

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Våren 2018

Grieg Seafood ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Eli Marie Vik & Stine Haugsgjerd

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med denne masterutredningen var å beregne egenkapitalverdien til Grieg Seafood ASA med tilhørende aksjeverdi per 31. desember 2017. Vi har benyttet fundamental verdivurderingsteknikk som hovedteknikk, hvilket innebærer at verdsettelsen baseres på underliggende økonomiske forhold, utarbeidet fremtidsregnskap og nåverdiberegninger. I tillegg er komparativ verdivurderingsteknikk, som har en markedsbasert tilnærming, benyttet som en supplerende teknikk.

Innsikt i Grieg Seafood sin historiske lønnsomhet og underliggende økonomiske forhold ble opparbeidet gjennom en strategisk regnskapsanalyse. Analysen kombinerer innsikt fra makro-, bransje- og selskapsspesifikke forhold med regnskapsanalyser av risiko og lønnsomhet. Resultatet fra analysen predikerte at Grieg Seafood var i besittelse av en strategisk fordel på 14,5 prosent i analyseperioden 2012 til 2017. Fordelen kan i all hovedsak tilskrives en stor bransjefordel ettersom selskapet hadde en intern ressursulempen på 6,6 prosent. Bransjefordelen knytter seg til høye inngangsbarrierer i form av konsesjonssystemet og det faktum at bransjen har vært i en oppgangssyklus de senere årene.

Den strategiske regnskapsanalysen dannet videre grunnlaget for utarbeidelsen av et fremtidsregnskap med tilhørende fremtidskrav for Grieg Seafood. Med dette som utgangspunkt avdekket vi at selskapets strategiske fordel vil konvergere mot en varig strategisk fordel på 3,2 prosent. Da det foreligger en forventning om at ressursulempen vil reduseres til et nullnivå kan den varige strategiske fordelens også tilskrives en lønnsom bransje. Videre ble den fundamentale verdivurderingen gjennomført ved å diskontere forventede fremtidige «verdistrømmer» med tilhørende fremtidskrav. Etter en gjennomført konvergeringsprosess og konkurjusterking fikk vi et fundamentalt verdiestimat på 104,83 kroner per aksje. For å belyse usikkerheten knyttet til verdiestimatet gjennomførte vi en simulerings- og sensitivitetsanalyse. Grunnet en stor usikkerhet rundt det fundamentale verdiestimatet valgte vi å nedjustere estimatet ved hjelp av komparativ verdivurderingsteknikk.

Vårt endelige verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood per 31.12.2017 er 98,16 kroner per aksje. Hvilket resulterer i en kjøpsanbefaling i henhold til vår handlingsstrategi. Verdiestimatet fremskrives til 100,53 kroner per 31.05.2018 og vi nedgraderer således handlingsstrategien til en hold-anbefaling.

Forord

Denne masterutredningen er utarbeidet som en del av vår mastergrad i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Temaet «strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av et børsnotert selskap» ble valgt ettersom begge undertegnede fattet stor interesse for emnet, da det gir mulighet til å kombinere kunnskap fra flere fagområder som regnskap, finans og strategi.

Utredningen bygger på rammeverket presentert i masterkurset «Regnskapsanalyse og verdivurdering» som foreleses av professor Kjell Henry Knivsfå. Ettersom vi begge har fulgt kurset samtidig med skriveprosessen har læringskurven vært bratt, og vi har ikke uventet møtt på utfordringer underveis. I ettertid sitter vi igjen med verdifull erfaring og kunnskap som vi vil ta med oss inn i siste år av vår mastergrad og videre når vi etterhvert skal ut i arbeidslivet. I tillegg har det også vært interessant å fordype seg i en bransje vi ikke hadde så mye kunnskap om fra før. Valget falt på oppdrettsbransjen av praktiske grunner med tanke på at det er flere oppdrettsselskaper som er notert på Oslo Børs, men også av personlige grunner da vi anser oppdrettsbransjen som en spennende og interessant bransje. Grieg Seafood ble valgt som selskap da vi ønsket å se nærmere på et, i hvert fall i våre øyne, mindre kjent oppdrettsselskap. En medvirkende faktor for valget var i tillegg at Grieg Seafood har deler av sin produksjon i Rogaland, hvor begge undertegnede kommer fra.

Til slutt vil vi rette en stor takk til vår veileder Kjell Henry Knivsfå for gode råd og konstruktive tilbakemeldinger som har vært verdifulle for oppgaven vår.

Bergen, juni 2018

Eli Marie Vik

Eli Marie Vik

Stine Haugsgjerd

Stine Haugsgjerd

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
1. INNLEDNING	10
1.1 MÅLSETNING	10
1.2 AVGRENSNING	11
1.3 STRUKTUR	11
2. PRESENTASJON AV OPPDRETTSNÆRINGEN OG GRIEG SEAFOOD	13
2.1 OPPDRETTSNÆRINGEN	13
2.1.1 <i>Historie</i>	13
2.1.2 <i>Dagens laksemarked</i>	14
2.1.3 <i>Prisdannelsen</i>	15
2.1.4 <i>Verdikjeden</i>	17
2.2 MAKROFORHOLD	19
2.2.1 <i>Politiske og juridiske faktorer</i>	19
2.2.2 <i>Økonomiske og sosiale faktorer</i>	23
2.2.3 <i>Miljømessige og teknologiske faktorer</i>	25
2.3 GRIEG SEAFOOD ASA	29
2.3.1 <i>Historie</i>	29
2.3.2 <i>Organisasjonsstruktur og eierskap</i>	30
2.3.3 <i>Regioner og forretningsområder</i>	32
2.3.4 <i>Historisk kursutvikling</i>	34
2.3.5 <i>Finansielle nøkkeltall</i>	35
2.4 KOMPARATIVE SELSKAP	35
2.4.1 <i>Marine Harvest ASA</i>	36
2.4.2 <i>Lerøy Seafood Group ASA</i>	37
2.4.3 <i>SalMar ASA</i>	38
2.4.4 <i>Norway Royal Salmon ASA</i>	39
2.5 HVORDAN SKILLER GRIEG SEAFOOD SEG FRA SINE KONKURRENTER?	40
3. VERDSETTELSESTEKNIKKER	42

3.1	PRESENTASJON AV VERDSETTELSESTEKNIKKER	42
3.1.1	<i>Fundamental verdivurdering.....</i>	43
3.1.2	<i>Komparativ verdivurdering.....</i>	45
3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdivurdering.....</i>	47
3.2	VALG AV VERDIVURDERINGSTEKNIKK	48
3.2.1	<i>Grunnlaget for valg av verdivurderingsteknikk</i>	48
3.2.2	<i>Oppsummering</i>	50
3.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	50
4.	STRATEGISK ANALYSE	53
4.1	RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE	53
4.2	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	54
4.2.1	<i>Makroanalyse - PESTEL.....</i>	55
4.2.2	<i>Bransjeanalyse - femkreftermodellen.....</i>	61
4.2.3	<i>Oppsummering av den eksterne bransjeorienterte analysen</i>	68
4.3	INTERN RESSURSOrientert ANALYSE	70
4.3.1	<i>VRIO-analyse</i>	70
4.3.2	<i>Oppsummering av den interne ressursorienterte analysen.....</i>	75
4.4	OPPSUMMERING - STRATEGISK FORDEL.....	76
4.4.1	<i>Strategisk fordel</i>	77
4.4.2	<i>Strategisk risiko - SWOT.....</i>	80
4.4.3	<i>Strategisk vekst.....</i>	81
5.	REGNSKAPSANALYSE.....	83
5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE.....	83
5.2	FORBEREDELSE TIL REGNSKAPSANALYSE.....	84
5.2.1	<i>Valg av analysenivå.....</i>	84
5.2.2	<i>Valg av analyseperiode</i>	85
5.2.3	<i>Valg av komparative selskap.....</i>	85
5.3	PRESENTASJON AV RESULTAT OG BALANSE	86
5.3.1	<i>Viktige hendelser i analyseperioden.....</i>	87
5.4	OMGRUPPERING.....	88

5.4.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>	88
5.4.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	98
5.5	ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL	103
5.5.1	<i>Justering av målefeil</i>	104
5.5.2	<i>Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse</i>	105
5.5.3	<i>Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling</i>	107
5.6	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	108
6.	ANALYSE AV RISIKO	110
6.1	LIKVIDITETSANALYSE	111
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	111
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	113
6.1.3	<i>Finansiell gjeldsdekning</i>	115
6.1.4	<i>Rentedekningsgrad</i>	117
6.1.5	<i>Fri kontantstrøm</i>	118
6.1.6	<i>Gjeldsdekning i fremtiden</i>	120
6.2	SOLIDITETSANALYSE	120
6.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	121
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	122
6.2.3	<i>Kapitalstruktur</i>	123
6.3	SYNTETISK RATING	125
7.	HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV	129
7.1	TEORI FOR FASTSETTELSE AV AVKASTNINGSKRAV	129
7.1.1	<i>Vektet kapitalavkastningskrav</i>	129
7.1.2	<i>Kapitalverdimodellen</i>	131
7.2	KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET	132
7.2.1	<i>Risikofri rente</i>	132
7.2.2	<i>Egenkapitalbeta</i>	134
7.2.3	<i>Markedets risikopremie</i>	136
7.2.4	<i>Illikviditetspremie</i>	137
7.3	FINANSIELLE KRAV	138

7.3.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	138
7.3.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	141
7.3.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	143
7.4	NETTO DRIFTSBETA OG ÅRLIG EGENKAPITALBETA	145
7.5	EGENKAPITAL-, MINORITETS- OG SELSKAPSKRAV	146
7.5.1	<i>Egenkapital- og minoritetskrav</i>	147
7.5.2	<i>Selskapskrav</i>	147
7.6	OPPSUMMERING	148
8.	ANALYSE AV LØNNSOMHET	151
8.1	SUPERRENTABILITET	152
8.2	DRIFTSFORDEL	154
8.2.1	<i>Strategisk driftsfordel</i>	155
8.2.2	<i>Gearingfordel</i>	169
8.2.3	<i>Oppsummering driftsfordel</i>	170
8.3	FINANSIERINGSFORDEL	170
8.3.1	<i>Netto finansiell gjeld</i>	171
8.3.2	<i>Minoritetsinteresser</i>	174
8.3.3	<i>Oppsummering finansieringsfordel</i>	175
8.4	OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL	175
9.	FREMTIDSREGNSKAP	177
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	177
9.2	ANALYSE AV VEKST	178
9.3	VALG AV BUDSJETT HORISONT T	180
9.4	BUDSJETTERING FRA 0 TIL T	181
9.4.1	<i>Driftsinntekter</i>	182
9.4.2	<i>Netto driftseiendeler</i>	189
9.4.3	<i>Netto driftsresultat</i>	190
9.4.4	<i>Netto finansiell gjeld</i>	192
9.4.5	<i>Netto finanskostnad</i>	194
9.4.6	<i>Minoritetsinteresser</i>	196

9.4.7	<i>Netto minoritetsresultat</i>	197
9.5	PRESENTASJON AV FREMTIDSREGNSKAP	198
9.5.1	<i>Fremtidsresultat</i>	198
9.5.2	<i>Fremtidsbalanse</i>	200
9.5.3	<i>Fremtidig fri kontantstrøm</i>	201
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	202
10.1	KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET	202
10.1.1	<i>Risikofri rente</i>	202
10.1.2	<i>Markedsrisikopremie</i>	204
10.1.3	<i>Egenkapitalbeta</i>	204
10.1.4	<i>Illikviditetspremie</i>	205
10.1.5	<i>Egenkapital- og minoritetskrav</i>	206
10.2	FINANSIELLE KRAV	206
10.2.1	<i>Syntetisk rating</i>	206
10.2.2	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	208
10.2.3	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	209
10.2.4	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	211
10.3	SELKAPSKRAV	212
10.4	STRATEGISK FORDEL	214
11.	FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	217
11.1	EGENKAPITALMETODEN	217
11.1.1	<i>Utbyttmodellen</i>	218
11.1.2	<i>Fri kontantstrømmodellen</i>	218
11.1.3	<i>Superprofittmodellen</i>	219
11.1.4	<i>Superprofittvekstmodellen</i>	219
11.2	SELKAPSKAPITALMETODEN	220
11.2.1	<i>Netto driftskapitalmetoden</i>	220
11.2.2	<i>Sysselsatt kapitalmetoden</i>	221
11.3	VERDSETTELSE AV MINORITETSINTERESSER	221
11.4	FØRSTE VERDIESTIMAT VED BRUK AV BUDSJETTERTE VEKTER	223

11.4.1	Oppsummering første verdiestimat	225
11.5	FUNDAMENTALT VERDIESTIMAT	225
11.5.1	Konvergens mot et felles verdiestimat.....	225
11.5.2	Konkursrisiko	228
11.5.3	Fundamentalt Pris/Bok og Pris/Fortjeneste forhold.....	229
11.6	ANALYSE AV USIKKERHET.....	230
11.6.1	Simulering	230
11.6.2	Resultat fra simuleringsanalysen.....	234
11.6.3	Sensitivitetsanalyse.....	237
11.6.4	Oppsummering simulering og sensitivitetsanalyse	241
11.7	OPPSUMMERING FUNDAMENTALT VERDIESTIMAT	241
12.	KOMPARATIV VERDIVURDERING.....	243
12.1	MULTIPLIKATORMODELLEN	243
12.1.1	Komparative selskap	244
12.2	MULTIPLIKATORER	246
12.2.1	Justert Pris / Bok.....	246
12.2.2	Justert Pris / Fortjeneste	248
12.2.3	EV/EBITDA	249
12.2.4	EV/EBIT.....	250
12.3	KOMPARATIVT VERDIESTIMAT	252
13.	OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI.....	254
13.1	OPPSUMMERING OG VEKTING AV VERDIESTIMATET	254
13.2	HANDLINGSSTRATEGI.....	256
13.2.1	Handlingsstrategi per 31.12.2017.....	256
13.2.2	Handlingsstrategi per 31.05.2018.....	257
13.2.3	Konklusjon.....	258
	LITTERATURLISTE.....	259
	FIGUR-, FORMEL-, OG TABELLOVERSIKT	269
	VEDLEGG	278
	VEDLEGG I - JUSTERT OG OMGRUPPERT BRANSJEREGNSKAP OG -BALANSE.....	278

1. Innledning

Innledningen tar først for seg målsetningen ved denne masterutredningen, før oppgavens problemstilling presenteres. Deretter gis det en oversikt over utredningens nødvendige avgrensninger. Avslutningsvis gjennomgås strukturen for oppgaven.

1.1 Målsetning

Denne masterutredningen tar for seg en fundamental verdivurdering av Grieg Seafood ASA, heretter kalt Grieg Seafood. Målsetningen er å beregne egenkapitalverdien til selskapet per 31.12.2017, og med utgangspunkt i denne finne et verdiestimat på selskapets aksjekurs. Verdsettelsen bygger på en strategisk regnskapsanalyse som består av både kvalitative og kvantitative metoder. Med utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen kan det utarbeides fremtidsregnskap og -krav for selskapet. Ved å diskontere de fremtidige kapitalstrømmene fastsettes det fundamentale verdiestimatet på selskapets egenkapital og aksjekurs. Den fundamentale verdivurderingen bygger på mange subjektive beslutninger, og det eksisterer følgelig stor usikkerhet i verdiestimatet. For å supplere det fundamentale verdiestimatet gjennomføres således en komparativ verdivurdering. Det endelige verdiestimatet fastsettes ved en vurdering og vektning av både fundamentalt og komparativt verdiestimat. Ved å sammenligne børsverdien på Oslo Børs med den estimerte verdien på aksjen til Grieg Seafood, kan vi få en indikasjon på om selskapets aksje er over- eller undervurdert. Denne innsikten brukes som grunnlag for å utarbeide en anbefalt handlingsstrategi for aksjen.

Basert på ovennevnte målsetning blir problemstillingen i denne masterutredningen som følger:

«Hva er egenkapitalverdien med tilhørende aksjeverdi for Grieg Seafood ASA per 31.12.2017?»

1.2 Avgrensning

Masterutredningen er utarbeidet med fokus på kapitalinnskyterne, noe som innebærer at verdivurderingen som er gjennomført i utgangspunktet er investor- og kreditororientert. Det største fokuset ligger likevel på investorene, noe som underbygges av at konklusjonen vår er en anbefalt handlingsstrategi for aksjen. Videre begrenses utredningen til kun å basere seg på offentlig tilgjengelig informasjon. Å innhente all informasjon fra eksterne kilder bidrar naturligvis til økt usikkerhet i verdiestimatet, da det svært trolig foreligger viktig intern informasjon som er ukjent for oss.

Vi har begrenset verdivurderingen til bruk av to verdsettelsesteknikker, henholdsvis fundamental verdivurdering og komparativ verdivurdering. Den fundamentale verdivurderingen er vår hovedteknikk for verdsettelse av egenkapitalen i Grieg Seafood, mens komparativ verdivurdering gjennomføres for å bedre presisjonen i verdiestimatet. Grunnet begrenset regnskapsinformasjon om selskapets ulike forretningsområder anses en vurdering av selskapet på konsernnivå som det foretrukne. Grieg Seafoods forretningsområder er dessuten tett integrerte, noe som kan bidra til å forsvare vår avgrensning.

Den valgte analyseperioden er begrenset til seks år, det vil si fra 2012 til 2017. I noen analyser inkluderes også året 2011 for å kunne beregne endringstall for 2012. Vi anser dette som en tilfredsstillende analyseperiode som fanger opp både oppgangs- og nedgangskonjunkturer i bransjen. De siste oppdaterte regnskapstallene er hentet fra årsrapporten for 2017. Da det også foreligger tall fra første kvartal av 2018 ville det vært ønskelig å oppdatere analysene våre med disse tallene. På grunn av tidshensynet har dette derimot ikke vært mulig å gjennomføre.

Ved valg av komparative oppdrettsselskap har vi oppstilt en rekke kriterier, jamfør kapittel 2.4. De selskapene vi har begrenset vår bransje til å bestå av er Marine Harvest ASA, Lerøy Seafood Group ASA, SalMar ASA, Norway Royal Salmon ASA og Grieg Seafood ASA.

1.3 Struktur

Denne masterutredningen bygger på rammeverket for fundamental verdivurdering presentert i masterkurset «Regnskapsanalyse og verdivurdering» ved Norges Handelshøyskole. Det er et

omfattende rammeverk som er svært grundig i hvert steg, og som således egner seg godt til masterutredning. Rammeverket består av tre deler som presenteres i det følgende.

Den første delen av rammeverket, som utgjør kapittel 2-4, inneholder en introduksjonsdel, samt en strategisk analyse. I kapittel 2 presenteres oppdrettsbransjen, Grieg Seafood og de komparative selskapene. Videre i kapittel 3 presenteres og velges de verdivurderingsteknikkene vi vil benytte oss av i denne masterutredningen, dette inkluderer en redegjørelse av rammeverket for fundamental verdivurdering. I kapittel 4 gjennomføres en strategisk analyse basert på faktagrunnlaget presentert i kapittel 2. Den strategiske analysen består av en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse, hvor formålet er å få innsikt i strategisk fordel og risiko.

I del to av rammeverket gjennomføres en historisk regnskapsanalyse, jamfør kapittel 5-8. Kapittel 5 starter med en presentasjon av ujusterte regnskapstall. Disse blir i løpet av kapitlet klargjort for analyse gjennom omgruppering og justering av målefeil. For å få innsikt i selskapets risiko og lønnsomhet gjennomføres en forholdstallsanalyse i kapittel 6-8. Forholdstallsanalysen starter med en analyse av risiko i kapittel 6. Denne følges av en utarbeidelse av historiske avkastningskrav i kapittel 7, som utgjør sammenligningsgrunnlaget for lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. Kvaliteten på lønnsomhetsanalysen vurderes med innsikt fra den strategiske analysen i del 1.

Den tredje og siste delen av rammeverket omfatter kapittel 9-12, og består av utarbeidelse av fremtidsregnskap og –krav, samt selve verdsettelsen av Grieg Seafood. I kapittel 9 og 10 budsjetteres selskapets fremtidsregnskap og –krav basert på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen i del 1 og 2. Det drøftes deretter om Grieg Seafood vil besitte en varig strategisk fordel avslutningsvis i kapittel 10. I kapittel 11 beregnes vårt fundamentale verdierestimert på aksjekursen til Grieg Seafood per 31.12.2017, i tillegg gjennomføres en analyse av usikkerhet. For å supplere den fundamentale verdivurderingen utføres en komparativ verdivurdering i kapittel 12.

Det endelige verdierestimert på Grieg Seafoods egenkapital og aksjekurs fastsettes til slutt etter en vurdering av det fundamentale og komparative verdierestimert i kapittel 13. Utredningen avsluttes med en presentasjon av den anbefalte handlingsstrategien for aksjen.

2. Presentasjon av oppdrettsnæringen og Grieg Seafood

Dette kapitlet tar for seg sentrale forhold knyttet til den norske oppdrettsnæringen og Grieg Seafood, som senere vil danne grunnlaget for den strategiske analysen i kapittel 4. Første del gir et innblikk i oppdrettsnæringens historie og oppbygning, samt de mest sentrale makroforholdene som påvirker næringen. Videre gis det en grundig presentasjon av Grieg Seafood og en oversikt over selskapets konkurrenter. Avslutningsvis identifiseres også selskapets særegne ressurser.

2.1 Oppdrettsnæringen

I dette delkapitlet presenteres oppdrettsnæringen sett fra et norsk perspektiv. Med oppdrettsnæringen menes her de aktørene som utfører aktiviteter i forbindelse med produksjon av fisk i fangenskap. Aktivitetene kan spenne om hele eller deler av fiskens livssyklus, og strekker seg dermed fra kunstig befruktning, klekking og yngelpleie, til oppfôring og overvåkning av fisken i fangenskap (Hallenstvedt, 2015). Vi vil først ta for oss oppdrettsnæringens historie og utvikling frem til i dag. Deretter vil vi se nærmere på prisdannelsen og forholdet mellom tilbud og etterspørsel etter oppdrettslaks, før vi til slutt gjør rede for verdikjeden til lakseoppdrett. Dette delkapitlet vil utgjøre faktagrunnlaget for porteranalysen i kapittel 4.2.2.

2.1.1 Historie

I oppdrettsnæringens historie kalles 1950- og 60-tallet for pionerfasen. I disse tiårene vokste det frem et forskningsmiljø basert på pionerens eksperimentering. Erfaringer og oppdagelser spredte seg raskt i miljøet, og kunnskapsbasen vokste. Gjennombruddet for den norske oppdrettsnæringen kom i begynnelsen av 1970-årene. Da ble de første flytemerdene i sjø brukt til produksjon av laks og regnbueørret. Norges langstrakte kyst, med rent sjøvann og gunstige temperaturer, viste seg å være godt egnet for havbasert fiskeoppdrett, og åpnet et enormt ekspansjonsrom. Laksen ble viktigst i oppbygningsfasen da den var lettere å markedsføre samt ga en bedre pris, og dermed gjorde næringen mer robust (Hovland, Haaland, Hersoug, Kolle & Møller, 2014).

I 1973 kom den første midlertidige oppdrettsloven. Denne innførte krav om konsesjon for å kunne drive fiskeoppdrett, i tillegg kom regler for lokalisering og eierstruktur. Dette gjorde fiskeoppdrett til en distriktsnæring (Jakobsen, Berge & Aarset, 2003). Til tross for strengere regulering fortsatte næringen å vokse, og etter tildelingene av konsesjoner i 1980-årene var det oppdrettsaktivitet helt fra Rogaland til Finnmark. Majoriteten av fisken i merdene var laks, og laksen skaffet seg en stadig sterkere markedsposisjon i Europa og USA (Hovland et al., 2014).

Mot slutten av 1980-tallet opplevde oppdrettsnæringen et kraftig prisfall som følge av en metning i markedet. Mange selskaper var på randen av konkurs, da prisfallet kom samtidig som realrenten økte, bankene strammet inn på sin kredittpraksis, samt sykdom florerte i oppdrettsanleggene (Hovland et al., 2014). Som en konsekvens av dette ble oppdrettsloven endret i 1991. Reglene om eierbegrensning og lokalt eierskap ble lempet på, og siden den gang har næringen vært preget av mange oppkjøp og sammenslåinger av selskap (Jakobsen et al., 2003).

Etter 1992 har oppdrettsnæringen i Norge hatt en formidabel vekst, hvilket i hovedsak skyldes produktivetsforbedringer. Smolten er større og mer hardfør, vaksiner og brakklegging minsker tap som følge av sykdom, bedre fôr gir kortere produksjonstid og avansert overvåkning av miljøet i merdene sikrer optimale vekstforhold. Næringen har likevel fremdeles sine utfordringer. Rømming, lus, sykdom, svinn og fremtidig tilgang på fôr er de problemene som volder mest bekymring blant oppdrettsselskapene i dag (Hovland et al., 2014).

2.1.2 Dagens laksemarked

Laks er fellesbetegnelsen for en rekke arter innenfor laksefamilien. Blant de mest kjente artene finner vi atlantehavslaks, røye og ulike typer ørret. Målt etter slaktevolum er atlantehavslaksen den dominerende arten i laksefamilien, og det er gjerne atlantehavslaks man refererer til ved bruk av betegnelsen laks. Tilnærmet all slaktet vekt av atlantehavslaks stammer fra oppdrettsnæringen, og atlantehavslaksen befester stadig sin posisjon som den dominerende fisken i merdene (Marine Harvest, 2017a).

Biologiske begrensninger gjør at kun et fåtall land i verden er egnet for lakseoppdrett (Marine Harvest, 2017a). Av disse landene er Norge den klart største produsenten av oppdrettslaks, og sto i 2017 for omtrent 55 prosent av verdens totale lakseproduksjon. Den nest største oppdrettsnasjonen er Chile med omtrent 25 prosent av den totale produksjonen i 2017 (Reuters, 2017). De resterende produsentene av oppdrettslaks er Skottland, Færøyene, Irland, Nord-Amerika, New Zealand og Tasmania (Marine Harvest, 2017a).

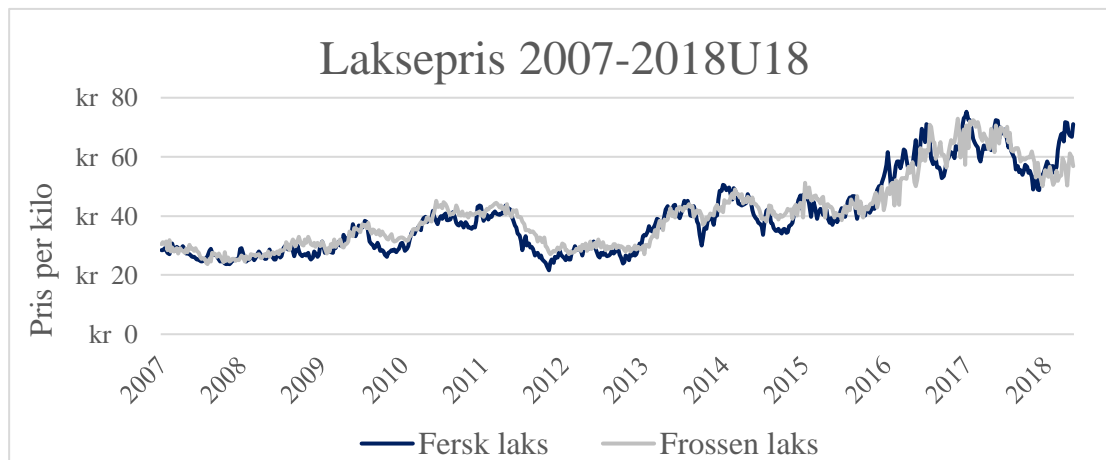
Produksjonsvolumet av atlantehavslaks er lavt sammenlignet med andre proteinkilder som svin, storfe og kylling. I 2016 var eksempelvis produksjonen av svin 118 millioner tonn, mens produksjonsvolumet for atlantehavslaks kun var to millioner tonn. Til tross for det lave produksjonsvolumet sammenlignet med andre proteinkilder, er akvakultur den raskest voksende matproduksjonen i verden. I perioden 2015 til 2025 er det estimert en vekst på 17 prosent i produksjonen av atlantisk laks. Det forventes at den stadig økende verdensbefolkningen vil medføre global vekst i konsumet av laks. I tillegg vil en økende middelklasse i fremvoksende markeder øke laksemarkedet. De siste ti årene har man blant annet sett en markedsøkning for atlantehavslaks på 5,7 prosent. Det anslås at den største veksten i tiden fremover vil komme fra det asiatiske markedet (Marine Harvest, 2017a).

Målt i eksportverdi var 2017 et rekordår for norsk lakseeksport. Totalt ble det eksportert én million tonn laks for 64,7 milliarder kroner, hvilket var en økning på fem prosent fra året før. En viktig bidragsyter til den høye eksportverdien var en høy gjennomsnittlig laksepris, jamfør neste avsnitt. Omtrent 70 prosent av eksportinntektene kom fra det viktigste markedet for norsk laks, nemlig EU, hvor Polen og Frankrike utgjorde de største enkeltmarkedene. Videre var Asia det nest største markedet for norsk laks i 2017, etterfulgt av Nord-Amerika. Etterspørselen etter norsk laks har særlig økt i USA de siste årene. Tall fra 2017 viser en økning i eksportverdien på hele 31 prosent og en volumøkning på 10 000 tonn sammenlignet med 2016 (Norges sjømatråd, 2018a).

2.1.3 Prisdannelsen

Markedsprisen på laks reguleres av tilbud og etterspørsel, hvor prisen øker i perioder med lavt tilbud og motsatt. Figur 2-1 viser at prisen på fersk og frossen laks har hatt den samme volatile utviklingen gjennom det siste tiåret. Videre viser figuren at 2016 og 2017 var særlig gode år

for oppdrettsbransjen, med en gjennomsnittlig eksportpris for fersk, hel laks på rett i overkant av 60 kroner per kilo (Norges sjømatråd, 2018a).



Figur 2-1: Gjennomsnittlig prisutvikling på fersk og frossen norsk laks i perioden 2007 til 2018 uke 18 (tall hentet fra statistikkbanken til Statistisk Sentralbyrå, 2018)

Volatiliteten i lakseprisen kan forklares ved hjelp av mikroøkonomisk teori. Oppdrettsselskapene vil være pristakere i markedet på grunn av at produksjonsmengden (tilbudet) i markeder er bestemt på kort sikt. Det vil være vanskelig å endre tilbudt mengde i spotmarkedet på kort sikt som følge av to forhold. For det første setter oppdrettsprosessen en naturlig begrensning, da det normalt tar to til tre år fra klekking av rogn til en spiseklar laks kan leveres. I tillegg vil det være vanskelig å lagre spiseklar laks da det er et produkt med relativt kort holdbarhet som må selges fortløpende. Tilbudet av laks i spotmarkedet vil også påvirkes av fremtidige salgskontrakter. Det vil dermed kunne bli perioder med over- eller underproduksjon av laks. Videre medfører dette en tilbudskurve som er uelastisk på kort sikt, det vil si at den er relativt ufølsom for prisendringer. Når tilbudskurven er uelastisk vil endringer i etterspørselen resultere i store prisendringer, og dermed en volatil prisutvikling (Riis & Moen, 2012, s. 200). Etterspørselsskift i laksemarkedet skyldes blant annet sesongvariasjoner. Studier gjennomført av Øglend (2010) viser for eksempel at det er større etterspørsel etter laks før juletider og rundt påsketider. Uforutsette hendelser, slik som sykdomsutbrudd, klimatiske forhold og handelspolitiske konflikter, vil også være forklarende faktorer til prisutviklingen.

Dagens høye laksepris henger sammen med at tilbudt mengde laks i markedet er lavere enn den etterspurte mengden. Bakgrunnen for det lave tilbudet er blant annet at markedet har

kommet til et punkt hvor de biologiske grensene er nådd. For at produksjonen og tilbudet av laks skal kunne øke i fremtiden er ny teknologi som sikrer en mer bærekraftig produksjon helt avgjørende (Marine Harvest, 2017a).

2.1.4 Verdikjeden

Den totale produksjonstiden for en oppdrettslaks frem til slakteferdig fisk, er to til tre år. Produksjonen kan deles inn i fem faser som utgjør verdikjeden til lakseoppdrett. De fem fasene, som vist i figur 2-2, er produksjon av rogn, smoltproduksjon, matfiskproduksjon, bearbeiding og salg og distribusjon (Teknologirådet, 2012). Mange oppdrettsselskap er involvert i alle eller de fleste leddene i verdikjeden selv, og selskapene karakteriseres således som vertikalt integrerte. I det følgende gis en beskrivelse av verdikjedens fem faser.



Figur 2-2: De ulike fasene i oppdrettsnæringens verdikjede (fritt etter NOU 2014:16)

Produksjon av rogn

Det første steget i produksjonen av oppdrettslaks er at egg fra stamfisken befruktes. En stamfisk er en voksen fisk med særlig ønskede genetiske egenskaper. Åtte til ti uker etter befruktning klekkes eggene, og de nyklekkede fiskeungene kalles yngel. Yngelen lever den første tiden av næringen i den lille plommesekken den har på magen, men etter omtrent åtte til ti uker er den klar for startforing, hvilket skjer i egne tanker på land (Teknologirådet, 2012; Yngel, 2011).

Smoltproduksjon

Det neste steget i produksjonsprosessen er at yngelen føres frem til den veier mellom 60 til 100 gram. Da kalles yngelen smolt (Teknologirådet, 2012). Frem til dette stadiet har fiskeungen bare levd i ferskvann. For å kunne fortsette produksjonen i saltvann, må smolten gå gjennom en prosess kalt smoltifisering. Denne prosessen går ut på at smolten gradvis tilvennes et liv i saltvann. Når smoltifiseringen er gjennomført, kan fisken overføres til sjøen.

I denne fasen av verdikjeden vaksineres også fisken mot ulike sykdommer (Marine Harvest, u.å.).

Matfiskproduksjon

Fisken vokser i sjøen i 15 til 24 måneder, frem til den har en vekt mellom tre og syv kilo. Da anses fisken som slakteklar (Teknologirådet, 2012). Vekstfasen skjer i merder. En merd er en stor notpose i sjøen som holdes oppe av en flytekonstruksjon (Merd: innhegning, 2017). Det er ønskelig med en rask vekst, og fôr er dermed en viktig innsatsfaktor i denne fasen. Det stilles strenge krav til innholdet i fôret, og Mattilsynet fører strengt tilsyn med fôrproduzentene (NIFES, 2017).

Bearbeiding

Den slakteklare fisken fraktes med brønnbåt fra merdene til slakteriet. Der bedøves fisken, før den slaktes, sløydes, pakkes i is eller fryses, og gjøres klar til forsendelse (Teknologirådet, 2012). Slakteprosessen reguleres av akvakulturforskriften, samt at Mattilsynet fører tilsyn med slakteriene. De strenge kravene er til for å sikre at maten skal være trygg å spise, og at fisken ikke påføres unødvendig stress og smerte (Laksefakta, 2016a).

Alternativt til å selge den sløyde fisken hel, er å la den gjennomgå videre bearbeiding, såkalt videreforedling. I videreforedlingen kan fisken gjøres om til fileter, skiver, koteletter og andre produkter, samt smakstilsettes, for eksempel røykes eller marineres (Akvarena, 2011). Mesteparten av den norske fisken sendes ubehandlet ut av landet. Dette henger trolig sammen med et høyt lønns- og kostnadsnivå i Norge, samt høye tollbarrierer, spesielt i EU (Jensen, 2018). Tollstrukturen i EU er nemlig bygget opp slik at importtollen øker i takt med bearbeidingsgraden på produktet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2016). I 2018 er importtollen for ubehandlet laks på to prosent, mens importtollen for røkt laks er på 13 prosent (Norges sjømatråd, 2018b).

Salg og distribusjon

Siste leddet i verdikjeden er at fisken selges og distribueres ut til kunden. For å skape gode kunderelasjoner, samt sikre god kjennskap til markedet, har oppdrettsselskapene ofte salgskontorer eller nære samarbeidspartnere i de ulike markedene de selger fisken sin til. Kundene er alt fra eksportører, importører, store grossister og foredlingsbedrifter, til

retailkunder som supermarkeder, restauranter og cateringleverandører (SalMar, u.å.; Ocean Quality u.å.).

Som kjent har det klart største markedet for norsk oppdrettslaks de siste årene vært EU, med Asia og Nord-Amerika på plassene bak (Norges Sjømatråd, 2018c). Store mengder fisk forblir også i hjemmemarkedet (Berthelsen, 2018). Laksen distribueres ut til de ulike markedene med bil, båt, jernbane og fly (Hanssen et al., 2014). Transporten skal gå raskt, for slik å sikre en ferskest mulig fisk. Her er emballasjen en viktig faktor. Riktig emballasje og oppbevaring er med på å opprettholde fiskens ferskhets og kvalitet, samt å forlenge dens holdbarhet (laks.no, u.å.).

2.2 Makroforhold

I dette delkapitlet vil det bli presentert eksterne faktorer som har en direkte eller indirekte påvirkning på aktørene i den norske oppdrettsnæringen. For en mer oversiktlig presentasjon inndeles makroforholdene i politiske, økonomiske, miljømessige og teknologiske faktorer. Videre vil de presenterte forhold i delkapitlet danne grunnlaget for PESTEL-analysen i kapittel 4.2.1.

2.2.1 Politiske og juridiske faktorer

Offentlige reguleringer

Oppdrettsnæringen påvirkes både av internasjonale og nasjonale reguleringer. Internasjonalt er det EØS-avtalen som står sentralt da den sikrer markedsadgang til EU, som i 2017 var det viktigste eksportmarkedet for norsk sjømat. EØS-avtalen, sammen med andre bilaterale avtaler, gir Norge reduserte tollsatser for blant annet lakseeksport, og for flere hvitfiskprodukter er handelen tollfri (Regjeringen, 2016a). Nasjonalt reguleres næringen gjennom et konsesjonssystem hjemlet i akvakulturloven, hvor en konsesjon vil si en tillatelse fra offentlige myndigheter til å drive fiskeoppdrett (Ot.prp. nr. 61 (2004-2005)). Det er hensynet til miljøet og en optimal bruk av kystsonen som er begrunnelsene bak konsesjonsreguleringen (Fiskeridirektoratet, 2017a).

Antallet matfiskkonsesjoner for laks og ørret er begrenset, og nye konsesjoner deles ut når myndighetene bestemmer det (Fiskeridirektoratet, 2017a). Siden konsesjonsreglene ble innført

i 1973, har det vært flere konsesjonsrunder hvor myndighetene har delt ut tillatelser til oppdrettsselskap mot et vederlag. I 2017 var det til sammen 1 015 matfiskkonsesjoner i drift (Fiskeridirektoratet, 2018a). Konsesjonene er fritt omsettelige, noe som betyr at det er mulig å skaffe seg konsesjoner også utenom konsesjonsrundene. Det er egne tillatelser for smoltproduksjon i ferskvann. Disse konsesjonene er ikke antallsbegrenset, og tildeles etter godkjenning av søknad (Marine Harvest, 2017a).

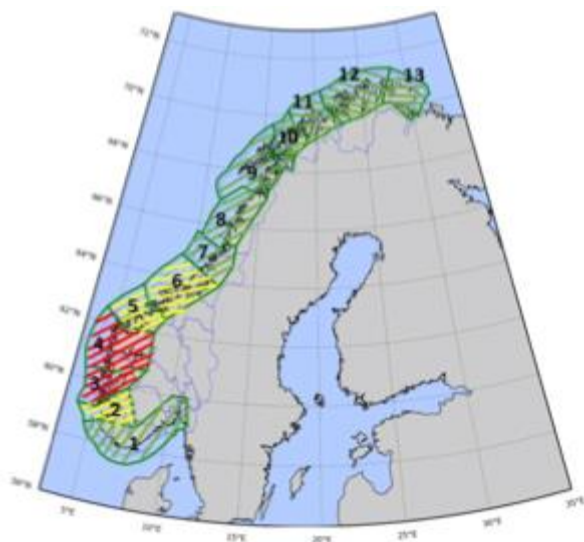
Myndighetene har ved flere anledninger innført spesielle konsesjoner som skal bidra til en bærekraftig utvikling av oppdrettsnæringen. For eksempel bestemte myndighetene i 2013 at det skulle utdeles såkalte grønne konsesjoner. De grønne konsesjonene stilte strengere krav til rømming og lus, i tillegg til at selskapene forpliktet seg til å bruke vesentlig bedre teknologiske eller driftsmessige løsninger enn det som brukes i kommersiell sammenheng (Fiskeridirektoratet, 2017b). Flesteparten av de tilsammen 45 utdelte lisensene ble tildelt etter søknad mot et vederlag på ti millioner kroner, mens noen ble tildelt i en lukket budrunde. De 35 lisensene som gjaldt Troms og Finnmark, stilte i tillegg krav om innløsning av allerede tildelte lisenser (Tekmar, 2016).

I 2015 introduserte de norske myndighetene en ny kategori av tillatelser, kalt utviklingskonsesjoner (Fiskeridirektoratet, 2017c). Formålet med disse konsesjonene er å motivere oppdrettsselskapene til å investere i ny teknologi. Tillatelsene tildeles prosjekter som synes å kunne bidra til å løse én eller flere av miljø- og arealutfordringene oppdrettsnæringen står overfor. Inntil 15 år etter utdeling er utviklingskonsesjonene gratis (Marine Harvest, 2017a). Dersom prosjektet videreføres etter dette, kan konsesjonene konverteres til ordinære produksjonslisenser mot et vederlag på ti millioner kroner. I dag er det delt ut totalt 38 utviklingskonsesjoner til fem ulike selskap. Mange søknader venter derimot på avklaring (Fiskeridirektoratet, 2018b).

Konsesjonene begrenser den maksimale produksjonen til hvert oppdrettsselskap, og således oppdrettsnæringen som helhet (Marine Harvest, 2017a). Hver tillatelse har en maksimal tillatt biomasse (MTB) på selskaps- og lokalitetsnivå. Dette medfører at antall kilo levende fisk i sjøvann ikke kan overstige tillatt MTB på selskapsnivå, samt at biomassen på hver lokalitet ikke må overstige tillatt MTB på lokalitetsnivå. Størrelsen på en normal oppdrettstillatelse i Norge er 780 tonn, med unntak av Troms og Finnmark hvor den er på 945 tonn (Fiskeridirektoratet, 2017a)

MTB på selskapsnivå baseres på type og antall konsesjoner, mens det avgjørende for MTB på lokalitetsnivå er lokalitetens miljømessige bæreevne (Fiskeridirektoratet, 2017a). Sistnevnte forhold reguleres i dag blant annet gjennom det nye systemet for kapasitetsjusteringer i lakse- og ørrettoppdrett, populært kalt ”trafikksystemet”, som ble iverksatt i oktober 2017. Systemet, som bygger på havbruksnæringens miljøpåvirkning, vil påvirke oppdretternes muligheter for å øke produksjonskapasiteten. Offentlige myndigheter med fiskeriminister Per Sandberg i spissen mener at systemet favoriserer både oppdretterne og samfunnet da det gir en forutsigbar vekst for oppdretterne, i tillegg til at det ivaretar hensynet til miljøet (Regjeringen, 2017a).

Trafikksystemet innebærer at produksjonsområdene langs kysten inndeles i 13 områder, hvor hvert område får tildelt fargen rød, gul eller grønn. Fargen tildeles på bakgrunn av oppdrettsnæringens konsekvenser på miljøet og områdets lakselusproblemer. Grønn indikerer at kapasiteten i området kan justeres opp med seks prosent, gul innebærer at kapasiteten fryses og rød indikerer at kapasiteten må nedjusteres med seks prosent. Det skal foretas en ny fargevurdering av områdene annet hvert år. Systemet skal gjelde for fullt fra 2019, det vil si at områder i rød sone ikke må nedjustere kapasiteten i første omgang (Regjeringen, 2017a). Det fremgår av figur 2-3 at det er produksjonsområdene fra Karmøy i Rogaland til Stadlandet i Sogn og Fjordane som nå har de største utfordringen med lakselus.



Figur 2-3: Illustrasjonskart av ”trafikksystemet” som viser inndelingen av de 13 produksjonsområdene i Norge med tilhørende fargekode (Regjeringen, 2017a)

Handelspolitiske konflikter

Politiske konflikter og et mer turbulent verdensmarked har de senere årene påvirket den eksportrettede oppdrettsnæringen. Gjennom det siste tiåret er det konfliktene med Kina og Russland som har fått mest oppmerksomhet. Det var utdelingen av Nobels fredspris til den kinesiske menneskerettighetsforkjemperen Liu Xiabo i 2010 som utløste Kinas importstans av norsk sjømat. I desember 2016 kunne myndighetene meddele at Norges forhold til Kina var normalisert, etter seks år uten politisk kontakt mellom landene (Regjeringen, 2016b). Til tross for dette ser vi likevel at forholdet ikke er helt normalisert med tanke på lakseeksporten. For eksempel er fylkene Sør-Trøndelag, Nordland og Troms fortsatt utestengt fra det kinesiske markedet (Norges Sjømatråd, 2017a). Bakgrunnen for utestengningen av de tre fylkene er at Kina i 2015 stoppet importen av hel laks med hode fra Sør-Trøndelag, Nordland og Troms på grunn av funn av virus som kan forårsake sykdommen infeksiøs lakseanemi (ILA) (Mattilsynet, 2015). Oppdrettsnæringen kan likevel forvente en økning i lakseeksporten til Kina i årene som kommer etter at de kinesiske myndighetene kunngjorde at tollsatsene på en rekke sjømatprodukter skulle halveres, med virkning fra 1. desember 2017. Dette vil være svært fordelaktig for den norske sjømateksporten fremover da det er et stort potensial i det kinesiske markedet (Norges Sjømatråd, 2017a).

I 2014 erklærte Russland importstans av matvarer fra Norge, EU og USA som et resultat av sanksjonene mot landet i forbindelse med annekteringen av Krim-halvøya og krigen i Øst-Ukraina (Norges sjømatråd, 2017b). Bakgrunnen for sanksjonene var at Russland ikke endret sin folkerettsstridige handlemåte i Ukraina, til tross for et stort internasjonalt press (Regjeringen, 2017b). Selv om Russland var et av de viktigste enkeltmarkedene for eksport av norsk sjømat i 2013 har ikke importstansen fått like store konsekvenser som fryktet. Begrunnelsen ligger i at den norske laksen er et produkt med stor global etterspørselsvekst, og følgelig er det russiske markedet blitt erstattet med nye markeder (Nissen-Meyer, 2016). I dag er det Norges viktigste konkurrentland innen lakseeksport, Chile, sammen med Færøyene som forsyner det russiske markedet med laks (Norges sjømatråd, 2017c).

2.2.2 Økonomiske og sosiale faktorer

Renten

Den kapitalintensive oppdrettsnæringen vil i stor grad påvirkes av endringer i markedsrenten. Følgelig har næringen nytt godt av det rekordlave rentenivået den siste tiden. Helt siden mars 2016 har styringsrenten, det vil si bankenes rente på innskudd i Norges Bank, vært uendret på 0,5 prosent (Norges Bank, 2018a). Begrunnelsen for den rekordlave styringsrenten er behovet for en pengepolitikk som stimulerer til vekst i økonomien, med andre ord en ekspansiv pengepolitikk (Takla, 2018).

Rentebanen, som er Norges Bank sin prognose for styringsrentens utvikling, antyder at det kan forventes en økning av renten mot slutten av 2018 (Takla, 2018). Dette vil normalt også medføre en økning i bankenes innskudds- og utlånsrenter (Norges Bank, 2018a). Lån med flytende rente vil utgjøre en renterisiko for selskapers kontantstrøm. Videre vil også selskapers inntjening og soliditet påvirkes av endringer i rentemarkedet. Renterisikoen kan kontrolleres og reduseres ved å inngå fastrentekontrakter. For eksempel vil en rentebytteavtale medføre mer stabilitet og forutsigbarhet knyttet til finanskostnadene og –inntektene (SpareBank1, 2015).

Valuta

Den svært eksportrettede oppdrettsnæringen er i stor grad eksponert for svingninger i valutamarkedet. Medvirkende faktorer til valutasvingningene er blant annet styringsrenten, oljeprisen, handelsbalansen, arbeidsledighet og politiske forhold (Aulie, 2010). For oppdrettsselskapene er valutarisikoen hovedsakelig knyttet til handelstransaksjoner, men også forpliktelser og nettoinvesteringer i utenlandsk virksomhet medfører en viss risiko. Svingningene i valutakursen virker inn på selskapers kontantstrømmer, noe som igjen vil påvirke likviditeten. Valutaterminkontrakter er det vanligste finansielle instrumentet for å sikre seg mot valutarisiko knyttet til fremtidige inn- og utbetalinger (Aulie, 2010). En terminkontrakt innebærer et forpliktet kjøp/salg av et bestemt valutabeløp til avtalt kurs. Da oppgjøret skjer på et avtalt fremtidig tidspunkt, medfører en terminkontrakt ingen binding av likviditet før oppgjørstidspunktet (SpareBank1, 2012).

Den lave oljeprisen og styringsrenten er medvirkende faktorer til at den norske kronen har vært svak i forhold til sentrale valutaer som amerikanske dollar, euro og britiske pund den

siste tiden (Hegnar, 2016). For eksportrettede næringer er dette positivt, da det blir relativt billigere for land med en sterkere valuta å handle varer med norske eksportører. Videre vil dette generere en høyere etterspørsel etter norskproduserte varer, slik som laks. Etterspørselseffekten vil være motsatt ved en sterk krone, da norske varer blir relativt dyrere. Inntjeningen til oppdrettsselskapene vil dermed i stor grad påvirkes av det relative styrkeforholdet mellom den norske kronen og valutaen til sentrale handelspartnere som EU, Storbritannia, USA og Japan. På den andre siden medfører en svak krone at det blir dyrere å importere varer fra utlandet. For oppdrettsselskapene resulterer dette blant annet i økte kostnader i forbindelse med import av fiskefôr (Iversen et al., 2015).

Demografisk vekst

FNs prognose for befolkningsvekst signaliserer en middels vekst i tiden fremover, hvor man i 2030 vil være 8,6 milliarder mennesker på jorden og 9,8 milliarder i 2050. En økende befolkning medfører utfordringer knyttet til en bærekraftig ressursbruk og miljøpåvirkning (FN-Sambandet, 2017a). Det må produseres 70 prosent mer mat, med et lavere ressursbruk enn dagens, for å etterkomme befolkningsveksten frem til 2030. I tillegg til en befolkningsvekst forventes det også en økende vekst i middelklassen til fremvoksende markeder som Brasil, Russland, India og Kina, de såkalte BRICS landene. Dette vil medføre et høyere konsum og en økt etterspørsel etter høykvalitets protein (Marine Harvest, 2017a).

Til tross for at over to tredjedeler av jordoverflaten er dekket av hav, kommer kun seks prosent av proteinene vi spiser fra havet (Marine Harvest, 2017a). For å imøtekomme befolkningens behov på en bærekraftig måte, må vi benytte havets ressurser i større grad. Akvakultur, som er den raskest voksende matproduksjonen i verden, er mer miljøvennlig og mindre ressurskrevende enn matproduksjon på land. Dermed vil havbruk være sentralt for å nå FNs bærekraftsmål om matsikkerhet innen 2030 (FN – Sambandet, 2017b). Norge, med sine rike fiskebestander og gode naturgitte forhold, har gode forutsetninger for å bidra i utviklingen og være en av verdens fremste sjømatnasjoner (Fiskeri- og kystdepartementet, 2012).

Sosiale forhold

En økende bevissthet rundt sunnhet og helse blant befolkningen bidrar til en økt etterspørsel etter den næringsrike laksen som er full av omega-3, vitaminer og mineraler. Forskning har blant annet vist at omega-3 fettsyrene i laksen reduserer risikoen for hjerte- og karsykdommer

(Havforskningsinstituttet, 2017). Videre bidrar også den økende populariteten til sushi, både nasjonalt og globalt, til økt etterspørsel etter den norske laksen. Eksempelvis foretrekkes den rene norske laksen i sushiens hjemland, Japan (Norges sjømatråd, 2017d).

For den unge befolkningen i Norge ser man i dag en negativ utvikling i konsumet av sjømat. Av den grunn lanserte Sjømatrådet våren 2018 kommunikasjonsprosjektet «3 i uka», hvor målgruppen er konsumenter i alderen 18 til 40 år. Formålet med prosjektet er å fremme bevisstheten rundt og synligheten av sjømat (Norges sjømatråd, 2018d). Det kan forventes at prosjektet vil generere en økt etterspørsel etter laks, da laksen er hovedingrediensen i flere globale mattrender.

2.2.3 Miljømessige og teknologiske faktorer

Veksten i oppdrettsnæringen de siste tiårene har medført et større fokus på de miljømessige utfordringene som næringen står overfor, slik som lakselus, rømming av oppdrettsfisk og utslipp av næringssalter. Miljøproblemene utgjør en stor risiko for biomassen i merdene, i tillegg til at de har medført en økning i produksjonskostnadene. For å sikre en fremtidig bærekraftig vekst i næringen, er det investert flere milliarder kroner de siste årene på forskning og utvikling for å finne nye løsninger på miljøproblemene.

Lakselus

Oppdrettsnæringens største biologiske utfordring er lakselusen, en ektoparasitt som naturlig forekommer på laksefisk i saltvann på den nordlige halvkule (Veterinærinstituttet, u.å.). Utfordringen med lakselus er at den åpner for infeksjoner fra bakterier og sopp når den spiser av slim, skinn og blod på laksefisken. Dette reduserer i tillegg dyrevelferden. Smittepresset og forekomsten av lakselus er høyest i områder med høy vertstetthet, da det gir flere verter for lusen, og i områder med høy sjøtemperatur. Bakgrunnen for sistnevnte forhold er at parasitten formerer seg hurtigst når sjøtemperaturen er høy (Mattilsynet, 2016). Dette kan forklare hvorfor området fra Karmøy i Rogaland til Stadlandet i Sogn og Fjordane fikk fargen rød i ”trafikksystemet” som ble omtalt i kapittel 2.2.1. Ifølge Havforskningsinstituttet blir sjøen i dette området verken for kald eller for varm for parasitten, og således kan dette kystområdet være det mest optimale for den norske lakselusen (Ekanger & Johansen, 2017).

Hvert år bruker oppdrettsnæringen store summer for å holde konsentrasjonen av lakselus på et forsvarlig nivå i henhold til forskriften om lakselusbekjempelse. Det fremgår av forskriften at når sjøtemperaturen er fire grader eller høyere, er oppdretterne pålagt å rapportere antall lakselus per fisk, eventuell behandling og sjøtemperatur til Mattilsynet minst én gang i uken. Er sjøtemperaturen under fire grader må det rapporteres minst hver andre uke. Maksimumsgrensen for lakselus varierer med geografisk lokalisering og tidspunkt på året (Forskrift om lakselusbekjempelse, 2012, §§ 6 & 8). Dersom maksimumsgrensen ikke overholdes er konsekvensen at fisk må slaktes, noe som kan resultere i tapt fortjeneste for oppdretterne (Mattilsynet, 2016). Den vanligste måten å bekjempe lakselus har vært ved hjelp av legemidler som blir tilsatt laksens fôr eller gis som bad. De siste årene er bruk av rensefisk og mekanisk behandling i form av laser, børsting eller spyling blitt mer vanlig på grunn av lakselusens resistens mot legemidler (Mattilsynet, 2016).

