å oppnå bærekraftig utvikling	10
Tabell 2-3: Grieg Seafood Nøkkeltall 2016-2021	13
Tabell 2-4: Nøkkeltall Mowi ASA 2014-2021	28
Tabell 2-5: Nøkkeltall SalMar ASA 2014-2021	29
Tabell 2-6: Nøkkeltall Lerøy Seafood Group ASA 2014-2021	30
Tabell 2-7: Nøkkeltall Norway Royal Salmon ASA 2014-2021	31
Tabell 2-8: Nøkkeltall Grieg Seafood ASA 2014-2021	32
Tabell 4-1: Oppsummering VRIO-analyse	73
Tabell 4-2: Oppsummering SWOT-analyse	75
Tabell 5-1: Resultatregnskap for perioden 2015-2021	78
Tabell 5-2: Balanseoppstilling (eiendeler) for perioden 2015-2021	79
Tabell 5-3: Balanseoppstilling (egenkapital og gjeld) for perioden 2015-2021	79
Tabell 5-4: Oppstilling over endring i egenkapital for perioden 2015-2021	79
Tabell 5-5: Fullstendig nettoresultat i perioden 2015-2021	80
Tabell 5-6: Fullstendig driftsresultat i perioden 2015-2021.....	81
Tabell 5-7: Fullstendig finansresultat i perioden 2015-2021	82
Tabell 5-8: Unormalt driftsresultat i perioden 2015-2021	82
Tabell 5-9: Unormalt finansresultat i perioden 2015-2021	83
Tabell 5-10: Netto normal finanskostnad i perioden 2015-2021	84
Tabell 5-11: Netto normal finansinntekt i perioden 2015-2021	84
Tabell 5-12: Netto unormalt finansresultat i perioden 2015-2021	85
Tabell 5-13: Netto normalt driftsresultat i perioden 2015-2021	85
Tabell 5-14: Oversikt over ulike skattesatser i perioden 2015-2021	86
Tabell 5-15: Netto unormalt driftsresultat i perioden 2015-2021	86
Tabell 5-16: Forskjellig skattekostnad i perioden 2015-2021	86
Tabell 5-17: Omgruppert resultatregnskap i perioden 2015-2021	87
Tabell 5-18: Oversikt over totalbalansen (eiendeler) i perioden 2015-2021	90
Tabell 5-19: Oversikt over totalbalansen (egenkapital og gjeld) i perioden 2015-2021	90
Tabell 5-20: Sysselsatt kapital i perioden 2015-2021	91
Tabell 5-21: Netto driftskapital i perioden 2015-2021	91
Tabell 5-22: Omgruppert kontantstrøm i perioden 2015-2021	92
Tabell 5-23: Justering av biologiske eiendeler til historisk kost i resultatet og balansen i perioden 2015-2021 ...	95
Tabell 5-24: Omgruppert og justert resultatregnskap for perioden 2015-2021	96
Tabell 5-25: Omgruppert og justert sysselsatt kapital balanse for perioden 2015-2021	96
Tabell 5-26: Omgruppert og justert netto driftskapital balanse for perioden 2015-2021	96
Tabell 5-27: Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling for perioden 2015-2021	96
Tabell 5-28: Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen i perioden 2015-2021	97

Tabell 5-29: Omgruppert og justert sysselsatt kapital balanse for bransjen i perioden 2015-2021	97
Tabell 5-30: Omgruppert og justert netto driftskapital balanse for bransjen i perioden 2015-2021	97
Tabell 5-31: Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling for bransjen i perioden 2015-2021	98
Tabell 5-32: Tidsvektning av regnskapsperioder for perioden 2015-2021	98
Tabell 6-1: Utvikling i likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	100
Tabell 6-2: Utvikling i likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	102
Tabell 6-3: Utvikling i finansiell likviditetsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	103
Tabell 6-4: Utvikling i langsiktig finansiell likviditetsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden	104
Tabell 6-5: Utvikling i rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	105
Tabell 6-6: Utvikling i egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	107
Tabell 6-7: Utvikling i netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021.....	108
Tabell 6-8: Finansieringsmatrise for Grieg Seafood og bransjen i 2021	109
Tabell 6-9: Oversikt over forholdstall som syntetisk rating fastsettes ut fra	111
Tabell 6-10: Oversikt over forholdstall og syntetisk rating for Grieg Seafood	111
Tabell 6-11: Oversikt over forholdstall og syntetisk rating for bransjen	111
Tabell 7-1: Risikofri rente for perioden 2015-2021	117
Tabell 7-2: Resultat av regresjonsanalyse Grieg Seafood (GSF) mot OSEBX	118
Tabell 7-3: Betaverdier for Grieg Seafood og bransjen	119
Tabell 7-4: Normalisert risikopremie etter skatt perioden 2015-2020	120
Tabell 7-5: Kredittrisikopremie	122
Tabell 7-6: Finansielt gjeldskrav i perioden 2015–2021	122
Tabell 7-7: Finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2015–2021	123
Tabell 7-8: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	124
Tabell 7-9: Finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	125
Tabell 7-10: Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	125
Tabell 7-11: Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	126
Tabell 7-12: Årlig egenkapitalbeta og netto driftsbeta for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	127
Tabell 7-13: Egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	128
Tabell 7-14: Netto driftskrav for Grieg Seafood i perioden 2015 – 2021	128
Tabell 7-15: Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood i perioden 2015 – 2021	128
Tabell 7-16: Oppsummering historiske avkastningskrav for Grieg Seafood og bransjen	129
Tabell 8-1: Superrentabilitet til egenkapitalen for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2015-2021	131
Tabell 8-2 Strategisk fordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	133
Tabell 8-3: Ren driftsfordel for Grieg Seafood i perioden 2015 – 2021	134
Tabell 8-4: Strategisk driftsfordel for bransjen i perioden 2015–2021	135
Tabell 8-5: Rentabilitetsfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	136
Tabell 8-6: Kravfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	136
Tabell 8-7: Ressursfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	136
Tabell 8-8: Marginfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	138
Tabell 8-9: Strategisk standardstørrelse-analyse for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	138