Rømming av oppdrettslaks

Konsekvensen av at oppdrettslaks rømmer er at den utgjør en trussel for villaksen, ved at den påvirker genene og sprer sykdommer. Oppdrettslaksen er avlet frem med en mye mindre genetisk variasjon enn villaksen. En stor genetisk variasjon vil være fordelaktig for villaksen, da det gjør tilpasningen til miljøendringer enklere. Således vil en spredning av oppdrettslaksens gener være negativt for villaks, og som en ytterst konsekvens kan de opprinnelige bestandene av villaks gå tapt (Miljødirektoratet, 2013). Det vil også være en økonomisk konsekvens i form av tapte inntekter ved rømming av oppdrettslaks. Med bakgrunn i konsekvensene har næringen en nullvisjon for rømming av laks, og et operativt mål om at nivået av rømt laks ikke skal påvirke villaksen i negativ forstand (Laksefakta, 2016b).

De vanligste årsakene til at fisk rømmer er teknisk svikt, feil bruk av utstyr eller at fartøy og propeller skader nota. I tillegg kan det også skyldes naturlige hendelser, som at anlegget skades ved uvær (Laksefakta, 2016b). Ved rømming eller mistanke om rømming har oppdrettsselskapene meldeplikt. Statistikken, som utarbeides av Fiskedirektoratet, viser en fallende tendens i antall rømminger siden toppåret i 2006. Det ble da innmeldt over 900 000 rømminger, mens det i 2017 kun ble meldt om 10 000 rømminger (Fiskeridirektoratet, 2017d). Nedgangen har en sammenheng med de skjerpede driftskravene til oppdrettsanleggene som har blitt innført i de senere årene. For eksempel stiller akvakulturdriftsforskriften krav om at maskevidden i notposen skal tilpasses fiskens størrelse, samt at nøtene skal kontrolleres før og

under driften (Akvakulturdriftforskriften, 2008, § 37). Forskriften plikter også oppdretterne til å ha nødvendig kunnskap for å hindre, oppdage og begrense rømming av fisk. Dette inkluderer en beredskapsplan med en oversikt over hvordan rømming kan oppdages og begrenses (Akvakulturdriftforskriften, 2008, §§ 6 & 7).

Utslipp av næringsalter

Den kraftige økningen i produksjonen i oppdrettsnæringen de siste 20-30 årene har ført til økt utslipp av næringsaltene fosfor og nitrogen. Det viser seg blant annet at fiskeoppdrett er den største kilden til menneskeskapt tilførsel av fosfor til kystområdene. Avgjørende faktorer for mengden utslipp fra oppdrettsanleggene er fôrsammensetning, fiskestørrelse og sjøtemperatur (Miljødirektoratet, 2016).

Økte utslipp av næringsalter kan medføre alvorlige konsekvenser for fisk og bunnfaunaen på grunn av oksygensvikt og begrenset vannutskiftning. Dette skyldes at en stor tilførsel av næringsalter gir en økt algeproduksjon som igjen fører til et lavt oksygeninnhold på sjøbunnen. Oksygensvikten henger sammen med at det forbrukes oksygen når algene dør og synker ned til bunnen, samt når algene brytes ned. Det har siden 2005 vært et krav fra myndighetene om at oppdrettsselskapene skal overvåke bunnfaunaen under og i nærheten av anleggene slik at det kan igangsettes nødvendige tiltak før miljøet tar skade (Miljødirektoratet, 2016).

Teknologisk utvikling

Norge leder an teknologiutviklingen på en rekke områder tilknyttet oppdrettsnæringen. Dette er et resultat av at det har blitt brukt og fortsatt brukes store ressurser innen forskning og utvikling for å finne nye bærekraftige løsninger for å få bukt med dagens utfordringer. Blant annet har de tidligere omtalte vederlagsfrie utviklingskonsesjonen som ble innført av Nærings- og fiskeridepartementet i 2015, lagt forholdene til rette for en innovativ og bærekraftig teknologiutvikling i oppdrettsnæringen, ved at konsesjonene muliggjør prosjekter som krever betydelige investeringer (Fiskeridirektoratet, 2017c). En bedre fiskehelse som igjen vil føre til en bedre lønnsomhet er blant drivkreftene bak den pågående teknologiske innovasjonen (Lerfaldet, 2017).

For å løse miljø- og arealutfordringene næringen står overfor forskes det på nye typer oppdrettsanlegg som kan benyttes i dagens uegnede områder for akvakultur. I den forbindelse utveksles det her kunnskap med olje- og gassnæringen, som har bred kunnskap med utvikling av robuste konstruksjoner for trygg produksjon i åpne havområder (Aadland, 2016). Som et resultat har for eksempel SalMar utviklet verdens første oppdrettsanlegg til havs, Ocean Farm1. Pilotanlegget er plassert utenfor Frøya i Trøndelag, og er i første omgang utrustet for forskningsoppgaver. Under utviklingen av anlegget er det god fiskevelferd og en skånsom påvirkning på miljøet som har vært hovedfokuset. Fordelene med å plassere anlegg til havs er blant annet at faren for sykdom og lakselus reduseres, i tillegg til at miljøavtrykket på bunnfaunaen rundt oppdrettsanleggene reduseres. Sistnevnte forhold er et resultat av at havstrømmene gir hyppig vannutskifting, som igjen gjør at utslippene spres utover et større areal (Innovasjon Norge, 2017).

I tillegg til en videreutvikling av dagens anlegg til sjøs, forskes det også på landbasert fiskeoppdrett. Utfordringer knyttet til rømming og smitteoverføring til villaksen vil kunne elimineres ved landbasert fiskeoppdrett, og oppdrettsprosessen vil dermed utgjøre en mindre direkte belastning på miljøet. På den annen side vil landbasert fiskeoppdrett medføre nye utfordringer, for eksempel knyttet til et høyere energiforbruk enn tradisjonelle anlegg. Videre vil arealutfordringene til næringen bare bli forflyttet fra hav til land, da slike anlegg krever betydelige landarealer (Myrset, 2015). Utviklingen vil også kunne medføre at produksjonen flyttes til landanlegg i nærheten av de store markedene for å spare transportkostnader. For eksempel er viktige markeder for norsk laks, som USA, Kina og Danmark, i gang med lakseproduksjon på land. På sikt vil en slik utvikling kunne true norsk lakseeksport (Landberg, 2012).

Det forskes også på å finne substitutter til dagens fiskefôr, da det anses å være en begrenset ressurs i fremtiden. For eksempel kan det tenkes at planter, bakterier eller mikroalger kan tilpasses og benyttes som fôr (Berge, 2015).

2.3 Grieg Seafood ASA

I dette delkapittelet vil vi presentere virksomheten Grieg Seafood ASA. Presentasjonen vil gi innblikk i Grieg Seafoods historie, organisasjonsstruktur og eierskap, virksomhetens fire regioner og deres forretningsområder, aksjens historiske kursutvikling, samt gi et overblikk over den finansielle utviklingen de siste seks årene. Videre vil de presenterte forholdene utgjøre en del av faktagrunnlaget for porteranalysen i kapittel 4.2.2 og den ressursorienterte analysen i kapittel 4.3.

2.3.1 Historie

Grieg Seafood ble grunnlagt i 1992. I løpet av 90-tallet bygget selskapet opp virksomhet både i Rogaland og Nordland ved å kjøpe opp en rekke mindre oppdrettsselskaper. På starten av 2000-tallet solgte de seg ut av virksomheten i Nordland, og brukte deler av pengene til å kjøpe et lite lakseselskap i British Columbia på vestkysten av Canada. Grieg Seafood styrket sin posisjon i Canada ved å kjøpe ytterligere et oppdrettsselskap i British Columbia i 2007 (Furuset, 2017).

Fra 2001 til 2006 var Grieg Seafood blant de største torskeoppdretterne i Norge. Tidlig på 2000-tallet drev selskapet også med lakseoppdrett i Chile, samt eide et dansk røykeri. Grieg Seafood kvittet seg etter hvert med alt dette for å satse på kjerneområdet, nemlig oppdrett og salg av laks og ørret, senere kun laks (Furuset, 2017).

I 2006 fusjonerte Grieg Seafood med det Altabaserte oppdrettsselskapet Volden Group AS, og skaffet seg dermed virksomhet også i Finnmark. Familien Volden hadde bygget opp Volden Group over mange år, både gjennom egen drift og oppkjøp av andre virksomheter i området (Furuset, 2017).

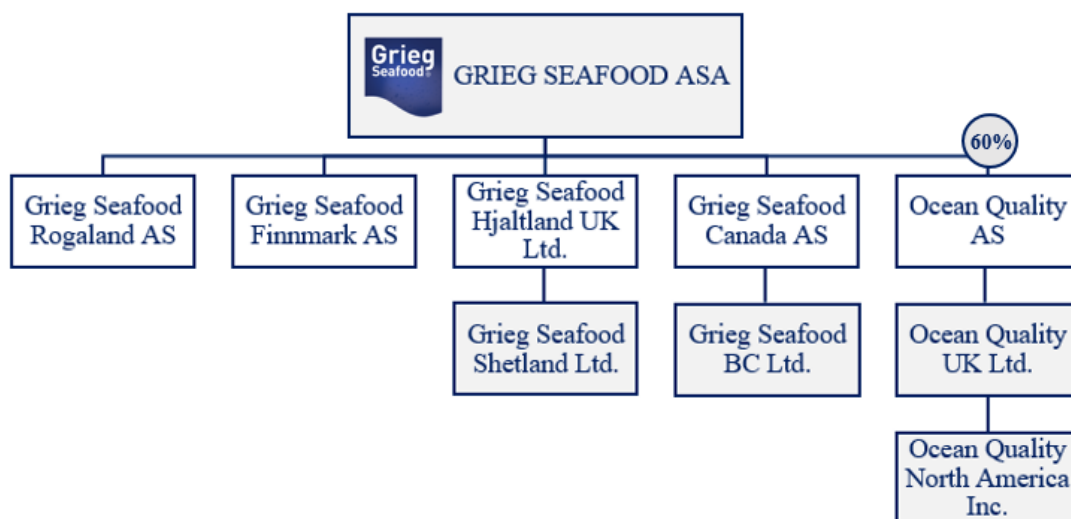
21. juni 2007 ble Grieg Seafood notert på Oslo Børs (Oslo Børs, 2018a). Med deler av pengene som ble innhentet i forbindelse med børsnoteringen kjøpte Grieg Seafood Shetlands største lakseoppdretter, Hjaltland Seafarms Ltd. Etter mange dårlige år på Shetland gjennomførte styret i Grieg Seafood en strategisk gjennomgang av denne virksomheten i 2016. Selv om det var ventet at Grieg Seafood ville selge virksomheten, endte konsernet med å beholde det skotske selskapet (Furuset, 2017).

Dagens Grieg Seafood er altså et resultat av en rekke fusjoner og oppkjøp i løpet av de siste 25 årene. Konsernets virksomhet konsentreres rundt oppdrett og salg av laks, og er lokalisert i de fire regionene Rogaland, Finnmark, British Columbia og Shetland. Hovedkontoret ligger i Bergen. Alt salg skjer gjennom salgsselskapet Ocean Quality AS, som Grieg Seafood eier sammen med Bremnes Fryseri AS (Grieg Seafood, 2017a).

2.3.2 Organisasjonsstruktur og eierskap

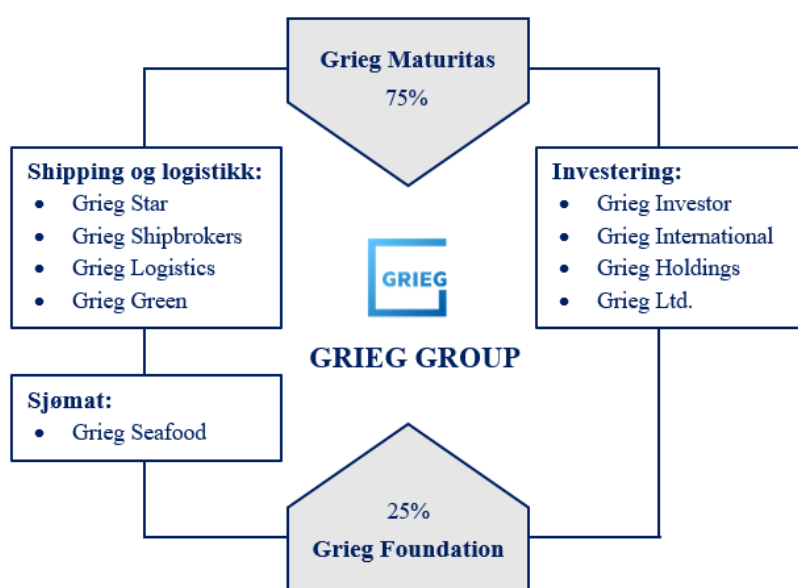
Grieg Seafood ASA er morselskapet i Grieg Seafood ASA-konsernet. Konsernet er organisert slik at hver region som Grieg Seafood driver virksomhet i, er et heleid datterselskap under Grieg Seafood ASA, se figur 2-4 (Grieg Seafood, 2017a). Datterselskapene har egen lokal ledelse som holder til på de ulike lokasjonene (Grieg Seafood, u.å.). Det skotske datterselskapet, Grieg Seafood Hjalmland UK Ltd., og det kanadiske datterselskapet, Grieg Seafood Canada AS, er holdingselskaper som igjen eier 100 prosent av aksjene i produksjonsselskapene Grieg Seafood Shetland Ltd. og Grieg Seafood BC Ltd. (Grieg Seafood, 2017a).

Salgsselskapet Ocean Quality AS eies 60 prosent av Grieg Seafood ASA og 40 prosent av Bremnes Fryseri AS. Ocean Quality AS-konsern består av det norske morselskapet Ocean Quality AS, og datterselskapene Ocean Quality UK Ltd. på Shetland og Ocean Quality North America Inc. i Canada. De to utenlandske selskapene selger kun fisken til Grieg Seafood, mens morselskapet selger fisk for begge eierne (Grieg Seafood, 2017a).



Figur 2-4: Konsernoversikt for Grieg Seafood ASA (fritt etter Grieg Seafood, 2017a)

Grieg Seafood er en del av Grieg Group. Grieg Group er et familieeid konsern med en portefølje av selskaper som opererer globalt innenfor et mangfold av maritime virksomheter (Bergen byleksikon, 2013). Holdingselskapet Grieg Maturitas AS, som eies av Bergensfamilien Grieg, og den veldedige stiftelsen Grieg Foundation, eier henholdsvis 75 prosent og 25 prosent av Grieg Group (Grieg Maturitas, 2017). Grieg Foundation har ikke stemmerett i Grieg Group, men er derimot sikret at en viss andel av overskuddet skal gis i sponsorstøtte til kultur og veldedige formål (Bergen byleksikon, 2013). Det betyr at Grieg Seafood, gjennom sin tilknytning til Grieg Group, bidrar med midler til Grieg Foundations mange prosjekter.



Figur 2-5: Oversikt over Grieg Groups kjernevirksomhet og de fremste selskapene innenfor hvert av virksomhetsområdene (fritt etter Grieg Group, u.å.)

Grieg Group kontrollerte til sammen 52,59 prosent av Grieg Seafood ved utgangen av 2017 (Grieg Seafood, 2018a). Blant aksjonærene uten tilknytning til Grieg-familien, er Om Holding AS og Folketrygdfondet de største, med en eierandel på henholdsvis 4,57 prosent og 2,83 prosent (Grieg Seafood, 2018b). Ved utgangen av 2017 hadde Grieg Seafood 110 412 000 utestående aksjer fordelt på 4 433 aksjonærer (Grieg Seafood, 2018a).

2.3.3 Regioner og forretningsområder

Grieg Seafood er et vertikalt integrert sjømatelskap. Alle aktiviteter i verdikjeden foregår lokalt i de fire regionene hvor konsernet driver virksomhet, hovedsakelig av konsernet selv, men også ved hjelp av eksterne leverandører (Grieg Seafood, 2017a). I det følgende vil vi presentere Grieg Seafoods fire regioner og deres forretningsområder.

Grieg Seafood Rogaland

I Rogaland er verdikjeden helt integrert, fra rogn til fullbåren fisk i samme region. Driften er delt inn i de fire avdelingene, stamfisk, settefisk, matfisk og prosessering, som da utgjør regionens forretningsområder (Grieg Seafood, 2017b). Med 18 produksjonslisenser i sjø og to smoltlisenser har regionen en produksjonskapasitet på omtrent 24 000 tonn sløyd laks (Grieg Seafood, 2017a). Potensialet er derimot ikke utnyttet fullt ut, og i 2017 hadde de et slaktevolum på 18 111 tonn. Dette ga imidlertid en omsetning på 1 151 MNOK, som gjør Rogaland til den regionen med nest størst omsetning etter Finnmark (Grieg Seafood, 2018a). Fisken fra Rogaland eksporteres primært til EU (Grieg Seafood, 2015a).

Grieg Seafood Finnmark

I denne regionen er driften fordelt på de tre avdelingene, settefisk, matfisk og prosessering. Produksjonskapasiteten er på omtrent 33 000 tonn sløyd laks, fordelt på 26 produksjonslisenser i sjø og én smoltlisens. Fire av produksjonslisensene er såkalte grønne konsesjoner som Grieg Seafood fikk tildelt i 2014 (Grieg Seafood, 2017a). Slaktevolumet i 2017 var 22 831 tonn, noe som ga en omsetning på 1 268,5 MNOK (Grieg Seafood, 2018a). Fisken som produseres i Finnmark eksporteres i hovedsak til markeder i EU og det fjerne Østen (Grieg Seafood, 2015a). Verdens nordligste oppdrettsanlegg ligger også i denne regionen (Grieg Seafood, 2017c).

Grieg Seafood Shetland

Grieg Seafood Shetland er den største aktøren innen lakseproduksjon på Shetland med hele 36 produksjonslisenser. I tillegg til anleggene på Shetland, har selskapet virksomhet på Isle of Skye på vestkysten av Skottland. Driften er fordelt på de tre avdelingene, settefisk, matfisk og prosessering (Grieg Seafood, 2017a). Frem til 2015 hadde Grieg Seafood Shetland også et

videreforedlingsanlegg som blant annet kunne levere røkt, marinert og porsjonspakket laks (Grieg Seafood, 2016). Regionen hadde et slaktevolum i 2017 på 12 056 tonn, og en omsetning på 745,9 MNOK (Grieg Seafood, 2018a). Maksimal produksjonskapasitet er ca. 20 000 tonn sløyd laks. Fisken fra Shetland blir hovedsakelig konsumert i UK, men deler av produksjonen eksporteres også til Europa (Grieg Seafood, 2015a).

Grieg Seafood British Columbia

I denne regionen er driften delt inn i de to avdelingene settefisk og matfisk (Grieg Seafood, 2017a). Prosessering skjer ved hjelp av eksterne leverandører i området (Grieg Seafood BC, u.å.). Grieg Seafood BC har utviklet merkevaren Skuna Bay Salmon, et luksusprodukt som først og fremst selges til eksklusive restauranter i Nord-Amerika (Grieg Seafood, 2017d). Regionen innehar 20 marine oppdrettskonsesjoner, samt ett landbasert klekkeri. Produksjonskapasiteten er på ca. 18 000 tonn sløyd laks (Grieg Seafood, 2017a). Det faktiske slaktevolumet er noe lavere, og var i 2017 9 600 tonn. Dette ga en omsetning på 580,3 MNOK (Grieg Seafood, 2018a). Regionens produksjon eksporteres primært til USAs vestkyst (Grieg Seafood, 2015a).

Ocean Quality AS

Ocean Quality står for det siste leddet i verdikjeden, nemlig salg og distribusjon ut til kunden. For salgsselskapets majoritetseier, Grieg Seafood, selger Ocean Quality hovedsakelig hel og halv laks, enten fersk eller frossen (Ocean Quality, 2015). Dette henger sammen med at Grieg Seafood i hovedsak ikke utfører noen form for videreforedling (Grieg Seafood, 2015a). Selskapet kan likevel tilby noe filetert fisk (Grieg Seafood, 2017a). Laksen fra de norske regionene selges via det norske morselskapet, både fra selskapets hovedkontor i Bergen og regionskontorene på Bømlo og i Alta. Datterselskapene på Shetland og i Canada står for salget av produksjonen til de to resterende regionene (Grieg Seafood, u.å.). Tradisjonelt har laksen fra Grieg Seafood blitt solgt til eksportører og store grossister, men Ocean Quality ønsker å komplettere dette med fokus på retailkunder som supermarkeder, restauranter og cateringleverandører (Ocean Quality, u.å.).

2.3.4 Historisk kursutvikling

Grieg Seafood er notert på Oslo Børs under tickeren GSF. På verdsettelsestidspunktet 31. desember 2017 var aksjekursen 72,25 kroner. Med 111 662 000 aksjer var markedsverdien av selskapet dermed 8,068 milliarder kroner (Oslo Børs, 2018a). De siste fem årene har aksjen steget med hele 485 prosent, fra 12,35 kroner den 31.12.2013 til 72,25 kroner den 31.12.2017 (Netfonds, 2018). Som figur 2-6 under viser, har aksjen hatt en jevn, svak økning fra 2013 til 2015, før den tok et kraftig byks oppover i 2016. Første halvår av 2017 gikk aksjekursen noe ned, men holdt seg likevel på et høyere nivå enn før den kraftige veksten i 2016. I løpet av siste halvår av 2017 steg aksjekursen igjen, og aksjen nådde sitt daværende historiske toppunkt på 85,10 kroner i midten av november.



Figur 2-6: Årlig utvikling i Grieg Seafoods aksjekurs fra 2013 til 2017 (fritt etter Netfonds Bank, 2018)

Da lakseprisen er en avgjørende faktor for inntjeningen til lakseoppdretterne, kan det tenkes at aksjekursen påvirkes av endringer i lakseprisen. Dette underbygges av en studie gjennomført av Zhang, Myrland & Xie (2016), som undersøker forholdet mellom aksjekursen til de fire største norske lakseoppdretterne notert på Oslo Børs og lakseprisen. Resultatene viser at det er en sterk og langvarig samvariasjon mellom lakseprisen og aksjekursen til de minste selskapene i utvalget, henholdsvis Grieg Seafood og SalMar. Videre ble det observert at samvariasjonen for det aller minste selskapet, Grieg Seafood, er enda mer sensitiv for endringer i lakseprisen. For de største selskapene, Marine Harvest og Lerøy Seafood Group, er trenden imidlertid motsatt, her ble det ikke observert en langsiktig samvariasjon mellom utviklingen i aksjekursene og lakseprisen.

2.3.5 Finansielle nøkkeltall

Den finansielle utviklingen til Grieg Seafood de siste seks årene er oppsummert i tabell 2-1 under. Tabellen viser at Grieg Seafood har opplevd en vekst i driftsinntektene alle de respektive årene. Det store hoppet i driftsinntekter fra 2013 til 2014 skyldes at Ocean Quality AS-konsern ble fullt ut konsolidert som et datterselskap til Grieg Seafood fra og med 2015. Regnskapstallene for 2014 ble dermed omarbeidet for å få sammenlignbare tall med 2015 (Grieg Seafood, 2016). Til tross for stadig økende driftsinntekter, har resultatene vært svært varierende. Ifølge Grieg Seafoods årsrapporter skyldes de svakere resultatene en blanding av lave laksepriser, høye produksjonskostnader og biologiske utfordringer som lus, alger og ulike sykdomsutbrudd. Resultatmessig er 2016 konsernets klare rekordår til nå. Grieg Seafood har en solid egenkapitalandel, noe som er et kjennetegn i bransjen.

Tall i 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	2 078 229	2 425 042	4 161 484	4 638 370	6 603 591	7 037 713
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	-29 818	348 293	343 104	47 742	1 167 745	903 704
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	-93 099	615 743	219 366	80 951	1 683 486	812 240
Resultat før skatt	-202 358	544 930	171 956	-9 208	1 560 836	797 783
Årsresultat	-147 188	430 985	144 395	4 366	1 222 331	585 149
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	-1,4 %	14,4 %	8,2 %	1,0 %	17,7 %	12,8 %
Resultatmargin	-9,7 %	22,5 %	4,1 %	-0,2 %	23,6 %	11,3 %
Egenkapitalandel	37,2 %	43,3 %	41,9 %	37,7 %	47,4 %	46,6 %
Markedsandel*	6,4 %	5,9 %	8,0 %	8,2 %	9,2 %	9,1 %
Slaktevolum i tonn	70 000	58 061	64 736	65 398	64 727	62 598

Tabell 2-1: Oversikt over den finansielle utviklingen til Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017 (tall hentet fra respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2017)

*) Markedsandelen er Grieg Seafoods andel av den totale omsetningen i vår bransje.

2.4 Komparative selskap

Oppdrettsnæringen består av en rekke aktører av ulik størrelse. Bransjen preges likevel av at majoriteten av all oppdrettslaks stammer fra et fåtall store aktører (Marine Harvest, 2017a). For å lage et bransjegjennomsnitt, som vi vil få bruk for i våre videre analyser, vil vi benytte et utvalg selskaper som representanter for bransjen. Første kriteriet vi har satt for å velge ut disse selskapene er at selskapet må ha hovedkontor i Norge. Da mange av de største globale oppdrettsselskapene er norske, anses dette som et rimelig kriterium. Videre må selskapet være notert på Oslo Børs. Dette sikrer tilgangen til relevant informasjon, samt at alle selskapene

bruker samme regnskapsspråk, nemlig IFRS. Siste kriteriet vi har satt er at selskapet må ha oppdrett av laks som kjernevirksomhet.

Per i dag er det ni oppdrettsselskap notert på Oslo Børs (Oslo Børs, 2018b). Tre av disse driver ikke sin virksomhet fra Norge, og utelukkes dermed fra det komparative utvalget. Videre utelukkes ytterligere et oppdrettsselskap fordi det i stor grad driver med pelagisk fisk. De fem resterende selskapene, Marine Harvest, Lerøy Seafood Group, SalMar, Norway Royal Salmon og Grieg Seafood, har vi valgt å beholde, og vil dermed utgjøre vår bransje. I dette utvalget inkluderes både de aller største oppdrettsselskapene internasjonalt, samt en mellomstor aktør. Nedenfor vil vi gi en kort presentasjon av de komparative selskapene, som senere vil være med på å utgjøre faktagrunnlaget for porteranalysen i kapittel 4.2.2.

2.4.1 Marine Harvest ASA

Marine Harvest står for omtrent en fjerdedel av Norges samlede lakseproduksjon, og er dermed det klart største oppdrettsselskapet i Norge (Marine Harvest, 2017a). Siden selskapets forløperer startet opp i 1964, har selskapet gjennom organisk vekst, oppkjøp og sammenslåinger med andre sjømatelskaper, vokst til å i dag være verdens største produsent av oppdrettslaks, både i volum og inntekt. Marine Harvest er et helintegreert oppdrettsselskap med aktiviteter innenfor alle ledd av verdikjeden. Fra 2014 har selskapet også drevet med egen fôrproduksjon. I 2016 gikk konsernet inn i oppdrettsfartøymarkedet, og sammen med supplyrederiet Deep Sea Supply PLC dannet de et joint venture som skal bygge, eie og drive ulike typer oppdrettsfartøy. Marine Harvest har virksomhet i 24 land verden over. I Norge har selskapet 225,3 produksjonslisenser, og er representert langs hele norskekysten. Hovedkontoret ligger i Bergen (Marine Harvest, 2017b).

Tabell 2-2 oppsummerer den finansielle utviklingen til Marine Harvest i perioden 2012 til 2017. Selskapet har hatt en positiv vekst i driftsinntektene alle årene. I 2014 startet Marine Harvest opp sin egen fôrproduksjon, samt at videreforedlingselskapet Morpol ble fullt ut konsolidert. Dette bidro til økte kostnader, og sammen med reduserte markedspriser for laks mot slutten av året, var dette de viktigste driverne bak reduksjonen i årsresultatet i 2014 (Marine Harvest, 2015). I 2016 oppnådde selskapet sitt beste resultat til nå, hovedsakelig som følge av rekordhøye laksepriser (Marine Harvest, 2017b). Nedgangen i 2017 skyldes først og

fremst lavere slaktevolum grunnet biologiske utfordringer og en reduksjon i lakseprisen mot slutten av året (Marine Harvest, 2018a).

Tall i 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	15 463 500	19 199 400	25 531 300	27 880 700	34 311 503	35 672 155
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	530 200	2 645 300	3 994 700	2 792 800	5 302 829	9 205 907
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	880 400	4 440 000	3 483 900	2 883 100	9 076 879	4 410 390
Resultat før skatt	789 200	3 457 400	1 486 700	2 240 200	7 421 028	5 108 310
Årsresultat	412 600	2 522 500	939 500	1 417 600	5 271 550	4 522 800
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	3,4 %	13,8 %	15,6 %	10,0 %	15,5 %	25,8 %
Resultatmargin	5,1 %	18,0 %	5,8 %	8,0 %	21,6 %	14,3 %
Egenkapitalandel	50,1 %	48,5 %	39,8 %	45,2 %	43,0 %	53,5 %
Markedsandel*	47,4 %	46,6 %	49,0 %	49,3 %	48,0 %	46,3 %
Slaktevolum i tonn	392 306	343 772	418 873	420 148	380 621	370 346

Tabell 2-2: Oversikt over den finansielle utviklingen til Marine Harvest i perioden 2012 til 2017 (tall hentet fra respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2017)

*) Markedsandelen er Marine Harvests andel av den totale omsetningen i vår bransje.

2.4.2 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group, heretter kalt Lerøy, har røtter helt tilbake til 1899, da fiskebonden Ole Mikkell Lerøen dro inn til Bergen og solgte levende fisk på fisketorget (Lerøy Seafood Group, 2017a). I dag er Lerøy blant de fremste sjømatelskapene i verden. Deres største forretningsområde er produksjon av laks og ørret, hvor de har aktiviteter som dekker hele verdikjeden. I motsetning til de andre aktørene i det komparative utvalget, driver Lerøy også innen segmentet villfangst og hvitfisk, og er i dag Norges klart største konsern for fangst og bearbeiding av hvit fisk. I tillegg til dette eier selskapet 50 prosent av aksjene i brønnbåtrederi Seistar Holding AS. Lerøys hovedkontor ligger i Bergen, men virksomheten er spredt over de tre verdensdelene Europa, Asia og Nord-Amerika. Oppdrettsaktivitetene foregår hovedsakelig i Norge, hvor de langs norskekysten innehar totalt 146 konsesjoner for oppdrett av laks og ørret (Lerøy Seafood Group, 2017b).

Lerøys finansielle utvikling de siste seks årene vises i tabell 2-3 under. Driftsinntektene har økt i hele perioden. Nedgangen i resultatet i 2014 skyldtes først og fremst biologiske utfordringer og høye førkostnader (Lerøy Seafood Group, 2015). Kostnader forbundet med overholdelse av myndighetspålagte grenser for lakselus og høye førkostnader har vært en utfordring også i årene etter. Grunnet svært høye priser på laks og ørret i 2016, klarte Lerøy å

snu den negative utviklingen i det operasjonelle driftsresultatet fra året før (Lerøy Seafood Group, 2017b). Denne trenden fortsatte inn i 2017, og Lerøy oppnådde det høyeste operasjonelle driftsresultatet i konsernets historie. Grunnet høye uttakskostnader for konsernets laks og ørret, sank imidlertid årsresultatet i 2017 sammenlignet med året før (Lerøy Seafood Group, 2018). Lerøy har en særlig solid egenkapitalandel på over 50 prosent alle årene.

Tall i 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	450 098	1 625 799	1 788 676	1 379 953	2 843 468	3 716 749
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	744 832	2 390 028	1 461 262	1 568 461	4 314 030	2 000 440
Resultat før skatt	674 509	2 480 376	1 433 411	1 501 110	4 445 321	2 093 467
Årsresultat	491 760	1 886 395	1 104 473	1 232 883	3 518 630	1 749 483
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	4,9 %	15,1 %	14,2 %	10,3 %	16,5 %	20,0 %
Resultatmargin	7,4 %	23,0 %	11,4 %	11,2 %	25,7 %	11,2 %
Egenkapitalandel	50,7 %	54,3 %	54,4 %	54,8 %	53,7 %	56,4 %
Markedsandel*	27,9 %	26,1 %	24,2 %	23,8 %	24,2 %	24,2 %
Slaktevolum i tonn (laks og ørret)	153 403	144 784	158 258	157 697	150 182	157 768

Tabell 2-3: Oversikt over den finansielle utviklingen til Lerøy i perioden 2012 til 2017 (tall hentet fra respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2017)

*) Markedsandelen er Lerøys andel av den totale omsetningen i vår bransje.

2.4.3 SalMar ASA

SalMar ble etablert i 1991 med utgangspunkt i et oppkjøpt konkursbo bestående av én oppdrettskonsesjon på laks og et slaktings- og bearbeidingsanlegg. Gjennom en rekke oppkjøp de neste årene vokste SalMar raskt til å bli et ledende oppdrettsselskap, og i dag er konsernet Norges tredje største oppdretter av atlantisk laks. SalMar er også blant de største oppdrettsselskapene i verden. Aktivitetene til SalMar dekker hele verdikjeden, fra produksjon av rogn og stamfisk til foredling og salg av ferdig vare. I de senere årene har SalMar også hatt fokus på havbasert fiskeoppdrett, og i 2016 fikk konsernet tildelt de åtte første utviklingskonsesjonene fra Fiskeridirektoratet til dette prosjektet. Med unntak av salgskontorer i Asia, samt eierskap i et skotsk og et islandsk oppdrettsselskap, foregår all virksomheten til konsernet i Norge. Fordelt på de to regionene Midt-Norge og Nord-Norge besitter konsernet i dag 100 konsesjoner for oppdrett. SalMars hovedkontor ligger på Frøya i Sør-Trøndelag (SalMar, 2017).

Tabell 2-4 viser den finansielle utviklingen til SalMar i perioden 2012 til 2017. I likhet med de andre selskapene i det komparative utvalget har driftsinntektene økt i perioden, med en nedgang i resultatet i 2014. Nedgangen skyldtes hovedsakelig økte kostnader som følge av høye fôrpriser og biologiske utfordringer (SalMar, 2015). Grunnet høye laksepriser i 2016, samt en svak norsk krone drevet av nedgangen i oljesektoren, hadde SalMar en solid vekst både i omsetning og resultat dette året, til tross for en kraftig reduksjon i slaktevolumet (SalMar, 2017). Slaktevolumet økte betraktelig i 2017, noe som ga en økning i det operasjonelle driftsresultatet. Den virkelige verdijusteringen påvirket derimot det totale resultatet for 2017 negativt relativt til året før (SalMar, 2018).

Tall i 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 202	9 029 814	10 817 200
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	340 666	1 259 493	1 879 048	1 403 873	2 431 647	3 162 200
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	638 859	1 949 425	1 646 699	1 443 805	3 085 602	2 792 200
Resultat før skatt	608 504	2 322 071	1 628 841	1 383 686	3 342 080	2 856 200
Årsresultat	481 442	1 903 376	1 215 477	1 128 795	2 650 990	2 297 800
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	8,1 %	20,2 %	26,1 %	19,2 %	26,9 %	29,2 %
Resultatmargin	14,5 %	37,2 %	22,7 %	18,9 %	37,0 %	26,4 %
Egenkapitalandel	38,9 %	51,0 %	50,7 %	47,8 %	49,9 %	59,3 %
Markedsandel*	12,9 %	15,1 %	13,8 %	13,0 %	12,6 %	14,0 %
Slaktevolum i tonn	102 600	115 000	141 000	136 400	115 700	135 200

Tabell 2-4: Oversikt over den finansielle utviklingen til SalMar i perioden 2012 til 2017 (tall hentet fra respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2017)

*) Markedsandelen er SalMars andel av den totale omsetningen i vår bransje.

2.4.4 Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon, heretter kalt NRS, er et mellomstort lakseselskap med hovedkontor i Trondheim. NRS ble grunnlagt av 34 lakseoppdrettere i 1992, med det formål å drive felles salg og markedsføring av oppdrettslaks. I 2006 ble det besluttet at NRS skulle starte med oppdrett, og fra 2007 har oppdrett vært en del av konsernets virksomhet. I dag er NRS et integrert sjømatelskap, som gjennom datterselskaper og tilknyttede selskaper er involvert i de fleste ledd i verdikjeden. I tillegg til salg av egenprodusert laks, driver NRS med kjøp og salg av laks og ørret fra datterselskaper, tilknyttede selskaper og eksterne produsenter. NRS besitter 35 konsesjoner, og driver med oppdrett i Rogaland, Hordaland, Troms og Finnmark. Salgsvirksomheten drives fra selskapets kontorer i Trondheim og Kristiansand. I 2016 tok

NRS også steget utenfor Norge, og skaffet seg 50 prosent eierskap i det islandske oppdrettsselskapet Arctic Fish ehf. (Norway Royal Salmon, 2017).

Den finansielle utviklingen til NRS de siste seks årene oppsummeres i tabell 2-5 under. Frem til 2016 har selskapet hatt en positiv utvikling både i omsetning og resultat, med unntak av en liten nedgang i resultatet i 2014 og 2015. Dette skyldtes hovedsakelig lavere slaktevolum, høyere kostnader og tap på fordringer i 2014 (Norway Royal Salmon, 2015). Slaktevolumet tok seg betydelig opp i 2015, noe som resulterte i en økning i det operasjonelle driftsresultatet. Årsresultatet gikk likevel ned dette året som følge av finansielle poster (Norway Royal Salmon, 2016). Høye laksepriser i 2016 førte til selskapets hittil høyeste resultat (Norway Royal Salmon, 2017). Omsetningen fortsatte å øke i 2017, men mye grunnet høye produksjonskostnader og et sykdomsutbrudd i siste kvartal gikk årsresultatet kraftig tilbake (Norway Royal Salmon, 2018).

Tall i 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340	4 937 798
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	20 416	256 002	158 064	201 894	640 613	627 861
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	69 844	350 727	215 520	226 311	804 763	433 062
Resultat før skatt	40 748	396 292	320 706	270 081	1 172 421	322 597
Årsresultat	31 618	315 805	268 283	237 582	1 004 713	236 419
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	1,2 %	9,8 %	6,1 %	6,3 %	15,2 %	12,7 %
Resultatmargin	2,3 %	15,2 %	12,3 %	8,4 %	27,8 %	6,5 %
Egenkapitalandel	36,2 %	42,4 %	39,0 %	41,3 %	55,1 %	48,0 %
Markedsandel*	5,4 %	6,3 %	5,0 %	5,7 %	5,9 %	6,4 %
Slaktevolum i tonn	21 162	25 191	22 356	27 903	26 819	31 918

Tabell 2-5: Oversikt over den finansielle utviklingen til Norway Royal Salmon i perioden 2012 til 2017 (tall hentet fra respektive årsrapporter og fjerdekvartalsrapport for 2017)

*) Markedsandelen er NRS' andel av den totale omsetningen i vår bransje.

2.5 Hvordan skiller Grieg Seafood seg fra sine konkurrenter?

I det følgende vil vi peke på forhold som skiller Grieg Seafood fra de komparative selskapene presentert i forrige delkapittel. Dette vil utgjøre faktagrunnlaget for den interne ressursorienterte analysen i kapittel 4.3.

Grieg Seafoods produksjon foregår i de tre landene, Norge, Skottland og Canada (Grieg Seafood, 2017a). Dette skiller Grieg Seafood fra Lerøy, SalMar og NRS, som utelukkende har

sin produksjon i Norge, med unntak av noe utenlandsk produksjon sikret gjennom eierinteresser i utlandet (Lerøy Seafood Group, 2017b; SalMar, 2017; Norway Royal Salmon 2017). Videre har Grieg Seafood aktiviteter innenfor alle leddene av verdikjeden utenfor Norge. Sett bort fra tilknyttede selskaper, har Lerøy i motsetning kun videreforedlingsanlegg og salgs- og distribusjonsaktiviteter fordelt på flere land, mens SalMar bare har et par salgskontorer i Asia når det gjelder virksomhet i utlandet. NRS har på sin side hele sin virksomhet i Norge.

Marine Harvest har i likhet med Grieg Seafood en integrert verdikjede i utlandet (Marine Harvest, 2017b). Det som likevel skiller Grieg Seafood fra Marine Harvest, er at Grieg Seafood gjennomfører alle aktivitetene i verdikjeden på samme lokasjon. Dette innebærer at alle Grieg Seafoods lokasjoner er selvforsynte og uavhengige av hverandre. I motsetning har Marine Harvest blant annet prosesseringsanlegg i Vest- og Mellom-Europa som er avhengige av å få transportert fisk fra andre lokasjoner.

Etter at Grieg Seafood solgte sitt videreforedlingsanlegg på Shetland i 2015, tilbyr ikke lenger selskapet videreforedlede produkter, noe som skiller Grieg Seafood fra konkurrentene. Videre er Grieg Seafood det eneste selskapet i det komparative utvalget som har organisert salgsvdelingen i et helt eget selskap (Grieg Seafood, 2016). Konkurrentene har på sin side valgt å la salgsvdelingen, enten alene eller sammen med noe annet, utgjøre et av selskapets segmenter (Marine Harvest, 2017b; Lerøy Seafood Group, 2017b; SalMar, 2017; Norway Royal Salmon 2017).

3. Verdssettelsesteknikker

I det følgende kapitlet vil det bli presentert ulike verdssettelsesteknikker som kan benyttes ved verddivurdering av selskaper. Det vil også bli redegjort for hvilken tilnærming som er mest hensiktsmessig å benytte ved verdssettelsen av Grieg Seafood, samt en presentasjon av rammeverket til den valgte verdssettelsesteknikken.

3.1 Presentasjon av verdssettelsesteknikker

Det overordnede målet med verddivurdering er å estimere egenkapitalverdien til selskapet, som igjen kan gi en pekepinn på hvorvidt aksjene er over- eller underpriset i forhold til markedsverdien av selskapet. Eksempelvis kan et verdiestimat som er klart lavere enn børsverdien signalisere at kursen er overvurdert og at en dermed bør selge aksjene, men usikkerheten i verdiestimatet må også tas i betraktning (Knivsflå, 2018a). Analytikere benytter en rekke ulike typer verdssettelsesmodeller og metoder, fra helt enkle til mer avanserte. Det er ulike forutsetninger og antagelser knyttet til de ulike tilnærmingene, noe som gjør at de egner seg best i ulike situasjoner. Verdssettelsesteknikkene har imidlertid enkelte fellesnevner på et overordnet nivå som gjør at de kan deles inn i tre hovedteknikker; fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdssettelse (Damodaran, 2012; Kaldestad & Møller, 2016).

Sentrale faktorer som danner grunnlaget for hvilken teknikk som er mest hensiktsmessig å benytte er informasjonstilgang, type bransje og hvor i livssyklusen selskapet befinner seg (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). Det er imidlertid viktig å presisere at de tre verdssettelsesteknikkene er supplementter og ikke alternativer, da de alle har ulike fordeler og ulemper. For å oppnå en optimal verddivurdering bør man derfor kombinere de tre teknikkene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). I tillegg hevder Damodaran (2012) at en forståelse av diskonterte kontantstrømmer i den fundamentale verddivurderingen er helt essensielt for å kunne anvende og forstå komparativ- og opsjonsbasert verdssettelse.

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Penman (2013) og Knivsflå (2018) presenterer prosessen for fundamental verdivurdering ved hjelp av fem steg. I første omgang gjennomføres det en strategisk regnskapsanalyse, hvilket innebærer en kvalitativ og kvantitativ analyse av selskapet. Resultatene fra analysen danner videre grunnlaget for å utarbeide prognoser for fremtidige avkastningskrav og kontantstrømmer, som igjen skal benyttes for å estimere egenkapitalverdien ved hjelp av nåverdiberegninger. Avslutningsvis foretas det en investeringsbeslutning basert på den estimerte verdien (Penman, 2013, s. 85). Med andre ord er fundamental verdivurdering en prosess som transformerer kunnskap om selskapet til en verdivurdering og en tradingstrategi (Penman, 2013, s. 87).

Da grunnlaget i den fundamentale verdivurderingen er nåverdiberegning basert på prognostiserte kontantstrømmer og avkastningskrav, settes det begrensninger for når metoden er hensiktsmessig å benytte. Det kreves tilgang på relevant historisk regnskapsinformasjon slik at kontantstrømmene og risikonivået kan estimeres med en viss grad av pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). I følge Damodaran (2012, s. 17) er metoden lite hensiktsmessig å benytte for selskaper som er i nedgangstider med negativt resultat og kontantstrømmer. Begrunnelsen er at konkursfaren er stor, hvilket vanskeliggjør estimeringen av fremtidige kontantstrømmer. Metoden vil også være lite egnet til verdivurdering av selskaper som følger konjunkturutviklingen, da det er vanskelig å forutse tidspunkt og varighet for økonomiske opp- og nedgangstider. I tillegg nevner Damodaran (2012, s. 18) at metoden er lite hensiktsmessig for selskaper som er inne i en restruktureringsprosess, da endringer påvirker risikoen forbundet med selskapet og vanskeliggjør estimeringen av fremtidige kontantstrømmer.

Fundamental verdivurdering anses som en arbeids- og tidkrevende metode da det er nødvendig å gjennomføre en grundig analyse av tilgjengelig informasjon for å kunne predikere fremtiden med størst mulig troverdighet. Dette har medført redusert bruk av verdsettelsesteknikken blant analytikere (Kaldestad & Møller, 2016, s. 34). En annen ulempe er at verdiestimatet som utarbeides vil være svært sensitivt overfor sentrale inputvariabler som inntektsvekst og avkastningskrav. Av den grunn vil det være svært hensiktsmessig å foreta en simulering og sensitivitetsanalyse avslutningsvis i den fundamentale verdivurderingen. Da opparbeides det

en innsikt i hvordan verdiestimatet påvirkes av endringer i sentrale inputvariabler som risiko og kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s. 894).

Det finnes i hovedsak to tilnærminger for fundamental verdivurdering av et selskap, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ved konsistent anvendelse og bruk av verdivektede avkastningskrav vil begge metodene gi samme verdiestimat på egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 14).

Egenkapitalmetoden (EK-metoden)

Ved bruk av egenkapitalmetoden fremkommer egenkapitalverdien direkte gjennom diskontering av fremtidige verdistrømmer til selskaper. Diskonteringsrenten som benyttes reflekterer kostnaden og avkastningskravet til egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 13). Det er fire ulike modeller som kan benyttes under EK-metoden, henholdsvis frikontantstrøm-, utbytte-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen.

Frikontantstrøm- og utbyttmodellen tar utgangspunkt i forventede fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen og dividender for å estimere egenkapitalverdien. Superprofitt- og superprofittvekstmodellen tar på sin side hensyn til nåverdien av superprofitt og fremtidig vekst. Det faktum at modellene er ekvivalente gjør at de gir samme verdiestimat på egenkapitalen ved en konsistent anvendelse (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 301).

Selskapskapitalmetoden (SK-metoden)

Verdien til egenkapitalen finnes indirekte ved bruk av selskapskapitalmetoden. I første omgang beregnes selskapsverdien ved hjelp av nåverdiberegninger før verdien av gjelden og minoritetsinteresser trekkes fra for å få et estimat på egenkapitalen (Panman, 2013, s. 115). Med verdien av "selskapet" menes verdien av sysselsatt kapital, netto driftskapital eller totalkapital, men sistnevnte benyttes lite i praksis (Knivsflå, 2018a). Diskonteringsrenten i nåverdiberegningen reflekterer den vektete kostnaden til egenkapitalen og gjelden, omtalt som WACC (Damodaran, 2012, s. 12; Panman, 2013, s. 115). I likhet med EK-metoden er det også ulike modeller av SK-metoden, henholdsvis fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekst modellen (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 301). Utbyttmodellen er ikke aktuell under SK-metoden da den relaterer seg til verdier som tilfaller egenkapitalen direkte.

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Damodaran (2012, s. 19) hevder at komparativ verdivurdering, også omtalt som relativ verdivurdering, er den mest brukte verdsettelsesteknikken i praksis. Populariteten skyldes at metoden er enkel å bruke og mindre kostnadskrevende enn fundamental verdivurdering, da den ikke krever detaljerte prognoser for mange år frem i tid. Ved komparativ verdivurdering verdsettes et selskap basert på prising av sammenlignbare selskaper. Dette gjør også at teknikken egner seg godt til verdivurdering av nyetablerte selskaper (Damodaran, 2012, s. 19).

Ved bruk av komparativ verdivurdering må det innhentes priser fra sammenlignbare selskaper, samt justeres for forskjeller mellom selskapet som verdsettes og dem det blir sammenlignet med (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30). Teknikken har med andre ord en markedsbasert tilnærming og gir da et estimat på hva markedet er villig til å betale for selskapet. Det legges til grunn at markedet priser aksjene riktig i gjennomsnitt, men ikke på individuell basis. Videre antas det at sammenligning av multipler vil identifisere feilene og korrigere dem over tid (Damodaran, 2012, s. 19). Verdsettelsesteknikken kan inndeles i to modeller, henholdsvis multiplikatormodellen og substansverdimodellen (Damodaran, 2012, s. 599).

Multiplikatormodellen

Ved bruk av multiplikatormodellen beregnes nøkkeltall for egenkapitalen eller selskapskapitalen som sammenlignes med komparative selskaper. Egenkapitalverdien til et selskap estimeres ved at en verdidriver multipliseres med en såkalt multiplikator. Verdidriveren kan være en resultat-, balanse- eller kontantstrømstørrelse, samt ikke-finansielle ressurser som antall kunder eller produsert volum. Eksempler på mye brukte multiplikatorer er pris/bok, pris/fortjeneste og EV/EBIT (Penman, 2013, s. 76). For at de beregnede multiplene skal få en verdi må de settes i sammenheng, det vil si sammenlignes med tilsvarende multipler i komparative selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 223). Dersom multiplikatoren beregnes med utgangspunkt i selskapsverdien (EV) må man trekke fra netto rentebærende gjeld for å finne egenkapitalverdien til selskapet. En fordel ved å bruke EV-multiplikatorer er at man unngår at verdsettelsen påvirkes av selskapets finansieringsgrad (Kaldestad & Møller, 2016, s. 229).

Multiplikatormodellen kan være nyttig å benytte som benchmark i forbindelse med en fundamental verdivurdering. Da kan avvikende resultater mellom metodene for eksempel gi

en indikasjon på at man har over- eller undervurdert enkelte faktorer i kontantstrømmetoden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 227). I henhold til Kaldestad & Møller (2016) er metoden imidlertid lett å misbruke ved at verdien kan påvirkes i en bestemt retning ved å utelate selskaper eller multipler som ikke bidrar til ønsket verdi. En annen ulempe er at det vil være vanskelig å finne komparative selskaper som kan sammenlignes, da variabler som størrelse, vekstmuligheter, avkastningskrav, skattenivå og fremtidig finansieringsbehov vil variere mellom selskapene. Følgelig er det viktig å korrigere for ulikhet i gjeldsgrad, rentekostnader og regnskapsprinsipper for at sammenligningsgrunnlaget skal være best mulig. Videre må det også være konsistens i justering av engangsposter mellom selskapene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 237).

Substansverdimodellen

Ved bruk av substansverdimodellen er verdien til egenkapitalen lik markedsverdien av selskapets eiendeler fratrukket netto rentebærende gjeld og latent skatt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 241). Utgangspunktet for verdsettelsen av eiendelene er hva de kan selges for i dagens marked, med bakgrunn i observerbare priser på tilsvarende eiendeler dersom det er tilgjengelig. Modellen forutsetter dermed at det eksisterer et aktivt marked for eiendelene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 242).

Verdiestimatet utarbeidet ved substansverdimodellen vil ikke nødvendigvis gi samme resultat som ved bruk av diskonterte kontantstrømmer. Forklaringen ligger blant annet i at substansverdien er en salgsverdi, mens verdien funnet ved bruk av diskonterte kontantstrømmer er en bruksverdi. Videre vil substansverdien, som baseres på markedspriser, være mer sensitiv overfor skift i tilbud og etterspørsel, noe som kan medføre at prisene for eksempel er langt lavere enn det fundamentale forhold tilsier (Kaldestad & Møller, 2016, s. 244).

Modellen vil være lite hensiktsmessig ved verdsettelse av tradisjonelle driftsselskaper hvor store deler av verdien ligger i immaterielle eiendeler, da modellen ikke tar hensyn til slike verdier. Bakgrunnen er at immaterielle eiendeler, slik som ansattes kompetanse eller opparbeidede kunde- og leverandørrelasjoner, ikke kan selges på det åpne markedet. Substansverdimodellen vil også normalt undervurdere verdien av materielle eiendeler, da bruksverdien til for eksempel produksjonsutstyr ofte er høyere enn salgsverdien (Kaldestad & Møller, 2016, s. 245). Oppsummert er substansverdimodellen dermed mest hensiktsmessig når

det eksisterer et marked for eiendelene til selskapet og når eiendelene genererer de samme kontantstrømmene uavhengig av eier.

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Opsjonsbasert verdivurdering tar i motsetning til fundamental verdivurdering hensyn til verdien av fleksibilitet, i form av at selskapet har en eller flere realopsjoner. Med en realopsjon menes at selskapet har en rett, men ikke en plikt, til å gjøre en bestemt type investering. Eksempler kan være muligheten til å utsette, utvide eller avhende et prosjekt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 258). Fleksibiliteten gir en verdi for selskapet da det kan velge å gjennomføre en bestemt investering dersom den gir gevinst, samt at selskapet ikke er pliktet til å foreta investeringen dersom den kan resultere i et tap. Fundamental verdivurdering har en tendens til å undervurdere verdien av selskapet når det foreligger et slikt fleksibilitetselement, særlig når det er stor usikkerhet knyttet til fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 269).

Opsjonsbasert verdivurdering er en utvidelse av fundamental verdivurdering, da verdien til selskapet er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario tillagt verdien av fleksibilitet. En fallgrube det må tas hensyn til under verdsettelsen er faren for at realopsjonen verdsettes dobbelt. Det kan skje som følge av at realopsjonen blir tatt hensyn til i form av en høy vekstfaktor under fundamental verdivurdering med konstant vekst, samtidig som det beregnes en opsjonsverdi i fleksibilitetsleddet. Da vil verdien av selskapet bli for høy som følge av dobbelttelling. Således er det da viktig at det kun er den statiske verdien av egenkapitalen som beregnes i den fundamentale verdikomponenten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 269).

Usikkerhetsintervallet ved opsjonsbasert verdivurdering er normalt svært stort, da det er utfordrende å estimere flere av inputfaktorene som inngår i beregningen av realopsjonen. Det vil blant annet være knyttet stor usikkerhet til verdien av opsjonen da det ikke eksisterer et likvid marked for den underliggende eiendelen. Videre vil det også være vanskelig å finne et godt estimat på volatiliteten og levetiden til opsjonen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 264).

I følge Kaldestad & Møller (2016, s. 267) vil det være lite hensiktsmessig å benytte opsjonsbasert verdivurdering for selskaper i stabile og modne bransjer. Dette med bakgrunn i at slike bransjer preges mer av operasjonell forbedring og kostnadskutt enn innovasjon, og muligheten for å generere en superprofitt er normalt lav. Verdsettelsesteknikken vil være mest

hensiktsmessig for selskaper som innehar patenter, prosjekter, rettigheter eller landområder som kan utvikles, eksempelvis selskaper innen farmasi og bioteknologi. Verdien av fleksibilitet vil generelt være stor innen bransjer som i stor grad er preget av dynamikk, volatilitet og mulighet for teknologiske skift (Kaldestad & Møller, 2016, s. 267).

3.2 Valg av verdivurderingsteknikk

De ulike verdsettelsesteknikkene har som nevnt sine fordeler og ulemper, noe som gjør at man i praksis må sette kost og nytte opp mot hverandre ved valg av metode. Analytikerne må blant annet vurdere om de økte kostnadene knyttet til komplekse teknikker oppveies av fordelene, samt hva som går tapt ved bruk av enkle teknikker (Penman, 2013, s. 76). Avgjørende forhold for valg av metode kan være bransjetype, fase i livssyklusen, tilgang på historisk regnskapsinformasjon, krav til pålitelighet og tid til disposisjon (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). I det dette delkapitlet vil det redegjøres for valg av verdsettelsesteknikk for verdivurdering av Grieg Seafood.

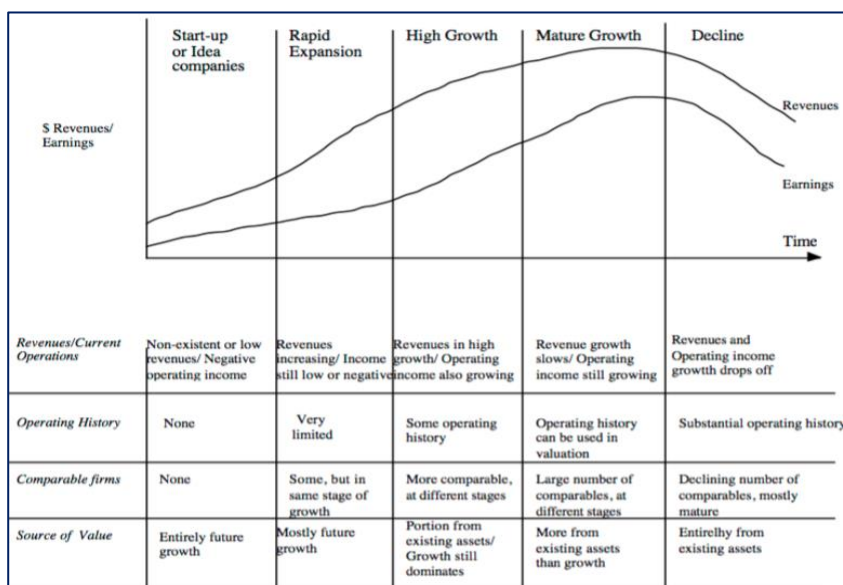
3.2.1 Grunnlaget for valg av verdivurderingsteknikk

Slik det fremkom i kapittel 3.1 er fundamental verdivurdering avhengig av tilgang på historisk regnskapsinformasjon i mye større grad enn komparativ og opsjonsbasert verdivurdering. Grieg Seafood har som nevnt vært børsnotert siden 2007, og er av den grunn underlagt IFRS-rapportering. Det tilsier at tilgangen på relevant informasjon er god, hvilket muliggjør en fundamental verdivurdering. Videre anses sammenligningsgrunnlaget for Grieg Seafood å være bra, da oppdrettsnæringen består av flere store og stabile selskaper. Dette gir et godt utgangspunkt for bruk av komparativ verdivurdering i form av multiplikatormodellen. Alle de valgte komparative selskapene i oppgaven, jamfør kapittel 2.4, er også børsnoterte, og tilgangen på relevant og komparativ regnskapsinformasjon er dermed god.

Det faktum at selskapene i oppdrettsbransjen i stor grad har verdier knyttet til immaterielle eiendeler gjør at komparativ verdivurdering i form av substansverdimodellen ikke er hensiktsmessig. Metoden vil i liten grad ta hensyn til verdien av immaterielle eiendeler hvor markedsverdien vanskelig kan anslås, slik som investeringer i forskning og utvikling. Verdien

til konsesjonene vil imidlertid kunne inkluderes i større grad som følge av at de selges internt i bransjen, noe som da gir opphav til markedsverdier.

Det vil videre være sentralt å vurdere hvor Grieg Seafood befinner seg i livssyklusen, da det er ulike problemstillinger som preger selskaper i de ulike fasene. Vurderingen tar utgangspunkt i Damodaran (2012) sin livssyklus modell presentert i figur 3-1.



Figur 3-1: Damodaran (2012, s. 645) sin livssyklusmodell

Det fremgår av modellen at desto lenger ut i livssyklusen selskapet befinner seg, jo mer historisk regnskapsinformasjon besitter selskapet, i tillegg til at antall komparative selskaper øker. Således taler det for at fundamental og komparativ verdivurdering er mest hensiktsmessig for selskaper i høy vekstfase og moden fase. Det som kjennetegner selskaper i høy vekstfase er at størstedelen av verdiene kommer fra fremtidig vekst, mens i den modne fasen er det eksisterende eiendeler og investeringer som genererer den største delen av selskapsverdien (Damodaran, 2012, s. 646). I modellens siste fase, nedgangsfasen, preges selskapene av tilbakegang, noe som gjør at likvidasjon er like aktuelt som fortsatt drift. Dermed taler det for at substansverdimodellen under komparativ verdivurdering vil være hensiktsmessig å benytte i nedgangsfasen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 34).

Grieg Seafood har et mål om en årlig produksjonsvekst på ti prosent hvert år frem til 2020. Målet skal blant annet nås gjennom en bedre kapasitetsutnyttelse av eksisterende drift og lisenser (Grieg Seafood, 2017a). Således taler det for at selskapet befinner seg i den modne fasen da det er eksisterende investeringer som skal generere den største verdien for selskapet

fremover. På den annen side har selskapet som kjent søkt om ti utviklingstillatelser til konseptet "Blue Farm". Fiskeridirektoratet har meddelt at konseptet er innenfor rammene av ordningen med utviklingstillatelser, men det endelig utfallet er fremdeles uklart (Fiskeridirektoratet, 2018b). Dersom selskapet får tildelt utviklingstillatelsene taler dette for at store deler av selskapets verdi vil komme fra fremtidig vekst og innovasjon, hvilket trekker i retning av at Grieg Seafood befinner seg i høy vekstfase. Generelt i oppdrettsbransjen ser man at den økte satsingen på teknologisk innovasjon gjør at de fremtidige vekstmulighetene til bransjen ser lovende ut. Per dags dato setter imidlertid offentlige reguleringer og miljøutfordringene knyttet til lakselus, utslipp og rømming begrensninger i næringen, og dermed også i Grieg Seafoods, fremtidige vekstmuligheter. Følgelig trekker det i retning av at selskapet, sammen med oppdrettsbransjen, befinner seg i den modne fasen. Oppsummert er det rimelig å anta at Grieg Seafood befinner seg et sted mellom høy vekst- og moden fase.

3.2.2 Oppsummering

Basert på bransjetilhørighet, tilgang på historisk regnskapsinformasjon og fase i livssyklusen anses fundamental verdivurdering som den mest hensiktsmessige verdivurderingsteknikken for å verdsette Grieg Seafood. Metoden er fordelaktig ved at den gir en grundig analyse av de underliggende økonomiske forholdene, samt en estimering av framtidsutsiktene. Det vil i tillegg bli benyttet komparativ verdivurdering i form av multiplikatormodellen som et supplement, jamfør kapittel 12. Som tidligere nevnt egner denne modellen seg godt som benchmark i forhold til den fundamentale analysen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 227).

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Den fundamentale verdsettelsen av Grieg Seafood bygger på rammeverket til Penman (2013) og Knivsflå (2018c). Slik det fremgår av figur 3-2 er det totalt fem steg i den fundamentale verdivurderingen; strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap og fremtidskrav, verdsettelse og handlingsstrategi. Utgangspunktet for gjennomføringen av verdsettelsen er offentlig tilgjengelig informasjon, slik som års- og kvartalsrapporter.

Steg 1: Strategisk analyse

Det første steget i rammeverket er en kvalitativ analyse av selskapets interne og eksterne forhold som vil påvirke den fremtidige verdiskapingen og lønnsomheten. Med andre ord en analyse av makroforholdene i omgivelsene, oppdrettsnæringen og forhold internt i Grieg Seafood. Gjennom analysen opparbeides det en innsikt i lønnsomhetspotensialet til oppdrettsbransjen, samt en forståelse av Grieg Seafood sitt lønnsomhetspotensiale relativt til bransjen (Penman, 2013, s. 85; Kaldestad & Møller, 2016, s. 99). Resultatene vil indikere om selskapet har en strategisk fordel ved at det evner å generere en rentabilitet utover kravet, en superrentabilitet, eller om det besitter en strategisk ulempe (Knivsflå, 2018c).

Steg 2: Regnskapsanalyse

Etter at det er opparbeidet en kvalitativ innsikt gjennom den strategiske analysen, er neste steg å foreta en kvantitativ analyse av de underliggende økonomiske forholdene. Dette skjer gjennom en regnskapsanalyse. Første del av analysen er omgruppering av regnskapsoppstillinger, samt ”trailing” dersom man ikke besitter informasjon om de siste kvartalene i analyseperioden. Formålet med omgrupperingen er å gjøre de kreditorienterte oppstillingsplanene etter IFRS mer investororienterte. Dette medfører blant annet at det skilles mellom finans- og driftsposter, i tillegg til normale og unormale poster. Videre er neste steg å justere for målefeil slik at avbildningen av de underliggende økonomiske forholdene forbedres. Avslutningsvis i regnskapsanalysen benyttes de omgrupperte og justerte regnskapsoppstillingene til å gjennomføre forholdstallsanalyse av risiko og rentabilitet (Knivsflå, 2018c).

Steg 3: Fremtidsregnskap og fremtidskrav

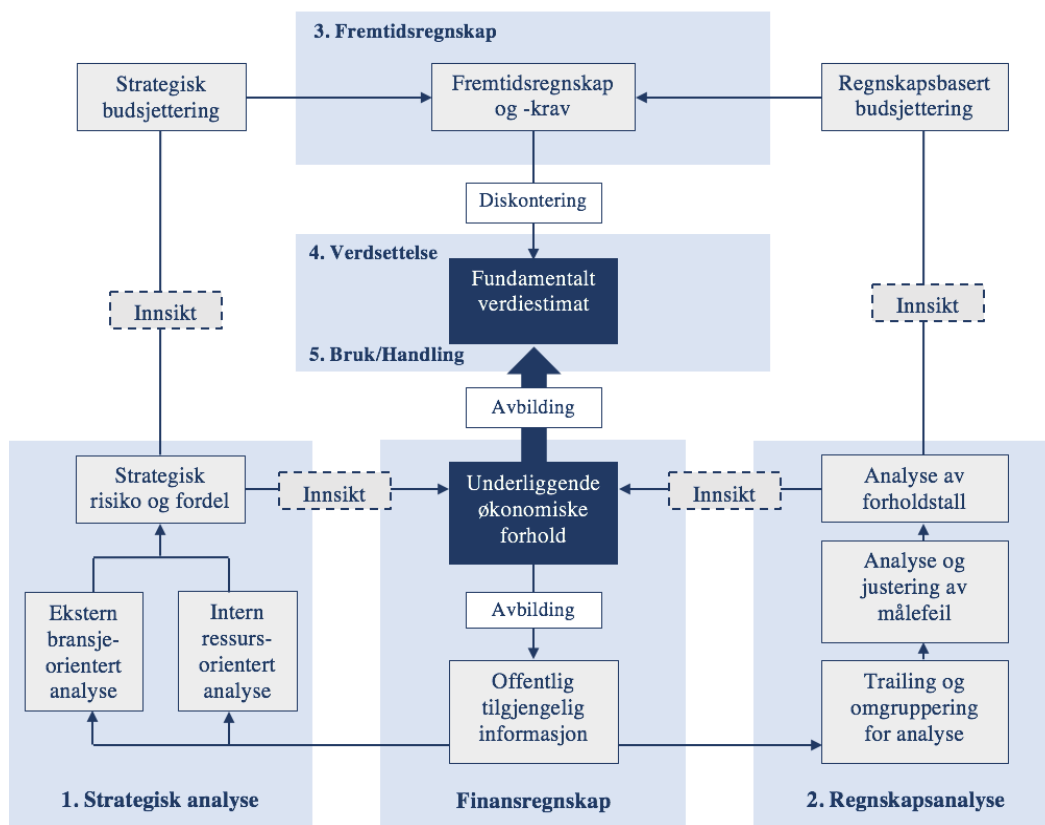
Det tredje steget i den fundamentale verdivurderingen er å utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav basert på innsikten opparbeidet i den strategiske regnskapsanalysen, det vil si steg én og to. Ved å analysere veksten til ulike budsjett drivere opparbeides det et grunnlag for å budsjettere den økonomiske utviklingen til Grieg Seafood frem til et tidspunkt hvor selskapet antas å være i «steady state», det vil si en tilstand med stabil vekst. Fremtidsregnskapet danner så grunnlaget for å estimere fremtidige avkastningskrav som vil bli benyttet i den fundamentale verdivurderingen i steg fire. Avslutningsvis i steg tre foretas det en framskrivning av den strategiske fordelene (Knivsflå, 2018c).

Steg 4: Fundamental verdivurdering

I det fjerde steget beregnes verdien av Grieg Seafood ved bruk av diskonterte kontantstrømmer basert på fremtidsregnskapet og fremtidskravene. Slik det fremkom i kapittel 3.1.1 er det to tilnærminger som kan benyttes, henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, som igjen kan inndeles i flere modeller. Ved konsistent bruk vil de ulike metodene og modellen gi samme verdiestimat, gitt at en konvergensprosedyre er benyttet. Det vil være en viss usikkerhet knyttet til verdiestimatet, følgelig er det hensiktsmessig å gjennomføre en simulering og sensitivitetsanalyse for å undersøke hvordan verdiestimatet påvirkes av sentrale inputvariabler (Knivsflå, 2018c).

Steg 5: Bruk av verdiestimatet

Det siste steget i den fundamentale verdivurderingen er bruk av verdiestimatet, enten internt eller eksternt. Intern bruk innebærer at verdiestimatet benyttes som styringsgrunnlag for selskapet, mens ved eksternt bruk benyttes estimatet som grunnlag for aksjehandel og oppkjøp (Knivsflå, 2018c).



Figur 3-2: Rammeverk for fundamental verdivurdering (fritt etter Knivsflå, 2018c)

4. Strategisk analyse

Barney (2014, s. 3) definerer strategi som virksomhetens teori om hvordan høy lønnsomhet kan oppnås i et gitt marked. Det er med andre ord en plan for hvordan selskapet kan manøvrere seg i en unik posisjon som gir en rentabilitet utover kravet, en superrentabilitet (Knivsflå, 2018d). Å opparbeide seg en forståelse av virksomheten og dens omgivelser gjennom en strategisk analyse vil være en forutsetning for å kunne utarbeide et fremtidsregnskap og vurdere kvaliteten på regnskapsanalysen (Penman, 2013, s. 505). I det følgende blir rammeverket for den strategiske analysen presentert, se figur 4-1, før vi deretter gjennomfører selve analysen.

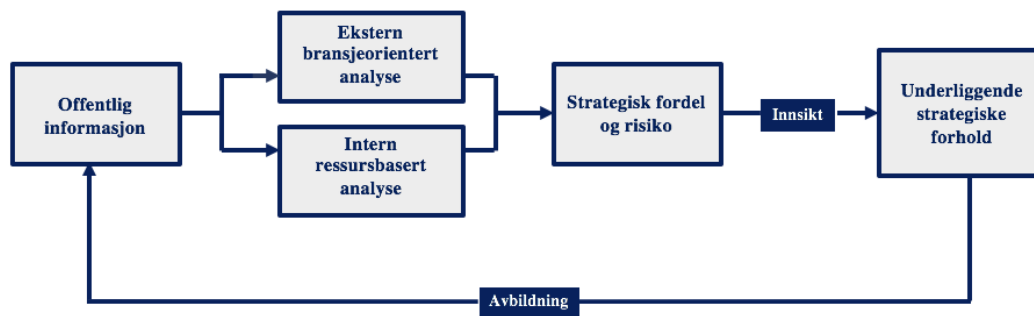
4.1 Rammeverk for strategisk analyse

En strategisk analyse vil gi innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i Grieg Seafood. Gjennom den kvalitative analysen av offentlig tilgjengelig informasjon kartlegges eventuelle strategiske fordeler, ulemper og risikoer for selskapet. Det gis også en innsikt i hvorvidt en eventuell fordel antas å være varig eller om den vil forsvinne over tid (Knivsflå, 2018d). Den strategiske fordel til et selskap kan dekomponeres i en ekstern bransjefordel som vil være felles for alle aktørene i bransjen, og en intern selskapsfordel som er unik for det enkelte selskapet (Knivsflå, 2018d). Følgelig vil også oppgavens strategiske analyse inndeles i en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse.

Den eksterne analysen tar utgangspunkt i makro- og bransjeforhold for å identifisere mulighetene og truslene i omgivelsene til Grieg Seafood. I tillegg opparbeides det en forståelse av hvordan konkurransekraftene i omgivelsene utvikles, og hvilke konsekvenser det medfører for de identifiserte mulighetene og truslene (Barney, 2014, s. 9). Den interne analysen tar på sin side sikte på å identifisere Grieg Seafoods styrker og svakheter. Videre danner den også en forståelse for hvilke ressurser som vil gi opphav til en eventuell strategisk fordel (Barney, 2014, s. 10).

I første del av kapitlet kartlegges makroforholdene som påvirker oppdrettsbransjen ved hjelp av PESTEL-rammeverket. Videre nyttes Michael Porters femkreftermodell for å analysere konkurranseforholdene i bransjen. Den interne ressursorienterte analysen gjennomføres ved hjelp av VRIO-rammeverket. Avslutningsvis i kapitlet oppsummeres den strategiske fordel

til Grieg Seafood, samt de strategiske vekstmulighetene. Videre benyttes også en SWOT-analyse til å analysere den strategiske risikoen.



Figur 4-1: Rammeverk for strategisk analyse (fritt etter Knivsfå, 2018d)

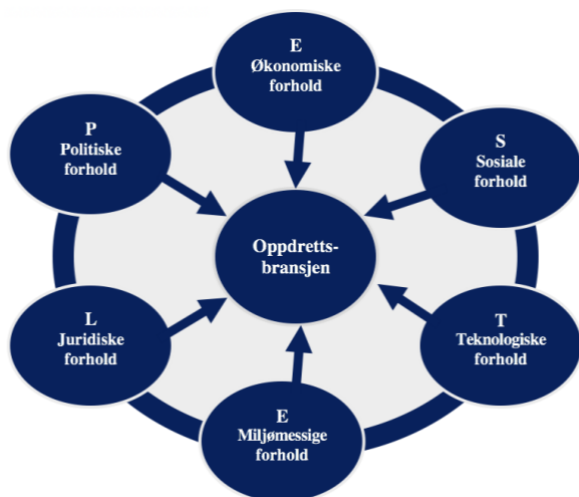
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Den eksterne bransjeorienterte analysen har til hensikt å gi innsikt i bransjens lønnsomhetspotensial (Kaldestad & Møller, 2016, s. 48). Fra et økonomisk perspektiv vil det foreligge en bransjefordel dersom bransjens netto driftsrentabilitet er høyere enn netto driftskravet (Knivsfå, 2018d). Den påfølgende analysen knyttes til de kvalitative forholdene som ble presentert i kapittel 2. I første del gjennomføres det en makroanalyse hvor vi skal identifisere hvilke faktorer som påvirker rammevilkårene og lønnsomheten til oppdrettsbransjen. Deretter presenteres en bransjeanalyse som fokuserer på å avdekke oppdrettsbransjens konkurranseforhold og attraktivitet.

Den eksterne strategiske analysen fokuserer i størst grad på den norske oppdrettsbransjen. Det innebærer at det i hovedsak omtales rammevilkår som påvirker oppdrettsselskaper med hovedsete og produksjon i Norge. Som tidligere nevnt driver Grieg Seafood også virksomhet i Canada og på Shetland, noe som gjør at selskapets lønnsomhet også påvirkes av makroforholdene der. Den valgte avgrensningen anses som rimelig da den norske oppdrettsbransjen er ledende internasjonalt, og forhold som preger den norske bransjen vil også være aktuelle andre steder. I tillegg kommer omtrent 60 prosent av omsetningen til Grieg Seafood fra virksomhet i Norge. Majoriteten av produksjonen til de komparative virksomhetene skjer også her til lands. Således anses den norske oppdrettsbransjen som mest relevant for konkurransesituasjonen til Grieg Seafood.

4.2.1 Makroanalyse - PESTEL

Den følgende makroanalysen bygger på de forhold som ble presentert i kapittel 2.2. Hensikten med analysen er å identifisere de eksterne faktorene som har størst innvirkning på oppdrettsbransjen. Analysen gjennomføres ved hjelp av PESTEL-rammeverket som fokuserer på politiske (P), økonomiske (E), sosiale (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og juridiske (L) forhold (Knudsen & Flåten, 2015, s. 81).



Figur 4-2: Illustrasjon av PESTEL-rammeverket - et rammeverk for analyse av makroforhold (fritt etter Knudsen & Flåten, 2015)

Politiske forhold

I Norge har oppdrettsnæringen vært en tillatelsesbasert næring siden 1973, hvor hovedformålet bak tillatelsene har vært kontroll over deltakelsen og utviklingen i bransjen (Sjømatnorge, 2011). Lønnsomhetspotensialet til bransjen påvirkes i stor grad av reguleringen da mulighetene for å utvide eksisterende virksomhet eller etablere ny virksomhet begrenses. For å legge til rette for politikernes og næringens ønske om en videre bærekraftig vekst i næringen, har kravene knyttet til oppdrettstillatelsene blitt skjerpet, og fokus på miljøet og fiskevelferd står mer sentralt. I de senere år er det ikke gjennomført ordinære tildelingsrunder, det er kun blitt utdelt grønne- og utviklingstillatelser. Dette har medført økte investeringer knyttet til forskning og utvikling for å utarbeide løsninger som imøtekommer myndighetenes miljøkrav. Som tidligere nevnt er det trafikksystemet som skal legge rammene for næringens fremtidige vekst. Systemet er fordelaktig da det tar hensyn til både forutsigbarhet og miljømessig bærekraft, jamfør kapittel 2.2.1. Oppsummert har konsesjonssystemet vært og vil fortsatt være

en sentral regulator for å maksimere potensialet til den norske oppdrettsnæringen, både økonomisk og miljømessig.

Oppdrettsselskaper som driver virksomhet internasjonalt må også forholde seg til reguleringer i de respektive landene. Rammevilkårene er i de fleste konkurrentland sammenfallende med de norske. For eksempel finnes det regelverk knyttet til adgang, produksjonsbegrensninger, miljøpåvirkning og sykdom. Omfanget av reguleringene varierer derimot på tvers av landene (Brandvik, Hermansen, Iversen, Marthinussen & Nystøyl, 2016).

Ettersom store deler av den norske laksen blir eksportert vil internasjonale relasjoner være av interesse for oppdrettsnæringen. For å oppnå gode handelsbetingelser med tanke på toll og avgifter vil det være ønskelig for næringen at Norge opprettholder og oppretter gunstige handelsavtaler med de største eksportmarkedene. For eksempel er EØS-avtalen viktig, da den reduserer kostnadene knyttet til markedsadgang til det største eksportmarkedet for laks. I tiden fremover vil det være av stor interesse for næringen å etablere gode handelsforbindelser med Storbritannia etter deres forestående utreden av EU i 2019 (NTB, 2017). Da Grieg Seafood driver virksomhet på Shetland og således selger på innenlandsmarkedet, er ikke selskapet i like stor grad påvirket av handelsforholdet mellom Norge og Storbritannia.

Handelspolitiske blokader som følge av konflikter og uroligheter har påvirket næringen ved flere anledninger. For eksempel ila USA en høy straffetoll på norsk laks i 1991 etter beskyldninger om prisdumping. I praksis medførte dette lukkede dører til det amerikanske markedet i over 20 år, frem til straffetollen ble besluttet avvirket i 2012 (Sjømatnorge, 2012). Hendelser i nyere tid er konfliktene med Kina og Russland som ble presentert i kapittel 2.2. Et stadig mer turbulent verdensbilde gjør at oppdrettsnæringen må være forberedt på fremtidige konflikter og blokader som kan påvirke både lønnsomheten og rammevilkårene til næringen.

Økonomiske forhold

Til tross for oppdrettsnæringens miljøutfordringer og vekstbegrensninger har lønnsomheten i næringen økt de siste årene, mye takket være en høy laksepris. Da det er markedsmechanismene, tilbud og etterspørsel, som styrer prisveksten, er det en begrenset produksjonskapasitet sammen med en økt etterspørsel som danner grunnlaget for den høye lakseprisen. Manglende fleksibilitet på tilbudssiden gjør at oppdretterne må forvente

svingninger i lakseprisene, slik det ble presentert i kapittel 2.1. Videre utgjør volatiliteten i lakseprisen en reell trussel for selskapenes lønnsomhet, da prisen er hovedkilden til driftsinntektene. Oppdrettsselskapene vil følgelig være avhengig av en solid finansiering for å være rustet til eventuelle nedgangstider. En prismodell utarbeidet av Sjømatrådet antyder at gjennomsnittsprisen for laks i 2018 vil reduseres med åtte kroner i forhold til 2017, noe som følgelig vil redusere gjennomsnittlig eksportverdi for laks med seks prosent. Videre anslås det at en full tilgang til det russiske og kinesiske markedet vil øke den beregnede prisen noe, og størst effekt på prisen vil en åpning av det russiske markedet gi (Norges sjømatråd, 2018c).

Valutasvingninger vil i stor grad påvirke den kortsiktige lønnsomheten til norske oppdrettsselskaper, da man kan observere valutaeffekter både på inntekts- og kostnadssiden (Brandvik et al., 2016). Når det gjelder kostnadssiden er det først og fremst tale om svingninger i fôrkostnadene da mye av råvarene i fiskefôret handles globalt. Råvarene, som står for omtrent 85 prosent av kostnadene ved fôrproduksjon, påvirkes av en globalprissetting hvor amerikanske dollar og euro i hovedsak er referansevalutaene (Marine Harvest, 2017a). Som et resultat av en svak norsk krone i forhold til amerikanske dollar og euro, se figur 4-3, har de norske oppdrettsselskapene opplevd en økning i fôrkostnadene. Valutaeffekten av en svak krone har imidlertid vært enda sterkere på inntektssiden, og er en viktig bidragsyter til den høye etterspørselen som oppdrettsnæringen har opplevd i de senere årene (Brandvik et al., 2016). Ved en fremtidig appresiering av den norske kronen vil oppdrettsnæringen kunne oppleve en reduksjon i etterspørselen og inntjeningen som følge av at laksen blir relativt dyrere for utenlandske importører. For å redusere risikoen knyttet til valutasvingninger ser man at de fleste oppdrettsselskapene benytter seg av valutaterminkontrakter (Marine Harvest 2017a).



Figur 4-3: Den relative utviklingen mellom NOK/USD og NOK/EUR i perioden 2013 til 2018 (Oanda, 2018)

Rentenivået i Norge er som kjent rekordlavt grunnet behovet for en ekspansiv pengepolitikk. I forhold til oppdrettsnæringen har dette vært fordelaktig med tanke på at næringen er inne i en utviklingsfase som krever betydelige investeringer i forskning og utvikling. Ut i fra rentebanen til Norges Bank kan selskapene imidlertid forvente en økning i renten mot slutten av 2018. For å redusere renterisikoen og dens påvirkning på lønnsomheten vil inngåelse av rentebytteavtaler være en foretrukken løsning. Grieg Seafood har eksempelvis en policy om at en viss prosent av den rentebærende gjelden til konsernet skal være sikret ved renteswapavtaler (Grieg Seafood, 2017a).

Sosiale forhold

En økende bevissthet rundt sunnhet og helse blant befolkningen er svært fordelaktig for oppdrettsselskapene da det bidrar til økt etterspørsel etter den næringsrike og sunne laksen. Dette forsterkes av den økende populariteten til globale matretter som sushi og sashimi. Videre ser framtidsutsiktene for oppdrettsselskapene lovende ut med tanke på den kommende befolkningsveksten. Da lakseoppdrett vil være en sentral brikke for å imøtekomme ressursbehovet til den stadig voksende befolkningen på en bærekraftig måte. Slik det fremkom i kapittel 2.2 forventes det at jordens befolkning vil være 8,6 milliarder i 2030, noe som medfører at matproduksjonen må øke med 70 prosent. I tillegg til en voksende befolkning generelt, vil også en økende middelklasse i fremvoksende markeder øke konsumet av høykvalitets protein, herunder laks. Oppdrettslaks vil være en mer klimavennlig proteinkilde sett i forhold til storfe, svin og kylling. Videre vil oppdrettslaksen også dekke befolkningens behov på en mer ressurseffektiv måte (Marine Harvest, 2017a).

Teknologiske forhold

For at oppdrettsnæringen skal være en næring for fremtiden er den økte satsingen på teknologisk utvikling helt essensiell. Det er behov for innovative løsninger som kan redusere problemene knyttet til lakselus, rømming og arealmangel. Næringens lønnsomhetspotensiale vil dermed i stor grad være avhengig av nye teknologiske løsninger. Norske myndigheter innførte vederlagsfrie utviklingstillatelse i perioden 2015-2017 for å sette i gang utviklingsprosessen. SalMar som fikk tildelt den første utviklingstillatelsen er i gang med testing og utvikling av sitt oppdrettsanlegg til havs, Ocean Farm 1. Andre konsepter under

utvikling er for eksempel lukkede merder og anlegg utformet som skip. Felles for mange av løsningene er at de bygger på teknologiske løsninger fra offshoreindustrien (Aadland, 2016).

Videre ser man at utviklingen av landbasert fiskeoppdrett vil kunne påvirke den norske oppdrettsbransjen. Slik det tidligere er nevnt i kapittel 2.2 vil landbasert fiskeoppdrett åpne for lakseproduksjon i land som ikke har egnede naturforhold for tradisjonell oppdrett, slik som Danmark og Kina. Følgelig vil produksjonen forflyttes nærmere de største markedene for norsk laks, hvilket også medfører lavere transportkostnader. Således kan man si at utviklingen av landbasert fiskeoppdrett utgjør en trussel for den langsiktige lønnsomheten til aktørene i den norske oppdrettsbransjen.

Miljømessige forhold

Lakseoppdrett vil være en mer bærekraftig proteinkilde for fremtidens befolkning sammenlignet med annen matproduksjon, gitt at de biologiske utfordringene knyttet til lakselus, rømming og utslipp av næringssalter reduseres eller elimineres. Faktorer som lavt energiforbruk, CO₂ utslipp og fôrforbruk gjør lakseoppdrett til en mer ressurseffektiv og klimavennlig produksjonsmåte. For eksempel er fôrfaktoren, det vil si fôrforbruket i forhold til produsert mengde, for laks i gjennomsnitt på 1,25, mens den er 3,0 og 8,0 for henholdsvis gris og okse. Videre er CO₂-fotavtrykket til storfe omtrent ti ganger større per kilo protein enn laksens fotavtrykk (Marine Harvest, 2017a)

Miljøutfordringene næringen står overfor reduserer resultatet til oppdrettsselskapene gjennom økte kostnader. For eksempel bruker norske oppdrettsselskaper flere milliarder kroner hvert år på problemene knyttet til lakselus (Iversen, 2017). Lønnsomheten påvirkes også indirekte ved at næringens omdømme svekkes og vekstmulighetene begrenses. I håp om å bekjempe lakselusproblemet er det stilt strengere drifts- og miljøkrav til oppdrettsselskapene i forbindelse med tildeling av tillatelser. Myndighetenes siste tiltak er trafikklyssystemet, som har mengden lakselus som underliggende faktor for veksten i produksjonsområdene. I Skottland jobbes det med å innføre et tilnærmet likt system for regulering av lakselus, da oppdretterne opplever det som utfordrende at det ikke er myndighetsbestemte tiltaksgrenser for lusenivå (Brandvik et al., 2016).

Sertifiseringssystemet ASC, som er utarbeidet av Aquaculture Stewardship Council, øker oppdrettsselskapenes bevissthet rundt en miljøvennlig produksjon. Produkter som er ASC-

merket viser forbrukerne at laksen kommer fra anlegg som har minimal påvirkning på miljøet og samfunnet. Oppdrettsselskapene jobber aktivt med å ASC-sertifisere sine lokaliteter. Det forplikter dem til å overvåke og rapportere nøkkelindikatorer for bærekraftig oppdrett, slik som mengde lakselus i anleggene (WWF, 2014). Manglende ASC-sertifisering kan påvirke lønnsomheten i negativ forstand, da forbrukere og innkjøpere er stadig mer miljøbevisste. For eksempel har IKEA et krav om at all laks som selges og serveres på deres varehus skal være ASC-merket (Andresen, 2014).

Oppsummert vil det være helt essensielt for oppdrettsnæringen å løse miljøutfordringen for å sikre videre lønnsomhets- og produksjonsvekst i fremtiden.

Juridiske forhold

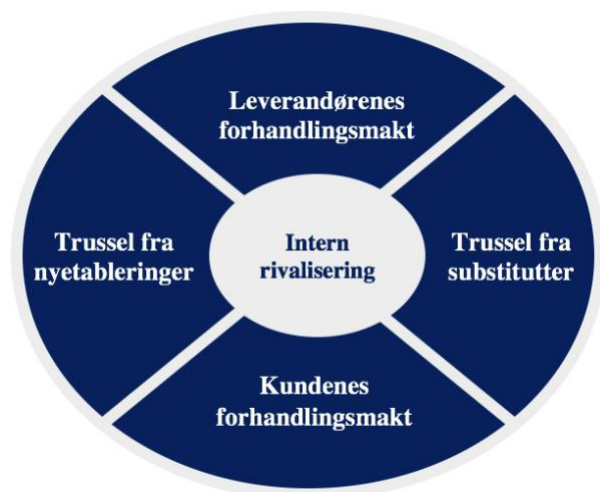
Den norske oppdrettsnæringen reguleres gjennom akvakulturloven med tilhørende forskrifter. Sentralt i regelverket står hensynet til miljøet, i loven heter det blant annet at ”akvakultur skal etableres, drives og avvikles på en miljømessig forsvarlig måte” (Akvakulturloven, § 10). Videre stilles det strenge krav til utstyr, miljøovervåking, tilsyn, opprydning og gjenfangstplikt ved rømming. Fiskeridirektoratet, som har det overordnede ansvaret for forvaltningen av akvakulturnæringen, samarbeider blant annet med Mattilsynet, Kystverket, kommuner og fylkeskommuner for å føre tilsyn med miljøet og miljøpåvirkningene fra næringen (Laksefakta, 2016c). Mattilsynet skal for eksempel føre tilsyn med at akvakulturdriftsforskriftens bestemmelser overholdes. Bakgrunnen for tilsynet er å sikre forbrukerne trygg mat gjennom å fremme fiskehelse, miljøvennlig produksjon og etisk forsvarlig fiskehold (Mattilsynet, 2013).

Fiskeridirektoratet har med hjemmel i akvakulturloven myndighet til å utdele oppdrettstillatelser. Det er knyttet strenge juridiske krav til tillatelsen som er regulert gjennom laksetildelingsforskriften. Vilåårene er for eksempel knyttet til antall lus per laks, tillatt biomasse per tillatelse og antall lokaliteter per tillatelse (Fiskeridirektoratet, 2015). Andre relevante reguleringer er forskriften om lakselusbekjempelse som har til formål å redusere forekomsten av lakselus og produksjonsområdeforskriften som regulerer næringens system for kapasitetsjustering, herunder trafikklyssystemet.

Slik det fremkommer er det akvakulturloven og en rekke forskrifter som danner rammevilkårene for oppdrettsnæringen, og følgelig vil juridiske forhold kunne påvirke aktørenes lønnsomhet.

4.2.2 Bransjeanalyse - femkreftermodellen

I det følgende gjennomføres det en bransjeanalyse basert på de forhold som ble presentert i kapittel 2.1, 2.3 og 2.4. Analysen gjennomføres ved hjelp av femkreftermodellen til Michael Porter som bygger på en teori om at det er fem bransjekrefter som styrer en bransjes attraktivitet, samt mulighetene for å opprettholde eller skape konkurransefortrinn. Samlet sett gir de fem kreftene - inntrengere, rivalisering, substitutter, leverandører og kunder – et bilde på bransjens trusselnivå (Barney, 2014, s. 50).



Figur 4-4: Illustrasjon av Porters femkreftermodell for analyse av bransjeforhold (fritt etter Barney, 2014, s. 50)

Nyetableringer

Den første trusselen i femkreftermodellen er fra nyetableringer, det vil si virksomheter som nylig har etablert seg eller som er i ferd med å etablere seg i bransjen. Påvirkningsgraden vil avhenge av kostnadene knyttet til nyetablering, noe som igjen avhenger av bransjens inngangsbarrierer. Attraktiviteten til bransjen vil være størst ved høye inngangsbarrierer (Barney, 2014, s. 51).

Dersom det er behov for høye kapitalinvesteringer for å etablere seg i bransjen vil det utgjøre en stor inngangsbarriere og følgelig redusere bransjens attraktivitet (Barney, 2014, s. 60). Lakseoppdrett anses for å være en svært kapitalintensiv næring da det i første omgang kreves store investeringer i anleggsmidler til produksjon og videreforedling av fisken. Det vil også være betydelige kostnader knyttet til kjøp av konsesjoner som er helt nødvendige for å drive oppdrett, se neste avsnitt. I tillegg medfører det faktum at laksen ikke generer inntekter for selskapet før etter to til tre år på grunn av den lange produksjonsprosessen et økt kapitalbehov i oppstartsfasen. Videre vil oppdrettsselskapene kunne oppleve svingninger i inntjeningen på grunn av volatile laksepriser og kostnader knyttet til biologisk risiko, for eksempel i form av uventede lakselus- eller algeutbrudd, noe som generelt sett medfører et solid finansieringsbehov.

Slik det fremkom i kapittel 2 er det i Norge nødvendig å få tildelt en konsesjon fra Fiskeridirektoratet for å kunne etablere seg som oppdretter. Prisen på en konsesjon gitt av myndighetene er på flere titalls millioner kroner. I tillegg til høye kostnader vil også de innstrammede kravene knyttet til tildeling av ny eller utvidelse av eksisterende konsesjon utgjøre en sentral etableringsbarriere. Alternativt kan nyetableringer kjøpe konsesjoner til markedspriser fra etablerte oppdrettsselskaper, noe som er lovlig etter akvakulturloven § 19 (Akvakulturloven, 2005). Markedsprisene på oppdrettskonsesjoner er presset opp som en konsekvens av skjerpede offentlige reguleringer. I 2017 var markedsprisen på en laksekonsesjon på ca. 80 millioner kroner (Berglihn & Ytreberg, 2017). I perioden 2015 til 2017 ble det imidlertid mulig å søke om vederlagsfrie utviklingskonsesjoner, men slike konsesjoner er likevel forbundet med store investeringsutgifter knyttet til forskning og utvikling.

Dersom en bransje preges av skalafordeler og læringskurveeffekter vil det potensielt utgjøre en stor inngangsbarriere for nyetableringer (Barney, 2014, s. 53). Det eksisterer forhold i den norske oppdrettsbransjen som gjør at det med rimelighet kan argumenteres for tilstedeværelse av skalafordeler. Bransjen har de siste 20-30 årene vært preget av konsolidering og vertikal integrering som har bidratt til store produksjonsvolum og lavere kostnader. I dag står de ti største selskapene i Norge for omtrent 70 prosent av den totale produksjonen (Marine Harvest, 2017a). Bevegelsen mot større lokaliteter har vært mulig fordi regelverket og de naturgitte forholdene tillater det. Studier gjennomført av Brandvik et al. (2016) bekrefter antagelsen om skalafordeler i den norske bransjen. De hevder blant annet at det foreligger en skalalempen for oppdrettsbransjen på Skottland, Chile og vestkysten av Canada sammenlignet med Norge,

grunnet begrensninger i naturforholdene og fra offentlige reguleringer (Brandvik et al., 2016). Oppsummert taler det for at nyetableringer må oppnå store produksjonsvolum i en tidlig fase for å komme på samme kostnadsnivå som de godt etablerte oppdrettsselskapene, noe som vil være svært kapitalkrevende. Videre vil også de etablerte aktørene i bransjen ha opparbeidet seg en kompetanse gjennom årene som det vil være vanskelig for nyetableringer å oppnå på kort sikt. Dermed vil også læringskurveeffekter utgjøre en relativt stor etableringsbarriere.

Knapphet på egnede naturgitte forhold for lakseoppdrett i verden utgjør en åpenbar inngangsbarriere. På grunn av biologiske begrensninger som sjøtemperatur, drives lakseoppdrett som nevnt i kapittel 2.1 kun i Norge, Chile, Storbritannia, Nord-Amerika, Færøyene, Irland, Tasmania og New Zealand (Marine Harvest, 2017a). Når de i utgangspunktet egnede områdene i tillegg påvirkes av miljøutfordringer som alger og lakselus økes knappheten ytterligere. Utviklingen av landbasert lakseoppdrett de siste årene øker imidlertid den internasjonale konkurransen som følge av flere mulige produksjonsland. Således vil også trusselen fra nyetableringer økes.

Produktene som tilbys fra de ulike oppdrettsselskapene er i stor grad homogene, og følgelig er oppdrettsbransjen i liten grad preget av produkt differensiering. Dette vil redusere inngangsbarrierene og øke bransjens attraktivitet (Barney, 2014, s. 53). Videre vil også det faktum at kundenes byttekostnader i oppdrettsbransjen er lave, øke trusselen fra nyetableringer (Barney, 2014, s. 61).

Oppsummert anses trusselen fra nyetablering for å være lav da det eksisterer flere betydelige inngangsbarrierer. De viktigste anses å være begrensninger fra offentlige reguleringer og naturgitte forhold, samt høye oppstartskostnader sammen med et generelt høyt kapitalbehov. Trusselen vil imidlertid kunne økes betraktelig på lang sikt dersom den teknologiske innovasjonen knyttet til landbasert lakseoppdrett lykkes.

Intern rivalisering

En bransje hvor det er høy grad av intern rivalisering kjennetegnes ved at det stadig er priskutting og introduksjon av nye produkter, i tillegg til en intens markedsføring. Høy intern rivalisering vil følgelig begrense selskapenes lønnsomhet og en stor del av verdiskapningen tilfaller i stedet kundene (Barney, 2014, s. 62).

Den interne rivaliseringen øker med antall konkurrerende aktører som har tilnærmet lik innflytelse i bransjen (Barney, 2014, s. 63). Slik det fremkom i kapittel 2.4 har konsolideringstrenden i oppdrettsnæringen medført større og færre selskaper. For eksempel står de ti største selskapene i Norge og de fem største i Storbritannia og Nord-Amerika for den største andelen av produksjonen i de respektive områdene (Marine Harvest, 2017a). Få konkurrerende aktører trekker isolert sett ned den interne rivaliseringen. Videre trekker også det faktum at selskapene har ulik markedsrett ned den interne rivaliseringen. For eksempel har Norges (og verdens) største oppdrettsselskap, Marine Harvest, en produksjon som er over dobbelt så høy som det nest største norske selskapet, nemlig Lerøy (Marine Harvest, 2017a).

Produktdifferensiering kan utgjøre en kilde til lønnsomhet over bransjegjennomsnittet, og samtidig redusere den interne rivaliseringen (Barney, 2014, s. 63). I utgangspunktet tilbyr aktørene i oppdrettsbransjen relativt homogene produkter. Det vil imidlertid være mulig med produktdifferensiering på områder som produktkvalitet, hvor forhold som smak, fettinnhold, kjøttfarge og tekstur vektlegges. Videre kan det reklameres for at hele prosessen fra rogn til spiseklar laks kan dokumenteres grundig som et resultat av høy vertikal integrasjon eller at produksjonen er miljøvennlig og anleggene er ASC-merket (Bjørklund, Grundvåg, Grønhaug & Skallerud, 2008). Samlet sett tyder utviklingen i den norske oppdrettsbransjen på at aktørene arbeider mot de samme målene slik at produktdifferensieringen likevel forblir lav. Det kan imidlertid tenkes at norsk laks samlet sett kan differensiere seg på verdensmarkedet, for eksempel ved at den er helt fri for antibiotika (Norges sjømatråd, 2017e).

Når en bransje opplever lav vekst, medfører det normalt økende intern rivalisering som følge av at eneste muligheten for økt markedsandel og lønnsomhet er å kapre dette fra konkurrentene (Barney, 2014, s. 63). I påvente av nye teknologiske innovasjoner for å imøtekomme bransjens miljø- og arealutfordringer, ser vi en avtagende vekst i den norske oppdrettsnæringen. Den samme trenden ser man også internasjonalt. Eksempelvis er det miljøpåvirkningen som begrenser veksten i Chile, da oppdretterne har tillatelse til å produsere mye mer enn dagens produksjon, mens på vestkysten av Canada er det den negative holdningen til oppdrett blant lokalbefolkningen som stopper veksten (Brandvik et al., 2016).

Driftsmidlene som benyttes i oppdrettsbransjen er i stor grad spesialiserte, og er ikke egnet for annen industri. Dette trekker i retning av høye utgangsbarrierer som bidrar til intern rivalisering (Barney, 2014, s. 63). Likevel kan det tenkes at produksjonsanlegg med tilhørende

konsesjoner er ettertraktet da det i dag regnes som en knapp ressurs. Følgelig vil kostnadene forbundet med avvikling ikke være så store likevel, og utgangsbarrieren senkes.

Konsolideringstrenden i oppdrettsbransjen, som har medført få aktører av ulik størrelse, trekker i retning av at det eksisterer en lav grad av intern rivalisering. Manglende produkt differensiering og delvis lav vekst trekker derimot den interne rivalisering litt opp. Totalt sett anses nivået på rivaliseringen for å være moderat. Det må poengteres at tilstedeværelse av intern rivalisering ikke nødvendigvis er negativt da det kan stimulere til innovativ nyskapning.

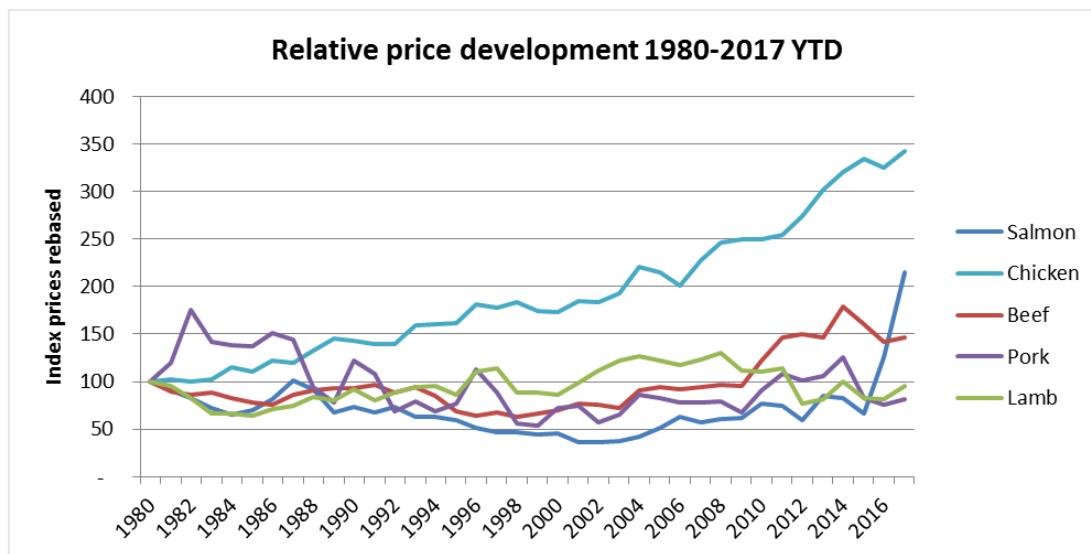
Substitutter

Med substitutter menes produkter som tilfredsstillende omtrent det samme behovet til kundene. Det medfører at dersom prisen på et produkt øker, så vil etterspørselen etter substituttproduktet øke, og motsatt dersom prisen reduseres. Således kan man si at trusselen fra substitutter setter et pristak i bransjen, noe som igjen vil påvirke lønnsomhetspotensialet til aktørene. I tillegg vil nivået av substitutter være avgjørende for fordelingen av aktørenes markedsrett (Barney, 2014, s. 63).

Fra et forbrukerperspektiv vil substitutter for laksen være andre sjø- eller kjøttprodukter som gir konsumenten samme nyttenivå. Laksen er rik på næringsstoffer som er nødvendige for kroppen, slik som protein og omega 3-fettsyrer. Gode erstatninger for laksen med tanke på omega 3-fettsyrer er ørret og makrell, mens kylling, storfe og svin er gode alternative proteinkilder (Godfisk, 2017). Trusselen fra animalske substitutter dempes av at laksen er i en særklasse ved at den også inneholder omega 3-fettsyrer. På den annen side medfører lave økonomiske og følelsesmessige byttekostnader for kundene en økning i trusselnivået. I tillegg vil biologiske utfordringer som lakselus og sykdom kunne svekke omdømmet til oppdrettslaksen og bidra til at konsumentene foretrekker animalske proteinkilder.

Den relative prisen til laksen vil i stor grad påvirke trusselnivået fra substituttene. Figur 4-5 viser at laksen har hatt en positiv prisutvikling sett fra et konsumentperspektiv, delvis takket være en mer kostnadseffektiv produksjon. Imidlertid ser vi at lakseprisen har steget en god del de siste årene som følge av et lavere tilbud, jmf. kapittel 2.1.3. Følgelig har det bidratt til økt trussel fra substituttene, særlig animalske proteinkilder. I Norge har konsumet av laks hatt en fallende tendens på litt over 20 prosent det siste året. Forklaringen ligger trolig i en

langsiktig generasjonseffekt og en kortsiktig priseffekt. Dagens unge opprettholder ikke den eldre, og frafallende, generasjons høye konsum av sjømat. Hvilket antas å ha en kortsiktig sammenheng med at de unge er mer prissensitive overfor den høye lakseprisen. I tillegg antas det at en begrenset tilgjengelighet og synlighet av sjømat har bidratt til den negative utviklingen (Norges sjømatråd, 2017f). Dette medfører at andre proteinkilder foretrekkes fremfor laks og sjømat.



Figur 4-5: Den relative prisutviklingen til de viktigste proteinkildene i perioden 1980 til 2017 (Marine Harvest, 2017a)

Oppsummert settes trusselnivået fra substitutter til moderat. Det rike næringsinnholdet trekker trusselen ned, mens høy pris sammen med lave byttekostnader trekker trusselnivået opp.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører kan påvirke virksomhetenes resultat gjennom pris- og kvalitetsendringer. Indikatorer som tilsier en høy forhandlingsmakt for leverandørene er få leverandører og substitutter, differensierte og unike produkter, samt hvor sentrale produktene er for leverandørenes kunder. Bransjens attraktivitet øker ved lavere forhandlingsmakt (Barney, 2014, s. 65).

For oppdrettsselskapene vil den potensielt største trusselen komme fra leverandørene av fiskefôr, da fiskefôr utgjør omtrent halvparten av selskapenes totale kostnader. Som et resultat av høy konsolideringsgrad blant fiskefôrprodusentene er det selskapene EWOS, Skretting og

BioMar som har dominert det norske markedet det siste tiåret (Marine Harvest, 2017a). Dette trekker følgelig i retning av høy forhandlingsmakt blant leverandørene. Produsentene trues imidlertid av en økende tendens til vertikal integrering i oppdrettsbransjen. I 2014 startet oppdrettsgiganten Marine Harvest egenproduksjon av fiskefôr, og er i dag den fjerde største produsenten av fiskefôr (Marine Harvest, 2017a). En slik vertikal integrering reduserer risikoen knyttet til kvalitet, pris og kvantum, som vil være tilstede ved ekstern leveranse av fiskefôr.

Det faktum at oppdrettsselskapene er fullstendig avhengige av fiskefôr, samt at det ikke eksisterer reelle substitutter tilsier at leverandørens forhandlingsmakt er høy. Fôrets kvalitet har stor påvirkning på laksens kvalitet, noe som igjen kan ha en innvirkning på inntjeningen. Dette tilsier at oppdretterne vil være tilbøyelige til å betale en høyere pris. Normalt sett benytter fiskefôrprodusentene kost-pluss kontrakter, slik at det er oppdrettsselskapene som i størst grad påvirkes av endringer i råvareprisene (Marine Harvest, 2017a). Leverandørens forhandlingsmakt reduseres imidlertid noe da oppdrettsselskapene stiller krav til at fôret skal være bærekraftig og tilpasset dagens miljøkrav. Er ikke oppdretterne tilfreds med standarden bidrar de lave byttekostnadene til en lav barriere for skifte av leverandør.

Totalt sett anses leverandørens forhandlingsmakt å være moderat. Få leverandører i tillegg til at oppdretterne er avhengig av fôret øker forhandlingsmakten, mens lave byttekostnader reduserer trusselen. Forhandlingsmakten vil trolig bli lavere på lang sikt da det med rimelighet kan antas at flere oppdrettsselskaper vil være selvforsynte med fiskefôr i fremtiden, slik som Marine Harvest.

Kundenes forhandlingsmakt

Den siste trusselen i femkreftermodellen er kundenes forhandlingsmakt. Attraktiviteten til bransjen vil være størst når kundenes forhandlingsmakt er lav. Viktige faktorer som reduserer trusselen fra kundene er et stort antall kunder og differensierte produkter med høy kvalitet (Barney, 2014, s. 66).

Det internasjonale markedet for oppdrettslaks er stort, noe som medfører et bredt utvalg av grossister, dagligvarekjeder og distributører på kundelisten. Dette taler for lav forhandlingsmakt til kundene. På den annen side er kundene bevisste og godt informert om faktorer som kvalitet og pris. Hvilket tilsier at kunden normalt vil ha stor tilbøyelighet til å

bytte leverandør dersom de er av den oppfatning at produktet ikke tilfredsstillere deres krav. Dette underbygges blant annet av det tidligere nevnte eksemplet om at IKEA kun tilbyr ASC-merket laks ved sine varehus (Andresen, 2014). Kundenes bevissthet, sammen med lave byttekostnader, bidrar dermed til at kundenes forhandlingsmakt øker.

Under drøftelsen av den interne rivaliseringen fremkom det at produkt differensieringen mellom oppdrettsselskapene er lav, da laks i hovedsak er et homogent produkt. I forhold til kundenes forhandlingsmakt vil dette være negativt sett fra bransjens perspektiv. På den annen side reduseres forhandlingsmakten av det faktum at oppdrettsselskapene til en viss grad styrer tilbudt mengde i markedet. Laksemarkedet er i dag som kjent preget av et høyt prisnivå på grunn av en etterspørsel høyere enn tilbudt mengde. For oppdrettsselskapene er dette en fordel da de kan velge å selge til de markeder og kundegrupper med høyest betalingsvillighet.

Oppsummert vil kundenes forhandlingsmakt være moderat. Et bredt marked for den ettertraktede laksen reduserer trusselen, mens lav produkt differensiering øker kundenes forhandlingsmakt i noen grad.

4.2.3 Oppsummering av den eksterne bransjeorienterte analysen

I det følgende oppsummeres den eksterne bransjeorienterte analysen for å kartlegge om det foreligger forhold som danner grunnlag for en bransjefordel, som vil være felles for alle aktørene i den norske oppdrettsbransjen. Bransjefordelen økes dersom det foreligger muligheter, mens eventuelle trusler vil kunne redusere fordelene.

Makroforhold

Makroanalysen gjennomført ved bruk av PESTEL-rammeverket signaliserer tydelig at offentlige reguleringer, herunder konsesjonssystemet, i stor grad er styrende for bransjens rammevilkår. Det er nødvendig med vekstregulering gjennom konsesjonssystemet for å sikre en bærekraftig utvikling slik at oppdrettsbransjen forblir en fremtidsrettet næring. I tillegg vil også den pågående teknologiske utviklingen av oppdrettsbransjen være sentral for å sikre vekst. Gjennom analysen av de miljømessige faktorene kom det frem at produksjon av oppdrettslaks vil være en mer miljø- og klimavennlig proteinkilde for fremtiden. Sammen med en global befolkningsvekst og økende middelklasse i viktige eksportmarkeder danner det

grunnlaget for en fremtidig etterspørselsvekst og langsiktig lønnsomhet. Bransjens kortsiktige lønnsomhet vil imidlertid trues av volatile laksepriser, renteendringer og valutasvingninger. I tillegg kan det forventes at uventede handelsblokader grunnet politiske konflikter vil kunne true bransjens lønnsomhet.