Tabell 8-10: Strategisk unit-analyse for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	139
Tabell 8-11: Omløpsfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	140
Tabell 8-12: Rentabilitetsfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	140
Tabell 8-13: Strategisk ARPU-analyse Grieg Seafood i perioden 2015-2021	141
Tabell 8-14: Oppsummering ARPU-analyse	141
Tabell 8-15: Gearingfordel drift Grieg Seafood for perioden 2015-2021	142
Tabell 8-16: Oppsummering gearingfordel	142
Tabell 8-17: Oppsummering driftsfordel	143
Tabell 8-18: Finansieringsfordel finansiell gjeld Grieg Seafood i perioden 2015-2021	145
Tabell 8-19: Finansieringsfordel finansielle eiendeler Grieg Seafood i perioden 2015-2021	145
Tabell 8-20: Netto finansiell gjeldsfordel for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	145
Tabell 8-21: Finansieringsfordel minoritetsinteresser for Grieg Seafood i perioden 2015-2021	146
Tabell 8-22: Oppsummering finansieringsfordel	146
Tabell 8-23: Oppsummering strategisk fordel	147
Tabell 9-1: Vekst i driftsinntekter for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	155
Tabell 9-2: Utvikling i onde for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	156
Tabell 9-3: Utvikling i netto driftsmargin for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	157
Tabell 9-4: Utvikling i netto finansiell gjeld for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	158
Tabell 9-5: Utvikling i netto finanskostnad for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	159
Tabell 9-6: Utvikling i minoritetsandel for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	160
Tabell 9-7: Utvikling i minoritetsresultat for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	161
Tabell 9-8: Fremskrevet resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	161
Tabell 9-9: Fremskrevet balanseoppstilling for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	161
Tabell 9-10: Fremskrevet kontantstrømoppstilling for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	162
Tabell 10-1: Risikofri rente i perioden 2022-2030	165
Tabell 10-2: Markedets risikopremie i perioden 2022-2030	165
Tabell 10-3: Illikviditetspremie majoritet og minoritet for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	165
Tabell 10-4: Egenkapitalbeta Grieg Seafood i perioden 2022-2030	166
Tabell 10-5: Egenkapitalkrav majoritet og minoritet for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	166
Tabell 10-6: Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	167
Tabell 10-7: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	167
Tabell 10-8: Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	167
Tabell 10-9: Netto driftskrav for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	168
Tabell 10-10: Sysselsatt krav for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	168
Tabell 10-11: Strategisk fordel for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	169
Tabell 10-12: Superrentabilitet til egenkapitalen for Grieg Seafood i perioden 2022-2030	169
Tabell 11-1: Egenkapitalmetoden - Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmodellen	172
Tabell 11-2: Egenkapitalmetoden - Verdi av egenkapitalen etter superprofittmodellen	173
Tabell 11-3: Egenkapitalmetoden - Verdi av egenkapitalen etter superprofittvekstmodellen	173
Tabell 11-4: Netto driftskapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmodellen	173

Tabell 11-5: Netto driftskapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter superprofittmodellen	174
Tabell 11-6: Netto driftskapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter superprofittvekstmodellen	174
Tabell 11-7: Sysselsatt kapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmodellen	174
Tabell 11-8: Sysselsatt kapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter superprofittmodellen	175
Tabell 11-9: Sysselsatt kapitalmetoden – Verdi av egenkapitalen etter superprofittvekstmodellen	175
Tabell 11-10: Oppsummering av første verdiestimat	176
Tabell 11-11: Konvergering av verdiestimatet	176
Tabell 11-12: Multippelanalyser med fundamentalverdier	177
Tabell 11-13: Driftsinntektsvekst i M	180
Tabell 11-14: Driftsinntektsvekst i T	181
Tabell 11-15: onde i T	182
Tabell 11-16: Netto driftsmargin i M og T	182
Tabell 11-17: Aksjebeta med standardavvik	183
Tabell 11-18: Risikofri rente med standardavvik	183
Tabell 11-19: Finansiell eiendelsbeta med standardavvik	183
Tabell 11-20: Oppsummering valg av variabler til simuleringsanalyse	184
Tabell 11-21: Korrelasjonskoeffisienter	185
Tabell 11-22: Korrelasjonskoeffisienter fra simuleringsanalyse	188
Tabell 11-23: Input til multiplikator-beregninger	193
Tabell 11-24: Verdi av egenkapitalen etter P/B	194
Tabell 11-25: Verdi av egenkapitalen etter EV/NDK	194
Tabell 11-26: Verdi av egenkapitalen etter P/F	195
Tabell 11-27: Verdi av egenkapitalen etter EV/EBIT	196
Tabell 11-28: Verdi av egenkapitalen etter EV/EBITDA	197
Tabell 11-29: Verdi av egenkapitalen etter EV/Sales	198
Tabell 11-30: Vektet gjennomsnittlig verdi av egenkapitalen fra multippelanalyser	198
Tabell 12-1: Endelig verdiestimat Grieg Seafood.....	199
Tabell 12-2: Handelsanbefaling målt mot kritisk verdi.....	200