Basert på de identifiserte forholdene fra PESTEL-analysen anses den norske oppdrettsbransjen for å være lønnsom, samt at mulighetene for en fremtidig vekst og lønnsomhet er tilstede.

Bransjeforhold

I bransjeanalysen ble konkurranseforholdene i den norske oppdrettsnæringen avdekket ved hjelp av Porters femkreftermodell. Tabell 4-1 viser rangeringen av de fem analyserte bransjekreftene. Trusselen fra nyetableringer anses som lav grunnet store etableringsbarrierer som offentlige reguleringer og høye oppstartskostnader. Kundernes bevissthet rundt kvalitet og pris utgjør en stadig økende trussel for bransjens lønnsomhet, men grunnet et bredt kundesegment nøytraliseres trusselen noe. Substitutter vil også påvirke bransjens lønnsomhet gjennom at etterspørselen vendes mot substituttene dersom lakseprisen blir for høy. Videre medfører manglende produkt differensiering og avtagende vekst en intern rivalisering mellom aktørene i bransjen. Den siste bransjekraften, leverandørenes forhandlingsmakt, utgjør i dag en moderat trussel, men på lang sikt kan det imidlertid forventes at trusselen reduseres grunnet en økende tendens til vertikal integrering i bransjen.

Oppsummert anses de fleste truslene å være moderate, hvilket gjør det mulig for aktørene å utvikle eller opprettholde konkurransefordeler. Følgelig anses også bransjen som lønnsom og attraktiv.

	Lav	Moderat	Høy
Nyetableringer	X		
Intern rivalisering		X	
Substitutter		X	
Leverandørenes forhandlingsmakt		X	
Kundernes forhandlingsmakt		X	

Tabell 4-1: Oppsummering av femkreftermodellen

Totalt sett viser resultatet fra den eksterne bransjeorienterte analysen at Grieg Seafood har en bransjefordel grunnet en lønnsom og attraktiv oppdrettsbransje. Det vil bli grundigere

redegjort for den historiske og fremtidige bransjefordelen i oppsummeringen av den strategiske analysen i delkapittel 4.4.

4.3 Intern ressursorientert analyse

Den interne ressursorienterte analysen tar sikte på å kartlegge Grieg Seafoods ressurser og vurdere hvorvidt ressursene gir eller kan gi opphav til midlertidige eller varige konkurransefortrinn for selskapet. Et selskap har et konkurransefortrinn dersom det er i stand til å skape mer økonomisk verdi enn sine konkurrenter, det vil si at selskapets netto driftsrentabilitet er høyere enn den gjennomsnittlige netto driftsrentabiliteten i bransjen (Barney, 2014, s. 18). Ifølge Barney (2014, s. 125) er et selskaps ressurser «alle eiendeler, evner, kompetanse, organisatoriske prosesser, attributter, informasjon, kunnskap og så videre som er kontrollert av selskapet, og som muliggjør implementering av strategier som forbedrer effektiviteten». For å identifisere ressurser som har potensial til å skape konkurransefortrinn for Grieg Seafood, har vi gjennomført en verdikjedeanalyse. Gjennom å studere Grieg Seafoods verdikjede og ressursene som knytter seg til denne, har vi funnet tre ressurser vi anser som viktige og som det vil være interessant å studere nærmere, jamfør kapittel 2.5. Ved hjelp av analyseverktøyet VRIO vil vi i dette delkapitlet analysere følgende ressurser; Grieg Seafoods lokasjonsvalg, både globalt og innad i Norge, graden av integrasjon i verdikjeden og deres uavhengige lokasjoner.

4.3.1 VRIO-analyse

VRIO er et analyseverktøy som brukes for å avgjøre det konkurransemessige potensialet til et selskaps ressurser. Ved å svare på fire spørsmål kan det trekkes slutninger om en ressurs gir opphav til en konkurransemessig fordel eller ulempe, og om ressursen representerer en styrke eller en svakhet for selskapet (Knudsen & Flåten, 2015, s. 133). De fire spørsmålene som utgjør VRIO-rammeverket er:

- Er ressursen verdifull?
- Er ressursen sjelden?
- Er ressursen vanskelig å imitere?
- Er ressursen effektivt organisert?

Lokasjonsvalg

Grieg Seafood driver lakseoppdrett både i Norge og i utlandet. Kortere avstand til viktige eksportmarkeder synes å være den største fordel med å ha oppdrettsaktiviteter fordelt på flere land. Plasseringen til Grieg Seafoods anlegg i British Columbia på vestkysten av Canada, gjør eksempelvis at Grieg Seafood kan tilby fersk fisk til de amerikanske, kanadiske og asiatiske markedene for en lavere transportkostnad enn konkurrentene fra Europa og Chile (Grieg Seafood, 2015b). Shetland forsyner først og fremst Storbritannia med oppdrettslaks, og har følgelig en foretrukket beliggenhet. Også innad i Norge har Grieg Seafood en gunstig plassering av sine anlegg. Rogaland er for eksempel den regionen i Norge som er nærmest Storbritannia og de europeiske markedene, og kan således levere den ferskeste fisken (Ocean Quality, 2015). Russland var det viktigste markedet for Grieg Seafoods anlegg i Finnmark inntil den russiske grensen ble stengt for matvarer fra Norge, EU og USA i 2014 (Grieg Seafood, 2015b). Denne regionen har i etterkant funnet et godt marked i det fjerne Østen, men vil naturligvis ved en eventuell fremtidig gjenåpning av grensen kunne nyte godt av sin plassering i Finnmark.

Fordeling av produksjonen på flere land er videre fordelaktig med tanke på handelspolitiske konflikter. Som kjent er Norge, EU og USA utestengt fra det russiske markedet. Norge har tidligere opplevd tilsvarende i Kina (Regjeringen, 2016b). Ved slike utestengelser vil man ved internasjonal produksjon fortsatt kunne levere fisk til vedkommende marked. Grieg Seafood kunne eksempelvis levere fisk til Kina i perioden 2010 til 2016 fra et av sine anlegg utenfor Norge (Grieg Seafood, 2016). Det er ikke usannsynlig at flere handelspolitiske konflikter kan oppstå i fremtiden. Selskaper med produksjon spredt utover flere land, vil i så tilfelle ha en mindre risiko enn selskaper som har hele sin produksjon konsentrert i ett område.

Den biologiske tilstanden har vist seg å være en sentral utfordring for selskaper med internasjonal produksjon. Algesituasjonen i Canada og på Shetland har for eksempel vært svært krevende for Grieg Seafood (Grieg Seafood, 2017a). Alger har i motsetning vært en mye mindre utfordring i norske sjøer de siste årene (Arff, Broch, Alver & Ellingsen, 2013). Det er likevel ikke utenkelig at noe tilsvarende vil kunne ramme Norge, for eksempel at et stort sykdomsutbrudd begynner å herje. I så tilfelle har Grieg Seafood fordel av å ha flere lokasjoner å lene seg på.

Basert på ovennevnte drøfting anses ressursen lokasjonsvalg å være en verdifull ressurs for Grieg Seafood. Kortere transportvei bidrar til å redusere selskapets kostnader. Grunnet et noe større omfang av biologiske utfordringer, er trolig kostnadene knyttet til håndtering av disse høyere for Grieg Seafood. Biologiske utfordringer utgjør imidlertid en betydelig kostnadspost også for selskaper med kun produksjon i Norge. Videre sikrer den internasjonale produksjonen at Grieg Seafood er bedre rustet for å svare på trusler i omgivelsene enn flere av sine konkurrenter.

Da Grieg Seafood ikke er det eneste selskapet med produksjon i Rogaland og Finnmark i Norge, samt utenlandsk produksjon, kan ikke ressursen anses som sjelden. Når det kommer til hvor vanskelig ressursen er å imitere, er konsesjonssystemet en sentral faktor. Både i Norge og i de andre oppdrettsnasjonene kreves det tillatelse for å kunne drive fiskeoppdrett (Marine Harvest, 2017a). I Norge er det Fiskeridirektoratet som deler ut konsesjonene, men som følge av miljø- og arealutfordringer i bransjen gjennomføres konsesjonsrundene sjeldent. Det er dessuten dyrt å kjøpe en ny konsesjon, noe som bidrar til å heve imitasjonsbarrieren ytterligere. Selv om det kan være kostbart, er det likevel mulig å kopiere ressursen gjennom oppkjøp av allerede eksisterende oppdrettsselskap både i Norge og utlandet. Dette har vært, og er fremdeles, svært vanlig. På bakgrunn av dette synes ressursen lokasjonsvalg å være imiterbar.

Historisk kan det stilles spørsmål ved om det konkurransemessige potensialet til ressursen lokasjonsvalg har vært utnyttet fullt ut, da Grieg Seafood har lidd store tap i utlandet, først og fremst grunnet biologiske utfordringer (Grieg Seafood, 2017a). Selv om selskapet fremdeles har utfordringer i utlandet, synes situasjonen å komme stadig mer under kontroll. Det gjennomføres mye forbedringsarbeid på anleggene, og det tas i bruk ny teknologi. Særlig i 2017 har sjøproduksjonen i de to regionene vært stabil, og kostnadsnivået har i tillegg sunket noe (Grieg Seafood, 2018a). Da lakseoppdrett er en tidkrevende prosess, vil de største resultatene først bli synlige i tiden fremover. På bakgrunn av dette anses ressursen lokasjonsvalg å i dag være tilnærmet effektivt organisert. Det at Grieg Seafood er organisert med en egen lokal ledelse for hver region, med fokusområde å gjøre sin region best mulig, trekker ytterligere i retning av at ressursen er å anse som effektivt organisert.

Oppsummert synes Grieg Seafoods lokasjonsvalg å gi selskapet konkurranseparitet. Ressursen skiller seg ikke nevneverdig fra standarden i bransjen, men representerer likevel en styrke for Grieg Seafood. Uten denne ressursen, eller dersom ressursens potensial ikke var tilfredsstillende utnyttet, ville Grieg Seafood hatt en konkurranseulempe sammenlignet med

sine konkurrenter, noe som har vært tilfellet historisk. Grunnet den tidkrevende produksjonsprosessen til oppdrettslaks vil ikke konkurransepariteten bli synlig før om noen år, noe som innebærer at konkurranseulempen vil videreføres på kort sikt til tross for at ressursen anses som tilnærmet effektivt organisert i dag.

Verdikjede og integrasjonsgrad

De fleste store oppdrettsselskapene kjennetegnes av å ha en stor grad av integrasjon i verdikjeden. Blant disse selskapene finner vi Grieg Seafood, som er integrert fra produksjon av stamfisk og smolt til slakting og salg av ferdig vare (Grieg Seafood, 2017a). Ved å ha en høy integrasjonsgrad reduseres antall leverandører selskapet er avhengig av. Dette innebærer også at det er færre aktører som skal ha en fortjeneste fra oppdrettsprosessen. En høy grad av integrasjon kan videre gi kunnskapsdeling mellom de ulike leddene i verdikjeden. Dette kan resultere i bedre løsninger som kan være både tids- og kostnadsbesparende. Videre vil det å være involvert i alle leddene i verdikjeden sikre at Grieg Seafood har full oversikt over kostnadene til selskapet i hele produksjonsprosessen. Dette gjør selskapet bedre i stand til å vite hvilke områder det må ha fokus på for å sikre bedre resultater i fremtiden.

Etter at Grieg Seafood som kjent solgte sitt videreforedlingsanlegg på Shetland i 2015, tilbyr ikke lenger selskapet videreforedlede produkter (Grieg Seafood, 2016). Som det fremgår av kapittel 2.1 er videreforedling en del av bearbeidingssteget i verdikjeden, og det er en type prosessering det er valgfritt å gjennomføre. De fremste konkurrentene til Grieg Seafood tilbyr fremdeles videreforedlede produkter, og har dermed et større produktspekter enn Grieg Seafood. Med et mindre produktutvalg mister man naturligvis enkelte kundegrupper. Hvis markedet skulle svikte for enkelte produkter har man også mer å lene seg på ved å ha et større produktspekter. På den annen side kan man ved å ha et for stort produktutvalg risikere å tilby produkter som viser seg å ikke være lønnsomme. Når man har færre produkter er det også lettere å bli spesialist på disse, og man har fordelene av å kunne spisse salgsstrategien og markedsføringen mot kun et fåtall produkter. Dessuten er det viktigste produktet for oppdrettsselskapene hel sløyd laks, som er det produktet Grieg Seafood satser på.

Grieg Seafoods verdikjede og integrasjonsgrad anses som en verdifull ressurs. Dette begrunnes i de kostnadsmessige fordelene som følger det å ha en helintegrert verdikjede. Det at Grieg Seafood ikke tilbyr videreforedlede produkter kan gi selskapet en konkurransemessig

ulempe. Når det gjelder hovedproduktet i oppdrettsnæringen stiller imidlertid Grieg Seafood likt med sine fremste konkurrenter.

Da alle aktørene i oppdrettsnæringen er integrert i minst ett ledd i verdikjeden, vil graden av integrasjon avgjøre hvorvidt ressursen er sjelden eller ikke. Som tidligere nevnt er Grieg Seafood integrert i alle leddene i verdikjeden, noe de fleste andre konkurrentene også er. Grieg Seafoods integrasjonsgrad er dermed ikke en sjelden ressurs. Det å inkludere egen fôrproduksjon i verdikjeden ville derimot kunne ført til at ressursen ble ansett som sjelden, da svært få er i besittelse av denne ressursen i dag.

Kapital er den største imitasjonsbarrieren for å skaffe seg samme grad av integrasjon i verdikjeden som Grieg Seafood. Graden av integrasjon kan nemlig økes enten ved å kjøpe allerede eksisterende virksomheter eller opprette egne. Selv om det er kostbart og tidkrevende, er det altså ikke umulig å imitere ressursen. Grieg Seafoods verdikjede og integrasjonsgrad anses således for å være imiterbar. Videre synes ressursen å være effektivt organisert. Dette kan blant annet begrunnes i Grieg Seafoods målrettede arbeid for å gjøre alle sine regioner selvforsynte med smolt, og slik gjøre verdikjeden komplett i alle regioner, noe de greide i 2015 (Grieg Seafood, 2016).

Oppsummert synes Grieg Seafoods verdikjede og integrasjonsgrad å gi selskapet konkurranseparitet, og således representerer ressursen en styrke for selskapet.

Uavhengige lokasjoner

Som det fremgår av kapittel 2.3 er alle Grieg Seafoods regioner selvforsynte og uavhengige av hverandre. Dette innebærer at hele verdikjeden er dekket i hver region. Kortere reisevei mellom de ulike leddene i verdikjeden sikrer Grieg Seafood lavere transportkostnader. Mindre transport er også gunstig for miljøet. Sporbarheten gjennom hele verdikjeden øker som følge av at all fisk som produseres i ett område, slaktes og pakkes i det samme området. Det kan videre tenkes at enkelte kundegruppers betalingsvilje øker på bakgrunn av at fisken er mer kortreist, ved at fisken for eksempel ikke er sendt rundt om i Europa for prosessering før den sendes til det endelige markedet. Til tross for at Grieg Seafood muligens går glipp av enkelte stordriftsfordeler ved å ikke satse på store prosesseringsanlegg i mer lavkostland, anses ressursen uavhengige lokasjoner å være verdifull for Grieg Seafood.

Ser vi på hele oppdrettsnæringen finner vi flere aktører som har hele sin produksjonsprosess tillagt ett bestemt geografisk område. Det er imidlertid ofte de litt mindre aktørene som bare har produksjon på ett sted, eller aktører som ikke er integrert i hele verdikjeden. Blant aktørene som har produksjonen sin spredt slik som Grieg Seafood, både innenlands og i utlandet, er det heller få aktører som har selvforsynte og uavhengige lokasjoner. Dersom størrelse og geografisk spredning legges til grunn som kriterium, anses Grieg Seafoods uavhengige lokasjoner å være en sjelden ressurs.

For å skaffe selvforsynte og uavhengige lokasjoner er det største imitasjonshinderet kapital. Enten må allerede eksisterende virksomheter kjøpes opp, eller så må det opprettes egne virksomheter på foretrukne steder. Grieg Seafoods uavhengige lokasjoner synes på bakgrunn av dette å være imiterbare, det kan likevel være tids- og kostnadskrevende å komme i besittelse av ressursen. Videre anses ressursen å være effektivt organisert. Dette kan, i likhet med de foregående ressursene, begrunnes i Grieg Seafoods organisering med egen lokal ledelse, samt det at Grieg Seafood har jobbet målrettet for å gjøre alle sine regioner selvforsynte.

Oppsummert synes Grieg Seafoods uavhengige lokasjoner å gi selskapet et potensielt midlertidig konkurransefortrinn. Dette skyldes at ressursen enn så lenge anses som sjelden. Videre kan ressursen bli sett på som en styrke og en særegen kompetanse for selskapet. Det må likevel påpekes at også alternativet, da hovedsakelig det å ha lokasjoner med felles prosessering i store anlegg, kan være kostnadsbesparende og danne grunnlag for et mulig konkurransefortrinn.

4.3.2 Oppsummering av den interne ressursorienterte analysen

Resultatene fra VRIO-analysen oppsummeres i tabell 4-2 under. Vi har i analysen funnet at Grieg Seafood besitter flere verdifulle ressurser som blir utnyttet på en effektiv og godt organisert måte, med unntak av selskapets lokasjonsvalg som historisk ikke synes å ha vært effektivt organisert. Alle tre ressursene som ble analysert er mulige å imitere for konkurrentene, og kan dermed ikke utgjøre varige konkurransefortrinn. Ressursene lokasjonsvalg og integrasjonsgrad i verdikjeden anses ikke som sjeldne i bransjen, og disse ressursene kan dermed kun skape konkurranseparitet for Grieg Seafood. Ressursen uavhengige lokasjoner synes til en viss grad å være sjelden, og kan dermed potensielt gi selskapet et marginalt midlertidig konkurransefortrinn. Følgelig utgjør ressursen

lokasjonsvalg en svakhet for selskapet, mens de to resterende ressursene representerer styrker for selskapet. De uavhengige lokasjonene kan i tillegg tenkes å gi selskapet særegen kompetanse.

Basert på resultatene fra VRIO-analysen kan vi slå fast at Grieg Seafood ikke har en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen, og således heller ikke noen store konkurransefortrinn. Historisk synes Grieg Seafood å ha hatt en konkurranseulempe skapt av selskapets utenlandske lokasjoner, som grunnet store biologiske utfordringer har vært belastende for selskapet. Selv om ressursen anses som tilnærmet effektivt organisert i dag, jamfør drøftingen i kapittel 4.3.1, vil denne konklusjonen, på grunn av den tidkrevende produksjonsprosessen til oppdrettslaks, først kunne rettfærdiggjøres en gang i fremtiden. På kort sikt vil følgelig Grieg Seafood fortsatt kunne kjenne på å ha en konkurranseulempe tilknyttet sine utenlandske lokasjoner. I oppsummeringen av den interne ressursorienterte analysen i tabell 4-2 settes således ressursen lokasjonsvalg som ikke effektivt organisert, til tross for at ressursen i dag anses som tilnærmet effektivt organisert. Samlet betyr dette at Grieg Seafood har en ressursulempe relativt til bransjen. Ressursulempen forventes imidlertid å gå mot null ettersom resultatene fra tiltakene selskapet har innført i sine utenlandske regioner begynner å vise.

	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Effektivt organisert?	RESULTAT
Lokasjonsvalg	JA	NEI	NEI	NEI	Konkurranseulempe
Verdikjede og integrasjonsgrad	JA	NEI	NEI	JA	Konkurranseparitet
Uavhengige lokasjoner	JA	JA	NEI	JA	Potensielt midlertidig konkurransefortrinn
TOTALT	JA	NEI	NEI	NEI	ndr < ndr_B

Tabell 4-2: Oppsummering av den interne ressursorienterte analysen ved bruk av analyseverktøyet VRIO

4.4 Oppsummering - strategisk fordel

Etter å ha gjennomført den kvalitative strategiske analysen kan vi estimere om Grieg Seafood besitter en historisk strategisk fordel, samt den fremtidige utviklingen til en eventuell fordel. Slik det fremkom under presentasjonen av rammeverket i delkapittel 4.1 er den strategiske

fordelen en funksjon av en bransjefordel og en ressursfordel. Følgelig vurderer vi den historiske og fremtidige bransjefordelen og ressursfordelen til Grieg Seafood separat før vi til slutt konkluderer med om det foreligger en strategisk fordel. I kapittel 8 vil det bli presentert en strategisk rentabilitetsanalyse hvor den strategiske fordelene estimeres kvantitativt. Videre i dette delkapitlet vil vi benytte en SWOT-analyse for å analysere den strategiske risikoen, før vi avslutningsvis vurderer de strategiske vekstmulighetene til den norske oppdrettsbransjen og Grieg Seafood.

4.4.1 Strategisk fordel

Bransjefordel

Makroanalysen gjennomført ved hjelp av PESTEL-rammeverket avdekket at den norske oppdrettsbransjen er svært lønnsom. Det fremgår av analysen at konsesjonssystemet i stor grad har en innvirkning på lønnsomheten ved at det begrenser produksjonskapasiteten og antall aktører i bransjen. Sammen med en høy global etterspørsel etter laks har produksjonsbegrensningene bidratt til høye laksepriser de senere årene. Bransjeanalysen signaliserte også en lønnsom og attraktiv bransje da trusselnivået fra de fleste konkurransekraftene ble vurdert til moderat. Attraktiviteten skyldes i hovedsak store etableringsbarrierer som konsesjonssystemet og et høyt kapitalbehov. I tillegg ser man at konsolideringstrenden i den norske oppdrettsbransjen har medført at det er få aktører av ulik størrelse, noe som svekker den interne rivaliseringen i bransjen. Oppsummert foreligger det dermed en stor historisk bransjefordel.

Vi antar at de gode tidene med høy etterspørsel og laksepris vil vedvare på kort sikt. Dette hovedsakelig på grunn av at produksjonsvolumet ikke kan endres nevneverdig på kort sikt, slik at prisene presses opp, jmfør kapittel 2.1.3. I tillegg vil det nye reguleringsystemet for lakseoppdrett, trafikklyssystemet, igangsettes med full virkning fra 2019. Følgelig kan det bli vanskeligere for nye aktører å etablere seg i markedet grunnet innskrenkninger i konsesjonsutdelingene, noe som vil medføre økte etableringsbarrierer. Videre forventes det at de høye produksjonskostnadene tilknyttet biologiske utfordringer, som for eksempel lakselus, vil fortsette å øke på kort sikt. Kostnadsøkningen vil likevel ikke overskygge lønnsomheten fra konkurransesituasjonen. Oppsummert vil dermed bransjefordelen også være stor på kort sikt.

På mellomlang sikt antar vi at den pågående teknologiske innovasjonen i oppdrettsbransjen vil gi resultater i form av redusert biologisk risiko og større produksjonskapasitet. Økt tilbud av laks som følge av en større produksjonskapasitet vil isolert sett trekke ned lakseprisen dersom etterspørselen forblir uendret. Det forventes imidlertid en økende etterspørsel etter laks grunnet en vekst i middelklassen til fremvoksende markeder, jmfør kapittel 2.2.2. Til tross for en forventet etterspørselsvekst anslås det at lakseprisen vil tendere mot et mer historisk nivå grunnet en større grad av likevekt mellom tilbud og etterspørsel. Videre forventes det at den teknologiske innovasjonen også senker etableringsbarrierene, hvilket reduserer bransjefordelen noe. Oppsummert settes bransjefordelen til moderat på mellomlang sikt, og bransjen forblir lønnsom.

På lang sikt forventes det at utviklingen av landbasert lakseoppdrett og oppdrett til havs vil utgjøre en stor trussel for tradisjonell oppdrett slik at konkurransen øker og etableringsbarrierene minker. Dette vil føre til at lønnsomheten og attraktiviteten til bransjen reduseres, og således også bransjefordelen. Grunnet en vedvarende høy kapitalintensitet i bransjen, og et konsesjonssystem som regulerer etablering og produksjon, vil bransjefordelen likevel ikke reduseres til et nullnivå. I tillegg vil lønnsomhetspotensialet i bransjen opprettholdes grunnet den forventede befolkningsveksten som vil medføre et økt behov for en bærekraftig matproduksjon, jmfør kapittel 2.2.2 og 4.2.1. Videre forventes det at de biologiske utfordringene knyttet til lakselus løses ved teknologisk innovasjon. Oppsummert vil altså bransjefordelen på lang sikt bli mindre, men den vil ikke reduseres til et nullnivå.

Ressursfordel

Den interne ressursorienterte analysen avdekket at Grieg Seafood ikke har noen store ressursfordeler. Selskapets uavhengige lokasjoner, som først og fremst bidrar til lavere transportkostnader, kan utgjøre et potensielt midlertidig konkurransefortrinn. De konkurransemessige fordelene tilknyttet denne ressursen blir derimot i stor grad nøytralisert av at det også er kostnadsbesparende å gjennomføre prosesseringen i store anlegg i mer lavkostland. Som det fremgår av kapittel 2.5 er Grieg Seafood en av få aktører i vårt komparative utvalg med internasjonal produksjon. Historisk har derimot Grieg Seafood ikke klart å utnytte denne ressursen optimalt, da de utenlandske regionene har vært belastende for selskapet. På bakgrunn av dette synes derfor Grieg Seafood å ha hatt en historisk ressursulempe.

Vi forventer at de positive resultatene fra tiltakene Grieg Seafood har gjennomført for å forbedre situasjonen i utlandet, vil bli klart tydeligere i tiden fremover. En risikofaktor på kort og mellomlang sikt er derimot om etterspørselen i markedet endrer seg. Grieg Seafood vil ha en ulempe dersom markedet tenderer mot å etterspørre mer videreforedlede produkter. På den annen side vil økt etterspørsel etter videreforedlede produkter føre til et oppsving for de rene videreforedlerne som er avhengige av å kjøpe ubehandlet laks, noe som taler for at markedet for hel ubehandlet laks vil forbli et lønnsomt marked. På kort sikt forventer vi en marginal ressursulempe for Grieg Seafood ettersom situasjonen i utlandet stadig blir bedre. Således forventer vi på mellomlang sikt at selskapets ressursfordel vil være i tilnærmet likevekt med bransjen.

På lang sikt forventer vi at situasjonen i utlandet er helt stabilisert. Dette vil trolig kunne gi Grieg Seafood en fordel, likevel ser vi en trend i dag at stadig flere aktører skaffer seg internasjonal produksjon. Det kan likevel tenkes at Grieg Seafood vil besitte en marginal førstetrekksfordel. Videre forventer vi at eventuelle endringer i etterspørselen vil dreie tilbake, slik at hel laks vil være hovedproduktet i markedet på lang sikt. Selv om Grieg Seafood innehar både sterke og svake sider, synes ingen å være så dominerende at de vil gi utslag i en ressursfordel eller ressursulempe fremover i tid. På lang sikt vil altså Grieg Seafoods ressursfordel forbli i likevekt med bransjen

Konklusjon

Ut ifra den strategiske analysen anses Grieg Seafood å ha en stor strategisk fordel, hovedsakelig på grunn av en lønnsom og attraktiv bransje. Det forventes at den store fordel vil vedvare på kort sikt da det tar tid før endringer i bransjen gir resultater og påvirker konkurransesituasjonen. På lang sikt forventes det at fordelene reduseres til et lavere nivå på grunn av større produksjonskapasitet, ny teknologi og konkurranse fra land- og havbasert lakseoppdrett.

	Historisk	Kort sikt	Mellomlang sikt	Lang sikt
Bransjefordel	Stor fordel	Stor fordel	Moderat fordel	Mindre fordel
Ressursfordel	Ulempe	Marginal ulempe	Likevekt	Likevekt
Strategisk fordel	Stor fordel	Stor fordel	Moderat fordel	Mindre fordel

Tabell 4-3: Oppsummering av den strategiske fordelene til Grieg Seafood

4.4.2 Strategisk risiko - SWOT

Hovedpunktene fra den strategiske analysen kan også oppsummeres ved hjelp av en SWOT-analyse, som er et hjelpemiddel for å identifisere et selskaps styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T). SWOT-analysen gir videre en innsikt i den strategiske risikoen til Grieg Seafood. Den eksterne bransjeorienterte analysen danner grunnlaget for å kartlegge eventuelle muligheter og trusler, mens den interne ressursorienterte analysen identifiserer eventuelle styrker og svakheter (Barney, 2014, s. 10). Videre vil SWOT- analysen også utgjøre en del av grunnlaget ved fastsettelsen av syntetisk rating for Grieg Seafood og bransjen i kapittel 6.3.

Figur 4-6 viser en oversikt over de forholdene som anses å være av størst betydning for Grieg Seafood. I delkapittel 4.2 ble det avdekket at den norske oppdrettsbransjen er lønnsom og attraktiv, noe som delvis er takket være høye inngangsbarrierer og gode utsikter til fremtidig vekst. Det vil likevel være knyttet en betydelig strategisk risiko til det faktum at oppdrettsbransjen er syklisk og eksponeres for svært volatile laksepriser. Videre vil også utviklingen av landbasert lakseoppdrett kunne medføre en potensiell fremtidig risiko for bransjen.

Internasjonal produksjon og gunstige lokasjoner i Norge sikrer Grieg Seafood kortere vei til viktige eksportmarkeder. Selskapets uavhengige lokasjoner bidrar videre til mindre transportkostnader og økt sporbarhet gjennom hele produksjonsprosessen. Grieg Seafood har derimot, i likhet med andre oppdrettsselskap, slitt med biologiske utfordringer, spesielt i sine utenlandske regioner. Håndtering av biologiske utfordringer utgjør en vesentlig kostnad for oppdrettsselskapene, og det knytter seg dermed en betydelig strategisk risiko til de biologiske utfordringene. Videre er Grieg Seafood avhengig av at ubehandlet laks forblir en etterspurt vare også i fremtiden, da hele selskapets virksomhet er konsentrert rundt dette produktet.



Figur 4-6: Oppsummering av den strategiske analysen gjennom SWOT

4.4.3 Strategisk vekst

I det følgende vil det bli redegjort for de fremtidige vekstmulighetene til den norske oppdrettsbransjen og Grieg Seafood. Videre vil dette bli benyttet ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9.

Den norske oppdrettsbransjen har hatt en enorm vekst siden oppstarten i 1970-årene. Bransjen hadde en produksjonsvekst på omtrent ti prosent hvert år i en 20-årsperiode frem til 2013. Grunnet biologiske utfordringer har veksten stagnert de senere årene, og den gikk i 2016 ned til fem prosent (Norsk industri, 2016). Den fremtidige veksten i oppdrettsbransjen er et resultat av flere faktorer, hvor produksjonsvolum, offentlige reguleringer, miljøutfordringer og teknologisk innovasjon står sentralt. Trafikklyssystemet som trer i kraft med full virkning fra 2019 vil i stor grad regulere vekstmulighetene til norske oppdrettsselskaper og bransjen som helhet, da produksjonsområder med store lakselusproblemer kan risikere å måtte nedjustere kapasiteten. Det kan også ventes at det vil bli tildelt få ordinære oppdrettstillatelser fra myndighetenes side før de biologiske utfordringen er under kontroll, hvilket også demper den fremtidige veksten. Grunnet bransjens utfordringer forventes det at den årlige veksten i bransjen reduseres fra fem prosent til tre prosent frem til 2020 (Marine Harvest, 2017a).

Den langsiktige veksten til oppdrettsbransjen ser lovende ut. Slik det ble presentert i kapittel 2.2 forventes det at jordens befolkning vil passere ni milliarder i 2050, hvilket vil medføre et økt matbehov. Her vil lakseoppdrett som nevnt stå sentralt da det vil være en mer miljøvennlig og bærekraftig proteinkilde for fremtidens befolkningsvekst. Norske myndigheter har som mål at Norge skal være den fremste sjømatnasjonen i verden i 2050, og har av den grunn en målsetting om at lakseproduksjonen skal femdobles fra 2010 til 2050 (Norsk industri, 2016). Det vil imidlertid være helt avgjørende med utvikling av ny teknologi for å sikre en slik langsiktig vekst i oppdrettsbransjen, da næringen ikke kan vokse før miljøutfordringene knyttet til lakselus, rømming og utslipp av næringsalter er løst.

Grieg Seafoods gunstige lokasjoner, både i Norge og i utlandet, er den ressursen med størst potensial for å gi strategisk vekst for selskapet. I alle Grieg Seafoods lokasjoner er det mye ubenyttet kapasitet, som naturligvis kan gi selskapet stor vekst i fremtiden. Konsernet har også som kjent en offensiv vekststrategi, som går ut på at selskapet skal vokse ti prosent hvert år frem til 2020 (Grieg Seafood, 2017a). For å få til en best mulig utnyttelse av sine lokasjoner, samt for å kunne oppnå vekstmålet selskapet har satt seg, er Grieg Seafood avhengig av at miljøproblemene i bransjen løses. Selv om de biologiske utfordringene kan være mindre problematiske i enkelte perioder, kreves det en løsning på problemene for å sikre langsiktig vekst. I likhet med flere andre store oppdrettsaktører investerer Grieg Seafood store summer i forskning og teknologi som søker å løse miljøutfordringene (Grieg Seafood, 2017a). Nye digitale systemer for overvåking av alger og oksygenivået i sjøen, utvikling fra medikamentell til mekanisk behandling av lus, samt reduksjon av smoltsyklusen, noe som forkorter fiskens totale opphold i sjøen, er eksempler på tiltak som Grieg Seafood har innført for å redusere den biologiske trusselen (Grieg Seafood, 2018a).

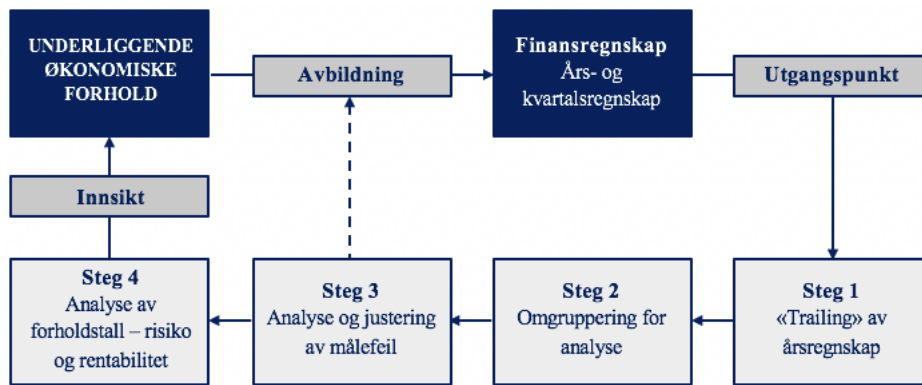
5. Regnskapsanalyse

Ifølge Palepu, Healy & Peek (2013, s. 14) er regnskapsanalyse en kvantitativ analyse av underliggende økonomiske forhold i et selskap. Ved å analysere de rapporterte regnskapstallene til Grieg Seafood søker vi å få innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold, både i forhold til risiko og rentabilitet. Da fokuset i denne utredelsen er på kapitalinnskytterne, vil vi i det følgende gjennomføre en kreditororientert- og en investororientert regnskapsanalyse. Innsikten vi opparbeider oss gjennom regnskapsanalysen vil videre danne grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9.

Kapitlet tar først for seg rammeverket for regnskapsanalyse, etterfulgt av en gjennomgang av våre forberedelser til regnskapsanalysen. Videre presenteres Grieg Seafoods rapporterte regnskapstall for analyseperioden. De rapporterte tallene omgrupperes deretter for analyseformål, og vi gjennomfører en analyse og justering av målefeil. Avslutningsvis presenteres rammeverket for forholdstallsanalyse.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

For å gjennomføre regnskapsanalysen vil vi ta i bruk rammeverket for regnskapsanalyse presentert av Knivsflå (2018e), hvilket bygger på teori av Penman (2013) og Palepu, Healy & Peek (2013). Utgangspunktet og grunnlaget for regnskapsanalysen vil være finansregnskapet. De videre stegene er trailing av årsregnskapet, omgruppering av resultatregnskapet og balansen, analyse og justering av målefeil, og til slutt analyse av forholdstall, herunder risiko og rentabilitet. Da vi skal finne aksjeverdien til Grieg Seafood per 31.12.2017 og informasjon om hele regnskapsåret 2017 er tilgjengelig, vil trailing av årsregnskapet ikke være nødvendig å gjennomføre.



Figur 5-1: Rammeverk for strategisk regnskapsanalyse (fritt etter Knivsflå, 2018e). Stegene 1 til 4 skal bidra til å gi innsikt i Grieg Seafoods underliggende økonomiske forhold

5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse

Før vi kan starte på selve regnskapsanalysen må vi ta noen praktiske valg, herunder valg av analysenivå, analyseperiode og komparative selskap.

5.2.1 Valg av analysenivå

Det er flere faktorer som påvirker om en virksomhet bør analyseres samlet som én enhet, eller om ulike segmenter bør analyseres hver for seg. Antall forretningsområder, forskjellen mellom forretningsområdene og tilgangen på regnskapsinformasjon er eksempler på slike faktorer. Ved analyse av et selskap som har flere svært ulike forretningsområder anbefales det å analysere forretningsområdene separat (Kaldestad & Møller, 2016, s. 85). Grieg Seafood opererer som kjent innenfor en rekke ulike virksomhetsområder, alt fra produksjon av stamfisk, smolt og matfisk, til slaktning, salg og distribusjon. Selv om aktivitetene knyttet til de ulike virksomhetsområdene er forskjellige i utførelsen, henger aktivitetene tett sammen, og alle er en del av Grieg Seafoods vertikalt integrerte verdikjede. Det betyr at aktivitetene er gjensidig avhengige av hverandre, noe som taler for at det vil være mest naturlig å analysere Grieg Seafood som én enhet. Mangelfull regnskapsinformasjon om de ulike segmentene trekker ytterligere i retning av at Grieg Seafood bør analyseres samlet.

Videre må det avgjøres om det er konsernregnskapet eller morselskapets selskapsregnskap som skal analyseres. I selskapsregnskapet regnskapsføres investeringer i datterselskap som en egen post i resultatregnskapet og balansen, mens i konsernregnskapet blir mor og datter rapportert som ett selskap (Picker et al., 2016, s. 574). Da konsernregnskapet gir et bedre bilde

av omfanget til virksomheten, velger vi å nytte Grieg Seafoods konsernregnskap i regnskapsanalysen.

5.2.2 Valg av analyseperiode

Valg av analyseperiode avhenger av hvor stabil virksomheten har vært over tid. Med det menes om virksomheten har drevet med det samme over tid, eller om virksomheten har endret seg, eksempelvis som følge av oppkjøp av nye forretningsområder (Knivsflå, 2018e). Grieg Seafood har opp gjennom tidene vært gjennom store endringer. Både gjennom oppkjøp av allerede eksisterende virksomheter og ved opprettelse av egne, har Grieg Seafood ekspandert inn i nye forretningsområder. Tilegnelse av nye konsesjoner har også bidratt til å skape endringer i hvordan Grieg Seafood driver sin virksomhet. På bakgrunn av dette tenderer Grieg Seafood mot å være en mer labil virksomhet, noe som taler for at analyseperioden bør være kort, da eldre regnskapsinformasjon ikke er like relevant. Grieg Seafood opererer på den annen side i en bransje som kan karakteriseres som syklisk, hovedsakelig grunnet sin følsomhet overfor endringer i lakseprisen, jamfør kapittel 2 og 4. Risikoen ved å sette en for kort analyseperiode for Grieg Seafoods regnskapsanalyse er dermed at bare en oppgangs- eller nedgangskonjunktur inkluderes i analysen. Konsekvensene av dette er at næringens framtidsutsikter enten over- eller undervurderes. Med denne informasjonen til grunn velger vi å gjennomføre regnskapsanalysen med en analyseperiode på seks år, det vil si fra 2012 til 2017. Vi vil også inkludere 2011, slik at vi kan beregne endringer i forholdstall for 2012.

5.2.3 Valg av komparative selskap

For å kunne vurdere lønnsomheten og prestasjonene til et enkelt selskap vil det være nødvendig med en målestokk, i den videre regnskapsanalysen vil bransjeutvalget utgjøre målestokken til Grieg Seafood. Ved valg av sammenlignbare selskaper satte vi krav til hovedkontor i Norge, notering på Oslo Børs og laks som kjernevirksomhet, jamfør kapittel 2.4. Vi kom frem til at bransjen besto av følgende selskaper; Marine Harvest, Lerøy, SalMar og Norway Royal Salmon. Siden vi er opptatt av å sammenligne med bransjegenomsnittet, inkluderes også Grieg Seafood i bransjen. Dette vil trolig ikke være problematisk, da Grieg Seafood utgjør en såpass liten andel av markedet. Av den valgte bransjen har Grieg Seafood hatt en markedsandel på mellom 5,9 og 9,2 prosent de siste seks årene, jamfør kapittel 2.3.5.

Det kan diskuteres om det er riktig avgjørelse å inkludere Marine Harvest i sammenligningsgrunnlaget. De siste seks årene har Marine Harvest hatt en markedsandel i den valgte bransjen på mellom 46,3 og 49,3 prosent, jamfør kapittel 2.4.1. Bransjegjennomsnittet vil altså være sterkt preget av Marine Harvest, noe som kan tale for å ekskludere selskapet fra bransjen. Å utelate Marine Harvest vil på den annen side bidra til å gi et feilaktig bilde av bransjen, da selskapet er såpass dominerende. Vi velger derfor å inkludere Marine Harvest i sammenligningsgrunnlaget.

5.3 Presentasjon av resultat og balanse

I det følgende presenteres resultatregnskapet, balansen og endringen i egenkapitalen til Grieg Seafood over analyseperioden. Tallene er hentet fra selskapets årsrapporter. Oppstillingene i tabell 5-1, 5-2 og 5-3 følger oppstillingsplanen i IAS 1, men er klargjort for regnskapsanalyse ved at det skilles mellom drift- og finansposter, samt normale og unormale poster.

Resultatregnskap for Grieg Seafood, 2011-2017:

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Salgsinntekter	2 046 991	2 050 065	2 404 215	4 099 543	4 608 667	6 545 187	7 017 456
+ Andre inntekter	16 568	28 217	20 827	2 819	44 921	41 019	21 771
= Sum driftsinntekter	2 063 559	2 078 282	2 425 042	4 102 362	4 653 588	6 586 206	7 039 227
- Varekostnader	856 577	1 110 784	893 042	2 198 901	2 634 400	3 098 745	3 600 754
- Lønns- og personalkostnader	238 382	276 103	302 223	359 529	409 432	483 473	482 827
- Andre driftskostnader	603 585	642 374	675 156	1 028 434	1 235 695	1 491 867	1 724 604
- Avskrivninger	140 206	161 345	136 037	140 717	167 374	180 388	201 132
= Driftsresultat før unormale kostnader	224 809	-112 324	418 584	374 781	206 687	1 331 733	1 029 910
- Nedskrivning av varige driftsmidler	0	0	0	0	46 195	-6 472	0
+ Verdivurdering knyttet til biologiske eiendeler	-395 180	98 063	267 450	-123 737	33 209	515 741	-91 463
- Spesielle hendelser	33 100	91 530	75 936	94 378	104 526	188 414	123 446
- Andre unormale driftskostnader (netto)	-201	53	0	4 693	16 623	-17 386	1 514
= Driftsresultat	-203 270	-105 844	610 098	151 973	72 552	1 682 918	813 487
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper - normalt	38 869	11 831	7 889	6 441	10 136	569	-550
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper - unormalt	0	0	0	63 815	1 405	12 083	0
+ Finansinntekt - normal	3 055	2 209	2 686	9 965	5 002	11 129	16 563
- Finanskostnad - normal	54 022	100 916	98 172	95 114	125 928	83 849	54 601
+ Unormalt finansresultat	20 145	-9 640	22 430	34 873	27 624	-62 014	23 583
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	-195 223	-202 360	544 931	171 953	-9 209	1 560 836	798 482
- Skattekostnad - normal	-71 554	-56 333	111 905	28 728	-12 517	348 983	190 424
- Skattekostnad - unormal	-510	1 163	2 040	-1 168	-1 057	-10 478	7 157
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	-123 159	-147 190	430 986	144 393	4 365	1 222 331	600 901
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
- Netto minoritetsresultat - normalt	0	0	0	5 588	10 992	36 299	30 362
- Netto minoritetsresultat - unormalt	0	0	0	0	0	0	0
= Årsresultat til majoriteten	-123 159	-147 190	430 986	138 805	-6 627	1 186 032	570 539
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-1 059	-29 735	44 313	94 706	46 868	-76 913	25 088
+ Andre finansielle resultatelement	678	5	28	26	31	19	-295
= Totalresultat til majoriteten	-123 540	-176 920	475 327	233 537	40 272	1 109 138	595 332
→ Foreslått utbytte	0	0	0	55 000	0	331 000	221 000

Tabell 5-1: Resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017. Avvik kan forekomme grunnet forkorting. (Tall hentet fra Grieg Seafoods årsrapporter)

Balanseoppstilling for Grieg Seafood, 2011-2017:

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Immaterielle eiendeler	1 097 587	1 085 648	1 105 921	1 188 589	1 231 295	1 186 815	1 199 548
+ Varige driftsmidler	1 126 699	1 141 317	1 204 207	1 424 952	1 534 770	1 510 379	1 871 804
+ Investeringer i tilknyttede selskaper	37 387	49 229	41 190	22 379	25 947	0	9 450
+ Langsiktige finansielle fordringer	1 307	1 073	1 275	67	2 667	4 167	167
+ Langsiktige finansielle investeringer	1 307	1 337	1 392	1 518	1 426	1 445	1 150
= Anleggsmidler	2 264 287	2 278 604	2 353 985	2 637 505	2 796 105	2 702 806	3 082 119
Varelager og biologiske eiendeler	1 472 289	1 375 834	1 840 347	1 935 113	2 019 982	2 548 789	2 790 614
+ Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	289 441	175 956	232 347	597 481	727 671	1 012 831	1 008 166
+ Kontanter og kontantekvivalenter	152 622	239 885	163 913	181 498	392 020	503 613	271 715
= Omløpsmidler	1 914 352	1 791 675	2 236 607	2 714 092	3 139 673	4 065 233	4 070 495
→ SUM EIENDELER	4 178 639	4 070 279	4 590 592	5 351 597	5 935 778	6 768 039	7 152 614
Egenkapital, majoritet	1 690 150	1 513 230	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	19 357	30 349	56 270	43 541
= Egenkapital konsernet	1 690 150	1 513 230	1 988 557	2 241 451	2 237 511	3 206 951	3 347 905
Avsetning for krav	488 453	437 158	557 960	562 852	543 538	686 044	730 537
+ Annen langsiktig rentefri gjeld	20 988	24 801	24 056	23 640	21 425	15 963	15 353
+ Langsiktig rentebærende gjeld	772 355	1 107 193	1 020 897	1 195 258	1 791 229	1 230 326	1 393 587
= Langsiktig gjeld	1 281 796	1 569 152	1 602 913	1 781 750	2 356 192	1 932 333	2 139 477
Kortsiktig rentefri gjeld	382 049	333 626	416 914	591 941	840 911	960 613	1 007 033
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	824 645	654 272	582 209	736 455	501 161	668 141	658 202
= Kortsiktig gjeld	1 206 694	987 898	999 123	1 328 396	1 342 072	1 628 754	1 665 235
→ SUM EGENKAPITAL OG GJELD	4 178 640	4 070 280	4 590 593	5 351 597	5 935 775	6 768 038	7 152 617

Tabell 5-2: Balanseoppstilling for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017. Avvik kan forekomme grunnet forkorting. (Tall hentet fra Grieg Seafoods årsrapporter)

Endring i egenkapital for Grieg Seafood, 2011-2017:

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapital 01.01. (majoritet)	1 982 405	1 690 150	1 513 230	1 988 014	2 222 094	2 207 162	3 150 681
+ Totalresultat	-123 540	-176 920	475 327	233 537	40 272	1 109 138	595 332
- Betalt utbytte	150 744	0	0	0	55 204	165 619	441 649
+ Netto kapitalinnskudd	-17 971	0	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	543	0	0	0
+ Finansielt dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0
= Egenkapital 31.12. (majoritet)	1 690 150	1 513 230	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364

Tabell 5-3: Endring i egenkapitalen til Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017 (tall hentet fra Grieg Seafoods årsrapporter)

5.3.1 Viktige hendelser i analyseperioden

En hendelse i analyseperioden vi mener det er naturlig å trekke frem er konsolideringen av salgsselskapet Ocean Quality. Fra og med 2015 har Ocean Quality vært fullt ut konsolidert som et datterselskap til Grieg Seafood, jamfør kapittel 2.3.5. Dette har følgelig endret den regnskapsmessige behandlingen av konsernets investering i salgsselskapet. Frem til konsolideringen ble investeringen i Ocean Quality regnskapsført etter egenkapitalmetoden i

Grieg Seafoods konsernregnskap (Grieg Seafood, 2015b). For å få sammenlignbare tall med 2015 ble regnskapstallene for 2014 omarbeidet i årsrapporten for 2015. I oppstillingene over er dermed investeringen i Ocean Quality regnskapsført etter egenkapitalmetoden i årene 2011 til 2013, mens i årene 2014 til 2017 regnskapsføres Ocean Quality som et datterselskap.

5.4 Omgruppering

Dette delkapitlet tar for seg omgrupperingen av resultatregnskapet og balansen til Grieg Seafood. Formålet med omgrupperingen er å skreddersy regnskapsoppstillingene for bruk i den videre analysen (Penman, 2013, s. 292). Som kjent ønsker vi å gjennomføre både en kreditororientert og investororientert regnskapsanalyse. Da oppstillingsplanene etter IFRS er mest kreditororienterte, vil vi gjennom omgrupperingen gjøre slik at oppstillingene også egner seg til investororientert analyse (Penman, 2013, s. 235).

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Ifølge Penman (2013, s. 310) kan omgrupperingen av resultatregnskapet gjøres gjennom fire steg. Først må det fullstendige nettoresultatet identifiseres. Deretter fordeles det fullstendige nettoresultatet slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt. Videre identifiseres normale og unormale poster knyttet til drift, finans og skatt, før skattekostnaden til slutt fordeles på alle resultatene.

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen, det vil si majoritetens andel av resultatet, finnes ved å summere det rapporterte årsresultatet til majoritetseierne, annet fullstendig resultat og eventuell dirty surplus. Da Grieg Seafood fører regnskap etter IFRS, kan både majoritetseierne andel av årsresultatet og andre resultatelement hentes direkte ut fra henholdsvis konsernets resultatregnskap og totalresultatoppstilling. Dirty surplus er det som oppstår når det har vært brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Siden IFRS opererer med annet fullstendig resultat, skal selskaper som rapporterer etter IFRS i utgangspunktet ha en dirty surplus lik null. Det finnes likevel noen unntak, og enkelte inntekter og kostnader, eksempelvis emisjonskostnader, diverse justeringer

og prinsippendringer, føres direkte mot egenkapitalen også etter IFRS (Penman, 2013, s. 265). Det fullstendige nettoresultatet til Grieg Seafood identifiseres i tabell 5-4 under.

<i>Tall i 1000 NOK</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Årsresultat (majoritet)	-123 159	-147 190	430 986	138 805	-6 627	1 186 032	570 539
+ Annet fullstendig resultat	-381	-29 730	44 341	94 732	46 899	-76 894	24 793
= Rapportert totalresultat	-123 540	-176 920	475 327	233 537	40 272	1 109 138	595 332
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	543	0	0	0
+ Finansielt dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til EK	-123 540	-176 920	475 327	234 080	40 272	1 109 138	595 332

Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Å fordele det fullstendige nettoresultatet går ut på at alle kapitaler i balansen får tildelt sitt resultat før skatt. Formålet med dette steget er å identifisere kildene til resultatet, nemlig driftsresultat og finansinntekter, og videre synliggjøre hvordan resultatet fordeler seg på finanskostnader, skattekostnad, minoritetsresultat og resultat til egenkapitalen (Knivsflå, 2018e). Selv om mange av postene enkelt kan kategoriseres som enten drifts- eller finansrelaterte, er det noen poster som krever en grundigere vurdering før dette kan slås fast. En slik vurdering gjennomføres i det følgende for tre aktuelle poster.

Resultat fra tilknyttede selskaper

I Grieg Seafoods årsregnskap inkluderes noen av resultatandelene fra konsernets tilknyttede og felleskontrollerte selskaper i driftsresultatet, mens andre holdes utenfor det som har med driften å gjøre. De tilknyttede og felleskontrollerte selskapene som inkluderes i driften, er ifølge Grieg Seafood (2017a) selskaper som er nært knyttet til konsernets drift og som inngår i konsernets verdikjede. Basert på tilgjengelig informasjon synes derimot alle selskapene Grieg Seafood har investeringer i å være såpass nært knyttet til konsernets drift, at vi mener at hele resultatet fra tilknyttede og felleskontrollerte selskaper bør inngå i driftsresultatet.

Andre resultatelementer

Andre resultatelementer består ofte av både drifts- og finansrelaterte poster. Verdiendring på eiendeler tilgjengelig for salg klassifiseres som en finansrelatert post, da dette har med aksjer

å gjøre. De resterende postene anses for å være driftsrelaterte, og knytter seg til omregningsdifferanser på investeringer i datterselskaper og sikring. Vi forutsetter at det er snakk om sikring av driften, noe som rettferdiggjør vår klassifisering.

Dirty surplus

I løpet av analyseperioden har Grieg Seafood kun hatt ett kongruensbrudd. Det betyr at det aller meste som er ført direkte mot egenkapitalen blir fanget opp av posten «andre resultatelementer». Årsaken til at det oppstod dirty surplus i 2014 var en valutaomregningsdifferanse i forbindelse med investeringer i datterselskap. Siden posten knytter seg til konsernets datterselskap, vil det her være snakk om driftsrelatert dirty surplus.

Basert på konklusjonene vi har kommet frem til over, fordeles det fullstendige nettoresultatet til Grieg Seafood som vist i tabell 5-5 og 5-6 under.

Fullstendig driftsresultat før skatt, 2011-2017:

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	2 063 559	2 078 282	2 425 042	4 102 362	4 653 588	6 586 206	7 039 227
- Driftskostnader	2 266 829	2 184 126	1 814 944	3 950 389	4 581 036	4 903 288	6 225 740
= Driftsresultat fra egen virksomhet	-203 270	-105 844	610 098	151 973	72 552	1 682 918	813 487
+ Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	38 869	11 831	7 889	70 256	11 541	12 652	-550
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-1 059	-29 735	44 313	94 706	46 868	-76 913	25 088
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	543	0	0	0
= Fullstendig driftsresultat før skatt	-165 460	-123 748	662 300	317 478	130 961	1 618 657	838 025

Tabell 5-5: Fullstendig driftsresultat før skatt for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Fullstendig finansresultat før skatt, 2011-2017:

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansinntekt	31 141	3 173	33 381	57 245	38 056	20 479	42 334
- Finanskostnad	61 963	111 520	106 437	107 521	131 358	155 213	56 789
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
+ Andre finansielle resultatelement	678	5	28	26	31	19	-295
+ Finansielt dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-30 144	-108 342	-73 028	-50 250	-93 271	-134 715	-14 750

Tabell 5-6: Fullstendig finansresultat før skatt for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster

Det fullstendige resultatet består av både normale og unormale poster, og kan således deles inn i et normalt og et unormalt resultat. Normale poster er poster som ventes å være tilbakevendende hvert år og som vanligvis følger en fast trend. Unormale poster er i motsetning poster som inntreffer kun én eller et fåtall ganger, og som ikke følger noen trend. Bakgrunnen for at vi skiller de normale postene fra de unormale postene, er at ved prediksjon av fremtiden er det kun de normale postene som er relevante (Knivsfå, 2018e).

I det følgende presenteres de driftsrelaterte- og finansrelaterte postene vi anser som unormale for Grieg Seafood.

Unormale driftsrelaterte poster

Andre gevinster/tap

Andre gevinster og tap knytter seg i hovedsak til salg av varige driftsmidler og aksjer. Dette er engangshendelser for selskapet, og anses følgelig som unormale.

Nedskrivning av varige driftsmidler

Nedskrivning av varige driftsmidler er kostnadsføring av uforutsette hendelser, og oppstår således sporadisk. Nedskrivningen følger ingen trend, og er dermed lite relevant for prediksjon. På bakgrunn av dette anses nedskrivning for å være en unormal post.

Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler

Ved den regnskapsmessige behandlingen av selskapets levende fisk, følger Grieg Seafood IAS 41 Landbruk. Hovedprinsippet i denne standarden er at levende fisk skal måles til virkelig verdi, noe som innebærer at eventuelle endringer i den virkelige verdien resultatføres løpende hvert år (Grieg Seafood, 2017a). Lakseprisen er en sentral faktor ved verdsettelse til virkelig verdi. Som kjent er lakseprisen svært volatil, noe som gjør det vanskelig å predikere prisen fremover i tid. Å fremskrive verdijusteringen basert på en skjønnsmessig vurdering av lakseprisen, vil derfor gi lite representative verdier. Posten verdijustering knyttet til biologiske eiendeler anses på bakgrunn av dette for å være en unormal post.

Spesielle hendelser

Spesielle hendelser består i hovedsak av kostnader knyttet til unormal dødelighet/svinn, men inkluderer også andre ekstraordinære kostnader, blant annet et forelegg til et av anleggene i 2013. Grieg Seafood har opplevd uforutsett dødelighet/svinn alle årene i analyseperioden. Kostnadene knyttet til dette anses likevel for å være unormale, da det på forhånd er vanskelig å si noe om hva disse kostnadene vil bli. Grunnen til dette er at det er forhold utenfor selskapets kontroll som ofte er årsaken til den unormale dødeligheten/svinnet. Som drøftet i kapittel 4.3 har Grieg Seafood hatt flere utfordrende år biologisk, med sykdom og ugunstige sjøforhold flere steder. De andre ekstraordinære kostnadene knytter seg til uforutsigbare engangshendelser, og anses derfor som unormale.

Unormalt resultat fra tilknyttede selskaper

I løpet av analyseperioden har Grieg Seafood solgt flere av sine investeringer i tilknyttede selskaper. Salgene selskapet har gjennomført er enkeltstående hendelser som ikke følger noen fast trend. Gevinstene i forbindelse med salgene anses på bakgrunn av dette for å være unormale.

Andre driftsrelaterte resultatelement og driftsrelatert dirty surplus

Postene som inngår i andre driftsrelaterte resultatelement og driftsrelatert dirty surplus synes å være ustabile og opptre sporadisk, noe som resulterer i stor variasjon fra år til år. Dette gjør postene vanskelige å predikere, og vi klassifiserer dem derfor som unormale poster.

Unormalt driftsresultat, 2011-2017:

<i>Tall i 1000 NOK</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Andre gevinster/tap	201	-53	0	-4 693	-16 623	17 386	-1 514
- Nedskrivning av varige driftsmidler	0	0	0	0	46 195	-6 472	0
+ Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	-395 180	98 063	267 450	-123 737	33 209	515 741	-91 463
- Spesielle hendelser	33 100	91 530	75 936	94 378	104 526	188 414	123 446
+ Unormalt resultat fra tilknyttede selskaper	0	0	0	63 815	1 405	12 083	0
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-1 059	-29 735	44 313	94 706	46 868	-76 913	25 088
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	543	0	0	0
= Unormalt driftsresultat	-429 138	-23 255	235 827	-63 744	-85 862	286 355	-191 335

Tabell 5-7: Unormalt driftsresultat for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Unormale finansrelaterte poster

Unormalt finansresultat

Det unormale finansresultatet består av en rekke finansinntekter og finanskostnader, herunder mottatt utbytte, verdiendring på finansielle eiendeler, valutagevinster og –tap, samt andre diverse finansinntekter og finanskostnader. Lite info i den aktuelle noten gjør klassifiseringen av disse elementene vanskelig. Ser vi derimot på utviklingen i løpet av analyseperioden, synes ingen av elementene å følge en stabil trend, men varierer heller fra år til år. Med dette til grunn anser vi de aktuelle finansinntektene og –kostnadene som unormale.

Andre finansielle resultatelement

Verdiendring på eiendeler tilgjengelig for salg utgjør posten andre finansielle resultatelement. Da denne posten ikke inngår i det rapporterte årsresultatet, samt ikke synes å følge en fast trend, klassifiserer vi posten som unormal.

Unormalt finansresultat, 2011-2017:

<i>Tall i 1000 NOK</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Unormale finansinntekter	28 086	964	30 695	47 280	33 054	9 350	25 771
- Unormale finanskostnader	7 941	10 604	8 265	12 407	5 430	71 364	2 188
+ Andre finansielle resultatelement	678	5	28	26	31	19	-295
= Unormalt finansresultat	20 823	-9 635	22 458	34 899	27 655	-61 995	23 288

Tabell 5-8: Unormalt finansresultat for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

Det siste steget går ut på å fordele skattekostnaden slik at alle resultatene som inngår i det omgrupperte resultatregnskapet vises netto etter skatt (Penman, 2013, s. 305). I det følgende vil vi allokere den rapporterte skattekostnaden på normalt driftsresultat, unormalt driftsresultat, normal finanskostnad, normal finansinntekt og unormalt finansresultat.

Netto finanskostnad

Finanskostnadene er skattepliktige med selskapsskattesatsen. I løpet av analyseperioden har selskapsskattesatsen blitt redusert fra 28 til 24 prosent. Satsen reduseres ytterligere til 23 prosent i 2018 (Finansdepartementet, 2017). Finanskostnadsskatten kan egentlig sies å være en skatteinntekt da den bidrar til å redusere de normale finanskostnadene, jmfør tabell 5-9.

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finanskostnad - normal	54 022	100 916	98 172	95 114	125 928	83 849	54 601
- Finanskostnadsskatt	15 126	28 256	27 488	25 681	34 001	20 962	13 104
= Netto finanskostnad	38 896	72 660	70 684	69 433	91 927	62 887	41 497

Tabell 5-9: Beregning av netto finanskostnad til Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017 (skattesatser hentet fra Finansdepartementet, 2017)

Netto finansinntekt

Som følge av fritaksmetoden er mottatt utbytte og gevinst ved salg av aksjer skattefri inntekt for Grieg Seafood, jmfør skatteloven § 2-38, 1. og 2. ledd. Tre prosent av mottatt utbytte skal likevel anses som skattepliktig inntekt, jmfør skatteloven § 2-38, 6. ledd, bokstav a (Skatteloven, 1999). En konsekvens av fritaksmetoden er at den effektive skattesatsen på normal finansinntekt og unormalt finansresultatet reduseres. Som en forenkling settes finansinntektsskattesatsen til to tredjedeler av selskapsskattesatsen for det enkelte år.

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansinntekt - normal	3 055	2 209	2 686	9 965	5 002	11 129	16 563
- Finansinntektsskatt	570	412	501	1 794	900	1 855	2 650
= Netto finansinntekt	2 485	1 797	2 185	8 171	4 102	9 274	13 913

Tabell 5-10: Beregning av netto finansinntekt til Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Unormalt netto finansresultat

Posten unormalt finansresultat inneholder en blanding av skattepliktige- og skattefrie inntekter, samt fradragsberettigede kostnader. Da enkelte av inntektene havner inn under fritaksmetoden, vil den effektive skattesatsen på det unormale finansresultatet være lavere enn

selskapsskattesatsen. Som en forenkling setter vi skattesatsen på unormalt finansresultat lik selskapsskattesatsen redusert med en tredjedel.

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Unormalt finansresultat før skatt	20 145	-9 640	22 430	34 873	27 624	-62 014	23 583
- (2/3) * sss av unormalt finansresultat	3 760	-1 799	4 187	6 277	4 972	-10 336	3 773
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
+ Andre finansielle resultatelement	678	5	28	26	31	19	-295
+ Finansiell dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0
= Unormalt netto finansresultat	17 063	-7 836	18 271	28 622	22 683	-51 659	19 515

Tabell 5-11: Beregning av unormalt netto finansresultat for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Netto driftsresultat

Den årlige driftsskattesatsen, gitt ved formel 5-1, brukes for å beregne den normaliserte driftsskattesatsen, hvilket er den skattesatsen som anvendes for å beregne den driftsrelaterte skattekostnaden. Som følge av poster som særskatt, fremførbart underskudd, permanente forskjeller og skatter i utlandet, kan driftsskattesatsen, og således den normaliserte driftsskattesatsen, avvike betydelig fra selskapsskattesatsen. Den normaliserte driftsskattesatsen settes til det minst ekstreme av gjennomsnittet og medianen til driftsskattesatsen i analyseperioden (Knivsflå, 2018e). I vårt tilfelle brukes en normalisert driftsskattesats på 24,2 prosent, som er medianen til analyseperiodens driftsskattesats.

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{driftsrelatert skattekostnad}}{\text{driftsresultat før skatt}}$$

$$= \frac{\text{NSK} - \text{fiss} * \text{FI} - \text{ufrss} * \text{UFR} + \text{fkss} * \text{FK}}{\text{DR} + \text{UDR}}$$

NSK = rapportert skattekostnad (SK) – unormal skattekostnad (USK)

FI = normale finansinntekter med normal skattesats fiss

UFR = unormalt finansresultat med skattesats ufrss

FK = normale finanskostnader med normal skattesats fkss

DR = normalt driftsresultat

UDR = unormalt driftsresultat

Formel 5-1: Formel for beregning av driftsskattesatsen ds

<i>Tall i 1000 NOK</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	2 063 559	2 078 282	2 425 042	4 102 362	4 653 588	6 586 206	7 039 227
- Driftskostnader	1 838 750	2 190 606	2 006 458	3 727 581	4 446 901	5 254 473	6 009 317
= Driftsresultat fra egen virksomhet	224 809	-112 324	418 584	374 781	206 687	1 331 733	1 029 910
- Driftsrelatert skattekostnad	54 470	-27 216	101 421	90 808	50 079	322 674	249 543
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	170 339	-85 108	317 163	283 973	156 608	1 009 059	780 367
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	38 869	11 831	7 889	6 441	10 136	569	-550
= Netto driftsresultat	209 208	-73 277	325 052	290 414	166 744	1 009 628	779 817

Tabell 5-12: Netto driftsresultat for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Unormalt netto driftsresultat

Det siste leddet i skattefordelingen er å finne unormalt netto driftsresultat. For å komme frem til dette resultatet må vi beregne den normale skatten på det unormale driftsresultatet og den unormale skatten på det normale driftsresultatet, samt finne den unormale skatten som er direkte gruppert i Grieg Seafoods årsregnskap. Driftsskattesatsen for det enkelte år i analyseperioden brukes for å beregne skatten på det unormale driftsresultatet. For å beregne den unormale skatten på det normale driftsresultatet brukes derimot den unormale skattesatsen. Denne er gitt ved avviket mellom driftsskattesatsen for det enkelte år i analyseperioden og den normaliserte driftsskattesatsen over analyseperioden (Knivsflå, 2018e).

<i>Tall i 1000 NOK</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Unormalt driftsresultat	-428 079	6 480	191 514	-222 808	-134 135	351 185	-216 423
- Skatt på unormalt driftsresultat	-127 955	1 634	42 285	-67 936	-28 862	78 969	-52 438
+ Unormalt nettoresultat fra driftstilknyttede selskaper	0	0	0	63 815	1 405	12 083	0
+ Andre driftsrelaterte resultatenelement	-1 059	-29 735	44 313	94 706	46 868	-76 913	25 088
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	543	0	0	0
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	12 726	-1 108	-9 001	23 466	-5 607	-23 216	0
- Unormal skatt	-510	1 163	2 040	-1 168	-1 057	-10 478	7 157
= Unormalt netto driftsresultat	-313 399	-24 944	200 504	-18 106	-50 336	241 081	-146 054

Tabell 5-13: Unormalt netto driftsresultat for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Fullstendig oversikt over den fordelte skattekostnaden

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Normal driftsskattekostnad	54 470	-27 216	101 421	90 808	50 079	322 674	249 543
+ Skatt på finansinntekt	570	412	501	1 794	900	1 855	2 650
- Skatt på finanskostnad	15 126	28 256	27 488	25 681	34 001	20 962	13 104
+ Skatt på unormalt driftsresultat	-127 955	1 634	42 285	-67 936	-28 862	78 969	-52 438
+ Unormal skatt på normalt driftsresultat	12 726	-1 108	-9 001	23 466	-5 607	-23 216	0
+ Skatt på unormalt finansresultat	3 760	-1 799	4 187	6 277	4 972	-10 336	3 773
+ Unormal skatt	-510	1 163	2 040	-1 168	-1 057	-10 478	7 157
= Rapportert skattekostnad	-72 064	-55 170	113 945	27 560	-13 574	338 505	197 581

Tabell 5-14: Oversikt over fordelingen av Grieg Seafoods skattekostnad i perioden 2011 til 2017

Omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood, 2011-2017

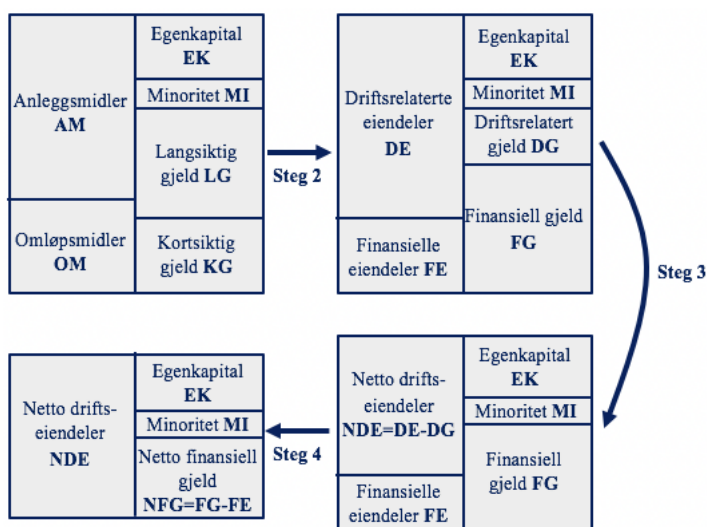
Basert på de fire gjennomgåtte stegene for omgruppering av resultatregnskapet, presenteres Grieg Seafoods omgrupperte resultatregnskap for perioden 2011 til 2017 i tabell 5-15 under.

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Salgsinntekter	2 046 991	2 050 065	2 404 215	4 099 543	4 608 667	6 545 187	7 017 456
+ Andre inntekter	16 568	28 217	20 827	2 819	44 921	41 019	21 771
= Driftsinntekter	2 063 559	2 078 282	2 425 042	4 102 362	4 653 588	6 586 206	7 039 227
- Varekostnader	856 577	1 110 784	893 042	2 198 901	2 634 400	3 098 745	3 600 754
- Lønns- og personalkostnader	238 382	276 103	302 223	359 529	409 432	483 473	482 827
- Andre driftskostnader	603 585	642 374	675 156	1 028 434	1 235 695	1 491 867	1 724 604
- Avskrivninger	140 206	161 345	136 037	140 717	167 374	180 388	201 132
= Driftsresultat fra egen virksomhet	224 809	-112 324	418 584	374 781	206 687	1 331 733	1 029 910
- Driftsrelatert skattekostnad	54 470	-27 216	101 421	90 808	50 079	322 674	249 543
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	170 339	-85 108	317 163	283 973	156 608	1 009 059	780 367
Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	38 869	11 831	7 889	6 441	10 136	569	-550
= Netto driftsresultat	209 208	-73 277	325 052	290 414	166 744	1 009 628	779 817
+ Netto finansinntekt	2 485	1 797	2 185	8 171	4 102	9 274	13 913
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	211 692	-71 481	327 236	298 585	170 845	1 018 902	793 730
- Netto finanskostnad	38 896	72 660	70 684	69 433	91 927	62 887	41 497
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	5 588	10 992	36 299	30 362
= Nettoresultat til egenkapital	172 797	-144 140	256 552	223 564	67 926	919 716	721 871
+ Unormalt netto driftsresultat	-313 399	-24 944	200 504	-18 106	-50 336	241 081	-146 054
+ Unormalt netto finansresultat	17 063	-7 836	18 271	28 622	22 683	-51 659	19 515
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-123 540	-176 920	475 327	234 080	40 272	1 109 138	595 332
- Netto betalt utbytte	168 715	0	0	0	55 204	165 619	441 649
= Endring i egenkapital	-292 255	-176 920	475 327	234 080	-14 932	943 519	153 683

Tabell 5-15: Omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

5.4.2 Omgruppering av balansen

For å gjøre balanseoppstillingen etter IFRS mer investororientert bør man i henhold til Penman (2013, s. 241) reformulere oppstillingen slik at det skilles mellom drift og finansiering. Ifølge Knivsflå (2018f) kan omgrupperingen av balansen deles inn i fire steg. Først må eventuelt avsatt utbytte som er klassifisert som kortsiktig gjeld, omklassifiseres til egenkapital. Deretter skal skillet mellom drift og finansiering i totalbalansen klargjøres, før man til slutt i tredje og fjerde steget skal omgruppere fra totalkapital til sysselsatt kapital, og så fra sysselsatt kapital til netto driftskapital, se figur 5-2.



Figur 5-2: Oversikt over de ulike stegene i omgrupperingen av balansen (fritt etter Knivsflå, 2018f)

Steg 1: Avsatt utbytte anses som egenkapital

I investororientert regnskapsanalyse legges eiersynet til grunn. Dette medfører at foreslått utbytte ikke kan anses som gjeld, siden eierne ikke kan ha krav på penger fra seg selv. Avsatt utbytte skal i investororientert regnskapsanalyse anses som egenkapital som snart skal tilbakebetales til eierne (Penman, 2012, s. 262). Grieg Seafood fører regnskap etter IFRS, noe som innebærer at selskapet ikke kan avsette for foreslått utbytte i regnskapet før utbyttet er vedtatt av generalforsamlingen (Picker et al., 2016, s. 36). Det betyr at foreslått utbytte for et bestemt år først vises i regnskapet som betalt utbytte det påfølgende året. Da betalt utbytte klassifiseres som egenkapital etter IFRS, er det ikke nødvendig å omklassifisere Grieg Seafoods utbytter for analyseformål.

Steg 2: Skille mellom drift og finansiering i totalbalansen

For å gjøre totalbalansen mer investororientert må skillet mellom drift og finansiering klargjøres. Dette gjøres ved å identifisere driftsrelaterte og finansielle eiendeler, samt driftsrelatert og finansiell gjeld, se figur 5-2. Grupperingene må være konsistente med resultatregnskapet. Dette innebærer for eksempel at for driftsrelaterte eiendeler skal tilhørende inntekt og kostnader inngå i driftsresultatet (Penman, 2013, s. 293).

I det følgende vil vi gjøre rede for klassifiseringen av de enkelte postene i balansen.

Driftsrelaterte eiendeler

Immaterielle eiendeler inkluderer goodwill, konsesjoner, programvare og utsatt skattefordel. Dette er eiendeler som er nært knyttet til Grieg Seafoods drift, og de klassifiseres derfor som driftsrelaterte anleggsmidler.

Varige driftsmidler består i hovedsak av bygninger, produksjonsanlegg og merder. Da det ikke fremkommer noe informasjon som tilsier at disse eiendelene er skaffet for andre formål enn bruk i den daglige driften, klassifiseres eiendelene som driftsrelaterte anleggsmidler.

Grieg Seafoods *tilknyttede og felleskontrollerte selskaper* er alle nært knyttet til konsernets drift, og inngår gjerne i verdikjeden til konsernet. På bakgrunn av dette anses investeringene som driftsrelaterte anleggsmidler. Denne grupperingen stemmer også overens med klassifiseringen i det omgrupperte resultatregnskapet.

Varelager og biologiske eiendeler består hovedsakelig av fisk i merder, rogn, fôr og frossen fisk. Dette knytter seg til Grieg Seafoods kjernevirksomhet, og eiendelene klassifiseres således som driftsrelaterte omløpsmidler.

Kundefordringer og andre kortsiktige fordringer er relatert til driften og klassifiseres dermed som driftsrelaterte omløpsmidler. Andre kortsiktige fordringer inkluderer offentlige avgifter og forskuddsbetalinger.

Det forutsettes at Grieg Seafood bruker *derivater og andre finansielle instrumenter* for å sikre selskapets drift. Basert på denne antagelsen klassifiseres derfor disse eiendelene som driftsrelaterte omløpsmidler.

Finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg er aksjer i selskaper hvor Grieg Seafood ikke har betydelig innflytelse. Slike investeringer anses som finansielle pengeplasseringer, og posten klassifiseres derfor som finansielt anleggsmiddel.

Videre klassifiserer vi *andre langsiktige fordringer* som finansielle anleggsmidler. Grunnet mangelfull spesifikasjon i notene klassifiseres posten basert på en antagelse om at de langsiktige fordringene er rentebærende.

Kontanter og kontantekvivalenter er i prinsippet driftsrelaterte eiendeler da selskaper er avhengige av likvide midler for å kunne drive. Det er likevel mulig for et selskap å ha for mye likvider, og i så tilfelle er likviditetsoverskuddet en finansiell eiendel (Penman, 2013, s. 294). Grunnet det uklare skillet mellom hva som er drift og finans, velger vi her som en forenkling å klassifisere hele posten som finansielt omløpsmiddel, hvilket også er i tråd med anbefalingen til Penman (2013, s. 295).

Driftsrelatert gjeld

Utsatte skatteforpliktelser har sitt opphav fra driftsrelaterte aktiviteter og klassifiseres således som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Pensjonskostnaden inngår i lønnskostnaden i resultatregnskapet. For å opprettholde konsistens klassifiseres derfor *pensjonsforpliktelsene* som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Kontantopsjonene anses som driftsrelatert gjeld da de knytter seg til kontantopsjonsbasert avlønning av ledergruppen og regionsdirektørene. Opsjonene som forfaller i løpet av kommende år klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld, mens de resterende opsjonene klassifiseres som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Annen langsiktig gjeld er ikke-rentebærende gjeld og klassifiseres derfor som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldig lønn og offentlige avgifter, samt annen kortsiktig gjeld er poster vi anser som kortsiktig driftsrelatert gjeld grunnet sin tilknytning til selskapets drift.

Derivater og andre finansielle instrumenter klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld, jamfør begrunnelsen under driftsrelaterte eiendeler.

Finansiell gjeld

Lån og forpliktelser i forbindelse med finansielle leiekontrakter er langsiktig rentebærende gjeld og klassifiseres derfor som langsiktig finansiell gjeld.

Kortsiktige lånefasiliteter, kortsiktig del av langsiktige lån, kortsiktig del av forpliktelser i forbindelse med finansielle leiekontrakter og factoringgjeld er rentebærende gjeld og klassifiseres således som kortsiktig finansiell gjeld.

Oppsummering - skille mellom drift og finansiering

Tabell 5-16 under viser skillet mellom drift og finansiering i totalbalansen. Omgrupperingen danner grunnlaget for å videre omgruppere totalkapitalen til sysselsatt kapital og netto driftskapital i steg 3 og 4.

<i>Tall i 1000 NOK</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsrelaterte anleggsmidler i egen virksomhet	2 224 286	2 226 965	2 310 128	2 613 541	2 766 065	2 697 194	3 071 352
+ Investering i driftstilknyttede virksomheter	37 387	49 229	41 190	22 379	25 947	0	9 450
= Driftsrelaterte anleggsmidler	2 261 673	2 276 194	2 351 318	2 635 920	2 792 012	2 697 194	3 080 802
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	1 761 730	1 551 790	2 072 694	2 532 594	2 747 653	3 561 620	3 798 780
= Driftsrelaterte eiendeler	4 023 403	3 827 984	4 424 012	5 168 514	5 539 665	6 258 814	6 879 582
Finansielle anleggsmidler	2 614	2 410	2 667	1 585	4 093	5 612	1 317
+ Finansielle omløpsmidler	152 622	239 885	163 913	181 498	392 020	503 613	271 715
= Finansielle eiendeler	155 236	242 295	166 580	183 083	396 113	509 225	273 032
TOTALE EIENDELER	4 178 639	4 070 279	4 590 592	5 351 597	5 935 778	6 768 039	7 152 614
Egenkapital, majoritet	1 690 150	1 513 230	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364
Minoritetsinteresser	0	0	0	19 357	30 349	56 270	43 541
Langsiktig driftsrelatert gjeld	509 441	461 959	582 016	586 492	564 963	702 007	745 890
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	382 049	333 626	416 914	591 941	840 911	960 613	1 007 033
= Driftsrelatert gjeld	891 490	795 585	998 930	1 178 433	1 405 874	1 662 620	1 752 923
Langsiktig finansiell gjeld	772 355	1 107 193	1 020 897	1 195 258	1 791 229	1 230 326	1 393 587
+ Kortsiktig finansiell gjeld	824 645	654 272	582 209	736 455	501 161	668 141	658 202
= Finansiell gjeld	1 597 000	1 761 465	1 603 106	1 931 713	2 292 390	1 898 467	2 051 789
TOTALKAPITAL	4 178 640	4 070 280	4 590 593	5 351 597	5 935 775	6 768 038	7 152 617

Tabell 5-16: Omgruppert totalbalanse for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017. Totalbalansen skiller mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler, og driftsrelatert og finansiell gjeld.

Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

For videre analyse er det ønskelig å identifisere den sysselsatte kapitalen. Sysselsatt kapital defineres som den kapitalen som er skutt inn og dermed sysselsatt av eierne og av finansielle långivere (Knivsflå, 2018f). Etter de to foregående stegene består Grieg Seafoods totalkapital av investert kapital fra eierne, samt finansiell og driftsrelatert gjeld. Den driftsrelaterte gjelden kan ikke anses som sysselsatt kapital, da den ikke er direkte rentebærende. Driftsrelatert gjeld oppstår som følge av driftssyklusen, og renten kommer derfor i form av høyere innkjøpspris som resulterer i en høyere driftskostnad. Ved å flytte den driftsrelaterte gjelden over på eiendelssiden i balansen og korrigere mot driftsrelaterte eiendeler, vil vi sitte igjen med en balanse som viser sysselsatt kapital på høyresiden og sysselsatte eiendeler på venstresiden, jamfør figur 5-2, se abell 5-17.

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 752 232	1 814 235	1 769 302	2 049 428	2 227 049	1 995 187	2 334 912
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 379 681	1 218 164	1 655 780	1 940 653	1 906 742	2 601 007	2 791 747
= Netto driftseiendeler	3 131 913	3 032 399	3 425 082	3 990 081	4 133 791	4 596 194	5 126 659
+ Finansielle eiendeler	155 236	242 295	166 580	183 083	396 113	509 225	273 032
= Syssestte eiendeler	3 287 149	3 274 694	3 591 662	4 173 164	4 529 904	5 105 419	5 399 691
Egenkapital	1 690 150	1 513 230	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	19 357	30 349	56 270	43 541
+ Finansiell gjeld	1 597 000	1 761 465	1 603 106	1 931 713	2 292 390	1 898 467	2 051 789
= Syssestt kapital	3 287 150	3 274 695	3 591 663	4 173 164	4 529 901	5 105 418	5 399 694

Tabell 5-17: Omgruppert balanse for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017. Balansen skiller mellom syssestte eiendeler og syssestt kapital.

Steg 4: Fra syssestt kapital til netto driftskapital

Det siste steget går ut på å omgruppere balansen ytterligere fra syssestt kapital til netto driftskapital. Formålet med denne omgrupperingen er å identifisere kapitalen som er investert i driften. Netto driftskapitalen består av balansepostene egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. For å finne netto finansiell gjeld må de finansielle eiendelene flyttes over til høyresiden av balansen og korrigeres mot den finansielle gjelden, jmfør figur 5-2, se tabell 5-18 (Penman, 213, s. 241).

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 752 232	1 814 235	1 769 302	2 049 428	2 227 049	1 995 187	2 334 912
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 379 681	1 218 164	1 655 780	1 940 653	1 906 742	2 601 007	2 791 747
= Netto driftseiendeler	3 131 913	3 032 399	3 425 082	3 990 081	4 133 791	4 596 194	5 126 659
Egenkapital	1 690 150	1 513 230	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	19 357	30 349	56 270	43 541
+ Netto finansiell gjeld	1 441 764	1 519 170	1 436 526	1 748 630	1 896 277	1 389 242	1 778 757
= Netto driftskapital	3 131 914	3 032 400	3 425 083	3 990 081	4 133 788	4 596 193	5 126 662

Tabell 5-18: Omgruppert balanse for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017. Balansen skiller mellom netto driftseiendeler og netto driftskapital.

5.5 Analyse og justering av målefeil

Finansregnskapet er et informasjonssystem som avbilder et selskaps underliggende økonomiske forhold. Utarbeidelsen av finansregnskapet følger grunnleggende regnskapsprinsipper som hører til innenfor et bestemt konseptuelt rammeverk for regnskapsføring. Selv om regnskapsføringen følger et bestemt sett med regler, kan det oppstå

avvik mellom et selskaps rapporterte tall og virkelige økonomiske forhold. Slike avvik kalles målefeil, og det skilles vanligvis mellom tre typer (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 163).

Målefeil av type 1 oppstår som følge av regnskapsføring til historisk kost fremfor virkelig verdi. Avviket som oppstår tilsvarer superrentabiliteten til investeringen, og er et mål på den strategiske fordel for eierne. Følgelig anses målefeilen for å være «god» og analytisk interessant. Av den grunn vil det ikke bli foretatt justering av type 1-målefeil. Videre oppstår målefeil av type 2 som følge av at regnskapsstandarder som IFRS og NGRS tillater eller krever «dårlig» måling i henhold til god regnskapsskikk. Konsekvenser vil være over- eller undervurdering av regnskapet, noe som igjen vil medføre støy i rentabilitetsmålingen. Sentrale kilder til målefeil av type 2 er manglende balanseføring, feil målemodell og feil periodisering. Den siste og verste typen av målefeil oppstår som følge av kreativ regnskapsføring, hvilket innebærer at virksomheten ikke følger kravene til regnskapsstandardene. Målefeil av type 3 vil dermed også gi et misvisende bilde på virksomhetens finansielle situasjon (Knivsflå, 2018g). Da regnskapene til Grieg Seafood og de komparative selskapene er reviderte av en statsautorisert revisor, anser vi det som rimelig å forutsette at målefeil av type 3 ikke eksisterer. Oppsummert vil det dermed kun justeres for målefeil av type 2 i regnskapet til Grieg Seafood og bransjen.

Justering av målefeil innebærer å endre de rapporterte regnskapstallene slik at de gir en bedre avbildning av de underliggende økonomiske forholdene (Knivsflå, 2018g). Det kan imidlertid diskuteres om dette kun tilfører mer støy til regnskapet, da informasjonsgrunnlaget til eksterne regnskapsbrukere er begrenset. Følgelig må nytten av justeringen settes opp mot kostnadene, og av den grunn anser vi det som mest hensiktsmessig å kun foreta justering av målefeil knyttet til biologiske eiendeler.

5.5.1 Justering av målefeil

Biologiske eiendeler

Rapporteringsidealet i investororientert regnskapsanalyse er at netto driftseiendeler rapporteres til historisk kost (Knivsflå, 2018h). Som tidligere nevnt fører Grieg Seafood regnskap etter IFRS, og bruker dermed IAS 41 for verdsettelse av biologiske eiendeler. Denne standarden krever som kjent at biologiske eiendeler vurderes til virkelig verdi. Dette innebærer

at inntektsføringen skjer løpende over vekstfasen til fisken, uavhengig av transaksjonstidspunktet. Som følge av volatile laksepriser gir ikke den virkelige verdien på verdsettelsestidspunktet nødvendigvis en god indikasjon på hva fisken faktisk kan selges for i fremtiden. For å få et mer rettviseende bilde av den historiske lønnsomheten og underliggende internrenten til selskapet, velger vi å reversere verdijusteringene av biologiske eiendeler. I kapittel 5.4.1 klassifiserte vi verdijustering av biologiske eiendeler som en unormal driftsrelatert post. Justeringen vil derfor gjøres mot det unormale driftsresultatet, hvilket også påvirker egenkapitalen. Videre må også netto driftseiendeler justeres tilbake til historisk kost.

Effekt av justering av målefeil i resultatregnskapet:

<i>Tall i 1000 NOK</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Unormalt netto driftsresultat før justering	-313 399	-24 944	200 504	-18 106	-50 336	241 081	-146 054
Reversering verdijustering av biologiske eiendeler etter skatt	-299 429	74 303	202 648	-93 756	25 163	390 779	-69 302
= Unormalt netto driftsresultat etter justering	-13 970	-99 247	-2 144	75 650	-75 499	-149 698	-76 752

Tabell 5-19: Effekt av justering av målefeil i resultatregnskapet til Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Effekt av justering av målefeil i balansen:

<i>Tall i 1000 NOK</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftseiendeler før justering	3 131 913	3 331 828	3 650 209	4 012 560	4 250 026	4 687 266	4 826 952
- Netto reversering	-299 429	74 303	202 648	-93 756	25 163	390 779	-69 302
= Netto driftseiendeler etter justering	3 431 342	3 257 526	3 447 561	4 106 316	4 224 863	4 296 487	4 896 254
Egenkapital før justering	1 690 150	1 812 659	2 213 684	2 244 573	2 323 397	3 241 753	3 004 657
- Netto reversering	-299 429	74 303	202 648	-93 756	25 163	390 779	-69 302
= Egenkapital etter justering	1 989 579	1 738 357	2 011 036	2 338 329	2 298 234	2 850 974	3 073 959
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	19 357	30 349	56 270	43 541
+ Netto finansiell gjeld	1 441 764	1 519 170	1 436 526	1 748 630	1 896 277	1 389 242	1 778 757
= Netto driftskapital	3 431 343	3 257 527	3 447 562	4 106 316	4 224 860	4 296 486	4 896 257

Tabell 5-20: Effekt av justering av målefeil i balansen til Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

5.5.2 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

I tabell 5-21, 5-22 og 5-23 presenteres det omgrupperte og justerte resultatregnskapet og balansene til Grieg Seafood som er utarbeidet i dette kapitlet. For å sikre konsistens i datagrunnlaget som den videre analysen skal bygge på, har vi gjennomført tilsvarende

justeringer i regnskapene til de komparative selskapene, se vedlegg 1 for presentasjon av omgruppert og justert bransjeregnskap og -balanse.

Omgruppert og justert resultatregnskap for Grieg Seafood, 2011-2017:

<i>Tall i 1000 NOK</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Salgsinntekter	2 046 991	2 050 065	2 404 215	4 099 543	4 608 667	6 545 187	7 017 456
+ Andre inntekter	16 568	28 217	20 827	2 819	44 921	41 019	21 771
= Driftsinntekter	2 063 559	2 078 282	2 425 042	4 102 362	4 653 588	6 586 206	7 039 227
- Varekostnader	856 577	1 110 784	893 042	2 198 901	2 634 400	3 098 745	3 600 754
- Lønns- og personalkostnader	238 382	276 103	302 223	359 529	409 432	483 473	482 827
- Andre driftskostnader	603 585	642 374	675 156	1 028 434	1 235 695	1 491 867	1 724 604
- Avskrivninger	140 206	161 345	136 037	140 717	167 374	180 388	201 132
= Driftsresultat fra egen virksomhet	224 809	-112 324	418 584	374 781	206 687	1 331 733	1 029 910
- Driftsrelatert skattekostnad	54 470	-27 216	101 421	90 808	50 079	322 674	249 543
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	170 339	-85 108	317 163	283 973	156 608	1 009 059	780 367
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	38 869	11 831	7 889	6 441	10 136	569	-550
= Netto driftsresultat	209 208	-73 277	325 052	290 414	166 744	1 009 628	779 817
+ Netto finansinntekt	2 485	1 797	2 185	8 171	4 102	9 274	13 913
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	211 692	-71 481	327 236	298 585	170 845	1 018 902	793 730
- Netto finanskostnad	38 896	72 660	70 684	69 433	91 927	62 887	41 497
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	5 588	10 992	36 299	30 362
= Nettoresultat til egenkapital	172 797	-144 140	256 552	223 564	67 926	919 716	721 871
+ Unormalt netto driftsresultat	-13 970	-99 247	-2 144	75 650	-75 499	-149 698	-76 752
+ Unormalt netto finansresultat	17 063	-7 836	18 271	28 622	22 683	-51 659	19 515
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	175 889	-251 223	272 679	327 836	15 109	718 359	664 634
- Netto betalt utbytte	168 715	0	0	0	55 204	165 619	441 649
= Endring i egenkapital	7 174	-251 223	272 679	327 836	-40 095	552 740	222 985

Tabell 5-21: Omgruppert og justert resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Omgruppert og justert balanse for Grieg Seafood, 2011-2017:

<i>Tall i 1000 NOK</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 656 481	1 742 245	1 762 114	2 012 259	2 197 926	2 091 026	2 408 590
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 774 861	1 515 281	1 685 447	2 094 057	2 026 937	2 205 461	2 487 664
= Netto driftseiendeler	3 431 342	3 257 526	3 447 561	4 106 316	4 224 863	4 296 487	4 896 254
+ Finansielle eiendeler	155 236	242 295	166 580	183 083	396 113	509 225	273 032
= Sysselsatte eiendeler	3 586 578	3 499 821	3 614 141	4 289 399	4 620 976	4 805 712	5 169 286
Egenkapital	1 989 579	1 738 357	2 011 036	2 338 329	2 298 234	2 850 974	3 073 959
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	19 357	30 349	56 270	43 541
+ Finansiell gjeld	1 597 000	1 761 465	1 603 106	1 931 713	2 292 390	1 898 467	2 051 789
= Sysselsatt kapital	3 586 579	3 499 822	3 614 142	4 289 399	4 620 973	4 805 711	5 169 289

Tabell 5-22: Omgruppert og justert balanse (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital) for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 656 481	1 742 245	1 762 114	2 012 259	2 197 926	2 091 026	2 408 590
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 774 861	1 515 281	1 685 447	2 094 057	2 026 937	2 205 461	2 487 664
= Netto driftseiendeler	3 431 342	3 257 526	3 447 561	4 106 316	4 224 863	4 296 487	4 896 254
Egenkapital	1 989 579	1 738 357	2 011 036	2 338 329	2 298 234	2 850 974	3 073 959
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	19 357	30 349	56 270	43 541
+ Netto finansiell gjeld	1 441 764	1 519 170	1 436 526	1 748 630	1 896 277	1 389 242	1 778 757
= Netto driftskapital	3 431 343	3 257 527	3 447 562	4 106 316	4 224 860	4 296 486	4 896 257

Tabell 5-23: Omgruppert og justert balanse (netto driftseiendeler og netto driftskapital) for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017

5.5.3 Omgruppert og justert kontantstrømpstilling

I likhet med resultatregnskapet og balansen til Grieg Seafood vil også kontantstrømpstillingen være kreditororientert ettersom selskapet er underlagt IFRS-rapportering. Av den grunn fokuserer oppstillingen på likviditet, blant annet reflektert ved at kontantekvivalenter presenteres ved utgangen av regnskapsåret. Ved en investororientert analyse er det ønskelig at fokuset ligger på kontanter som er skapt gjennom drift og som er «fri» til utdeling (Penman, 2013, s. 355). Med begrepet «fri» kontantstrøm til en kapital menes den genererte kontantstrømmen etter det er tatt hensyn til nødvendige ny- eller reinvesteringer (Penman, 2013, s. 123). Følgelig vil fri kontantstrøm til egenkapitalen tilsvare netto betalt utbytte. For å gjøre kontantstrømpstillingen til Grieg Seafood mer investororientert velger vi dermed å gjennomføre en omgruppering, oppstillingen er presentert i tabell 5-24.

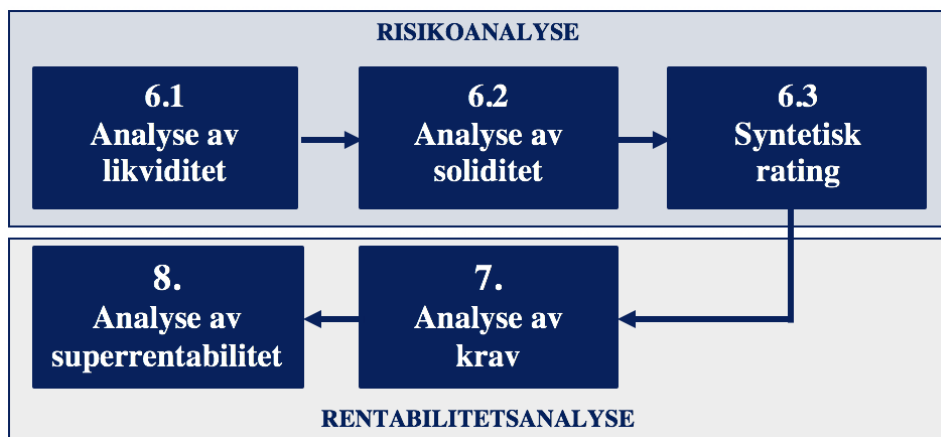
Omgruppert og justert kontantstrøm for Grieg Seafood, 2012-2017:

Tall i 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsresultat	-73 277	325 052	290 414	166 744	1 009 628	779 817
+ Unormalt netto driftsresultat	-99 247	-2 144	75 650	-75 499	-149 698	-76 752
- Endring i netto driftseiendeler	-173 817	190 035	658 755	118 547	71 624	599 767
= Fri kontantstrøm fra drift	1 292	132 872	-292 691	-27 303	788 306	103 298
+ Netto finansinntekter	1 797	2 185	8 171	4 102	9 274	13 913
+ Unormale netto finansinntekter	-7 836	18 271	28 622	22 683	-51 659	19 515
- Endring i finansielle eiendeler	87 059	-75 715	16 503	213 030	113 112	-236 193
= Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	-91 805	229 043	-272 401	-213 549	632 809	372 919
- Netto finanskostnad	72 660	70 684	69 433	91 927	62 887	41 497
+ Endring i finansiell gjeld	164 465	-158 359	328 607	360 677	-393 923	153 322
- Netto minoritetsresultat	0	0	5 588	10 992	36 299	30 362
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	19 357	10 992	25 921	-12 729
= Fri kontantstrøm til egenkapital	0	0	542	55 201	165 621	441 653

Tabell 5-24: Omgruppert og justert kontantstrøm for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

De omgrupperte og justerte regnskapstallene til Grieg Seafood og bransjen danner grunnlaget for forholdstallsanalysen som gjennomføres i de påfølgende kapitlene. I kapittel 6 analyseres risikoen forbundet med Grieg Seafood gjennom en likviditets- og soliditetsanalyse, som videre oppsummeres ved en syntetisk rating. Deretter vil det i kapittel 8 utføres en rentabilitetsanalyse, hvor det søkes innsikt i lønnsomheten til selskapet. Rentabiliteten til Grieg Seafood evalueres med utgangspunkt i historiske avkastningskrav som beregnes i kapittel 7.



Figur 5-3: Rammeverk for forholdstallsanalyse (fritt etter Knivsflå, 2018l)

Forholdstallene vil bli analysert ut ifra en tidsserie- og bransjeanalyse. Gjennom tidsserieanalysen vil utvikling og trend for de historiske forholdstallene avdekkes (Penman, 2013, s. 317). Videre vil også et tidsvektet gjennomsnitt av de ulike forholdstallene gjennom analyseperioden 2012 til 2017 bli estimert. Det benyttes et tidsvektet gjennomsnitt fremfor et aritmetisk gjennomsnitt, for slik å ta hensyn til at oppdrettsbransjen har vært preget av endringer, i form av konsolideringer og innovasjon, gjennom analyseperioden. Dette tilsier at de senere årene har størst prediksjonsverdi for fremtiden, og tillegges følgelig mest vekt. Tabell 5-25 oppstiller de benyttede vektene for hvert av regnskapsanalysens år. Videre vil bruk av en bransjeanalyse innebære at bransjegjennomsnittet utgjør målestokken for forholdstallene til Grieg Seafood (Knivsflå, 2018k). Følgelig vil bransjespesifikke forhold i større grad bli hensyntatt ved vurdering av likviditetssituasjonen til selskapet.

Analyseperiode	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tidsvekter	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %

Tabell 5-25: Tidsvekter for analyseperioden 2012 til 2017

Da oppdrettsbransjen er en syklisk bransje som har vært preget av både opp- og nedgangskonjunkturer, bør analyseperioden omfatte både gode og dårlige år (Knivsflå, 2018k). I vår periode er 2012 å regne som en nedgangstid, hvor et høyt tilbud og en lav laksepris preget bransjen. Videre var det også utfordringer for bransjen i 2014 knyttet til høye kostnader relatert til biologiske utfordringer. 2016 må anses for å være toppåret for bransjen, som følge av en unormal høy laksepris. Av den grunn kan man stille seg kritisk til å tillegge 2016 tallene stor vekt i det tidsvektede gjennomsnittet. Men da 2017 også var et godt år for næringen, og det er gode utsikter for 2018, kan det synes som om bransjen er i en oppgangskonjunktur hvor det tar noen år før lønnsomhetsnivået vil falle. Således kan den valgte vektleggingen av 2016 i vår analyse forsvares.

6. Analyse av risiko

Innen finans defineres risiko som sannsynligheten for at den faktiske avkastningen på en investering er forskjellig fra den forventede avkastningen. Videre innebærer risikoen både en oppside, hvor avkastningen er høyere enn forventet, og en nedside, hvor avkastningen er lavere enn forventet (Damodaran, 2012, s. 58). Det er flere årsaker til at avkastningen avviker fra forventningen slik at risiko er tilstede. I hovedsak skiller vi mellom to elementer, henholdsvis usystematisk selskapsspesifikk risiko og systematisk markedsrisiko. Således vil en investor i utgangspunktet være eksponert for både markeds- og selskapsspesifikk risiko. Ved å spre investeringene i markedsporteføljen kan imidlertid investoren diversifisere bort den selskapsspesifikke risikoen. Følgelig vil den totale risikoen til investorens portefølje konvergere mot markedsrisikoen som ikke kan diversifiseres bort, da den skyldes generelle forhold i markedet slik som rentenivået. Med andre ord er det bare markedsrisiko som er relevant for perfekt diversifiserte investorer (Damodaran, 2012, s. 63). Den usystematiske selskapsspesifikke risikoen vil likevel være relevant dersom det eksisterer markedssvikt, det vil si et imperfekt marked (Knivsflå, 2018i).

For kreditorer er det kredittrisikoen som er relevant, det vil si risikoen for at långiver påføres tap ved at låntaker misligholder lånet og påfølgende rentebetaling helt eller delvis. Risikoen er en ensidig risiko da den kun har en nedside ved at kreditor maksimalt vil få tilbake lånet pluss avtalt rente. Det vil ikke være mulig å diversifisere bort kredittrisikoen og følgelig vil det være en systematisk risiko for kreditor. Ved hjelp av forholdstallsanalyse kan det opparbeides en innsikt i kredittrisikoen, samt identifiseres eventuelle «røde flagg» som kan signalisere at risiko for konkurs eller finansiell krise for et selskap er tilstede (Penman, 2013, s. 680; Knivsflå, 2018i).

I det følgende vil det bli gjennomført en analyse av kredittrisikoen til Grieg Seafood ved hjelp av tre steg. Først analyseres den kortsiktige kredittrisikoen gjennom en likviditetsanalyse. Deretter gjennomføres det en soliditetsanalyse for å analysere den langsiktige kredittrisikoen. Avslutningsvis oppsummeres kredittrisikoen gjennom syntetisk rating, hvor kredittrisikoen til Grieg Seafood får en karakter. Den endelige karakteren bygger på analysen av kreditrisiko, samt innsikten i strategisk risiko opparbeidet i kapittel 4.4.

6.1 Likviditetsanalyse

Formålet med likviditetsanalysen er å kartlegge Grieg Seafood sin evne til å dekke kortsiktige krav etter hvert som de forfaller. Følgelig har analysen et kortsiktig perspektiv og indikerer risikoen for at selskapet går konkurs på kort sikt. Generelt vil kredittrisikoen reduseres når likviditeten som selskapet besitter øker i forhold til kortsiktige betalingskrav (Penman, 2013, s. 684). I henhold til det fundamentale rammeverket inndeles likviditetsanalysen i tre deler, henholdsvis gjeldsdekning i balansen, gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm samt gjeldsdekning i fremtiden (Knivsflå, 2018i). En analyse av gjeldsdekning i balansen indikerer om Grieg Seafood har nok likvide midler til å dekke gjeld på kort og lang sikt. Forholdstallene likviditetsgrad 1 og 2 har et kortsiktig perspektiv, mens selskapets finansielle gjeldsdekningsgrad har et langsiktig perspektiv. Videre analyseres selskapets gjeldsdekning gjennom resultatet og kontantstrømmen, ved å studere rentedekningsgraden og fri kontantstrøm. I den siste delen av likviditetsanalysen vurderes risikoen for at Grieg Seafood havner i en likviditetskrise i nær fremtid gjennom å analysere selskapets rente- og avdragsdekning ett år frem i tid.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 beregner forholdet mellom et selskaps omløpsmidler og kortsiktige gjeld (Penman, 2013, s. 685). Dersom likviditetsgraden er lavere enn én indikerer det at en likviditetsrisiko er tilstede, da selskapet har mer gjeld til forfall enn likvide midler det kommende året. Videre vil en likviditetsgrad lik én følgelig indikere at selskapet har nok likvide midler til å dekke den kortsiktige gjelden (Damodaran, 2012, s. 49). I henhold til Damodaran (2012) bør likviditetsgrad 1 være to eller høyere. Den beste målestokken vil imidlertid i de fleste situasjoner være bransjegjennomsnittet, hvor en likviditetsgrad over bransjegjennomsnittet vil anses som god (Knivsflå, 2018i).

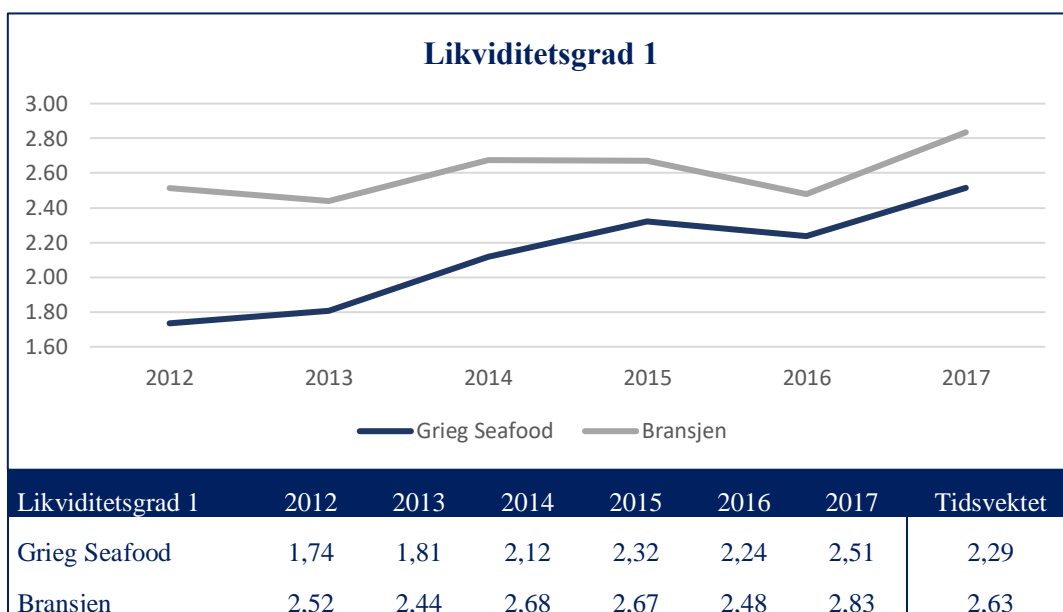
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG} = \frac{DOM}{KDG} * \frac{KDG}{KG} + \frac{FOM}{KFG} * \frac{KFG}{KG}$$

OM = omløpsmidler DOM = driftsrelaterte omløpsmidler FOM = finansielle omløpsmidler
 KG = kortsiktig gjeld KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld KFG = kortsiktig finansiell gjeld

Formel 6-1: Formel for beregning av likviditetsgrad 1

For Grieg Seafood og de komparative selskapene utgjør biologiske eiendeler den største andelen av omløpsmidlene. Med tanke på at produksjonssyklusen til oppdrettslaks er på to til tre år vil ikke de biologiske eiendelene i sin helhet kunne omgjøres til likvide midler på kort sikt. Hvilket medfører en fare for at likviditeten til selskapet blir under- eller overvurdert. Av den grunn vil det være mest hensiktsmessig å benytte bransjegjennomsnittet som målestokk ved vurdering av Grieg Seafood sin likviditetsgrad 1.

Figur 6-1 viser at Grieg Seafood har en likviditetsgrad som er lavere en bransjegjennomsnittet gjennom hele analyseperioden. Dette kan indikere at selskapet har en likviditetsulempesammenlignet med de komparative selskapene, og dermed også likviditetsproblemer. Likviditetsgraden er likevel tett opptil eller over tommelfingerregelen på to. Videre er tidsvektet snitt for selskapet på 2,29, mens det for bransjen er på 2,63. Settes målestokken til 2,0 synes hverken Grieg Seafood eller bransjen å ha likviditetsproblemer. Ved å dekomponere likviditetsgrad 1 ser man at Grieg Seafood har en høy driftsrelatert likviditetsgrad, jmfør tabell 6-1, hvilket tilsier at selskapets driftsrelaterte omløpsmidler dekker den kortsiktige driftsrelaterte gjelden med god margin. Videre er det tidsvektede snittet til selskapet høyere enn for bransjen. Samlet tilsier dette at likviditetsrisikoen til Grieg Seafood sin driftssyklus er lav. Det må imidlertid poengteres at de driftsrelaterte omløpsmidlene til selskapet og bransjen har en overvekt av biologiske eiendeler som ikke er likvide på kort sikt. Følgelig kan vi ikke legge stor vekt på analysen av den dekomponerte likviditetsgraden.



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2017

Dekomponering	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet	Bransjen
Driftsrelatert likviditetsgrad	4,42	4,10	4,45	3,24	3,27	3,89	3,74	2,96
* Vekt KDG i forhold til KG	0,34	0,41	0,44	0,63	0,59	0,60	0,55	0,79
+ Likviditetsgrad 2	0,24	0,14	0,14	0,29	0,31	0,16	0,24	0,31
= Likviditetsgrad 1	1,74	1,81	2,12	2,32	2,24	2,51	2,29	2,63

Tabell 6-1: Dekomponering av likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood i analyseperioden 2012 til 2017

Det er viktig å presisere at en stor ulempe ved likviditetsgrad 1 er at det ikke skilles mellom hvor likvide omløpsmidlene er, da det er totale omløpsmidler som utgjør telleren i forholdstallet. Slik det fremkom i analysen medfører det at omløpsmidler som ikke kan benyttes til nedbetaling av kortsiktig gjeld inkluderes i forholdstallet. Følgelig vil det være nødvendig å analysere flere nøkkeltall før vi konkluderer med om Grieg Seafood har likviditetsproblemer eller ikke. Blant annet tar likviditetsgrad 2, som blir presentert i neste delkapittel, i større grad hensyn til likviditeten til omløpsmidlene. Videre må det også poengteres at likviditetsgrad 1 kun gir en indikasjon på likviditetssituasjonen på et gitt tidspunkt, her balansedagen 31.12. Dette medfører at sesongsvingninger, som kan tenkes at påvirker den kortsiktige likviditeten til selskapet, ikke reflekteres tilstrekkelig.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

En analyse av likviditetsgrad 2 viser forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. Normalt er kontanter de mest likvide omløpsmidlene, mens varelageret er minst likvid (Penman, 2013, s. 685). Det eksisterer ulike definisjoner av likviditetsgrad 2. Damodaran (2012) og Penman (2013) presenterer en tradisjonell definisjon, omtalt som «quick ratio» eller «acid test». Denne tilnærmingen beregner forholdet mellom omløpsmidlene fratrukket varelageret og kortsiktig gjeld. På denne måten skilles det mellom omløpsmidler som raskt kan konverteres til penger og dem som ikke kan det.

$$\text{Likviditetsgrad 2 ("quick ratio/acid test")} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 6-2: Formel for beregning av likviditetsgrad 2 ("quick ratio / acid test")

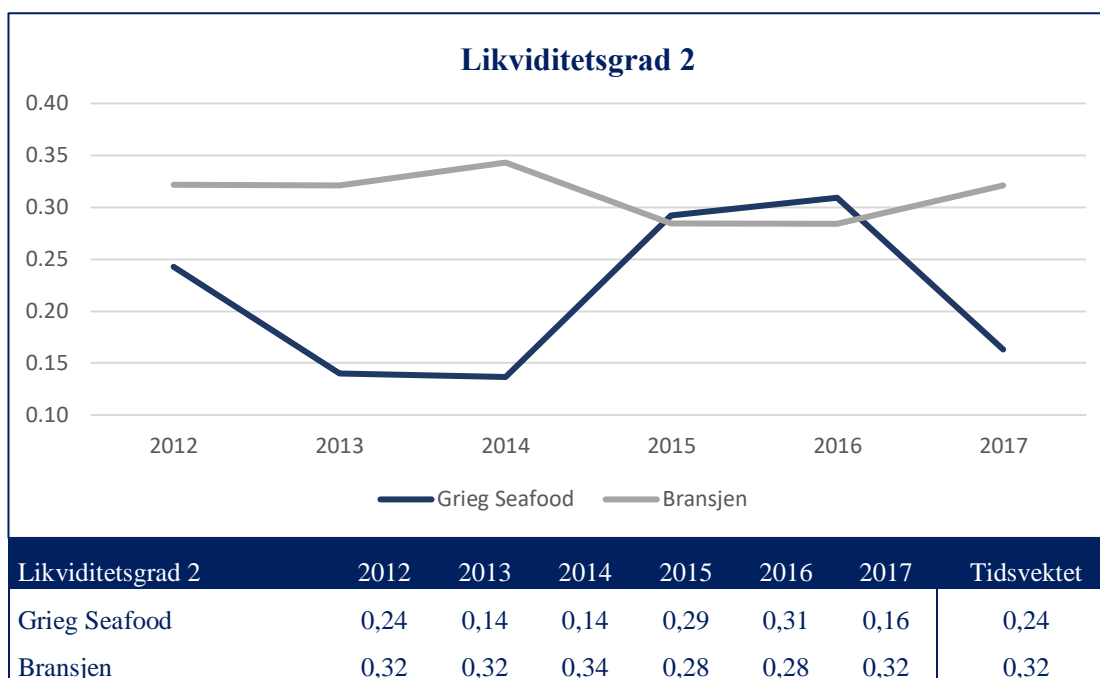
I det fundamentale rammeverket til Knivsflå (2018i) defineres likviditetsgrad 2 på en mer utradisjonell måte, da det er forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld som analyseres. Ettersom oppgaven i sin helhet bygger på Knivsflå (2018) sitt rammeverk anses det som rimelig å benytte den mer utradisjonelle definisjonen i analysen av likviditetsgrad 2. Den generelle tommelfingerregel er at likviditetsgraden bør være minst lik én, slik at de finansielle omløpsmidlene dekker den kortsiktige gjelden til selskapet. Men i likhet med analysen av likviditetsgrad 1 er det mest hensiktsmessig å benytte bransjen som målestokk (Knivsflå, 2018i).

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

Formel 6-3: Formel for beregning av likviditetsgrad 2 etter rammeverket til Knivsflå (2018i)

Utviklingen i likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen over analyseperioden er presentert i figur 6-2. Ser man i første omgang på likviditetsgraden i forhold til den nevnte tommelfingerregelen, har både selskapet og bransjen likviditetsproblemer. De lave andelen med finansielle omløpsmidler har trolig en sammenheng med vekststrategien til oppdrettsselskapene, hvor fri likviditet investeres fortløpende i driften, hvilket medfører økte driftsrelaterte omløpsmidler og reduserte finansielle omløpsmidler. Videre vil også selskapenes utbyttepolitikk påvirke andelen finansielle omløpsmidler som holdes i selskapet.

En sammenligning med bransjen viser at likviditetsgraden til Grieg Seafood lå godt under bransjegjennomsnittet i perioden 2012 til 2014, hvilket er et tydelig «rødt flagg» for likviditetssituasjonen til selskapet. I 2015 og 2016 bedret imidlertid likviditetssituasjonen til selskapet seg betydelig, og likviditetsgraden steg marginalt over bransjegjennomsnittet. En stor økning i kontantbeholdningen til selskapet bidro til at likviditetsgraden omtrent doblet seg fra 2014 til 2015. I 2017 avtok den positive utviklingen for selskapet, hvilket igjen resulterte i en lavere likviditetsgrad enn bransjen. Nedgangen skyldes i hovedsak en betydelig reduksjon i kontanter på 230 millioner kroner, noe som igjen henger sammen med et høyt utbetalt utbytte og driftsinvesteringer. Oppsummert har Grieg Seafood en høyere likviditetsrisiko sammenlignet med bransjen, hvilket er bekymringsverdig.



Figur 6-2: Likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2017

Dekomponering av likviditetsgrad 2 i tabell 6-2 viser den finansielle likviditetsgraden til Grieg Seafood vektet med kortsiktig finansiell gjeld i forhold til total kortsiktig gjeld. Den finansielle likviditetsgraden til selskapet er noe bedre enn likviditetsgrad 2, men det tidsvektede snittet er også her lavere enn bransjegjennomsnittet, hvilket er negativt for selskapets likviditetsrisiko. Videre ser man også av tabellen at den finansielle kortsiktige gjelden utgjør under halvparten av selskapets totale kortsiktige gjeld.

Dekomponering	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet	Bransjen
FOM/KFG	0,37	0,24	0,25	0,78	0,75	0,41	0,53	1,49
* KFG/KG	0,66	0,59	0,56	0,37	0,41	0,40	0,45	0,21
= Likviditetsgrad 2	0,24	0,14	0,14	0,29	0,31	0,16	0,24	0,32

Tabell 6-2: Dekomponering av likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood i analyseperioden 2012 til 2017

6.1.3 Finansiell gjeldsdekning

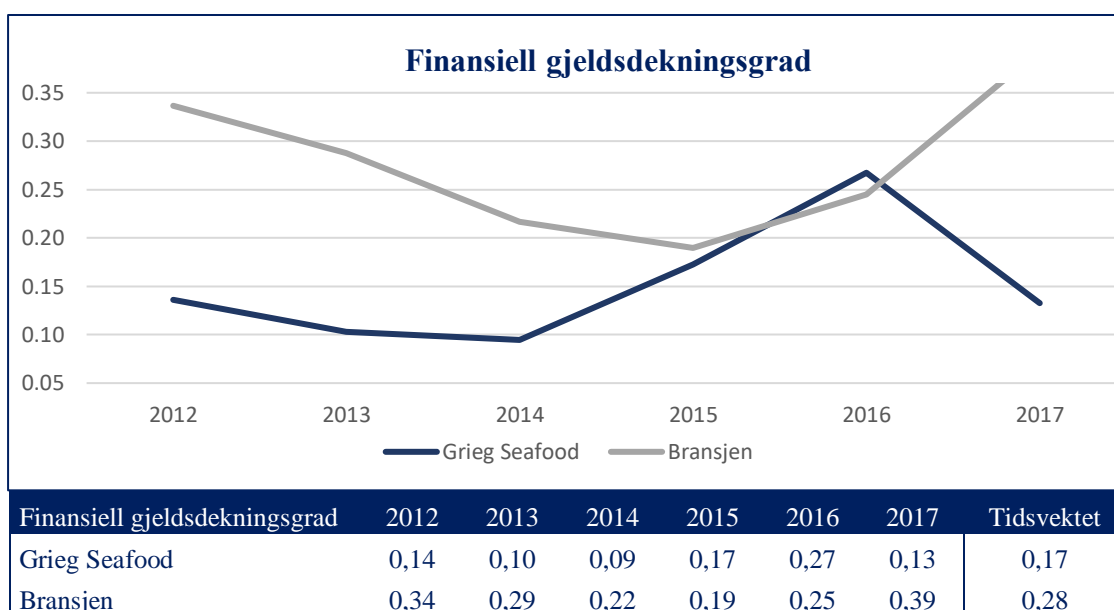
Den kortsiktige finansielle gjeldsdekningen til Grieg Seafood fant vi som kjent ved dekomponeringen av likviditetsgrad 2 i forrige avsnitt. I det følgende avsnittet skal vi undersøke om selskapet har nok finansielle eiendeler til å dekke all finansiell gjeld på lang sikt. Generelt vil faren for likviditetskrise være større desto mindre finansielle eiendeler

selskapet besitter (Knivsflå, 2018i). Slik det tidligere er nevnt er oppdrettsbransjen en svært kapitalintensiv bransje, noe som vil resultere i en lavere finansiell gjeldsdekningsgrad enn andre bransjer. Følgelig vil bransjegjennomsnittet også her utgjøre den beste målestokken for Grieg Seafood.

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

Formel 6-4: Formel for beregning av finansiell gjeldsdekningsgrad

Figur 6-3 viser at utviklingen i finansiell gjeldsdekningsgrad for Grieg Seafood i stor grad er sammenfallende med utviklingen i likviditetsgrad 2. I perioden 2014 til 2016 hadde dekningsgraden en positiv utvikling som resulterte i en høyere dekningsgrad enn bransjegjennomsnittet i 2016. Det positive resultatet for Grieg Seafood i 2016 skyldes nedbetaling av gjeld, samt en økt kontantbeholdning. Fra 2016 til 2017 ble imidlertid dekningsgraden halvert som følge av økt finansiell gjeld og en redusert kontantbeholdning. Dekningsgraden for bransjen i samme periode fikk en betydelig økning, som et resultat av at kontantbeholdningen til Lerøy og NRS økte kraftig. Tidsvektet snitt viser at bransjen har en høyere gjeldsdekning enn Grieg Seafood gjennom analyseperioden, noe som er et «rødt flagg» for selskapets likviditetssituasjon.



Figur 6-3: Finansiell gjeldsdekning for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2017

6.1.4 Rentedeckningsgrad

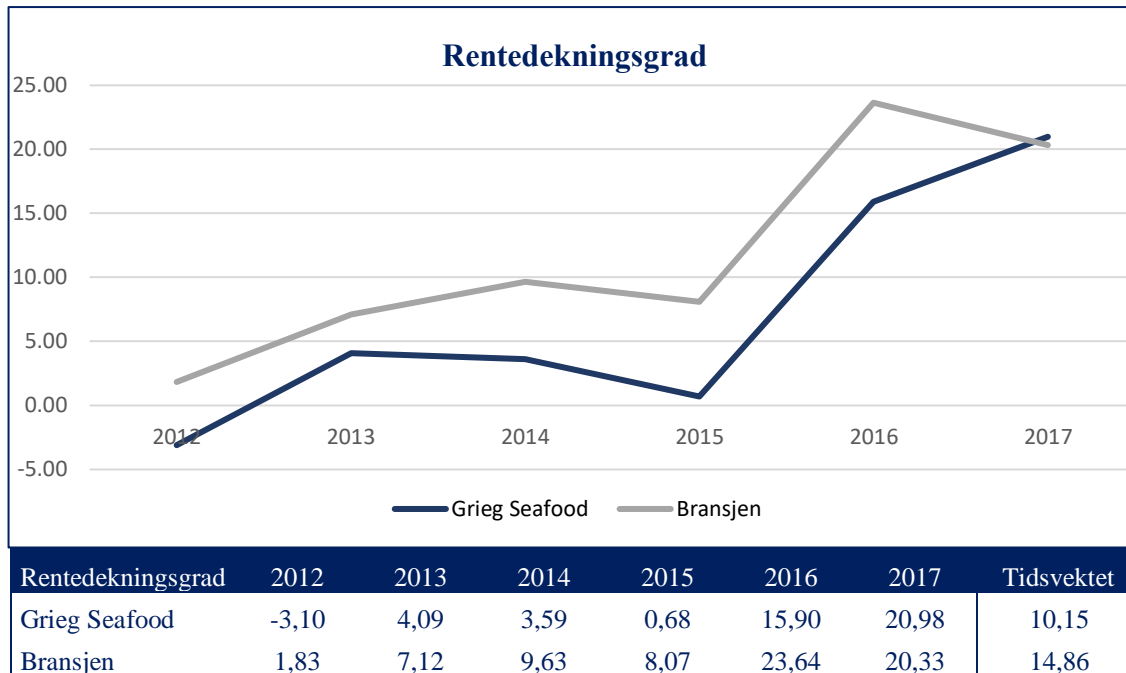
Rentedekningsgraden beregner selskapets evne til å imøtekomme rentebetalinger gjennom nettoresultatet fra sysselsatt kapital. Jo høyere rentedekningsgraden er, desto bedre er selskapets evne til å dekke rentekostnadene. Videre indikerer også dekningsgraden selskapets evne til å påta seg økte renteforpliktelser (Penman, 2013, s. 686). En ulempe med rentedekningsgraden er imidlertid at det kun er dekning av rentekostnader som analyseres, og således ikke avdrag. I den følgende beregningen benyttes normalisert netto driftsresultat, da det gir best konkursprediksjon (Knivsflå, 2018i).

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

Formel 6-5: Formel for beregning av rentedekningsgrad

Figur 6-4 viser at Grieg Seafood sin rentedekningsgrad har vært lavere enn bransjens gjennom hele perioden, men har fulgt samme trend som bransjen. Da forholdstallet bygger på nettoresultatet fra sysselsatt kapital er konjunktorene i oppdrettsbransjen reflektert i rentedekningsgraden. Blant annet ser man at dekningsgraden til Grieg Seafood var negativ i 2012, hvilket har en sammenheng med at historiens sterkeste tilbudsvekst resulterte i lave laksepriser og et svært dårlig år for oppdrettsnæringen. Figuren viser også en lav rentedekningsgrad for selskapet i 2015. 2015 var et utfordrende år for selskapet, blant annet grunnet et lavt prisnivå på laks i Nord-Amerika (Grieg Seafood, 2016). Videre ser man at rentedekningsgraden fikk en enorm vekst fra 2015 til 2016, som følge av at 2016 var et svært godt år for oppdrettsnæringen (Grieg Seafood, 2017a). Den positive utviklingen for selskapet fortsatte også i 2017, hvilket resulterte i en tilnærmet lik dekningsgrad som bransjen.

Oppsummert tyder dette på at Grieg Seafood har en høyere likviditetsrisiko enn bransjen gjennom analyseperioden. Tatt i betraktning den positive utviklingen til selskapet over perioden, synes det ikke som at selskapet har store likviditetsproblemer på nåværende tidspunkt. Det må imidlertid tas høyde for et rekordlavt rentenivå. Videre kan man ikke utelukke store fremtidige endringer, verken positive eller negative, da dekningsgraden som nevnt korrelerer med konjunktorene til oppdrettsbransjen.



Figur 6-4: Rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2017

6.1.5 Fri kontantstrøm

En analyse av finansiell gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm gir innsikt i hvordan driften til Grieg Seafood påvirker selskapets likviditetssituasjon. Det er forholdet mellom fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital og fri kontantstrøm til finansielle långivere som studeres for å analysere om selskapet genererer nok kontanter til å dekke de løpende gjeldsforpliktelsene (Penman, 2013, s. 685).

$$\frac{FKS}{FKFG} = \frac{FKD + FKFE}{NFK - \Delta FG} = \frac{FKD + FKFE}{NFK + AVD}$$

FKS = fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital FKD = fri kontantstrøm fra drift
 FKFG = fri kontantstrøm til finansielle långivere ΔFG = endring i finansiell gjeld
 FKFE = fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler NFK = netto finanskostnad
 AVD = avdrag

Formel 6-6: Formel for beregning av gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

En analyse av forholdstallet vil kun være av interesse i perioder hvor Grieg Seafood betaler ned på gjelden, det vil si når netto finanskostnader er større enn endring i finansiell gjeld (Knivsflå, 2018i). Kontantstrømmen til selskapet, som bygger på omgrupperte og justerte tall fra kapittel 5.5, er gjengitt i tabell 6-3. Av tabellen fremkommer det at Grieg Seafood kun tilbakebetaler gjeld i 2013 og 2016. Følgelig vil det ikke være hensiktsmessig å analysere forholdstallet nærmere.

<i>Tall i 1000 NOK</i>	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsresultat	-73 277	325 052	290 414	166 744	1 009 628	779 817
+ Unormalt netto driftsresultat	-99 247	-2 144	75 650	-75 499	-149 698	-76 752
- Endring i netto driftseiendeler	-173 817	190 035	658 755	118 547	71 624	599 767
= Fri kontantstrøm fra drift	1 292	132 872	-292 691	-27 303	788 306	103 298
+ Netto finansinntekter	1 797	2 185	8 171	4 102	9 274	13 913
+ Unormale netto finansinntekter	-7 836	18 271	28 622	22 683	-51 659	19 515
- Endring i finansielle eiendeler	87 059	-75 715	16 503	213 030	113 112	-236 193
= Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	-91 805	229 043	-272 401	-213 549	632 809	372 919
- Netto finanskostnad	72 660	70 684	69 433	91 927	62 887	41 497
+ Endring i finansiell gjeld	164 465	-158 359	328 607	360 677	-393 923	153 322
- Netto minoritetsresultat	0	0	5 588	10 992	36 299	30 362
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	19 357	10 992	25 921	-12 729
= Fri kontantstrøm til egenkapital	0	0	542	55 201	165 621	441 653

Tabell 6-3: Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling for Grieg Seafood i analyseperioden 2012 til 2017

For Grieg Seafood genererer driften frie kontanter i hele analyseperioden med unntak av 2014 og 2015. Den negative kontantstrømmen i 2014 har en sammenheng med at selskapet gjennomførte en betydelig investering i driften det året. For 2015 skyldes det en kombinasjon av et lavt driftsresultat, som følge av høye kostnader og et varierende prisnivå, samt ytterligere driftsinvesteringer. Videre ser man at de største låneopptakene også knytter seg til årene med negativ kontantstrøm fra drift. Den største kontantstrømmen fra drift ble generert i toppåret for oppdrettsbransjen, altså i 2016. I 2017 ble kontantstrømmen redusert som følge av betydelige driftsinvesteringer. Det er imidlertid positivt for likviditetssituasjonen til selskapet at det evner å generere en positiv kontantstrøm også i år med store investeringsutgifter. Fri kontantstrøm til egenkapitalen var null i 2012 og 2013, og således ble det ikke utbetalt utbytte i de respektive årene. Videre må det også anses som positivt for selskapets likviditetssituasjon at det har betalt utbytte i fire av analyseperiodens seks år.

6.1.6 Gjeldsdekning i fremtiden

I dette delkapitlet rettes fokuset i likviditetsanalysen fra et historisk til et fremtidig perspektiv. Det er faren for at Grieg Seafood havner i en likviditetskrise i nær fremtid som skal analyseres. Hvilket gjøres ved å analysere selskapets evne til å dekke estimerte renter og avdrag ett år frem i tid gjennom bruk av finansielle eiendeler og estimert fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital. Ved å sette fri kontantstrøm lik null, analyseres et såkalt «worst case» scenario hvor kontantstrømmen svikter ett år frem i tid slik at avdrag og renter i sin helhet må dekkes med finansielle eiendeler. Dersom forholdstallet overstiger én, oppnås det dekning for avdrag og renter (Knivsflå, 2018i).

Rente og avdragsdekning i t + 1

$$= \frac{\text{Finansielle eiendeler}_t + \text{Fri kontanstrøm fra sysselsatt kapital}_{t+1}}{\text{Netto finanskostnader}_{t+1} + \text{Avdrag}_{t+1}}$$

Formel 6-7: Formel for beregning av rente og avdragsdekning ett år frem i tid

For Grieg Seafood estimeres forholdstallet til å være 0,41. Hvilket må anses å være bekymringsverdig, da det indikerer at selskapet kan få problemer med å betale renter og avdrag i 2018 dersom kontantstrømmen fra sysselsatt kapital skulle svikte. Følgelig vil faren for en gjeldskrise på kort sikt være tilstede.

6.2 Soliditetsanalyse

Gjennom en soliditetsanalyse analyseres den langsiktige kredittrisikoen til Grieg Seafood. Det kartlegges om selskapet har nok økonomiske midler til å dekke eventuelle fremtidige tap. Følgelig vil soliditetsrisikoen være risikoen for at selskapet ikke har tilstrekkelig finansiering til å stå imot en lengre periode med tap (Knivsflå, 2018i). I det følgende vil soliditetsrisikoen til Grieg Seafood vurderes gjennom en analyse av egenkapitalprosenten, netto driftsrentabilitet og kapitalstrukturen.

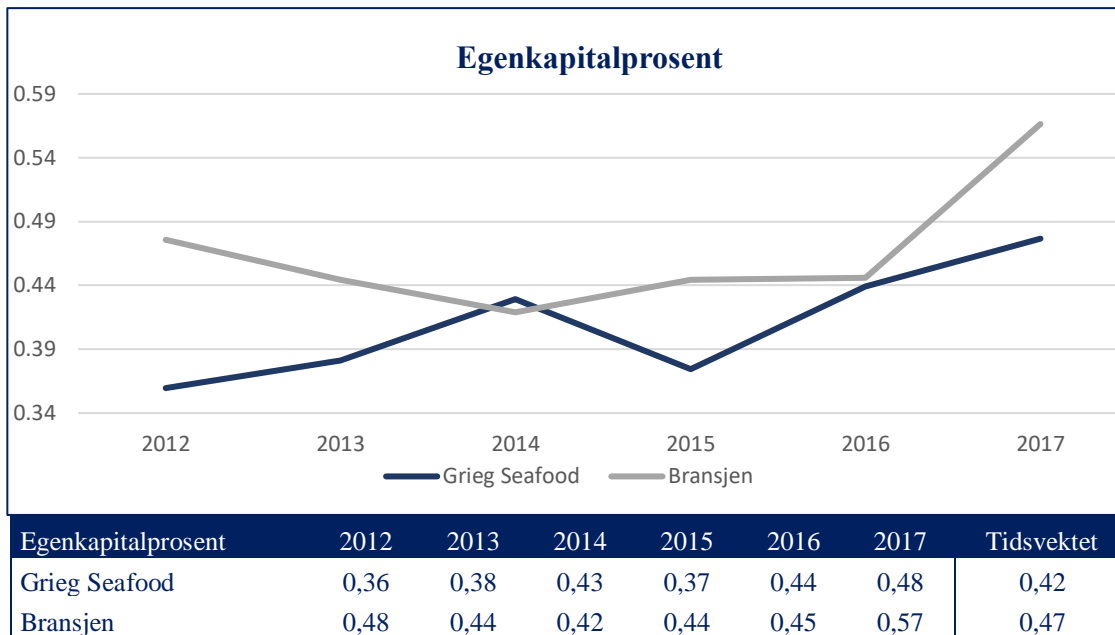
6.2.1 Egenkapitalprosent

Det viktigste forholdstallet i soliditetsanalysen er egenkapitalprosenten. Et selskap vil ha en større buffer mot fremtidig tap og konkurs jo høyere egenkapitalprosenten er, og følgelig vil soliditeten til selskapet øke i takt med egenkapitalprosenten. Videre indikerer forholdstallet hvor stor andel av selskapets eiendeler som er finansiert med henholdsvis egenkapital og gjeld, og således indikeres også den finansielle risikoen forbundet med selskapet. Følgelig vil sikkerheten til selskapets eksterne långivere påvirkes av egenkapitalandelen. Av den grunn inngår som regel et minimumsnivå for egenkapitalprosenten som et såkalt «covenants», det vil si spesielt lånevilkår, i låneavtaler (Knivsflå, 2018i). Fra årsrapportene til Grieg Seafood fremgår det at et av lånevilkårene er en egenkapitalprosent på minst 35 prosent (Grieg Seafood, 2017a).

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

Formel 6-8: Formel for beregning av egenkapitalprosent

Figur 6-5 viser at Grieg Seafood og oppdrettsbransjen har hatt en høy egenkapitalprosent gjennom hele analyseperioden. Tidsvektet snitt for Grieg Seafood er 42 prosent, mens det for bransjen er på 47 prosent. Grieg Seafood ligger under bransjegenomsnittet i hele analyseperioden med unntak av 2014. Årsaken til den økte egenkapitalandelen i 2014 var i hovedsak et godt resultat. Som tidligere nevnt var 2015 et utfordrende år for selskapet, hvilket resulterte i et lavt resultat. Sammen med nye låneopptak bidro dette til at egenkapitalprosenten ble redusert i 2015. Videre ser man at gjeldsnivået til Grieg Seafood er blitt redusert hvert år, med unntak av 2015, hvilket øker soliditeten til selskapet. Dette er en positiv utvikling tatt i betraktning det rekordlave rentenivået. I tillegg ligger egenkapitalprosenten over det nevnte covenantkravet gjennom hele analyseperioden. Det må imidlertid her påpekes at kravet beregnes basert på ujusterte tall, mens egenkapitalprosenten her er beregnet på justerte tall. Oppsummert taler utviklingen i egenkapitalprosenten til Grieg Seafood for en god soliditet, og vi anslår soliditetsrisikoen forbundet med selskapet til å være lav. Således vil selskapets eksterne långivere være skjermet for eventuelle tap i nær fremtid.



Figur 6-5: Egenkapitalprosenten for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2017

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Lønnsomhetsanalyse utgjør også en viktig del av soliditetsanalysen, da en svak lønnsomhet over flere perioder vil kunne redusere egenkapitalen, og dermed også selskapets soliditet. I det følgende vil dermed netto driftsrentabilitet, som viser et selskaps avkastning på netto driftseiendeler, bli analysert.

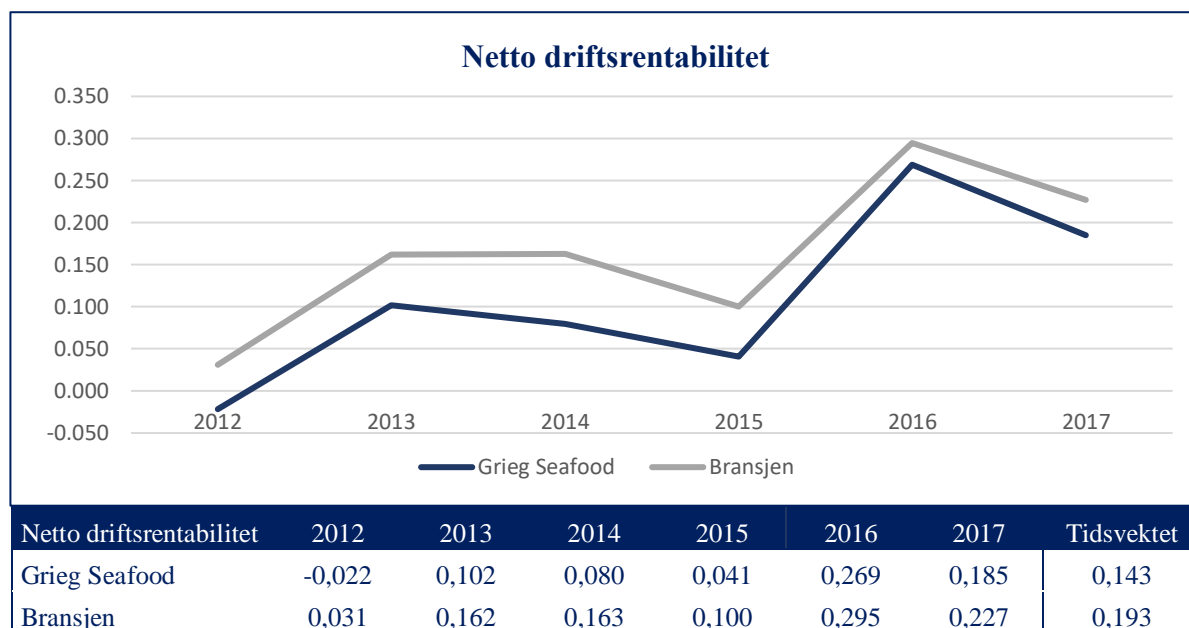
$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{NDR}}{\text{NDE}_{t-1} + \frac{\Delta \text{NDE} - \text{NDR}}{2}}$$

NDR = netto driftsresultat NDE = netto driftseiendeler

Formel 6-9: Formel for beregning av netto driftsrentabilitet

I likhet med analysen av rentedeckningsgraden i likviditetsanalysen, utvikler også netto driftsrentabiliteten seg i takt med konjunktorene i oppdrettsnæringen. Figur 6-6 viser en negativ avkastning i 2012 for Grieg Seafood, hvilket har en sammenheng med at 2012 som nevnt var et dårlig år for næringen. Videre var også driftsrentabiliteten lav i 2015 som følge av selskapets utfordringer det året, jamfør kapittel 6.1.4. Toppåret for oppdrettsnæringen, 2016, resulterte i den høyeste driftsrentabiliteten for selskapet og bransjen gjennom hele

analyseperioden. Rentabiliteten gikk noe ned i 2017, men holdt seg fortsatt på et høyt nivå sett i forhold til de resterende årene i analyseperioden, hvilket er en positiv utvikling for selskapet. Sammenligner vi Grieg Seafood med bransjegjennomsnittet ser vi at selskapet ligger under bransjen i hele perioden, hvilket kan indikere en høyere soliditetsrisiko for selskapet i forhold til bransjen. Det vil bli gjennomført en mer utvidet analyse av netto driftsrentabilitet i kapittel 8.



Figur 6-6: Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2017

6.2.3 Kapitalstruktur

Gjennom en strategisk finansieringsanalyse kan man få innsikt i hvordan selskapet, herunder eiendelene, er finansiert på et gitt tidspunkt. Analysen presenteres gjerne i form av en finansieringsmatrise, se tabell 6-4 og 6-5. Generelt vil den finansielle risikoen knyttet til et selskap være lavere desto større andel av selskapets eiendeler som er langsiktig finansiert, og videre anses egenkapitalen som den mest sikre og solide finansieringskilden (Knivsflå, 2018i). I det følgende vil kapitalstrukturen til Grieg Seafood og bransjen per 31.12.2017 bli analysert.

Av finansieringsmatrisen til Grieg Seafood fremgår det at selskapets driftsrelaterte- og finansielle anleggsmidler i sin helhet er finansiert av egenkapital, hvilket er svært positivt og øker følgelig selskapets soliditet. Videre er driftsrelaterte omløpsmidler finansiert med alle

typer finansieringskilder, men hovedvekten er på langsiktig finansiering med omtrent 67 prosent. De finansielle omløpsmidlene er i sin helhet finansiert av kortsiktig finansiell gjeld. Av selskapets totale eiendeler er rundt 29 prosent finansiert av langsiktig gjeld og omtrent 23 prosent er finansiert av kortsiktig gjeld. Det er positivt for selskapets soliditet at langsiktig gjeld utgjør den største andelen av gjelden, da en kortsiktig finansiering øker risikoen for at selskapet havner i en likviditetskrise. Videre bidrar også den høye egenkapitalprosenten på omtrent 47 prosent til en økt soliditet.

Grieg Seafood	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	kr 3 069 347 100 %						kr 3 069 347 42,22 %
Finansielle anleggsmidler	kr 11 317 100 %						kr 11 317 0,16 %
Driftsrelaterte omløpsmidler	kr 325 318 8,30 %	kr 43 541 1,11 %	kr 745 763 19,03 %	kr 1 393 587 35,57 %	kr 1 023 389 26,12 %	kr 386 486 9,86 %	kr 3 918 084 53,89 %
Finansielle omløpsmidler						kr 271 715 100 %	kr 271 715 3,74 %
Totalkapital	kr 3 405 982 46,85 %	kr 43 541 0,60 %	kr 745 763 10,26 %	kr 1 393 587 19,17 %	kr 1 023 389 14,08 %	kr 658 201 9,05 %	kr 7 270 463 100 %

Tabell 6-4: Finansieringsmatrise for Grieg Seafood per 31.12.2017 i absolutte verdier og prosent

Det fremgår av finansieringsmatrisen til bransjen at kapitalstrukturen følger samme mønster som for Grieg Seafood. De totale anleggsmidlene til bransjen er i sin helhet finansiert av egenkapital. Driftsrelaterte omløpsmidler er både langsiktig og kortsiktig finansiert, men også for bransjen er hovedvekten på langsiktige finansieringskilder med 73 prosent. Grieg Seafood sine driftsrelaterte omløpsmidler er imidlertid i større grad finansiert av kortsiktig gjeld sammenlignet med bransjen, hvilket er negativt for selskapet. Videre er de finansielle omløpsmidlene til bransjen i sin helhet finansiert av kortsiktig gjeld. Andelen av de totale eiendelene som er finansiert med langsiktig gjeld er på 25,6 prosent, mens 17,8 prosent er finansiert med kortsiktig gjeld. I likhet med Grieg Seafood har også bransjen en solid egenkapitalandel.

Bransjen	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	kr 45 910 406 100 %						kr 45 910 406 47,29 %
Finansielle anleggsmidler	kr 2 218 121 100 %						kr 2 218 121 2,28 %
Driftsrelaterte omløpsmidler	kr 5 791 868 13,34 %	kr 1 056 052 2,43 %	kr 8 498 695 19,58 %	kr 16 322 551 37,60 %	kr 11 741 850 27,05 %		kr 43 411 017 44,72 %
Finansielle omløpsmidler					kr 2 185 849 39,43 %	kr 3 358 012 60,57 %	kr 5 543 862 5,71 %
Totalkapital	kr 53 920 396 55,54 %	kr 1 056 052 1,09 %	kr 8 498 695 8,75 %	kr 16 322 551 16,81 %	kr 13 927 699 14,35 %	kr 3 358 012 3,46 %	kr 97 083 406 100 %

Tabell 6-5: Finansieringsmatrise for bransjen per 31.12.2017 i absolutte tall og prosent

Oppsummert er finansieringsstrukturen til Grieg Seafood noe dårligere enn bransjens. Dette er hovedsakelig en følge av at en større andel av selskapets eiendeler er finansiert med kortsiktig gjeld, hvilket medfører at selskapet vil ha en høyere risiko enn bransjen. Videre er det svært positivt for soliditeten til både Grieg Seafood og bransjen at de totale anleggsmidlene i sin helhet er finansiert av egenkapital. Vi anser finansieringsstrukturen til selskapet og bransjen for å være tilfredsstillende per 31.12.2017, og risikoen for at en likviditetskrise oppstår i nær fremtid anses som lav.

6.3 Syntetisk rating

Avslutningsvis kan likviditets- og soliditetsanalysen oppsummeres gjennom syntetisk rating, hvilket resulterer i en karakter på den finansielle risikoen til Grieg Seafood. Den syntetiske ratingen gjennomføres med utgangspunkt i rammeverket til Knivsfå (2018i), som igjen tar utgangspunkt i ratingmodellene til kredittvurderingsselskapet S&P Global Ratings. Basert på de fire forholdstallene; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, utarbeides det en indikasjon på ratingkarakter for selskapet. Indikasjonen sammenfattes med resultatene fra den strategiske risikoanalysen i kapittel 4 før den endelige karakteren fastsettes. Karakterskalaen går fra AAA til D, hvor AAA er den beste karakteren. Tabell 6-6 oppstiller grensene for karaktersetningen samt konkurssannsynligheten knyttet til ratingkarakteren etter Knivsfå (2018i) sitt rammeverk.

Rating	Likviditets- grad 1	Rentedeknings- grad	Egenkapital- prosent	Netto drifts- rentabilitet	Konkurs- sannsynlighet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0000
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0002
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0008
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0026
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0097
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,0493
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,1261
	0,550	-0,345	0,105	-0,016	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,020	0,2796
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,5099
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,8554

Tabell 6-6: Syntetisk rating og konkurssannsynlighet basert på rammeverket til Knivsflå (2018i)

Det må påpekes at det er knyttet enkelte svakheter til det benyttede rammeverket for å anslå kredittrisikoen. For det første blir ikke bransjespesifikke forhold hensyntatt av rammeverket. Særegne forhold ved oppdrettsbransjen er at den er svært kapitalintensiv, og at den største andelen av omløpsmidlene består av biologiske eiendeler som ikke er likvide på kort sikt grunnet en lang produksjonsprosess. Følgelig vil grenseverdiene til rammeverket ikke nødvendigvis angi den faktiske kredittrisikoen til selskapet, da forholdstallene blir over- eller undervurdert på grunn av bransjespesifikke forhold. En annen svakhet med rammeverket er at det bygger på relativt få forholdstall. Dette medfører at forholdstall med feilkilder vil kunne påvirke den totale ratingen i relativt stor grad.

Tabell 6-7 viser en oversikt over karaktersetningen basert på de fire forholdstallene til Grieg Seafood og bransjen. Karakteren til tidsvektet gjennomsnitt for hvert forholdstall er satt basert på de tallmessige snittene og ikke som et snitt av bokstavkarakterene. Videre velger vi å angi om gjennomsnittskarakterene befinner seg i øvre (+) eller nedre (-) grense av den gitte ratingkarakteren, dersom det synes hensiktsmessig. Ratingen basert på de fire forholdstallene gir Grieg Seafood karakteren BBB, og bransjen får karakter A. Ettersom ratingen vil påvirke de historiske avkastningskravene som beregnes i kapittel 7 er det viktig at karakteren

reflekterer kredittrisikoen forbundet med selskapet og bransjen på en tilfredsstillende måte. Således må det vurderes om ratingkarakterene anses som rimelig ut ifra den strategiske risikoanalysen i kapittel 4.4.

Grieg Seafood	2012		2013		2014		2015		2016		2017		Tidsvektet gjennomsnitt	
Likviditetsgrad I	1,74	BBB	1,81	BBB	2,12	BBB	2,32	BBB	2,24	BBB	2,49	A	2,29	BBB
Rentedekningsgrad	-3,10	C	4,09	A	3,59	BBB	0,68	B	15,90	AAA	20,98	AAA	10,15	A
Egenkapitalprosent	0,36	BB	0,38	BBB	0,43	BBB	0,37	BB	0,44	BBB	0,48	BBB	0,42	BBB
Netto driftsrentabilitet	-0,02	C	0,10	BBB	0,08	BB	0,04	CCC	0,27	AA	0,19	A	0,14	A
Gjennomsnittsrating	B		BBB+		BBB-		BB		A		A+		BBB	
Bransjen	2012		2013		2014		2015		2016		2017		Tidsvektet gjennomsnitt	
Likviditetsgrad I	2,52	A	2,44	A	2,68	A	2,67	A	2,48	A	2,71	A	2,63	A
Rentedekningsgrad	1,83	BBB	7,12	AA	9,63	AA	8,07	AA	23,64	AAA	20,33	AAA	14,86	AAA
Egenkapitalprosent	0,48	BBB	0,44	BBB	0,42	BBB	0,44	BBB	0,45	BBB	0,57	A	0,47	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,03	B	0,16	A	0,16	A	0,10	BBB	0,29	AA	0,23	AA	0,19	A
Gjennomsnittsrating	BB		A+		A		AA-		AA+		AA+		A	

Tabell 6-7: Syntetisk rating til Grieg Seafood og bransjen i perioden 2012 til 2017

Den eksterne bransjeorienterte analysen i kapittel 4.2 konkluderte med at oppdrettsbransjen har vært en svært lønnsom bransje de siste årene, hvilket hovedsakelig skyldes høye inngangsbarrierer i form av konsesjonssystemet og et høyt kapitalbehov. I risikoanalysen som ble oppsummert ved hjelp av SWOT-rammeverket fremkom det imidlertid at den volatile lakseprisen og bransjens biologiske utfordringer utgjør en betydelig risiko for lønnsomheten til oppdrettsbransjen. Resultatene fra likviditetsanalysen og soliditetsanalysen viser også at sentrale forholdstall, som rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet, korrelerer i takt med konjunktorene i bransjen. Analysen viser i tillegg at likviditets- og soliditetsrisikoen til bransjen er lav. Følgelig vurderer vi også konkursrisikoen på kort og lang sikt til å være lav, og en rating lik A kan synes riktig. Vi velger å indikere at karakteren ligger i nedre grense av ratingkarakteren grunnet de nevnte utfordringene til bransjen. Syntetisk rating for bransjen blir dermed A-. Ut i fra dette anses bransjen for å være godt rustet for en eventuell fremtidig nedgang i oppdrettsnæringen, for eksempel knyttet til en reduksjon i lakseprisen.

Likviditets- og soliditetsanalysen av Grieg Seafood indikerer at det er en høyere finansiell risiko knyttet til Grieg Seafood på kort sikt enn på lang sikt. Imidlertid er det ikke noe

alarming over den finansielle situasjonen til selskapet på nåværende tidspunkt. Sammenlignet med bransjen viser resultatene at det er en høyere risiko knyttet til selskapet, da det befinner seg under bransjegjennomsnittet i store deler av analyseperioden. Den ressursorienterte analysen i kapittel 4.3 viser det samme, da den angir at selskapet har en historisk ressursulempe sammenlignet med bransjen. I fremtiden forventes det at ressursulempen vil reduseres og at selskapet vil være i likevekt med bransjen. Soliditets- og likviditetsanalysen viser at resultatene til Grieg Seafood er nærmest bransjegjennomsnittet i siste del av analyseperioden, hvilket kan indikere at selskapets kredittrisiko vil kunne være i likevekt med bransjen i fremtiden. Dette er dog bare en antagelse, og vektlegges ikke i ratingen.

Oppsummert er det klart at Grieg Seafood skal ha en lavere ratingkarakter enn bransjen for analyseperioden. Karakteren på BBB funnet basert på de fire forholdstallene kan av den grunn virke rimelig. Også her velger vi å indikere at karakteren befinner seg i nedre grense, og syntetisk rating for Grieg Seafood settes til BBB-. Karakteren indikerer en lav konkurssannsynlighet på omtrent 0,27 prosent. Vi har ikke et sammenligningsgrunnlag for ratingen funnet ved bruk av det fundamentale rammeverket, da ingen av de store kredittratingselskapene, slik som S&P, Moody's eller Fitch, har en rating på Grieg Seafood. Til tross for dette, og de nevnte svakhetene ved rammeverket, anser vi at ratingkarakterene indikerer kredittrisikoen forbundet med selskapet og bransjen på en tilfredsstillende måte. Således baseres den videre analysen på den syntetiske ratingen etter Knivsflå (2018i) sitt rammeverk.

7. Historiske avkastningskrav

I dette kapitlet vil de historiske avkastningskravene til Grieg Seafood gjennom analyseperioden 2012 til 2017 estimeres. Med avkastningskrav menes en alternativkostnad som skal reflektere hvilken avkastning investorer kan oppnå ved en alternativ plassering av kapitalen med samme risiko (Boye & Koekebakker, 2014, s. 230). Det er i hovedsak to måter å benytte kravet på, enten som en målestokk for rentabilitet eller som diskonteringsrente ved beregning av verdien til et selskap. I denne oppgaven vil de historiske avkastningskravene utgjøre målestokken i rentabilitetsanalysen som gjennomføres i kapittel 8, hvor en rentabilitet utover avkastningskravet vil indikere at selskapet er lønnsomt.

I første delkapittel vil det bli gitt en kort presentasjon av sentral teori, herunder kapitalverdimodellen og vektet kapitalavkastningskrav, for beregning av de historiske avkastningskravene. De resterende delkapitlene omhandler estimering av inputvariabler og de ulike avkastningskravene. Blant annet vil det bli beregnet historisk egenkapitalkrav, finansielle gjeldskrav og total kapitalavkastningskrav for Grieg Seafood. Avslutningsvis i kapitlet vil også kravene til selskapet sammenlignes med bransjegjennomsnittet.

7.1 Teori for fastsettelse av avkastningskrav

7.1.1 Vektet kapitalavkastningskrav

Total kapitalavkastningskravet, det vil si kravet til netto driftskapital eller sysselsatt kapital, defineres som selskapets gjennomsnittlige kapitalkostnad (WACC). Kravet beregnes ved å vekte kostnaden til selskapets finansieringskomponenter, henholdsvis egenkapital, minoritet og (netto) finansiell gjeld, med deres respektive markedsverdier (Damodaran, 2012, s. 14). Vektingen gjøres for å reflektere at det er knyttet ulik risiko og forventet avkastning til finansieringskildene. Følgelig kan WACC også defineres som den gjennomsnittlige risikoen til selskapets finansiering (Berk & DeMarzo, 2014, s. 285).

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

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

ekk = egenkapitalkrav nfgk = netto finansielt gjeldskrav mik = minoritetskrav fgk = finansielt gjeldskrav
 EK = egenkapital NFG = netto finansiell gjeld MI = minoritet FG = finansiell gjeld
 NDK = netto driftskapital SSK = sysselsatt kapital

Formel 7-1: Formel for beregning av total kapitalavkastningskravene

For å oppnå konsistens med rentabilitetsanalysen i kapittel 8 vektet de historiske avkastningskravene med gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital. Videre er vektene balanseførte verdier etter omgruppering og justering. Kravet til egenkapital og minoritet som inngår i beregningen av totalavkastningskravene estimeres i delkapittel 7.5 med kapitalverdimodellen som grunnlag, jmfør kapittel 7.1.2.

Finansielle krav

De finansielle avkastningskravene som inngår i totalavkastningskravene, henholdsvis finansielt gjeldskrav og netto finansielt gjeldskrav, avhenger i stor grad av risikoen forbundet med selskapet. Hvor en høyere risiko vil medføre et høyere krav, og motsatt (Damodaran, 2012, s. 211). Netto finansielt gjeldskrav beregnes gjennom vekting av finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav, hvor kravet til finansiell gjeld er satt sammen av den risikofrie renten og en kredittrisikopremie som baseres på ratingen til selskapet. Finansielt eiendelskrav fremkommer gjennom vekting av kontant-, fordrings- og investeringskravet (Knivsflå, 2018j). En mer detaljert utredelse, samt beregning av kravene, blir presentert i delkapittel 7.3.

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

Finansielt gjeldskrav (fgk) = Risikofri rente etter skatt + kredittrisikopremie

$$\text{Finansielt eiendelskrav (fek)} = \text{kontantkrav} * \frac{\text{KON}}{\text{FE}} + \text{fordringskrav} * \frac{\text{FOR}}{\text{FE}} + \text{investeringskrav} * \frac{\text{INV}}{\text{FE}}$$

FG = finansiell gjeld NFG = netto finansiell gjeld FE = finansielle eiendeler KON = kontanter FOR = fordringer INV = investering

Formel 7-2: Formel for beregning av finansielle krav

7.1.2 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (CAPM) er en modell som gir uttrykk for forholdet mellom risiko og forventet avkastning. I praksis er det den mest benyttede modellen for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 53). Det beregnede kravet skal reflektere hvor risikabel en investering er i forhold til markedsporteføljen. Forutsetninger som ligger til grunn i modellen er effisiente kapitalmarkeder og veldiversifiserte investorer. Således vil avkastningskravet kun gi kompensasjon for markedsrisiko og ikke for selskapsspesifikk risiko. Det er betakoeffisienten i modellen som uttrykker investeringens sensitivitet for markedsrisiko, og følgelig vil avkastningskravet øke i takt med betaestimatet (Berk & DeMarzo, 2014, s 382).

$$\text{Forventet avkastning } E(R) = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

r_f = risikofrirente β = beta r_m = markedsavkastning $(r_m - r_f)$ = markedsrisikopremie

Formel 7-3: Kapitalverdimodellen (Damodaran, 2012, s. 68)

De nevnte forutsetningen som ligger til grunn i kapitalverdimodellen er sterkt kritisert da de anses for å være urealistiske. I praksis vil kapitalmarkedene være ineffisiente og selskapsspesifikk risiko vil være relevant. Følgelig vil modellen undervurdere forventet avkastning på en investering (Berk & DeMarzo, 2014, s. 467). For å kompensere for at kapitalmarkedene preges av en viss markedssvikt tillegges det en illikviditetspremie i modellen. Dette er en ekstra risikopremie som investorene vil kreve grunnet økt risiko, og som blant annet avhenger av grad av innlåsning i den aktuelle aksjen, markedssvikt og selskapsspesifikk risiko. I praksis kan illikviditetspremien anses som en ekstra faktorpremie, i tillegg til markedspremien, som reflekterer faktorer som forutsetningene i CAPM ikke tar hensyn til (Knivsflå, 2018j).

$$\text{Egenkapitalkrav (ekk)} = r_f * (1 - s) + \beta_{EK} * m_{rp} + ilp_{EK}$$

r_f = risikofrirente β_{EK} = egenkapitalbeta m_{rp} = markedspremien ilp_{EK} = illikviditetspremie s = skattesats

Formel 7-4: Formel for beregning av egenkapitalkrav

Minoritetsinvesteringer er også en form for egenkapitalinvesteringer, men har til forskjell en større innlåsningsrisiko. Av den grunn vil minoriteten kreve en ekstra illikviditetspremie som en kompensasjon for denne risikoen. Følgelig beregnes kravet til avkastning på minoritetsinteresser ved å tillegge en premie til egenkapitalkravet, se formel 7-5 (Knvisflå, 2018j).

$$\text{Minoritetskrav(mik)} = \text{ekk}_{\text{CAPM}} + \text{ilp}_{\text{MI}}$$

ekk_{CAPM} = egenkapitalkravet beregnet ved CAPM-modellen ilp_{MI} = illikviditetspremie til minoritet

Formel 7-5: Formel for beregning av minoritetskrav

7.2 Krav til egenkapital og minoritet

I det følgende delkapitlet vil sentrale innsatsfaktorer for å beregne egenkapital- og minoritetskravet etter bruk av kapitalverdimodellen estimeres og utredes. Den fullstendige utregningen av kravene presenteres i delkapittel 7.5.

7.2.1 Risikofri rente

Kaldestad og Møller (2016, s. 156) definerer den risikofrie renten som en hypotetisk avkastning på verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko. Det er med andre ord den avkastningen investorene kan oppnå på sikre investeringer, og følgelig må alle risikable investeringer gi en høyere avkastning enn den risikofrie renten. I henhold til Damodaran (2012, s. 154) er det i utgangspunktet kun statsobligasjoner som oppfyller kravene for å være risikofri. Følgelig kan den norske statsobligasjonsrenten benyttes som utgangspunkt ved estimering av den risikofrie renten. Det vil imidlertid eksistere en risiko for at staten går konkurs, hvilket tilsier at det må trekkes fra en risikopremie for å finne det endelige estimatet på den risikofrie renten etter skatt. Risikopremien er knyttet til ratingen til den norske stat, hvilket er AAA. Alternativt kan det benyttes en tre måneder (3M) Nibor-rente ved estimering av den risikofrie renten, hvilket er en kortsiktig lånerente mellom banker. Det må også her trekkes fra en kort risikopremie knyttet til gjennomsnittlig rating for banker (Knvisflå, 2018j).

Valg av risikofri rente vil påvirke den videre analysen ved at de historiske avkastningskravene avhenger av valgt risikofri rente. Det er ulike fordeler og ulemper knyttet til bruk av kortsiktig- og langsiktig rente. Blant annet vil en kortsiktig rente resultere i et mer ustabil avkastningskrav, da en kortsiktig rente svinger mer enn en langsiktig rente. En ulempe ved bruk av langsiktig statsobligasjonsrente er at den i prinsippet ikke er risikofri, da den innbefatter en likviditets- og inflasjonsrisikopremie (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158). I følge undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet» som er gjennomført av PwC i samarbeid med Norske Finansanalytikers Forening (NFF), er det mest vanlig å benytte renten på en 10-årig statsobligasjon som risikofri rente. Tallene fra undersøkelsen viser at 35 prosent av respondentene foretrekker en 10-årig statsobligasjon, 27 prosent foretrekker en normalisert langsiktig risikofri rente, mens en andel på 16 prosent foretrekker en 3M Nibor-rente (PwC, 2017).

Ettersom vi skal gjennomføre en fundamental verdivurdering basert på rammeverket til Knivsflå (2018) velger vi å benytte en 3M Nibor-rente da det anbefales av rammeverket. Det må understrekes at den subjektive vurderingen nødvendigvis ikke gir det beste estimatet på risikofri rente eller gjenspeiler praksis. Tabell 7-1 viser en oversikt over den historiske risikofrie renten som legges til grunn i den videre analysen. Det benyttede estimatet for den kortsiktige kredittrisikopremien er utarbeidet av Knivsflå (2018j), og er basert på en gjennomsnittlig rating for banker på AA. Videre er de årlige verdiene for 3M Nibor-renten hentet fra Oslo Børs og Norges Bank (Oslo Børs, 2018c; Norges Bank, 2013).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Nibor-rente, 3 mnd.	0,024	0,018	0,017	0,013	0,011	0,009	0,015
- Kredittrisikopremie	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,018	0,012	0,012	0,008	0,006	0,004	0,010
- Skatt (28 - 24%)	0,005	0,003	0,003	0,002	0,001	0,001	0,003
= Risikofri rente etter skatt	0,013	0,008	0,009	0,006	0,004	0,003	0,007

Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt i analyseperioden 2012 til 2017

Tabellen viser en fallende utvikling for den risikofrie renten over analyseperioden, hvilket skyldes et fallende rentenivå i markedet, jamfør kapittel 2.2.2. Den gjennomsnittlige risikofrie renten etter skatt er på 0,7 prosent. Til sammenligning ville vi fått en risikofri rente etter skatt på 1,2 prosent dersom vi hadde benyttet renten til en 10-årig statsobligasjon fratrukket

kreditrisikopremien til den norske stat. Følgelig kan det synes som den beregnede renten basert på 3M Nibor-renten er noe underestimert, hvilket vil kunne påvirke den videre analysen. En konsekvens kan være at de historiske avkastningskravene til Grieg Seafood også blir underestimert.

7.2.2 Egenkapitalbeta

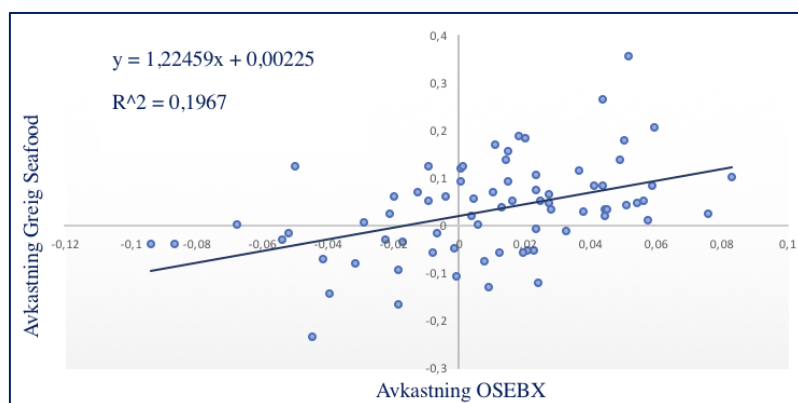
Egenkapitalbetaen kan defineres som den systematiske markedsrisikoen til en aksje i forhold til markedsporteføljens risiko. Med andre ord bestemmes egenkapitalbetaen av aksjekursens volatilitet i forhold til aksjemarkedet. Generelt vil en beta mindre (større) enn én indikere lavere (høyere) volatilitet enn i markedet, målt i prosent. Følgelig vil en beta lik én indikere at aksjen svinger i takt med markedet, mens en beta lik null tilsier at aksjen er upåvirket av markedet og således risikofri (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Matematisk estimeres betaen ved å dividere kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet med variansen til aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160).

Det finnes ulike teknikker for estimering av egenkapitalbetaen til et selskap avhengig av om det er børsnotert eller ikke. Da Grieg Seafood og de utvalgte komparative selskapene, presentert i kapittel 2.4, er notert på børs er det mest nærliggende å benytte historisk kursdata for å estimere betaen (Damodaran, 2012, s. 183). Gjennom en regresjonsanalyse mellom historisk kursdata og hovedindeksen til Oslo Børs (OSEBX), beregnes den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen til Grieg Seafood og de komparative selskapene ved bruk av markedsmodellen. Analysen baseres på månedlige observasjoner av aksjekursene og markedsindeksen i perioden 2012 til 2017 innhentet fra Datastream. Det må imidlertid påpekes at bruk av Oslo Børs som markedsindeks kan utgjøre en feilkilde til selskapenes betaestimat grunnet en skjevfordeling mot oljerelatert industri på Oslo Børs (Kaldestad & Møller, 2016, s. 162).

$$r_{GSF} = \alpha + \beta_{EK} * r_{OSEBX} + \varepsilon$$

r = månedlig børsavkastning for henholdsvis Grieg Seafood og OSEBX over analyseperioden
 α = skjæringspunktet β = stigningstallet ε = feilledet

Resultatet fra regresjonsanalysen, som er presentert i figur 7-1 og tabell 7-2, viser en forklaringskraft (R^2) på 19,67 prosent. Hvilket indikerer at omtrent 80 prosent av variasjonen i avkastningen til Grieg Seafood skyldes selskapsspesifikke forhold, og 20 prosent skyldes markedsspesifikke forhold. Dette er i overensstemmelse med analysen i kapittel 4.2, hvor det fremkom at den viktigste lønnsomhetsdriveren for oppdrettsselskapene er lakseprisen og forhold internt i næringen. Videre estimeres den historiske gjennomsnittlige egenkapitalbetaen til Grieg Seafood for å være 1,225. En beta over én indikerer som nevnt at selskapet har hatt en høyere volatilitet enn markedet gjennom analyseperioden. Til sammenligning oppgir Datastream en beta på 0,723 for Grieg Seafood per 10.04.2018. Det faktum at regresjonsanalysen resulterer i en høyere egenkapitalbeta kan blant annet skyldes ulik analyseperiode eller ulikt intervall mellom målingene. Den årlige egenkapitalbetaen til Grieg Seafood gjennom analyseperioden beregnes i delkapittel 7.4.



Figur 7-1: Avkastningen til Grieg Seafood i analyseperioden 2012 til 2017

Regresjonsstatistikk						
Multipel R	0,443490742					
R-kvadrat	0,196684038					
Justert R-kvadrat	0,185526872					
Standardfeil	0,09035277					
Observasjoner	74					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F	
Regresjon	1	0,14391238	0,14391238	17,62849413	7,57549E-05	
Residualer	72	0,587780857	0,008163623			
Totalt	73	0,731693237				
	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%
Skjæringspunkt	-0,022459847	0,010847042	-2,070596583	0,04198294	-0,044083029	-0,000836665
OSEBX	1,225190994	0,291807324	4,198630031	7,57549E-05	0,643483725	1,806898263

Tabell 7-2: Regresjonsutskrift fra analyse av Grieg Seafood og OSEBX (Datastream, 2018)

Egenkapitalbetaene til de komparative selskapene har vi funnet ved hjelp av en tilsvarende regresjonsanalyse som presentert ovenfor. Da empirisk teori tilsier at betaestimatet på lang sikt vil tendere mot den gjennomsnittlige betaen på én, velger vi å gjennomføre en justering av estimatene for å normalisere betaene. Dette gjøres ved bruk av følgende vektning: $(2/3) * beta + (1/3) * 1,00$ (Damodaran, 2012, s. 187). Tabell 7-3 presenterer de estimerte og justerte egenkapitalbetaene for selskapene i bransjen. Snittet for bransjen vektet basert på de respektive selskapenes andel av netto driftskapital for bransjen, slik at variasjonene i selskapenes størrelse reflekteres. Et vektet snitt på 0,637 tilsier at avkastningen til bransjen har vært mindre utsatt for svingninger enn markedet. Da den benyttede markedsindeksen som nevnt har en skjevfordeling mot oljeindustrien, virker betaestimatet for bransjen rimelig. Dette med bakgrunn i at det har vært betydelige svingninger i oljeprisen gjennom analyseperioden som i stor grad har påvirket markedsindeksen.

	Grieg Seafood	Marine Harvest	SalMar	Lerøy	NRS	Vektet snitt
Egenkapitalbeta	1,225	0,425	0,312	0,272	0,946	0,456
Justert egenkapitalbeta	1,150	0,617	0,541	0,515	0,964	0,637

Tabell 7-3: Estimert egenkapitalbeta og justert egenkapitalbeta for Grieg Seafood og bransjen

7.2.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie utgjør meravkastningen en investor forventer å få ved en investering i markedsporteføljen kontra en risikofri plassering. Følgelig vil risikopremien reflektere investorens toleranse for systematisk markedsrisiko (Berk & DeMarzo, 2014, s. 340). Slik det fremgår av formel 7-7 er meravkastningen alltid etter selskapsskatt, noe som innebærer at den risikofrie renten må justeres for skatt.

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

$$r_m = \text{markedsavkastning} \quad r_f = \text{risikofri rente} \quad s = \text{skattesats}$$

Formel 7-7: Markedets risikopremie

Den mest benyttede metoden i praksis for å estimere markedets risikopremie er å sammenligne historisk avkastning på en markedsindeks med risikofri rente, hvor estimatet er gjennomsnittlig geometrisk avkastning utover den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Etersom egenkapitalrentabiliteten er normalisert, jamfør kapittel 8, må også den realiserede risikopremiene i markedet normaliseres (Knivsflå, 2018j). I den videre analysen vil det bli benyttet et estimat for markedets risikopremie beregnet av Knivsflå (2018j).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Årlig risikopremie, kortsiktig perspektiv	0,040	0,042	0,041	0,042	0,041	0,042	0,041
* Vekt	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667
+ Årlig risikopremie, langsiktig perspektiv	0,064	0,067	0,066	0,066	0,067	0,069	0,067
* Vekt	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Løpende risikopremie (mrp)	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050

Tabell 7-4: Markedets risikopremie i perioden 2012 til 2017

Tabell 7-4 viser at gjennomsnittlig normalisert risikopremie etter skatt i analyseperioden 2012 til 2017 er estimert til fem prosent. Den kortsiktige risikopremien i analyseperioden var i gjennomsnitt 4,1 prosent per år, og er vektet 2/3 for perioden 1995 til 2017. Videre er den normaliserte risikopremien på lang sikt per 31.12.2017 lik 6,9 prosent, og gjennomsnitt for analyseperioden er 6,7 prosent vektet med 1/3 for perioden 1958 til 2017 (Knivsflå, 2018j). Det beregnede estimatet på fem prosent samsvarer med den tidligere omtalte undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet» gjennomført av PwC og NFF, hvor det fremkommer at markedsrisikopremien i det norske markedet har vært stabil på rundt fem prosent i perioden 2012 til 2017 (PwC, 2017). Dette understøttes også av Berk & DeMarzo (2014, s. 406) som hevder at risikopremien på lang sikt bør ligge i intervallet tre til fem prosent.

7.2.4 Illikviditetspremie

Grunnet kapitalverdimodellens noe urealistiske forutsetninger om et perfekt kapitalmarked, jamfør kapittel 7.1, tillegges det en ekstra risikopremie til egenkapitalkravet, en illikviditetspremie. I realiteten vil det være ulike imperfeksjoner som gjør at investorene vil kreve en kompensasjon utover det å bære markedsrisiko. På grunn av mangel på en enkel teori for fastsettelse av illikviditetspremien baseres estimatet på beste skjønn. Faktorer som kan tas

med i vurderingen er eksempelvis graden av markedssvikt og innlåsning i den aktuelle aksjen, samt selskaps-spesifikk risiko og eventuelle vridningseffekter av eierskatter (Knivsflå, 2018j).

Da Grieg Seafood og de komparative selskapene er blant de mest omsatte aksjene på Oslo Børs, tilsier det en lav illikviditetspremie. Grieg Seafood har en eierstruktur med en dominerende aksjonær, Grieg Holding, som kontrollerer 49,97 prosent av aksjene (Grieg Seafood, 2018a). Til sammenligning kontrollerer den største aksjonæren i Marin Harvest omtrent 16 prosent, hvilket tilsier at innlåsningsrisikoen er større for aksjonærene i Grieg Seafood enn i Marine Harvest (Marine Harvest, 2018a). Følgelig settes illikviditetspremien for majoriteten til 0,3 prosent etter en skjønnsmessig vurdering. For minoriteten vil illikviditetspremien normalt være høyere da den er mer innelåst enn den dominerende majoriteten. Basert på skjønn fastsettes minoritetens illikviditetspremie således til to prosent.

7.3 Finansielle krav

I dette delkapitlet estimeres finansielt gjeldskrav og netto finansielt gjeldskrav, samt nødvendige inputvariabler, til Grieg Seafood for perioden 2012 til 2017. Estimatenes vil bli benyttet ved beregning av henholdsvis sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav i delkapittel 7.5.

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet reflekterer selskapets kostnad ved å låne penger i kredittmarkedet. Kravet er sammensatt av den risikofrie renten, jamfør kapittel 7.2.1, og en kredittrisikopremie. Premien vil øke i takt med risikoen forbundet med selskapet, da den består av sannsynligheten for konkurs og tapsprosenten ved konkurs (Damodaran, 2012, s. 211).

Finansielt gjeldskrav etter skatt = Risikofri rente etter skatt + kredittrisikopremie
--

Formel 7-8: Formel for beregning av finansielt gjeldskrav etter skatt

Estimatene på normal kredittrisikopremie etter skatt med utgangspunkt i syntetisk rating er presentert i tabell 7-5. For Grieg Seafood fastsettes premien basert på ratingen til selskapet

som ble presentert i kapittel 6.3. Videre vil det være mest nærliggende å se på den langsiktige kredittrisikopremien, da den største andelen av gjelden til Grieg Seafood er langsiktig.

Rating	Kort krp etter skatt	Langtillegg etter skatt	Lang krp etter skatt
AAA	0,002	0,004	0,006
AA	0,004	0,004	0,008
A	0,006	0,004	0,01
BBB	0,01	0,004	0,014
BB	0,027	0,004	0,031
B	0,04	0,004	0,044
CCC	0,079	0,004	0,083
CC	0,145	0,004	0,149
C	0,21	0,004	0,214
D	0,276	0,004	0,28

Tabell 7-5: Estimat på kredittrisikopremie, utarbeidet av Knivsflå (2018j)

Årlig finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood samt gjennomsnittet over analyseperioden er presentert i tabell 7-6. Det finansielle gjeldskravet til selskapet har hatt en fallende tendens i perioden, med unntak av i 2015. Hvilket har en sammenheng med at ratingen til selskapet har forbedret seg fra 2012 til 2017. Endringen i ratingen er i hovedsak relatert til endret netto driftsrentabilitet og rentedekningsgrad. Hvilket igjen henger sammen med at den volatile lakseprisen i stor grad påvirker selskapets årlige netto resultat, jamfør kapittel 6. Slik det fremkommer av tabellen resulterer en høyere rating i en lavere kredittrisikopremie, da konkurrisikoen til selskapet reduseres. Følgelig reduseres også det finansielle gjeldskravet ved en bedret rating. Videre vil også et avtakende rentenivå, jamfør kapittel 2.2.2, være en forklarende faktor for et redusert finansielt gjeldskrav over analyseperioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjensomsnitt
Syntetisk rating	B	BBB	BBB	BB	A	A	BBB
Risikofrente etter skatt	0,013	0,008	0,009	0,006	0,004	0,003	0,007
Kredittrisikopremie	0,044	0,014	0,014	0,031	0,01	0,01	0,021
Finansielt gjeldskrav	0,057	0,022	0,023	0,037	0,014	0,013	0,028

Tabell 7-6: Finansielt gjeldskrav til Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017

Gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood over analyseperioden er 2,8 prosent. Da selskapets rentekostnader gjennom perioden tilsier et gjennomsnittlig rentenivå på omkring

fire prosent, må det estimerte finansielle gjeldskravet anses som lavt. Følgelig kan man stille seg kritisk til metoden som benyttes for å beregne kravet i det fundamentale rammeverket, da det kan synes som risikoen forbundet med selskapet undervurderes. Gjennom hele analyseperioden har det beregnede finansielle gjeldskravet vært lavere enn rentenivået, også i 2012 hvor det estimerte kravet var høyest. Dette året tilsvarte rentekostnadene til Grieg Seafood et rentenivå på omtrent syv prosent, mens rammeverket beregnet kravet til å være 5,7 prosent. Således vil de tilsynelatende lave finansielle gjeldskravene kunne påvirke den videre analysen.

Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta utgjør den systematiske risikoen til långiver og beregnes som kredittrisikopremien i forhold til markedspremien multiplisert med markedsrisikodelen. Sistnevnte faktor er den delen av kredittrisikoen som oppstår i økonomien generelt, og ligger mellom null og én (Knivsflå, 2018j).

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

β_{FG} = finansiell gjeldsbeta mrd = markedsrisikodel
krp = kredittrisikopremie mrp = markedsrisikopremie

Formel 7-9: Formel for beregning av finansiell gjeldsbeta

En passende markedsrisikodel estimeres ved å ta utgangspunkt i R^2 fra regresjonsanalysen gjennomført i kapittel 7.2.2 og multiplisere med en justeringsfaktor på 1/3 slik at gjeldsavkastningen reflekteres (Knivsflå, 2018j). Dette gir en markedsrisikodel på 0,066. Markedspremien ble utredet i kapittel 7.2.3, mens den langsiktige kredittrisikopremien ble utredet i kapittel 7.3.1. Utregningen av finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood, presentert i tabell 7-7, viser en gjennomsnittlig beta på 0,027 gjennom analyseperioden. Betaestimatet var betydelig høyere i 2012 og 2015, hvilket har sammenheng med en høyere kredittrisikopremie grunnet en lavere syntetisk rating for selskapet.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Langsiktig kreditrisikopremie	0,044	0,014	0,014	0,031	0,01	0,01	0,021
Markedspremie	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050
Markedsrisikodel FG	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066
Finansiell gjeldsbeta	0,060	0,018	0,018	0,041	0,013	0,013	0,027

Tabell 7-7: Finansiell gjeldsbeta til Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler består i hovedsak av kontanter, finansielle fordringer og finansielle investeringer. Det finansielle eiendelskravet beregnes følgelig ved vekting av kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet, jamfør formel 7-10. Kontanter regnes for å være tilnærmet risikofrie hvilket tilsier at avkastningen er lik den risikofrie renten. Finansielle fordringer medfører en risiko for tap, og således må det tillegges en kreditrisikopremie til den risikofrie renten. For finansielle investeringer tillegges det også en illikviditetspremie, og kravet samsvarer således med kravet til investeringer i aksjemarkedet (Knivsflå, 2018j).

Finansielt eiendelskrav (fek)

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

KON = kontanter

FE = finansielle eiendeler

FOR = fordringer

INV = investeringer

r_f = risikofri rente

krp = kreditrisikopremie

s = skattesats

ilp = illikviditetspremie

β_{INV} = investeringsbeta mrp = markedsrisikopremie

Formel 7-10: Formel for beregning av finansielt eiendelskrav

Det legges tre forutsetninger til grunn ved beregning av det finansielle eiendelskravet. For det første forutsettes det at fordringene har en rating lik BBB, da det er den gjennomsnittlige ratingen for selskaper notert på Oslo Børs. Den største andelen av Grieg Seafood sine fordringer er kortsiktige fordringer, følgelig vil det benyttes en kortsiktig kreditrisikopremie lik én prosent, jamfør tabell 7-5. Videre forutsettes det at investeringsbetaen settes lik én, samt at illikviditetspremien er null da de finansielle investeringene anses som lett omsettelige (Knivsflå, 2018j).

Tabell 7-8 viser utregningen av det finansielle eiendelskravet til Grieg Seafood. Det gjennomsnittlige kravet over analyseperioden er på 0,8 prosent, hvilket må anses å være svært lavt. Forklaringen ligger i at den største andelen av Grieg Seafoods finansielle eiendeler er kontanter og kontantekvivalenter som er forbundet med en lavere risiko og avkastning enn fordringer og investeringer. Følgelig trekkes det finansielle eiendelskravet ned. Gjennom analyseperioden har utviklingen til kravet hatt en avtakende effekt med unntak av i 2014. Det økte kravet fra 2013 til 2014 skyldes at kontantvekten ble redusert til det laveste nivået gjennom perioden, hvilket medførte en høyere risiko knyttet til selskapets finansielle eiendeler. Årsaken til nedgangen i kontanter fra 2013 til 2014 var økte kostnader for selskapet knyttet til biologiske utfordringer, samt en økning i fiskefôrprisene (Grieg Seafood, 2015b).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Kontantkrav	0,013	0,008	0,009	0,006	0,004	0,003	0,007
Kontantvekt (KON/FE)	0,972	0,971	0,931	0,967	0,978	0,955	0,962
Fordringskrav	0,023	0,018	0,019	0,016	0,014	0,013	0,017
Fordringsvekt (FOR/FE)	0,023	0,021	0,061	0,029	0,019	0,041	0,032
Investeringskrav	0,061	0,058	0,059	0,056	0,054	0,054	0,057
Investeringsvekt (INV/FE)	0,005	0,008	0,008	0,004	0,003	0,004	0,005
Finansielt eiendelskrav	0,013	0,009	0,010	0,006	0,005	0,004	0,008

Tabell 7-8: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017

Finansiell eiendelsbeta

Betaen til finansielle eiendeler estimeres ved bruk av formel 7-11. Beregningen bygger på en forutsetning om at kontanter er risikofrie, slik at betaverdien til kontanter settes lik null. Videre settes investeringsbetaen lik den gjennomsnittlige betaen på én, slik det også ble gjort under estimering av finansielt eiendelskrav. Følgelig er det kun betaverdien til fordringer som må estimeres før utregningen av finansiell eiendelsbeta (Knivsflå, 2018j).

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

FE = finansielle eiendeler KON = kontanter FOR = fordringer INV = investeringer

Formel 7-11: Formel for beregning av finansiell eiendelsbeta

$$\beta_{\text{FOR}} = \frac{\text{krp}_{\text{FOR}} * \text{mrd}}{\text{mrp}}$$

β_{FOR} = fordringsbeta mrp = markedsrisikopremie
 mrd = markedsrisikodel krp_{FOR} = kreditrisikopremie for fordringer

Formel 7-12: Formel for beregning av fordringsbeta

Fordringsbetaen beregnes på tilsvarende måte som finansiell gjeldsbeta, se formel 7-12. Kreditrisikopremien til fordringer er som kjent fra kapittel 7.3.3 lik én prosent, mens markedsrisikopremien ble estimert i kapittel 7.2.3. Videre er estimatet på markedsrisikodelen lik 0,066, jamfør kapittel 7.3.2. Den beregnede fordringsbetaen og finansiell eiendelsbeta til Grieg Seafood er presentert i tabell 7-9. Av tabellen fremgår det at gjennomsnittlig finansiell eiendelsbeta i analyseperioden 2012 til 2017 er estimert til å være 0,006.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Kreditrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Markedsrisikopremie	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050
Markedsrisikodel	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066
Fordringsbeta	0,014	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013
Fordringsvekt (FOR/FE)	0,023	0,021	0,061	0,029	0,019	0,041	0,032
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt (KON/FE)	0,972	0,971	0,931	0,967	0,978	0,953	0,962
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt (INV/FE)	0,005	0,008	0,008	0,004	0,003	0,006	0,006
Finansiell eiendelsbeta	0,006	0,009	0,009	0,004	0,003	0,006	0,006

Tabell 7-9: Finansiell fordringsbeta og eiendelsbeta til Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017

7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav defineres som et vektet krav av finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav (Knivsflå, 2018j). Utregningen av kravet til Grieg Seafood er presentert i tabell 7-10.

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

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

Formel 7-13: Formel for beregning av netto finansielt gjeldskrav

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	0,057	0,022	0,023	0,037	0,014	0,013	0,028
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,134	1,138	1,109	1,161	1,276	1,240	1,176
Finansielt eiendelskrav	0,013	0,009	0,010	0,006	0,005	0,004	0,008
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,134	0,138	0,109	0,161	0,276	0,246	0,177
Netto finansielt gjeldskrav	0,063	0,024	0,024	0,042	0,017	0,016	0,031

Tabell 7-10: Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017

Slik det fremkommer av tabellen medfører det lave finansielle gjelds- og eiendelskravet at også netto finansielt gjeldskrav ligger på et lavt nivå. Gjennom analyseperioden var det gjennomsnittlige kravet for Grieg Seafood lik 3,1 prosent. I 2012 og 2015 var imidlertid kravet betydelig høyere sammenlignet med de resterende årene og gjennomsnittet, hvilket har en sammenheng med at selskapet som kjent oppnådde en lavere syntetisk rating i de respektive årene, jamfør kapittel 6.3. Følgelig var det en høyere finansiell risiko forbundet med selskapet som ga utslag i form av høye finansielle krav.

Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta til Grieg Seafood beregnes gjennom vekting av betaen til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Slik det fremkommer av formel 7-14 kan netto finansiell gjeldsbeta være negativ dersom den vektete betaen til finansielle eiendeler er større enn den vektete betaen til finansiell gjeld (Knivsflå, 2018j).

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

FG = finansiell gjeld NFG = netto finansiell gjeld FE = finansielle eiendeler

Formel 7-14: Formel for beregning av netto finansiell gjeldsbeta

Den fullstendige utregningen av netto finansiell gjeldsbeta i analyseperioden er presentert i tabell 7-11. I gjennomsnitt var netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood lik 0,032. Videre var betaen positiv i alle årene, hvilket skyldes at det er knyttet en høyere risiko til finansiell gjeldsbeta enn til finansiell eiendelsbeta.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,060	0,018	0,018	0,041	0,013	0,013	0,027
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,162	1,120	1,210	1,502	1,071	1,263	1,221
Finansiell eiendelsbeta	0,007	0,009	0,009	0,005	0,003	0,006	0,006
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,162	0,105	0,122	0,265	0,289	0,175	0,186
Netto finansiell gjeldsbeta	0,069	0,020	0,021	0,060	0,013	0,015	0,032

Tabell 7-11: Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017

7.4 Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta

Den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen til Grieg Seafood i analyseperioden 2012 til 2017 ble estimert til å være lik 1,15 i kapittel 7.2.2. For å kunne beregne de årlige egenkapitalkravene til selskapet må den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen justeres til årlige størrelser. Slik det fremkommer av formel 7-15 må betaverdien til netto driftskapital og netto finansiell gjeld være kjent for å kunne estimere egenkapitalbetaen (Knivsflå, 2018j).

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

β_{NDK} = netto driftsbeta β_{NFG} = netto finansiellgjeldsbeta
 EK = egenkapital NFG = netto finansiell gjeld MI = minoritet

Formel 7-15: Formel for beregning av egenkapitalbeta

Verdien til netto driftsbeta estimeres med utgangspunkt i Modigliani og Miller (MM) sine to proposisjoner. Hvilket går ut på at i et perfekt marked vil ikke verdien til et selskap påvirkes av kapitalstrukturen. Videre vil egenkapitalkravet avhenge av forholdet mellom gjeld og egenkapital, hvor kravet øker i takt med gjeldsgraden. Forklaringen bak sistnevnte proposisjon er at opptak av gjeld medfører en høyere risiko for selskapets investorer, hvilket tilsier at de vil kreve en høyere avkastning (Berk & DeMarzo, 2014, s. 489). Med bakgrunn i de to proposisjonene til MM vil netto driftsbeta være konstant over analyseperioden da den er uavhengig av finansieringen til Grieg Seafood, samt at egenkapitalbetaen vil øke i takt med selskapets gjeldsgrad.

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

β_{EK} = egenkapitalbeta NFG = netto finansiell gjeld EK = egenkapital
 β_{NFG} = netto finansiellgjeldsbeta NDK = netto driftskapital MI = minoritet

Formel 7-16: Formel for beregning av netto driftsbeta

Netto driftsbeta, gitt ved formel 7-16, defineres som det vektete snittet av selskapets egenkapital- og gjeldsbeta (Berk & DeMarzo, 2014, s. 492). Med bakgrunn i MM sine to proposisjoner estimeres den årlige driftsbetaen til Grieg Seafood ved vekting av gjennomsnittlig egenkapitalbeta og gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsbeta. Slik det fremkommer i tabell 7-12 er selskapets årlige netto driftsbeta gjennom analyseperioden estimert til 0,674. Når vi nå har beregnet verdien til netto driftsbeta, og netto finansiell gjeldsbeta ble estimert i kapittel 7.3.6, kan årlig egenkapitalbeta for Grieg Seafood estimeres. De beregnede verdiene for hvert av de respektive årene i analyseperioden er presentert i tabell 7-12. Da MM sine proposisjoner ligger til grunn for beregningen ser man at Grieg Seafood sin egenkapitalbeta påvirkes av finansiell gearing, ved at en økt gjeldsvekst impliserer en økt egenkapitalbeta.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	1,318	1,262	1,162	1,202	1,007	1,014	1,150
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,484	0,522	0,567	0,530	0,652	0,651	0,568
Egenkapitalbeta	1,318	1,262	1,162	1,202	1,007	1,014	1,150
Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,000	0,004	0,005	0,007	0,013	0,008	0,006
Netto finansiell gjeldsbeta	0,069	0,020	0,021	0,060	0,013	0,015	0,032
Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,516	0,474	0,428	0,463	0,335	0,340	0,426
Netto driftsbeta	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674

Tabell 7-12: Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017

7.5 Egenkapital-, minoritets- og selskapskrav

I det følgende delkapitlet vil egenkapital- og minoritetskravet til Grieg Seafood estimeres ved bruk av kapitalverdimodellen som ble presentert i kapittel 7.1.2. Videre vil også avkastningskravet til totalkapitalen, i form av netto driftskapital og sysselsatt kapital, estimeres.

7.5.1 Egenkapital- og minoritetskrav

Da vi nå har estimert alle de nødvendige variablene i kapitalverdimodellen kan de historiske egenkapital- og minoritetskravene til Grieg Seafood beregnes. Av tabell 7-13 fremgår det at gjennomsnittlig egenkapitalkrav i analyseperioden er 6,8 prosent. Kravet vil bli benyttet for å beregne superrentabiliteten, og følgelig fungere som målestokk i rentabilitetsanalysen i kapittel 8. Historisk avkastningskrav for minoriteten beregnes som kjent basert på kapitalverdimodellen tillagt en større illikviditetspremie enn majoritetens for å kompensere for en høyere innlåsningsrisiko. Gjennomsnittlig krav for minoritet i analyseperioden er 8,8 prosent, med andre ord to prosent høyere enn egenkapitalkravet.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Risikofrirente etter skatt	0,013	0,008	0,009	0,006	0,004	0,003	0,007
Justert egenkapitalbeta	1,089	1,339	1,232	1,107	1,214	0,983	1,150
Markedsrisikopremie	0,048	0,05	0,05	0,05	0,05	0,051	0,050
Illikviditetspremie majoritet	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
Egenkapitalkrav	0,068	0,078	0,073	0,064	0,068	0,056	0,068
Illikviditetspremie minoritet	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,020
Minoritetskrav	0,088	0,098	0,093	0,084	0,088	0,076	0,088

Tabell 7-13: Egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017

7.5.2 Selskapskrav

I det følgende blir total kapitalavkastningskravet til Grieg Seafood beregnet, både med utgangspunkt i netto driftskapital og sysselsatt kapital. Slik det ble presentert i kapittel 7.1.1 utgjør selskapskravet et vektet avkastningskrav av selskapets egenkapital-, minoritet- og (netto) finansielt gjeldskrav. Vektingen gjøres ved bruk av balanseførte vekter, slik at kravene kan fungere som målestokk i rentabilitetsanalysen i kapittel 8.

Netto driftskravet til Grieg Seafood over analyseperioden er presentert i tabell 7-14. De årlige kravene er vektet med finansieringskildenes verdi i forhold til netto driftskapital. Det gjennomsnittlige kravet for selskapet er på 5,2 prosent i perioden 2012 til 2017. Ved måling av selskapets driftsfordel i kapittel 8 vil netto driftskravet bli benyttet som målestokk i forhold til netto driftsrentabilitet.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,068	0,078	0,073	0,064	0,068	0,056	0,068
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,573	0,547	0,568	0,560	0,563	0,618	0,572
Minoritetskrav	0,088	0,098	0,093	0,084	0,088	0,076	0,088
Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,000	0,002	0,004	0,005	0,007	0,008	0,004
Netto finansielt gjeldskrav	0,063	0,024	0,024	0,042	0,017	0,015	0,031
Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,427	0,452	0,428	0,435	0,428	0,370	0,423
Netto driftskrav	0,066	0,054	0,052	0,054	0,046	0,041	0,052

Tabell 7-14: Netto driftskrav for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017

I tabell 7-15 er kravene vektet i forhold til sysselsatt kapital, og følgelig er det sysselsatt kapitalkravet til Grieg Seafood som er estimert. Det gjennomsnittlige kravet er på 4,9 prosent i analyseperioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,068	0,078	0,073	0,064	0,068	0,056	0,068
Egenkapitalvekt (EK/SSK)	0,448	0,496	0,543	0,484	0,582	0,619	0,528
Minoritetskrav	0,088	0,098	0,093	0,084	0,088	0,076	0,088
Minoritetsvekt (MI/SSK)	0,000	0,004	0,005	0,007	0,012	0,008	0,006
Finansielt gjeldskrav	0,057	0,022	0,023	0,037	0,014	0,013	0,028
Finansiell gjeldsvekt (FG/SSK)	0,552	0,501	0,453	0,510	0,407	0,373	0,466
Sysselsatt kapitalkrav	0,062	0,050	0,051	0,050	0,046	0,040	0,049

Tabell 7-15: Sysselsatt kapitalkrav til Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017

7.6 Oppsummering

En oppsummering av Grieg Seafood og bransjen sine historiske avkastningskrav er presentert i tabell 7-16. Det fremgår av tabellen at Grieg Seafood har høyere selskapskrav enn bransjen gjennom hele analyseperioden. Følgelig anslår investorer og långivere at det er knyttet en høyere risiko til selskapet enn det er til bransjen. Ser man på egenkapital- og minoritetskravet ligger det 2,6 prosent høyere for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen. Dette skyldes at selskapet har hatt en høyere egenkapitalbeta i hvert av analyseperiodens år. Gjennomsnittsbetaen til selskapet er høyere enn én, mens den for bransjen er lavere enn én. Slik det tidligere er diskutert indikerer dette at avkastningen til Grieg Seafood har vært mer utsatt for svingninger sammenlignet med markedsavkastningen, enn det avkastningen til bransjen har.

Finansielt gjeldskrav er knyttet til syntetisk rating som ble gjennomført i kapittel 6.3. Da bransjen oppnådde en høyere rating enn Grieg Seafood gjennom hele analyseperioden resulterer det i et lavere finansielt gjeldskrav for bransjen. Det finansielle eiendelskravet til Grieg Seafood er imidlertid lavere enn for bransjen, hvilket henger sammen med at de finansielle eiendelene til bransjen i større grad består av fordringer og investeringer, noe som medfører en høyere finansiell risiko og følgelig et høyere krav. Netto finansielt gjeldskrav er høyere i alle år, med unntak av i 2016, for Grieg Seafood. Totalt sett resulterer dette i et høyere netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav for selskapet. Sammenligner vi med risikoanalysen i kapittel seks tilsier også den at de historiske avkastningskravene til Grieg Seafood bør være høyere enn for bransjen, dette med bakgrunn i at selskapet har hatt en høyere likviditets- og soliditetsrisiko enn bransjen gjennom analyseperioden.

Det må bemerkes at usikre inputverdier som risikofri rente og kredittrisikopremie i stor grad er styrende ved estimering av kravene. Slik det ble diskutert i kapittel 7.2.1 kan det tenkes at estimatet på den risikofrie renten er noe lavt da det er benyttet en 3M Nibor-rente som utgangspunkt. Følgelig vil også de historiske avkastningskravene kunne være for lave. Videre avhenger kredittrisikopremien av at den syntetiske ratingen gir et rettviseende bilde på kredittrisikoen til selskapet og bransjen. Dersom ratingen overvurderes vil avkastningskravene bli for lave i forhold til den faktiske risikoen. I tillegg er det som nevnt svakheter med rammeverket for syntetisk rating, jamfør kapittel 6.3. Med andre ord eksisterer det en risiko for at de beregnede historiske avkastningskravene for Grieg Seafood og bransjen er undervurdert, og dette vil følgelig kunne påvirke den videre analysen.

Grieg Seafood:							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,068	0,078	0,073	0,064	0,068	0,056	0,068
Minoritetskrav	0,088	0,098	0,093	0,084	0,088	0,076	0,088
Finansielt gjeldskrav	0,057	0,022	0,023	0,037	0,014	0,013	0,028
Finansielt eiendelskrav	0,013	0,009	0,010	0,006	0,005	0,004	0,008
Netto finansielt gjeldskrav	0,063	0,024	0,024	0,042	0,017	0,016	0,031
Netto driftskrav	0,066	0,054	0,052	0,054	0,046	0,041	0,052
Sysselsatt kapitalkrav	0,079	0,090	0,085	0,078	0,081	0,067	0,080
Bransjen:							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,046	0,045	0,047	0,043	0,039	0,033	0,042
Minoritetskrav	0,066	0,065	0,067	0,063	0,059	0,053	0,062
Finansielt gjeldskrav	0,044	0,018	0,019	0,014	0,012	0,011	0,020
Finansielt eiendelskrav	0,032	0,023	0,010	0,009	0,005	0,003	0,014
Netto finansielt gjeldskrav	0,057	0,019	0,022	0,015	0,015	0,017	0,024
Netto driftskrav	0,051	0,039	0,037	0,032	0,029	0,027	0,036
Sysselsatt kapitalkrav	0,045	0,034	0,034	0,030	0,028	0,027	0,033

Tabell 7-16: Oppsummering av de historiske avkastningskravene for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2017

8. Analyse av lønnsomhet

Ifølge Damodaran (2012, s. 44) er rentabilitet et forholdstall som sier noe om den prosentvise avkastningen til en kapital, og er således et uttrykk for lønnsomhet. Rentabilitet kan brukes til å måle et selskaps lønnsomhet over tid, samt lønnsomheten mellom ulike virksomheter. I dette kapitlet vil vi analysere Grieg Seafoods historiske lønnsomhet ved hjelp av rentabilitetsmåling. Dette vil vi gjøre ved å beregne en rekke rentabiliteter som vi sammenligner med kravene funnet i kapittel 7. Den historiske lønnsomheten er viktig for å kunne anslå et selskaps fremtidige forventninger, og dette kapitlet vil derfor stå sentralt ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9 (Petersen & Plenborg, 2012, s. 93).

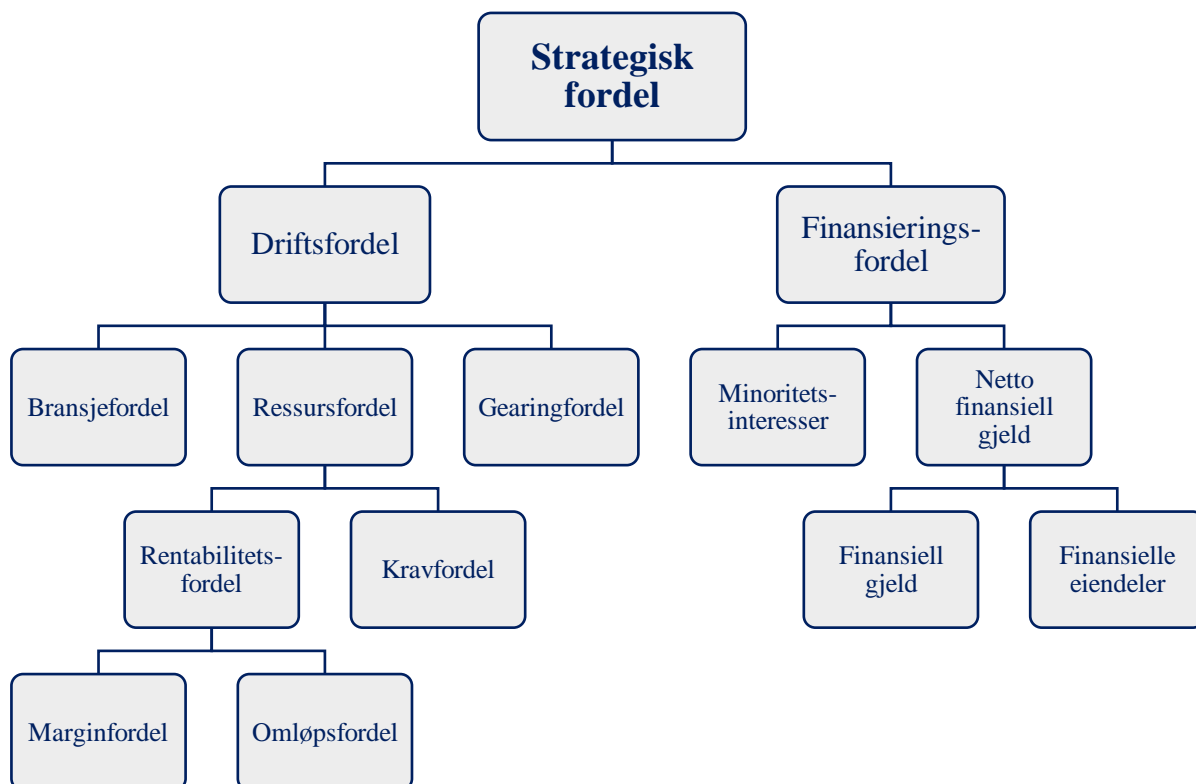
Resultatet til en kapital kan være fullstendig eller normalisert, hvor sistnevnte vil si at de unormale resultatene er trukket ut. Da den normaliserte rentabiliteten er mer framoverskuende, er det denne rentabiliteten som egner seg best til budsjettering og framskriving, og vi vil således bruke det normaliserte resultatet til kapitalen i våre lønnsomhetsanalyser. Videre forutsetter vi at kapitalendringen skjer midt i året, slik at vi bygger lønnsomhetsanalysen på gjennomsnittlig kapital. For å opprettholde konsistens med kapittel 7, hvor de beregnede kravene er etterskuddskrav, vil vi deretter justere rentabiliteten om til en etterskuddsrente (Knivsflå, 2018k). Formel 8-1 viser den generelle formelen for beregning av rentabilitet som vi vil benytte i dette kapitlet.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{inngående kapital} + (\Delta\text{kapital} - \text{nettoresultat})/2}$$

Formel 8-1: Formel for beregning av rentabilitet

I det følgende gjennomføres en strategisk rentabilitetsanalyse. Denne formen for rentabilitetsanalyse har fokus på avvik fra målestokken, og vi vil følge se på i hvilken grad Grieg Seafood skiller seg fra kravet. Den strategiske rentabilitetsanalysen går ut på at vi beregner superrentabiliteten til egenkapitalen, som er et mål på den strategiske fordelingen for eierne. Deretter dekomponeres superrentabiliteten for å finne kildene til den strategiske fordelingen (Knivsflå, 2018k). Figur 8-1 illustrerer hvordan den strategiske fordelingen kan dekomponeres. Vi vil i dette kapitlet ta for oss de ulike komponentene og analysere deres

påvirkning på den strategiske fordel. Avslutningsvis oppsummeres den strategiske fordel, og det trekkes paralleller til den strategiske analysen i kapittel 4.



Figur 8-1: Oversikt over dekomponeringen av den strategiske fordel (fritt etter Knivsflå, 2018k)

8.1 Superrentabilitet

Superrentabilitet er som nevnt et mål på den strategiske fordel for eierne, og er gitt som differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet. En positiv superrentabilitet tilsier at selskapet er i besittelse av en strategisk fordel, mens i det motsatte tilfellet besitter selskapet en strategisk ulempe (Knivsflå, 2018k). Egenkapitalrentabilitet er et forholdstall som sier noe om hvor godt ledelsen anvender aksjonærenes investerte kapital i selskapet til å generere avkastning (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 185). Ved hjelp av formel 8-1 har vi beregnet Grieg Seafoods egenkapitalrentabilitet over analyseperioden, se tabell 8-1.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Nettoreultat til EK	-144 140	256 552	223 564	67 926	919 716	721 871	475 965
/ Egenkapital	1 936 038	1 746 421	2 062 901	2 284 319	2 114 746	2 601 531	2 216 812
= Egenkapitalrentabilitet	-0,074	0,147	0,108	0,030	0,435	0,277	0,211

Tabell 8-1: Grieg Seafoods egenkapitalrentabilitet over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Det har vært store svingninger i egenkapitalrentabiliteten til Grieg Seafood over analyseperioden, og svingningene synes i stor grad å følge utviklingen i lakseprisen, jamfør figur 2-1. Grieg Seafood har eksempelvis negativ egenkapitalrentabilitet i 2012 hvor lakseprisen var lav, mens den svært høye lakseprisen i 2016 avbildes i en høy egenkapitalrentabilitet dette året.

Ved å holde egenkapitalrentabiliteten opp mot egenkapitalkravet kan vi regne ut superrentabiliteten til Grieg Seafood over analyseperioden, og således finne ut om Grieg Seafood har vært i besittelse av strategiske fordeler. Er dette tilfellet anses selskapet som lønnsomt (Knivsflå, 2018k). Egenkapitalkravet fant vi i kapittel 7.5. Utviklingen i Grieg Seafoods superrentabilitet over analyseperioden er vist i tabell 8-2.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Egenkapitalrentabilitet	-0,074	0,147	0,108	0,030	0,435	0,277	0,211
- Egenkapitalkrav	0,068	0,078	0,073	0,064	0,068	0,056	0,066
= Strategisk fordel (superrentabilitet)	-0,142	0,069	0,035	-0,034	0,367	0,221	0,145

Tabell 8-2: Grieg Seafoods superrentabilitet over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

De første årene av analyseperioden har Grieg Seafood skiftet mellom å ha hatt strategiske fordeler og –ulempes, før superrentabiliteten tok et solid byks oppover i 2016. Egenkapitalkravet har holdt seg relativt stabilt gjennom hele perioden, noe som tilsier at endringene i superrentabiliteten kan tilskrives endringene i selskapets lønnsomhet. De svakere årene i starten av analyseperioden skyldes trolig en blanding av lave laksepriser og høye kostnader innad i selskapet, særlig knyttet til biologiske utfordringer. Bedringen i 2016 kan mest sannsynlig tilskrives de gode forholdene i bransjen, da spesielt høye laksepriser. Oppsvinget på slutten av analyseperioden har resultert i en strategisk fordel på 14,5 prosent

hele analyseperioden sett under ett. Dette innebærer at Grieg Seafood har vært lønnsom for eierne over analyseperioden.

For å få et bedre bilde av superrentabiliteten, vil vi i de følgende delkapitlene forsøke å avdekke de faktiske kildene til Grieg Seafoods historiske superrentabilitet. Ved hjelp av dekomponering kan vi finne ut om de strategiske fordelene og ulempene skyldes drift eller finansiering, og videre om det er forhold internt i selskapet eller eksterne forhold generelle for bransjen som er de viktigste driverne bak superrentabiliteten. Den strategiske fordelene kan dekomponeres som vist i figur 8-1. Matematisk er dekomponering gitt ved formel 8-2.

Strategisk fordel = ekr – ekk	
= [(ndr – ndk) * (1 + nfgg + mig)] + [(nfgk – nfggr) * nfgg + (mik – mir) * mig]	
Driftsfordel	Finansieringsfordel
ndr = netto driftsrentabilitet ndk = netto driftskrav nfgg = netto finansiell gjeldsgrad mig = minoritetsgrad	nfgk = netto finansielt gjeldskrav nfggr = netto finansiell gjeldsrente mik = minoritetskrav mir = minoritetsrentabilitet

Formel 8-2: Formel for beregning av strategisk fordel

8.2 Driftsfordel

Den viktigste kilden til strategiske fordeler for et selskap er selskapets driftsaktiviteter. Dette skyldes at det er vanskelig å oppnå en unormal avkastning i finansmarkedet, da dette markedet preges av stor konkurranse som ofte resulterer i en rente tilnærmet lik kravet. Følgelig vil et selskaps positive superrentabilitet i hovedsak genereres av en lønnsom bransje, samt at selskapet utnytter dets tilgjengelige ressurser på en tilfredsstillende måte (Knivsflå, 2018d). Vi vil i dette delkapitlet gjennomføre en grundig dekomponering av Grieg Seafoods driftsfordel for å avdekke mulige kilder til den strategiske fordelene. Driftsfordelen kan først deles inn i en strategisk driftsfordel og en gearingfordel. Den strategiske driftsfordelen kan videre splittes opp i en bransje- og en ressursfordel, før sistnevnte ytterligere kan dekomponeres i en rentabilitets- og en kravfordel.

8.2.1 Strategisk driftsfordel

Vi finner den strategiske driftsfordelen ved å trekke netto driftskravet fra netto driftsrentabiliteten. Den strategiske driftsfordelen viser hvor stor del av den strategiske fordelen som er skapt gjennom driften av selskapet. Det ses bort fra effekter av gearing, og fordelen kalles således for den rene driftsfordelen (Knivsflå, 2018d). Tabell 8-3 viser utviklingen i den rene driftsfordelen til Grieg Seafood over analyseperioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Netto driftsrentabilitet	-0,022	0,102	0,080	0,041	0,269	0,185	0,143
- Netto driftskrav	0,066	0,054	0,052	0,054	0,046	0,041	0,049
= Ren driftsfordel	-0,088	0,048	0,028	-0,013	0,223	0,144	0,094

Tabell 8-3: Grieg Seafoods rene driftsfordel over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Som vi kan se av tabell 8-3 har Grieg Seafoods rene driftsfordel variert en god del i løpet av analyseperioden. Netto driftskravet har kun hatt mindre variasjoner i analyseperioden, og svingningene i den rene driftsfordelen skyldes dermed hovedsakelig endringer i netto driftsrentabiliteten. I 2012 og 2015 hadde Grieg Seafood en negativ ren driftsfordel, hvilket trolig skyldes en blanding av svake laksepriser i enkelte markeder, samt utfordringer knyttet til sykdom og sjøforhold (Grieg Seafood, 2013; Grieg Seafood, 2016). De resterende årene har Grieg Seafood hatt en positiv ren driftsfordel, hvor 2016 var det sterkeste året. Gjennomsnittlig har Grieg Seafood hatt en ren driftsfordel på 9,4 prosent i løpet av analyseperioden.

Bransjefordel

Den rene driftsfordelen kan som kjent deles i en bransjefordel og en ressursfordel. Bransjefordelen sier noe om hvor stor del av den rene driftsfordelen som skyldes forhold i bransjen. Muligheter i bransjen bidrar til å øke bransjefordelen, mens trusler bidrar til å minke bransjefordelen. For å finne bransjefordelen må vi sammenligne netto driftsrentabiliteten med netto driftskravet i bransjen (Knivsflå, 2018l).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,031	0,162	0,163	0,100	0,295	0,227	0,193
- Netto driftskravet i bransjen	0,051	0,039	0,037	0,032	0,029	0,027	0,032
= Bransjefordel drift	-0,020	0,123	0,126	0,068	0,266	0,200	0,160

Tabell 8-4: Utviklingen i bransjefordel drift over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Tabell 8-4 viser at bransjen har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig fordel på 16 prosent over analyseperioden. Med unntak av i 2012 har bransjefordelen vært positiv hvert år. Driftskravet har holdt seg relativt stabilt, og variasjonene i fordelen kan igjen tilskrives endringer i rentabiliteten. I det følgende ser vi til makro- og bransjeanalysen i kapittel 4.2 for å finne årsaker som kan forklare den solide bransjefordelen.

Makroanalysen indikerte at lønnsomheten til oppdrettsbransjen i stor grad kan tilskrives konsesjonssystemet som regulerer næringen. Sammen med en høy kapitalintensitet bidrar konsesjonssystemet til høye inngangsbarrierer, hvilket igjen begrenser konkurranseintensiteten innad i næringen. Videre setter også konsesjonsreguleringen, i kombinasjon med en lang produksjonsprosess, begrensninger på tilbudt mengde i markedet. Som et resultat har prisnivået på laks blitt presset opp i de senere årene, hvor en stor global etterspørsel etter laks gjør at prisnivået kan opprettholdes. Den eksterne analysen avdekket imidlertid at prisnivået historisk sett har vært svært volatilt, hvilket har, og vil være, en trussel for bransjens lønnsomhet. I tillegg har også biologiske utfordringer i form av lakselus truet lønnsomheten. Følgelig anses utviklingen i bransjefordelen som rimelig sett i forhold til bransjeanalysen i kapittel 4.2. Bransjefordelen var negativ i 2012, hvor et lavt prisnivå og et historisk stort tilbud preget bransjen. Videre har fordelen gradvis økt i takt med utviklingen av lønnsomheten til bransjen, med unntak av en liten dupp i 2015. I 2016 og 2017 var fordelen på et særlig høyt nivå, henholdsvis 26,6 og 20 prosent, hvilket hovedsakelig skyldes et historisk høyt prisnivå på laks.

Ressursfordel

Særegne interne ressurser i det enkelte selskapet danner grunnlaget for å ha en ressursfordel skapt av driften. Grieg Seafood har en ressursfordel dersom selskapets netto driftsrentabilitet overstiger bransjens, eller dersom selskapets netto driftskrav er lavere enn kravet til bransjen. Ressursfordelen består dermed av en rentabilitetsfordel og en kravfordel. Sterke sider internt

i selskapet bidrar til å styrke ressursfordelen, mens svake sider internt kan svekke fordelene (Knivsflå, 2018). Tabell 8-5 viser utviklingen i Grieg Seafoods driftsrelaterte kravfordel over analyseperioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Netto driftskrav bransjen	0,051	0,039	0,037	0,032	0,029	0,027	0,033
- Netto driftskrav Grieg Seafood	0,066	0,054	0,052	0,054	0,046	0,041	0,049
= Kravfordel drift	-0,015	-0,014	-0,015	-0,022	-0,017	-0,014	-0,016

Tabell 8-5: Grieg Seafoods driftsrelaterte kravfordel over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Da Grieg Seafood og bransjen driver med mer eller mindre samme type virksomhet, forventes det at netto driftskravene vil være tilnærmet like (Knivsflå, 2018). Av tabell 8-5 kan vi se at Grieg Seafood har hatt en kravulempe hvert år i analyseperioden, noe som har resultert i en tidsvektet gjennomsnittlig kravulempe på 1,6 prosent. Dette innebærer at det historisk har blitt stilt høyere krav til avkastning per investerte krone i Grieg Seafood enn i bransjen, hvilket kan ha en sammenheng med at Grieg Seafood i større grad enn bransjen har vært eksponert internasjonalt. De senere årene kan vi imidlertid se en liten reduksjon i kravulempen, noe som kan være et tegn på at driften i Grieg Seafood og i bransjen har begynt å nærme seg hverandre.

Tabell 8-6 viser utviklingen i Grieg Seafoods driftsrelaterte rentabilitetsfordel over analyseperioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Netto driftsrentabilitet	-0,022	0,102	0,080	0,041	0,269	0,185	0,143
- Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,031	0,162	0,163	0,100	0,295	0,227	0,193
= Rentabilitetsfordel drift	-0,053	-0,060	-0,083	-0,059	-0,026	-0,042	-0,050

Tabell 8-6: Grieg Seafoods driftsrelaterte rentabilitetsfordel over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Grieg Seafood har hatt en rentabilitetsulempe sammenlignet med bransjen alle årene i analyseperioden. Det tidsvektede gjennomsnittet viser en rentabilitetsulempe på 5 prosent. Ulempen skyldes enten at Grieg Seafood ikke kontrollerer viktige ressurser som bransjen

innehar, eller at Grieg Seafood ikke utnytter sine ressurser like bra som bransjen. En mulig forklaring kan være selskapets problemer med å få til en effektiv utnyttelse av sine utenlandske lokasjoner, jamfør den interne ressursorienterte analysen i kapittel 4.3. I det følgende vil vi studere den driftsrelaterte rentabilitetsulempen nærmere ved å dekomponere den i en marginfordel og en omløpsfordel, jamfør formel 8-3.

Rentabilitetsfordel drift = $ndr - ndr_B$ $= \underbrace{((ndm - ndm_B) * onde)}_{\text{Marginfordel}} + \underbrace{(ndm_B * (onde - onde_B))}_{\text{Omløpsfordel}}$		
<small>ndr = netto driftsrentabilitet</small>	<small>ndm = netto driftsmargin</small>	<small>onde = omløpet til netto driftseiendeler</small>

Formel 8-3: Formel for beregning av rentabilitetsfordel fra drift

Marginfordel

En eventuell marginfordel vil være skapt av ressurser som gir kostnadsfordeler per omsatte krone for Grieg Seafood. For å finne marginfordelen må vi først beregne netto driftsmarginen til selskapet og bransjen, hvilket er gitt ved å dividere netto driftsresultatet på driftsinntektene. Differansen mellom selskapets og bransjens netto driftsmargin må videre vektet med Grieg Seafoods omløp av netto driftskapital. Det eksisterer en marginfordel dersom Grieg Seafood har en høyere netto driftsmargin enn bransjen (Knivsflå, 2018l).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Netto driftsmargin	-0,035	0,134	0,071	0,036	0,153	0,111	0,095
- Netto driftsmargin i bransjen	0,031	0,130	0,122	0,082	0,202	0,164	0,141
= "Uvektet" marginfordel	-0,066	0,004	-0,051	-0,046	-0,049	-0,053	-0,045
* Omløpet til netto driftskapital	0,615	0,760	1,130	1,140	1,754	1,673	1,427
= Marginfordel	-0,041	0,003	-0,058	-0,052	-0,086	-0,089	-0,065

Tabell 8-7: Grieg Seafoods marginfordel over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

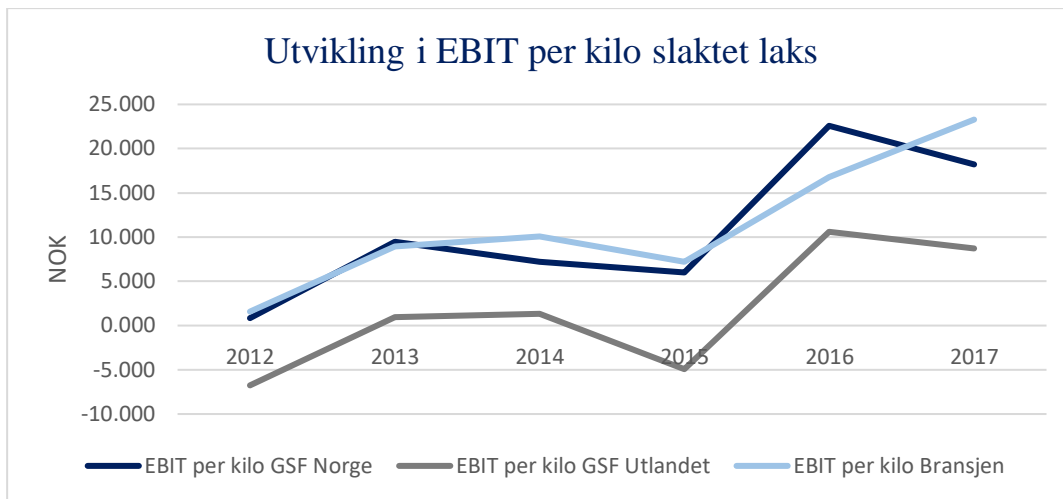
Med unntak av en beskjeden marginfordel i 2013, har Grieg Seafood hatt en marginulempe gjennom hele analyseperioden. Dette tilsier at Grieg Seafood har hatt høyere driftskostnader per krone driftsinntekt enn bransjen. Det tidsvektede gjennomsnittet viser en marginulempe

på 6,5 prosent relativt til bransjen over analyseperioden. For å finne driverne bak marginulempen vil vi i det følgende gjennomføre en såkalt common size-analyse, hvilket belyser eventuelle kostnadsavvik mellom Grieg Seafood og bransjen.

Common size-analyse

I common size-analysen uttrykkes alle poster i driftsresultatet i prosent av driftsinntektene. Dette får frem den relative størrelsen til hver post, og gjør det således mulig å sammenligne Grieg Seafood med bransjen. Common size-analysen vil kunne gi mer spesifikke forklaringer på hvorfor Grieg Seafood har hatt en marginulempe over analyseperioden (Peterson & Plenborg, 2012, s. 112).

Basert på våre tidligere analyser av Grieg Seafood synes særlig de utenlandske regionene å ha vært belastende for selskapet. Det vil således være interessant å undersøke om kostnadsulempen kan henføres til de utenlandske regionene. På grunn av et for lavt detaljnivå i årsrapportene kan vi ikke splitte common size-analysen i en norsk og en internasjonal del for Grieg Seafood. Selskapet opplyser imidlertid i sine rapporter om hver regions driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler, EBIT, samt produksjonsvolumet til hver region. Dersom vi beregner EBIT per kilo slaktet laks for de norske og utenlandske regionene, kan vi få en indikasjon på kostnadsforholdet innad i selskapet. Figur 8-2 viser utviklingen i EBIT per kilo for Grieg Seafoods norske og utenlandske regioner, samt bransjens EBIT per kilo. Som vi kan se av figuren er EBIT per kilo for Grieg Seafoods utenlandske regioner betydelig lavere enn EBIT per kilo for selskapets norske regioner og bransjen, som for øvrig ikke skiller seg mye fra hverandre. Størstedelen av Grieg Seafoods operasjonelle driftsresultat synes dermed å stamme fra selskapets norske produksjon. En mulig årsak til dette er et høyere kostnadsnivå i selskapets utenlandske regioner.



Figur 8-2: Utviklingen i EBIT per kilo slaktet laks for Grieg Seafoods produksjon i Norge og i utlandet, samt bransjens EBIT per kilo slaktet laks over analyseperioden 2012-2017

I det følgende vil vi gjennomføre en common size-analyse for hele Grieg Seafood. Denne vil belyse hvilke poster i driftsresultatet som er årsaken til selskapets marginulemppe. Resultatene fra common size-analysen presenteres i tabell 8-8 under.

Tidsvekt	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidssnitt	Bransje	Differanse	Vektet fordel
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	0,000	0,000
- Varekostnader	0,534	0,368	0,536	0,566	0,470	0,512	0,503	0,552	-0,049	-0,070
- Lønns- og personalkostnader	0,133	0,125	0,088	0,088	0,073	0,069	0,085	0,113	-0,028	-0,039
- Andre driftskostnader	0,309	0,278	0,251	0,266	0,227	0,245	0,252	0,136	0,116	0,166
- Avskrivninger	0,078	0,056	0,034	0,036	0,027	0,029	0,036	0,036	0,000	-0,001
= Driftsresultat fra egen virksomhet	-0,054	0,173	0,091	0,044	0,202	0,146	0,124	0,163	-0,039	-0,056
- Driftsrelatert skattekostnad	-0,013	0,042	0,022	0,011	0,049	0,035	0,030	0,046	-0,016	-0,023
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	-0,041	0,131	0,069	0,034	0,153	0,111	0,094	0,117	-0,023	-0,033
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	0,006	0,003	0,002	0,002	0,000	0,000	0,001	0,009	-0,007	-0,011
= Netto driftsresultat	-0,035	0,134	0,071	0,036	0,153	0,111	0,095	0,141	-0,045	-0,065

Tabell 8-8: Common size-analyse for Grieg Seafood over analyseperioden 2012-2017. Alle postene i netto driftsresultatet er uttrykt i prosent av driftsinntektene

Common size-analysen viser at Grieg Seafood har hatt lavere varekostnader, lønns- og personalkostnader, avskrivninger og driftsrelatert skattekostnad enn bransjen. Selskapet har derimot hatt betydelig høyere andre driftskostnader, samt et marginalt dårligere bidrag fra driftstilknnyttede virksomheter. I de neste avsnittene vil vi ta for oss postene i driftsresultatet og forsøke å avdekke hvorfor de enten utgjør såkalte grønne eller røde flagg for Grieg Seafood.

Vi vil ikke analysere avskrivningene da disse er tilnærmet like for Grieg Seafood og bransjen, og således bare bidrar mikroskopisk til marginulempen.

Varekostnader

Relativt til bransjen har Grieg Seafood hatt en lavere varekostnad med en tidsvektet differanse for analyseperioden på 4,9 prosent, noe som utgjør en vektet kostnadsfordel på 7 prosent. En betydelig andel av varekostnadene stammer fra kjøp av fôr. Alle selskapene i bransjen, med unntak av Marine Harvest, er avhengige av eksterne fôrleverandører, jamfør kapittel 2.4. I løpet av analyseperioden har fôrkostnadene generelt i oppdrettsbransjen økt kraftig. Fôrkostnadene påvirkes av fôrprisen og fôrforbruket. Fôrprisene er sensitive for marine og vegetabiliske råvarepriser, som varierer med sesongmessige fangst- og produksjonsforhold. Aktørene i oppdrettsbransjen bruker også stadig mer spesialtilpasset fôr, som blant annet kan forebygge sykdom eller sørge for raskere tilvekst (Iversen, Hermansen, Nystøyl & Hess, 2017). Denne typen fôr selges gjerne med et påslag på 15-20 prosent på vanlig fôrpris (Iversen et al., 2015). Det kan tenkes at Grieg Seafood har hatt gode leverandøravtaler i løpet av analyseperioden, hvilket har medført lavere fôrkostnader for selskapet. Videre kan det tenkes at fôrprisene er lavere i utlandet. Norske fôrprodusenter må nemlig kjøpe en stor andel av fôrråvarene internasjonalt, og råvareprisen er derfor i stor grad påvirket av endringer i valutakursen. Særlig etter at den norske kronen ble svekket sommeren og høsten 2014 har det vært en betydelig økning i råvareprisene for norske fôrprodusenter, til tross for at de fleste fôrråvarene har blitt billigere målt i amerikanske dollar (Iversen et al., 2017). Da det kun er Grieg Seafood og Marine Harvest som har internasjonal produksjon, har ikke hele bransjen hatt mulighet til å kjenne på godene av dette.

Fôrforbruket avhenger av hvor godt fisken utnytter fôret. Fôrutnyttelsen er sammensatt og påvirkes blant annet av hvilket fôr som benyttes, fiskens størrelse og fiskens helse. Også størrelsen på utsatt smolt kan påvirke fôrforbruket. Fiskens levetid i sjø vil som kjent kortes ned ved utsett av større smolt, noe som naturligvis medfører at mengden fôr reduseres. Videre kan fisken også være mer motstandsdyktig mot sykdommer og lus, hvilket er en annen faktor som påvirker fôrforbruket (Iversen et al., 2017). Grieg Seafood satser som kjent stort på bruk av større smolt i produksjonen. Det kan således tenkes at en lavere varekostnad for Grieg Seafood kan tilskrives selskapets gradvise økning i bruken av storsmolt.

Det må påpekes at Grieg Seafood kostnadsfører unormal dødelighet løpende som en del av varekostnaden (Grieg Seafood, 2018c). I omgrupperingen av resultatregnskapet i kapittel 5.4.1 ble kostnader ved unormal dødelighet trukket ut, da dette anses som en unormal post. På grunn av ulikt detaljnivå i de finansielle rapportene til aktørene i bransjen, er det en mulighet for at dette ikke er gjort like grundig for alle selskapene. Det er således ikke sikkert at den vektete kostnadsfordelen skulle vært hele 7 prosent.

Lønns- og personalkostnader

Tidsvektet har lønns- og personalkostnadene til Grieg Seafood vært lavere enn bransjens med 2,8 prosent. Dette utgjør en vektet kostnadsfordel på 3,9 prosent for Grieg Seafood. Kostnadsfordelen skyldes muligens at lønnsnivået har vært lavere i Grieg Seafoods utenlandske regioner enn i Norge. Videre kan det tenkes at kostnadsfordelen kan fraskrives ny teknologi. Gjennom analyseperioden har lønnskostnaden generelt i oppdrettsbransjen økt. En sentral årsak til dette er at arbeidsmengden har blitt større, da behovet for forebygging og behandling av lus og sykdom har vokst (Iversen et al., 2017). På grunn av Grieg Seafoods store biologiske utfordringer har selskapet investert i en del teknologi som hjelper selskapet til å ta bedre strategiske beslutninger, og således bidrar til å minke arbeidsbehovet særlig knyttet til behandling av lus og sykdommer. I Canada og på Shetland brukes blant annet sensorbasert teknologi for å overvåke algeoppblomstring, noe som gjør at selskapet kan fastslå type alge på et tidlig tidspunkt, og dermed iverksette passende tiltak (Grieg Seafood, 2018c). En lavere lønnskostnad synes således å også kunne være konsistent med selskapets satsing på ny teknologi.

Andre driftskostnader

Den største kostnadsulempen for Grieg Seafood over analyseperioden knytter seg til andre driftskostnader. Relativt til bransjen er differansen i andre driftskostnader 11,6 prosent. Dette utgjør en kostnadsulempe på hele 16,6 prosent for Grieg Seafood. Andre driftskostnader er en sekkepost som blant annet består av kostnader knyttet til transport, vedlikehold, behandling av lus og sykdommer, leiekostnader og lignende (Grieg Seafood, 2018c). Generelt i den norske oppdrettsbransjen har andre driftskostnader hatt den største prosentvise veksten av alle produksjonskostnadene i perioden 2012 til 2016. Dette skyldes først og fremst en økning i kostnadene knyttet til å forebygge, forhindre og behandle lus og andre sykdommer (Iversen et al., 2017). Grieg Seafoods biologiske utfordringer har naturligvis medført økte behandlingskostnader. Både i de norske og utenlandske regionene har selskapet slitt med lus

og andre sykdommer. Basert på Grieg Seafoods rapporter, synes imidlertid problemene å ha vært størst i utlandet, hvor selskapet i tillegg til lus og sykdommer har hatt en krevende algesituasjon. Grieg Seafood har således trolig måttet gjennomføre mer behandling i disse regionene, samt mer forebyggende og forhindrende arbeid. De fleste selskapene i bransjen har som kjent ikke internasjonal produksjon, og har dermed ikke vært eksponert for samme biologiske situasjon som Grieg Seafood. Basert på ovennevnte drøfting synes kostnadsulempen i andre driftskostnader i hovedsak å skyldes høye kostnader ved å forebygge, forhindre og behandle lus og andre sykdommer, spesielt i selskapets utenlandske regioner.

Da stadig flere kostnader som tidligere hørte til inn under andre poster, nå har blitt en del av sekkeposten andre driftskostnader, kan trolig noe av kostnadsulempen i andre driftskostnader tilskrives denne utviklingen (Iversen et al., 2015). Det kan for eksempel tenkes at Grieg Seafood anvender mer leasing enn bransjen. Ved investering i nytt operativt utstyr benytter Grieg Seafood hovedsakelig leasing (Grieg Seafood, 2018c). Dette medfører lavere avskrivningskostnader, men til gjengjeld høyere leiekostnader som er en del av sekkeposten andre driftskostnader.

Driftsrelatert skattekostnad

Grieg Seafood har en tidsvektet lavere driftsrelatert skattekostnad enn bransjen med 1,6 prosent, og således en vektet kostnadsfordel på 2,3 prosent. En lavere driftsrelatert skattekostnad skyldes hovedsakelig at grunnlaget for beregning av kostnaden er lavere for Grieg Seafood enn bransjen.

Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter

Relativt til bransjen får Grieg Seafood et tidsvektet mindre bidrag fra driftstilknyttede virksomheter. Den tidsvektede differansen er 0,7 prosent, som tilsvarer en kostnadsulempe på 1,1 prosent. I løpet av analyseperioden har Grieg Seafood solgt seg ut av alle sine driftstilknyttede virksomheter, før de kjøpte seg inn i et nytt selskap i 2017 (Grieg Seafood, 2017a; Grieg Seafood 2018c). Således synes den marginale kostnadsulempen å skyldes at Grieg Seafood har hatt mindre eierinteresser i driftstilknyttede virksomheter enn bransjen.

Oppsummert synes den tidsvektede marginulempen på 6,5 prosent å skyldes høyere andre driftskostnader i Grieg Seafood enn i bransjen. Dette er trolig et resultat av høye forebyggings- og behandlingskostnader knyttet til lus og andre sykdommer. Disse kostnadene synes å være

størst i selskapets utenlandske regioner, noe som er konsistent med vår forventning om et høyere kostnadsnivå i utlandet. Marginulempen blir imidlertid dempet, først og fremst av lavere varekostnader og lønns- og personalkostnader i Grieg Seafood.

Omløpsfordel

Et selskap besitter en omløpsfordel dersom det har en bedre evne til å skape driftsinntekter per krone investert enn bransjen, og fordelene er således å anse som et effektivitetsmål (Knivsflå, 2018). Tabell 8-9 presenterer omløpsfordelen til Grieg Seafood over analyseperioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Omløpet til netto driftskapital	0,615	0,760	1,130	1,140	1,754	1,673	1,361
- Omløpet i bransjen	0,988	1,252	1,340	1,225	1,456	1,385	1,331
= "Uvektet" omløpsfordel	-0,373	-0,492	-0,210	-0,085	0,298	0,288	0,030
* Netto driftsmargin i bransjen	0,031	0,130	0,122	0,082	0,202	0,164	0,489
= Omløpsfordel	-0,012	-0,064	-0,026	-0,007	0,060	0,047	0,015

Tabell 8-9: Grieg Seafoods omløpsfordel over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Det fremgår av tabellen at Grieg Seafood hadde et lavere omløp av netto driftseiendeler enn bransjen i perioden 2012 til 2015, og besatt således en omløpsulempe. I analyseperiodens to siste år er imidlertid omløpet til Grieg Seafood høyere enn for bransjen, og en omløpsfordel foreligger. I gjennomsnitt resulterer dette i en tidsvektet omløpsfordel for Grieg Seafood på 1,5 prosent. Følgelig indikerer det at selskapet historisk har hatt et høyere omløp av netto driftseiendeler enn bransjen i snitt.

For å få en bedre innsikt i Grieg Seafoods omløpsfordel vil vi i det følgende utføre en analyse på enhetsnivå gjennom en dekomponering av omløpet til netto driftseiendeler. Først analyseres driftsinntekter per kilo slaktet laks, også kjent som arpu. Videre analyseres effektiviteten ved å studere antall kilo slaktet laks i forhold til netto driftskapital. I tillegg vil også netto driftskapital per kilo slaktet laks bli analysert. Følgelig avdekkes det om omløpsfordelen til Grieg Seafood skyldes en arpu-fordel eller en effektivitetsfordel. Formel 8-4 viser dekomponeringen av omløpsfordelen i en arpu- og effektivitetsfordel.

$$\text{Omløpsfordel} = \underbrace{((\text{arpu} - \text{arpu}_B) * \text{eff} * \text{ndm}_B)}_{\text{ARPU-fordel}} + \underbrace{((\text{eff} - \text{eff}_B) * \text{arpu}_B * \text{ndm}_B)}_{\text{Effektivitetsfordel}}$$

arpu = driftsinntekt per enhet
 eff = enheter per krone netto driftskapital investert
 nmd = netto driftsmargin

Formel 8-4: Formel for dekomponering av omløpsfordelen i en arpu-fordel og en effektivitetsfordel

Per unit-analyse

Dekomponeringen av omløpsfordelen på 1,5 prosent viser at Grieg Seafood både har hatt en tidsvektet arpu-fordel og effektivitetsfordel, på henholdsvis 0,9 og 0,6 prosent, se tabell 8-10. Hovedforklaringen bak omløpsfordelen er dermed at Grieg Seafood har oppnådd en høyere gjennomsnittspris per kilo laks enn bransjen. Fordelen blir ytterligere styrket av at selskapet har hatt en mer effektiv utnyttelse av investert kapital enn bransjen i snitt.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
ARPU-fordel	-0,009	-0,043	-0,002	0,002	0,029	0,025	0,009
+ Effektivitetsfordel	-0,002	-0,021	-0,024	-0,009	0,031	0,022	0,006
= Omløpsfordel	-0,012	-0,064	-0,026	-0,007	0,060	0,047	0,015

Tabell 8-10: Dekomponering av Grieg Seafoods omløpsfordel over analyseperioden 2012-2017 i en arpu- og effektivitetsfordel

Sammenligner vi Grieg Seafoods oppnådde gjennomsnittspris per kilo laks med bransjens, finner vi en positiv tidsvektet differanse på 2,29 kroner. Dette er et resultat av store svingninger i forholdet mellom selskapet og bransjens arpu gjennom analyseperioden. Differansen mellom Grieg Seafood og bransjens arpu har svingt fra hele -18,21 kroner til +10,39 kroner, se tabell 8-11.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
ARPU Grieg Seafood	29,69	41,77	63,37	71,16	101,75	112,45	82,95
- ARPU Bransjen	44,02	59,98	64,29	69,73	93,44	102,06	80,66
= Differanse	-14,33	-18,21	-0,92	1,43	8,31	10,39	2,29

Tabell 8-11: Differansen mellom Grieg Seafood og bransjens arpu over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Det kan være flere årsaker til Grieg Seafoods prisfordel relativt til bransjen. Da Grieg Seafoods hovedprodukt, nemlig hel sløyd laks, er en generisk råvare, vil prisen selskapet oppnår reflektere prisen i råvaremarkedet. Selskapets oppnådde priser vil likevel kunne avvike fra markedsprisen, basert på den leverte laksens kvalitet, effekter av inngåtte salgskontrakter og evne til å forhandle i markedet (Grieg Seafood, 2018c).

Alle aktørene i bransjen sikrer en viss andel av salget med fastpriskontrakter. Grieg Seafood synes imidlertid å ha hatt en noe lavere kontraktsandel enn flere av konkurrentene gjennom analyseperioden. I 2017 hadde eksempelvis Grieg Seafood en kontraktsandel på 21 prosent mot Marine Harvests 38 prosent (Grieg Seafood 2018c; Marine Harvest, 2018b). I år med høye spotpriser på laks kan det være svært fordelaktig med en lav kontraktsandel, mens det i år med lave spotpriser vil være mindre gunstig å sikre kun en liten andel av salget med fastpriskontrakter. I 2016 og 2017, hvor lakseprisen var på et historisk høyt nivå, skyldes trolig de positive differansene mellom selskapet og bransjens arpu til dels at Grieg Seafood hadde en lavere kontraktsandel enn flere andre aktører. Selv om Grieg Seafood i likhet med bransjen fikk et negativt bidrag fra kontraktene særlig i 2016, utgjorde tapet en mindre andel for Grieg Seafood. Således var oppsiden for Grieg Seafood også større, da de var mer utsatt for den høye spotprisen.

I tillegg til vanlig standard laks, tilbyr Grieg Seafood to typer luksuslaks; Skuna Bay Salmon som produseres i Canada og Kvitsøy laks som produseres i Rogaland. Disse produktene selges i dag hovedsakelig til gourmetrestauranter i henholdsvis USA og Mellom-Europa (Grieg Seafood, 2018c). For denne typen laks fluktuere ikke prisene på samme måte som for vanlig standard laks, da kundene er mer opptatt av kvalitet enn pris (Blank, 2017). Prisen ligger også naturligvis på et høyere nivå enn spotprisen på vanlig laks. Populariteten til disse produktene har vokst de senere årene, og vi ser det dermed som nærliggende å anslå at den høye oppnådde gjennomsnittsprisen til Grieg Seafood de siste årene skyldes at selskapet selger en god del fisk for en høyere pris enn spotprisen. Vanlig standard laks må også holde en viss høy kvalitet for å kunne selges til den høyeste prisen. Dersom laksen har vært utsatt for sykdom eller andre skader vil laksen selges til en lavere pris enn spotprisen (Grieg Seafood, 2018c). Grieg Seafood har som kjent slitt med mye biologiske problemer, særlig i de utenlandske regionene, og de svakere oppnådde gjennomsnittsprisene i de første årene av analyseperioden kan muligens tilskrives en dårligere kvalitet på fisken.

Alt salg av Grieg Seafoods produserte laks skjer som kjent gjennom salgsselskapet Ocean Quality. Salgsselskapet har avdelinger i alle morselskapets produksjonsregioner, noe som gjør at hver avdeling kan fokusere på de viktigste markedene for hver region, og spisse salgsstrategien inn mot disse (Grieg Seafood, 2018c). Grieg Seafood fastslår i sine rapporter at en av årsakene til at deres oppnådde gjennomsnittspris overstiger referanseprisen på laks, er at salgsselskapet har evnet å effektivt allokere laksen i markedet. Dette kan virke rimelig da selskapets gjennomsnittspris er såpass mye høyere enn gjennomsnittsprisen i bransjen, slik at det mest sannsynlig må være flere faktorer som står bak den høye prisen.

Dekomponeringen viste en tidsvektet effektivitetsfordel for Grieg Seafood over analyseperioden på 0,6 prosent. Effektiviteten måles ved forholdet mellom antall kilo laks produsert og netto driftskapitalen, se tabell 8-12.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Effektivitet Grieg Seafood	0,021	0,018	0,018	0,016	0,017	0,015	0,0168
- Effektivitet Bransjen	0,022	0,021	0,021	0,018	0,016	0,014	0,0171
= Differanse	-0,002	-0,003	-0,003	-0,002	0,002	0,001	-0,0004

Tabell 8-12: Differansen mellom Grieg Seafood og bransjens effektivitet over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Ved å sammenligne netto driftskapital per kilo produsert laks i Grieg Seafood og bransjen, finner vi at det er først i de to siste årene av analyseperioden at Grieg Seafood har hatt en lavere kapitalbinding enn bransjen, se tabell 8-13. Dette kan ha en sammenheng med selskapets satsing på bruk av stor smolt i produksjonen. En større smolt er mer robust, og vil følgelig bidra til lavere svinn. Ved bruk av stor smolt vil også produksjonen effektiviseres, da produksjonstiden blir forkortet som følge av at større smolt bruker kortere tid på å nå slakteklar størrelse (Grieg Seafood, 2018c). Den høyere kapitalbindingen for Grieg Seafood i starten av analyseperioden er trolig en følge av svinn. Det er ikke ukjent at Grieg Seafood har slitt med store fiskehelseutfordringer i flere år. Lavere produksjonsvolum gir følgelig høyere kapitalbinding. De biologiske utfordringene har videre medført at Grieg Seafood har måttet gjennomføre investeringer i blant annet teknologi for å prøve og finne en løsning på problemene. Økte driftseiendeler bidrar også til å øke kapitalbindingen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Netto driftskapital per slaktet kg GSF	48,30	54,94	56,10	62,42	58,03	67,20	60,11
- Netto driftskapital per slaktet kg Bransjen	44,56	47,90	47,99	56,90	64,20	73,67	60,06
= Differanse	3,74	7,04	8,11	5,52	-6,17	-6,47	0,05

Tabell 8-13: Differansen mellom netto driftskapital per slaktet kilo i Grieg Seafood og bransjen over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Selv om Grieg Seafood i størstedelen av analyseperioden har hatt en effektivitetsulempe, vektet effektivitetsfordelene i de to siste årene tyngre slik at selskapet i snitt har hatt en marginal effektivitetsfordel på 0,6 prosent over analyseperioden, jamfør tabell 8-10.

Oppsummert sier altså dekomponeringen at Grieg Seafoods tidsvektede omløpsfordel på 1,5 prosent i hovedsak knytter seg til en høyere oppnådd gjennomsnittspris per kilo laks enn bransjen. Det er likevel først i de senere årene at Grieg Seafood har hatt en prisfordel relativt til bransjen. Videre styrkes omløpsfordelen av at Grieg Seafood i snitt har hatt en mer effektiv utnyttelse av investert kapital enn bransjen. Også her er det først i de siste årene at Grieg Seafood har hatt en fordel.

Oppsummering strategisk driftsfordel

Den strategiske driftsfordelen til Grieg Seafood er oppsummert i tabell 8-14.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Bransjefordel drift	-0,020	0,123	0,126	0,068	0,266	0,200	0,160
Marginfordel	-0,041	0,003	-0,058	-0,052	-0,086	-0,089	-0,065
+ Omløpsfordel	-0,012	-0,064	-0,026	-0,007	0,060	0,047	0,015
= Rentabilitetsfordel	-0,053	-0,060	-0,083	-0,059	-0,026	-0,042	-0,050
+ Kravfordel	-0,015	-0,014	-0,015	-0,022	-0,017	-0,014	-0,016
= Ressursfordel drift	-0,068	-0,074	-0,098	-0,081	-0,043	-0,056	-0,066
= Strategisk driftsfordel	-0,088	0,048	0,028	-0,013	0,223	0,144	0,094

Tabell 8-14: Oversikt over den dekomponerte strategiske driftsfordelen til Grieg Seafood over analyseperioden 2012-2017

Ved hjelp av dekomponering og analyse av Grieg Seafoods strategiske driftsfordel har vi avdekket at selskapet har vært i besittelse av en solid bransjefordel gjennom analyseperioden, som igjen har hatt positive innvirkninger på den strategiske driftsfordelen. Fordelen har

imidlertid blitt dempet av det faktum at Grieg Seafood ikke har klart å utnytte ressursene de besitter på en tilfredsstillende måte. I tillegg bidrar også en kravulempe på 1,6 prosent negativt til driftsfordelen. Samlet sett resulterte dette i en gjennomsnittlig strategisk driftsfordel for Grieg Seafood på 9,4 prosent over analyseperioden.

8.2.2 Gearingfordel

Den andre hovedkomponenten som utgjør et selskaps driftsfordel er gearingfordelen. Et selskap kan ha en gearingfordel dersom det bruker andre finansieringskilder enn egenkapital. Da kilden til gearingfordelen ligger i den rene driftsfordelen, betraktes gearing som en del av driftsfordelen. Et selskap vil kun ha en gearingfordel dersom driften er lønnsom, og gearingfordelen vil i så tilfelle bidra til å øke den strategiske fordel til selskapet (Knivsflå, 2018k; Knivsflå, 2018l). Selskapets totale verdi vil derimot trolig ikke øke som følge av gearing, ettersom en økt gjeldsgrad vil føre til økt risiko knyttet til egenkapitalen, som igjen vil føre til at eierne krever høyere avkastning, jamfør Modigliani og Millers to proposisjoner (Berk & DeMarzo, 2014, s. 489).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	-0,022	0,102	0,080	0,041	0,269	0,185	0,143
- Netto driftskrav	0,066	0,054	0,052	0,054	0,046	0,041	0,049
= Strategisk driftsfordel	-0,088	0,048	0,028	-0,013	0,223	0,144	0,094
* Gearing (nfgg + mig)	0,742	0,835	0,751	0,836	0,742	0,609	0,715
= Gearingfordel drift	-0,065	0,040	0,021	-0,011	0,173	0,088	0,067

Tabell 8-15: Grieg Seafoods driftsrelaterte gearingfordel over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Tabell 8-15 viser at Grieg Seafood har hatt en negativ gearingfordel i de årene den rene driftsfordelen har vært negativ, mens i de resterende årene har gearingfordelen vært positiv. Dette har resultert i en gjennomsnittlig gearingfordel på 6,7 prosent. En positiv gearingfordel tilsier i utgangspunktet at det vil være fordelaktig for Grieg Seafood å geare opp den strategiske driftsfordelen, og således den totale driftsfordelen. Det er likevel, som nevnt i forrige avsnitt, tvilsomt at en økt bruk av gearing vil gi økt verdi for eierne av selskapet.

8.2.3 Oppsummering driftsfordel

Vi har i dette delkapitlet dekomponert Grieg Seafoods driftsfordel og funnet de ulike kildene til driftsfordelen, jamfør tabell 8-16. Resultatene fra våre analyser viser at Grieg Seafood har hatt en gjennomsnittlig driftsfordel på 16,1 prosent over analyseperioden, hovedsakelig skapt av en bransjefordel på 16 prosent. Resultatet er i overensstemmelse med den strategiske analysen gjennomført i kapittel 4, hvor det fremgår at det er knyttet en fordel til bransjen og en ressursulempe til selskapet. En utvidet kobling til den strategiske analysen gjennomføres i kapittel 8.4. Videre viser også dekomponeringen at gearingfordelen forsterker driftsfordelen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
Bransjefordel drift	-0,020	0,123	0,126	0,068	0,266	0,200	0,160
+ Ressursfordel drift	-0,068	-0,075	-0,098	-0,081	-0,043	-0,056	-0,066
= Strategisk driftsfordel	-0,088	0,048	0,028	-0,013	0,223	0,144	0,094
+ Gearingfordel drift	-0,065	0,040	0,021	-0,011	0,173	0,088	0,067
= Driftsfordel	-0,153	0,088	0,049	-0,024	0,396	0,232	0,161

Tabell 8-16: Grieg Seafoods samlede driftsfordel over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

8.3 Finansieringsfordel

Vi vil i dette delkapitlet gjennomføre en finansieringsanalyse for å identifisere en eventuell finansieringsfordel for Grieg Seafood, samt kildene til denne. Grieg Seafood innehar en finansieringsfordel dersom selskapet oppnår en meravkastning utover kravet til finansielle eiendeler, eller dersom selskapet betaler en lavere rente enn kravet på finansiell gjeld. Grieg Seafood vil ytterligere inneha en finansieringsfordel dersom avkastningen til selskapets minoritetsinteresser er lavere enn kravet. Som kjent er det vanskelig å oppnå en unormal avkastning i finansmarkedet grunnet stor konkurranse. Finansieringsfordelens bidrag til den strategiske fordelen forventes derfor å være begrenset (Knivsflå, 2018k).

Formel 8-5 viser hvordan finansieringsfordelen består av en fordel knyttet til netto finansiell gjeld og en fordel knyttet til minoritetsinteresser. I det følgende vil vi først analysere Grieg

Seafoods netto finansielle gjeld ved å dekomponere i finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Deretter vil vi ta for oss eventuelle fordeler knyttet til Grieg Seafoods minoritetsinteresser.

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

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

Formel 8-5: Formel for beregning av total finansieringsfordel

8.3.1 Netto finansiell gjeld

Finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld kan beregnes ved hjelp av formel 8-6, og er således summen av finansieringsfordelen fra finansiell gjeld og fra finansielle eiendeler.

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

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

Formel 8-6: Formel for beregning av finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld

Finansiell gjeld

Det eksisterer en finansieringsfordel tilknyttet finansiell gjeld når den finansielle gjeldsrenten er lavere enn det finansielle gjeldskravet. I slike tilfeller vil det være en fordel for eierne at virksomheten benytter finansiell gjeld for finansiering. Långiverne vil derimot ønske et motsatt scenario, da de tjener på at gjeldsrenten er høyest (Knivsflå, 2018k). Utviklingen i Grieg Seafoods finansieringsfordel fra finansiell gjeld over analyseperioden presenteres i tabell 8-17 under.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Finansielt gjeldskrav	0,057	0,022	0,023	0,037	0,014	0,013	0,023
- Finansiell gjeldsrente	0,044	0,043	0,040	0,044	0,030	0,021	0,034
= Finansiell gjeldsrentefordel	0,013	-0,021	-0,017	-0,007	-0,016	-0,008	-0,012
* Finansiell gjeldsgrad	0,849	0,943	0,840	0,904	0,976	0,751	0,898
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,011	-0,020	-0,014	-0,007	-0,016	-0,006	-0,011

Tabell 8-17: Grieg Seafoods finansieringsfordel fra finansiell gjeld over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Sett bort ifra det første året i analyseperioden har Grieg Seafood betalt en høyere rente enn det estimerte kravet gjennom hele analyseperioden. Dette er gunstig for långiverne, men uheldig for eierne. Den finansielle gjeldsfinansieringen bidrar med en gjennomsnittlig finansieringsulempe på 1,1 prosent over analyseperioden. Finansiering med finansiell gjeld utgjør dermed et “rødt flagg” for Grieg Seafood. Det må imidlertid presiseres at det beregnede finansielle gjeldskravet for selskapet over analyseperioden kan være undervurdert, jamfør drøftelsen i kapittel 7.3. Dersom så er tilfellet vil den beregnede finansieringsulempen på 1,1 prosent være på et lavere nivå enn realiteten.

Finansielle eiendeler

Grieg Seafood har en finansieringsfordel tilknyttet sine finansielle eiendeler dersom den finansielle eiendelsrentabiliteten er større enn det finansielle eiendelskravet. Hvis dette er tilfellet vil det være fordelaktig for eierne at selskapet besitter finansielle eiendeler (Knivsflå, 2018k). Tabell 8-18 viser utviklingen i Grieg Seafoods finansieringsfordel fra finansielle eiendeler over analyseperioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,009	0,011	0,048	0,014	0,021	0,036	0,026
- Finansielt eiendelskrav	0,013	0,009	0,010	0,006	0,005	0,004	0,007
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	-0,004	0,002	0,038	0,008	0,016	0,032	0,019
* Finansiell eiendelsgrad	0,102	0,116	0,083	0,126	0,212	0,148	0,140
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,000	0,000	0,003	0,001	0,003	0,005	0,003

Tabell 8-18: Grieg Seafoods finansieringsfordel fra finansielle eiendeler over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Det tidsvektede gjennomsnittet viser at Grieg Seafood har hatt en finansieringsfordel tilknyttet finansielle eiendeler på 0,3 prosent over analyseperioden. Med unntak av i 2012 har den finansielle eiendelsrentabiliteten ligget noe over kravet, hvilket har vært fordelaktig for eierne. Grunnet den finansielle eiendelsgraden er finansieringsfordelen fra finansielle eiendeler likevel tilnærmet ikke-eksisterende, og finansieringen av de finansielle eiendelene synes dermed å være hverken lønnsom eller ulønnsom for Grieg Seafood.

Oppsummering netto finansiell gjeld

Ved å legge sammen finansieringsfordelen fra finansiell gjeld og finansielle eiendeler finner vi finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld. Finansieringsfordelen kan også finnes ved å vekte differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrente, med netto finansiell gjeldsgrad. Dette innebærer at eierne vil ønske å bruke netto finansiell gjeld når renten er lavere enn kravet (Knivsflå, 2018k).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Netto finansielt gjeldskrav	0,063	0,024	0,024	0,042	0,017	0,016	0,026
- Netto finansiell gjeldsrente	0,049	0,048	0,039	0,049	0,033	0,018	0,036
= Netto finansiell gjeldsrentefordel	0,014	-0,024	-0,015	-0,007	-0,016	-0,002	-0,010
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,746	0,827	0,757	0,779	0,764	0,604	0,774
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,010	-0,019	-0,012	-0,006	-0,013	-0,001	-0,008

Tabell 8-19: Grieg Seafoods finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Tabell 8-19 viser at Grieg Seafood har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe på 0,8 prosent over analyseperioden. Dette stemmer godt overens med våre forventninger om en beskjeden finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld. Den tidsvektede finansieringsulempen tilsvarer finansieringsulempen fra finansiell gjeld. Dette synes riktig da vi kom frem til at finansieringen av de finansielle eiendelene hverken er lønnsom eller ulønnsom. Under presentasjonen av finansieringsfordelen til finansiell gjeld fremkom det imidlertid at det foreligger en risiko for at det finansielle gjeldskravet er undervurdert. Følgelig er det også en risiko for at netto finansielt gjeldskrav er for lavt. Et høyere krav ville medført en høyere netto finansiell gjeldsrentefordel, og fordelene ville trolig vært tilnærmet lik null.

8.3.2 Minoritetsinteresser

Finansieringsfordelen tilknyttet minoritetsinteresser er gitt ved formel 8-7. Det vil være en fordel for majoritetsseierne i selskapet å ha minoritetsinteresser dersom kravet til minoritetsinteressene er større enn rentabiliteten. I slike tilfeller vil eventuelle økonomiske tap i datterselskap også deles på minoriteten. Da majoriteten kan skvise minoriteten for eventuell merrentabilitet forventer vi en finansieringsfordel fra minoritetsinteressene tilnærmet lik null (Knivsflå, 2018k).

$$\text{Finansieringsfordel minoritetsinteresser} = (\text{mik} - \text{mir}) * \text{mig}$$

mik = minoritetskrav mir = minoritetsrentabilitet mig = minoritetsgrad

Formel 8-7: Formel for beregning av finansieringsfordel fra minoritetsinteresser

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Minoritetskrav	0,088	0,098	0,093	0,084	0,088	0,076	0,086
- Minoritetsrentabilitet	0,000	0,000	0,812	0,568	1,443	0,874	0,815
= Minoritetsrentabilitetsfordel	0,088	0,098	-0,719	-0,484	-1,355	-0,798	-0,729
* Minoritetsgrad	0,000	0,000	0,003	0,008	0,012	0,013	0,011
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,000	0,000	-0,002	-0,004	-0,016	-0,011	-0,008

Tabell 8-20: Grieg Seafoods finansieringsfordel fra minoritetsinteresser over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Grieg Seafood har hatt en marginal gjennomsnittlig finansieringsulempe knyttet til minoritetsinteresser på 0,8 prosent over analyseperioden, noe som er i tråd med våre forventninger. Ulempen skyldes hovedsakelig endringer i minoritetsrentabiliteten, da minoritetskravet har holdt seg relativt stabilt gjennom hele perioden. De to første årene av analyseperioden hadde ikke Grieg Seafood minoritetsinteresser, og selskapet hadde følgelig ingen finansieringsfordel eller –ulempe fra minoritetsinteresser disse årene. I alle de senere årene har derimot finansieringsfordelen vært negativ, noe som tilsier at minoritetsinteressene har vært en byrde for Grieg Seafood.

8.3.3 Oppsummering finansieringsfordel

Tabell 8-21 oppsummerer funnene våre fra finansieringsanalysen. Våre analyser viser at Grieg Seafood har en tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe på 1,6 prosent, og vi konkluderer derfor med at Grieg Seafoods finansieringsulempe påvirker den strategiske fordelene marginalt, slik som forventet.

<i>Tidsvekt</i>	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,011	-0,020	-0,014	-0,007	-0,016	-0,006	-0,011
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,000	0,000	0,003	0,001	0,003	0,005	0,003
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,010	-0,020	-0,011	-0,006	-0,013	-0,001	-0,008
+ Finansieringsfordel minoritet	0,000	0,000	-0,002	-0,004	-0,016	-0,011	-0,008
= Finansieringsfordel	0,010	-0,020	-0,014	-0,010	-0,029	-0,012	-0,016

Tabell 8-21: Grieg Seafoods finansieringsfordel over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

8.4 Oppsummering strategisk fordel

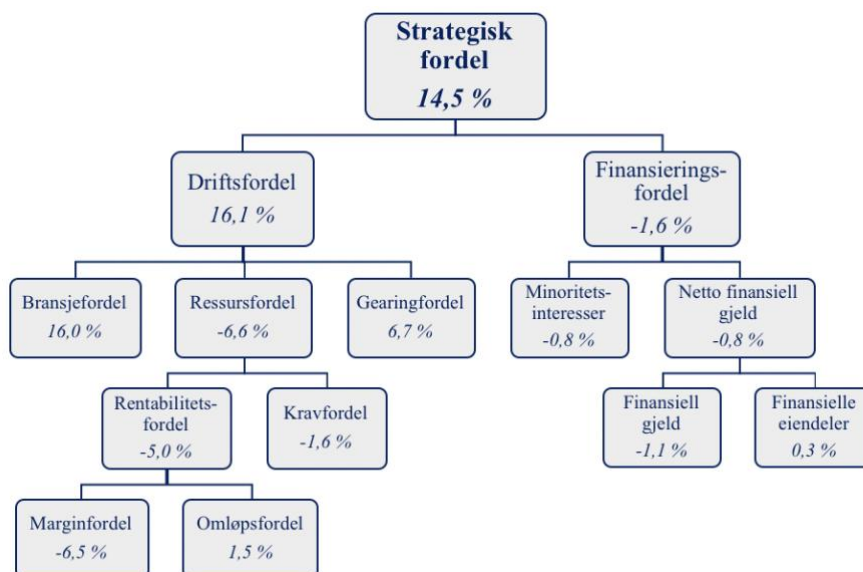
Den strategiske rentabilitetsanalysen av Grieg Seafood er oppsummert i figur 8-3. Gjennom en rekke dekomponeringer har vi i analysen funnet hovedkildene til Grieg Seafoods strategiske fordel på 14,5 prosent. Det største bidraget til fordelene kommer fra en driftsfordel på hele 16,1 prosent, hvilket igjen er knyttet til en stor bransjefordel på 16 prosent. I hovedsak knytter bransjefordelen seg til høye inngangsbarrierer i form av at konsesjonssystemet setter begrensninger for konkurranseintensiteten i næringen og følgelig bidrar til en stor lønnsomhet. Videre knytter også bransjefordelen seg til det faktum at oppdrettsnæringen har vært i en oppgangssyklus de senere årene, som blant annet henger sammen med et historisk høyt prisnivå på laks.

Rentabilitetsanalysen viser at en ressursulempe på 6,6 prosent trekker ned driftsfordelen, og følgelig også den strategiske fordelene. Dekomponeringen viser at ulempen hovedsakelig kan tilskrives en negativ marginfordel på 6,5 prosent. Marginulempen er et resultat av betydelig høyere andre driftskostnader i Grieg Seafood enn i bransjen, noe vi konkluderte med at skyldtes særlig høye kostnader for å forebygge, forhindre og behandle lus og andre

sykdommer. Disse kostnadene synes å være størst i selskapets utenlandske regioner. Dette gir konsistens med den strategiske internanalysen i kapittel 4.3, hvor vi slo fast at de utenlandske regionene historisk har utgjort en ressursulempe for Grieg Seafood. En omløpsfordel på 1,5 prosent grunnet en høyere oppnådd gjennomsnittspris per kilo laks samt en mer effektiv utnyttelse av kapitalen enn bransjen i snitt, reduserer imidlertid ressursulempen noe. Arpu- og effektivitetsfordelen skyldes først og fremst at Grieg Seafoods høykvalitetsprodukter oppnår en høyere pris enn vanlig standard laks, og at utsett av stor smolt bidrar til å effektivisere driften. En kravulempe på 1,6 prosent kan være gitt av internasjonal eksponering. Kravulempen øker ressursulempen, og reduserer således også driftsfordelen. En positiv gearingfordel på 6,7 prosent bidrar imidlertid til å øke driftsfordelen til Grieg Seafood.

Videre fremgår det av analysen at Grieg Seafood har en finansieringsulempe på 1,6 prosent. Ulempen knytter seg hovedsakelig til at selskapet betaler en høyere rente på gjelden enn kravet, og følgelig er finansieringen å anse som dyr for eierne av selskapet. Igjen poengteres det at en risiko for undervurderte finansielle krav foreligger. Selskapets totale finansieringsulempe forsterkes ytterligere av en finansieringsulempe knyttet til minoritetsinteressene.

Oppsummert konkluderer vi med at den historiske strategiske fordel til Grieg Seafood i hovedsak skyldes en stor bransjefordel. Følgende resultat synes å være i overensstemmelse med den strategiske analysen som ble gjennomført i kapittel 4.



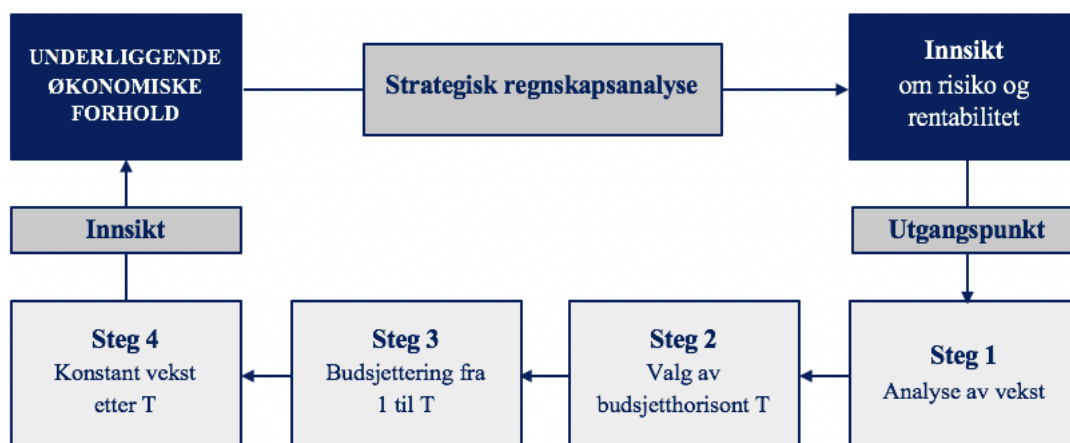
Figur 8-3: Oversikt over kildene til Grieg Seafoods strategiske fordel

9. Fremtidsregnskap

I dette kapitlet vil vi benytte våre funn fra den strategiske regnskapsanalysen til å utarbeide fremtidsregnskap for Grieg Seafood. Innsikt fra rentabilitetsanalysen i kapittel 8 vil stå særlig sentralt. Fremtidsregnskapet består av prognoser på fremtidig resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm til egenkapitalen for Grieg Seafood over budsjettperioden. Sammen med fremtidskravene estimert i kapittel 10, vil fremtidsregnskapet danne grunnlaget for den fundamentale verdivurderingen i kapittel 11. Ser vi til rammeverket for fundamental verdivurdering presentert i kapittel 3.3, utgjør fremtidsregnskapet rammeverkets tredje steg.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet skjer gjennom fire steg. I det første steget analyseres historisk driftsinntekt- og kapitalvekst for å få nyttig innsikt om fremtidige vekstprognoser. Videre i steg to velges budsjetthorisonten T , som er et mål på hvor langt unna selskapet er konstant vekst. Selve budsjetteringen av fremtidsregnskapet skjer ved hjelp av en rekke budsjett drivere. Ved å utarbeide fremtidige prognoser på budsjett driverne kan vi i steg tre fastsette det forventede fremtidsregnskapet fra år én til budsjett horisonten T . I rammeverkets siste steg gjennomføres konstant vekst fremskriving. Dette innebærer at budsjett driverne vekstnivåer i steady state videreføres i det uendelige (Penman, 2018, s. 504-532).



Figur 9-1: Rammeverk for fremtidsregnskap (fritt etter Knivsflå, 2018m)

9.2 Analyse av vekst

Det første steget i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er en analyse av vekst, herunder vekst i driftsinntektene og egenkapitalen. Å analysere Grieg Seafoods historiske driftsinntekt- og kapitalvekst vil gi oss innsikt om fremtidige vekstprognoser som vil være nyttig ved fremskrivingen av selskapets finansregnskap. Vekst i driftsinntektene er den fremste årsaken til vekst i resultatet, og driftsinntektsveksten vil således i stor grad avgjøre størrelsen på selskapet i fremtiden. Videre er resultatet den fremste årsaken til vekst i egenkapitalen, slik at driftsinntekt- og kapitalvekst henger tett sammen (Knivsflå, 2018m).

Driftsinntektsvekst drives av økte salgspriser og økt produksjonsvolum. I oppdrettsbransjen påvirkes imidlertid disse driverne av hverandre. Sammenligner vi bransjens utvikling i driftsinntektsvekst med utviklingen i bransjens volumvekst, finner vi at i flere av årene med lavere produksjonsvolum er veksten i driftsinntektene større, se figur 9-2. Dette kan forklares med at et høyt produksjonsvolum som gir tilbudsvekst påvirker prisdannelsen ved å presse ned prisen på laks, og motsatt når tilbudet av laks er lavt. Den stigende etterspørselen etter laks som har vært i løpet av analyseperioden har bidratt til å forsterke prisveksten i år med lavt tilbud, mens i år med et høyt tilbudt volum har trolig prisetallet blitt noe dempet. Hovedforklaringen bak driftsinntektsveksten synes på bakgrunn av dette å være prisvekst. Prisveksten er imidlertid i stor grad påvirket av volumvekst. En alternativ måte å skaffe vekst i driftsinntektene er gjennom oppkjøp av andre aktører.



Figur 9-2: Utvikling i bransjens driftsinntekts- og volumvekst over analyseperioden 2012-2017

Analysen av Grieg Seafood og bransjens driftsinntektsvekst over analyseperioden, viser at den tidsvektede gjennomsnittsvæksten var henholdsvis 26,9 og 16,9 prosent, se tabell 9-1. Den betydelig høyere driftsinntektsveksten i Grieg Seafood kan først og fremst tilskrives konsolideringen av salgsselskapet Ocean Quality som et datterselskap. Dette gav en kraftig økning i driftsinntektene fra og med 2014, jamfør tabell 5-21. Videre kan vi se at Grieg Seafoods driftsinntektsvekst har ligget noe over bransjens vekst resten av analyseperioden med unntak av i 2017. Dette skyldes trolig den økende populariteten til Grieg Seafoods høykvalitetsprodukter som selges for en høyere pris enn standard laks. Den svakere veksten i 2017 er trolig en følge av lavere slaktevolum, da 3 000 tonn laks ble overført til 2018 for slakting (Grieg Seafood, 2018c). Av tabell 9-2 kan vi se at Grieg Seafoods volumvekst har fulgt tilnærmet samme trend som bransjen. Volumveksten har derimot vært mindre ekstrem for Grieg Seafood. Store biologiske utfordringer har gjort at selskapets slaktevolum har vært betydelig lavere enn deres tilgjengelige kapasitet.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Driftsinntektsvekst Grieg Seafood	0,007	0,167	0,692	0,134	0,415	0,069	0,269
Driftsinntektsvekst Bransjen	-0,011	0,266	0,257	0,088	0,225	0,122	0,169

Tabell 9-1: Driftsinntektsveksten for Grieg Seafood og bransjen over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
<i>Tidsvekt</i>	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Volumvekst Grieg Seafood	0,165	-0,171	0,115	0,010	-0,010	-0,033	-0,0003
Volumvekst Bransjen	0,135	-0,071	0,172	0,003	-0,086	0,027	0,0113

Tabell 9-2: Volumvekst for Grieg Seafood og bransjen over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Den normaliserte egenkapitalveksten til Grieg Seafood er beregnet og presentert i tabell 9-3. Egenkapitalveksten reduseres av utdelinger, mens den øker som følge av innskudd. Over analyseperioden har Grieg Seafood holdt tilbake hele 91 prosent av den tidsvektede egenkapitalrentabiliteten på 21,1 prosent, slik at veksten i egenkapitalen har vært 19,2 prosent. Bransjen har til sammenligning hatt en høyere tidsvektet egenkapitalrentabilitet over analyseperioden på 27,8 prosent. Tilbakeholdsgraden på 58,0 prosent var imidlertid betydelig lavere. Dette resulterte i en egenkapitalvekst på 16,1 prosent for bransjen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt	Bransjen
Egenkapitalrentabilitet	0,020	0,204	0,244	0,145	0,462	0,303	0,278	0,278
* Tilbakeholdsgrad	-0,333	1,194	0,085	0,885	0,275	0,895	0,585	0,585
= Egenkapitalvekst	-0,007	0,243	0,021	0,128	0,127	0,271	0,152	0,152
Egenkapitalrentabilitet	-0,074	0,147	0,108	0,030	0,435	0,277	0,211	0,278
* Median tilbakeholdsgrad	0,910	0,910	0,910	0,910	0,910	0,910	0,910	0,580
= Egenkapitalvekst	-0,068	0,134	0,099	0,027	0,396	0,252	0,192	0,161

Tabell 9-3: Egenkapitalveksten til Grieg Seafood og bransjen over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

9.3 Valg av budsjetthorisont T

Det året der budsjetteringen går fra fullstendig til enkel fremskriving, ved at alle budsjettdriverne forutsettes å være konstante, kalles budsjetthorisonten T. På dette tidspunktet anses selskapet å være i steady state (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 363). Det som i hovedsak avgjør valget av budsjetthorisonten er forventet tid til steady state, hvilket er en vurdering som gjøres ut ifra strategisk innsikt i selskapet og tilhørende bransje (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 367). I tillegg nevner Knivsfå (2018m) at også kvaliteten på regnskapsføringen kan påvirke valget.

Desto nærmere selskapet er konstant vekst, desto kortere trenger budsjetthorisonten å være (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 367). I kapittel 3.2.1 argumenterte vi for at oppdrettsbransjen og Grieg Seafood befinner seg et sted mellom høy vekst- og moden fase. Dette taler for at selskapet begynner å nærme seg steady state, og det er således tilstrekkelig med en kort budsjetthorisont. I vekstanalysene gjennomført ovenfor fant vi imidlertid ut at både Grieg Seafood og bransjen har opplevd solid vekst i driftsinntektene og egenkapitalen de siste seks årene. Vekstpotensialet er fremdeles stort, da det forventes en fremvekst av nye markeder, og da teknologisk innovasjon kan løse mange av kapasitetsutfordringene forårsaket av lus og sykdom, jamfør den strategiske analysen i kapittel 4. Som tidligere nevnt preges oppdrettsbransjen av noen få store aktører, som hovedsakelig har vokst grunnet oppkjøp av andre, mindre aktører. Det er nærliggende å tro at slike oppkjøp vil fortsette å skje, og følgelig bidra til enda mer vekst. Med det fremtidige vekstpotensialet tatt i betraktning, vil det trolig ta tid før veksten i bransjen og selskapet stabiliseres på et nivå som reflekterer steady state.

Budsjetthorisonen avhenger videre av kvaliteten på regnskapsføringen, ved at budsjetthorisonen kan settes kortere desto mer verdibasert regnskapsføring som er brukt. Årsaken til dette er at ved verdibasert regnskapsføring vil balanseverdiene reflektere de faktiske verdiene (Knivsflå, 2018m). Grieg Seafood fører som kjent regnskap etter IFRS. Dette innebærer måling både til virkelig verdi og historisk kost. IFRS krever blant annet at biologiske eiendeler skal verdsettes til virkelig verdi i henhold til IAS 41 (Picker et al., 2016, s. 50). Vi har imidlertid justert verdien på de biologiske eiendelene tilbake til historisk kost i kapittel 5.5.1. Regnskapet til Grieg Seafood har således store innslag av historisk kost, noe som taler for en lengre budsjetthorison.

Med bakgrunn i at det eksisterer store vekstmuligheter for selskapet og bransjen, og at regnskapet inneholder mye historisk kost, synes en budsjettperiode på 12 år å være rimelig. Budsjettperioden vil strekke seg fra 2018 til 2029, som da vil være budsjetthorisonen T. Årene 2030 og 2031 vil også inkluderes i fremtidsregnskapet for å vise fremskrivingen i konstant vekst.

9.4 Budsjettering fra 0 til T

Før budsjetteringen av fremtidsregnskapet til Grieg Seafood kan gjennomføres må vi ta stilling til detaljnivå og presentere valgt budsjetteringsteknikk. Hva som anses som et optimalt detaljnivå vil avhenge av budsjetthorisonen. En lang budsjetthorison bringer med seg stor usikkerhet rundt fremtidsregnskapets utvikling. Det er således vanskelig å ha presise meninger om hva som vil skje med en budsjettdriver mer enn et par perioder frem i tid, og det benyttes dermed et lavt detaljeringsnivå hvor det fokuseres på de viktigste budsjettdriverne og poster som egenkapital, netto resultat til egenkapital og netto betalt utbytte fastsettes residualt (Knivsflå, 2018m).

Den valgte budsjetteringsteknikken går ut på at det fastsettes budsjettpunkt på kort-, mellomlang- og lang sikt for budsjettdriverne til fremtidsregnskapet. Utviklingen mellom budsjettpunktene vil av praktiske årsaker være lineær. Budsjettpunktene på kort sikt fastsettes med utgangspunkt i den historiske utviklingen til budsjettdriverne. I tillegg vil kvalitativ innsikt fra den strategiske analysen gjøre at vi på kort sikt kan ha konkrete formeninger om budsjettdrivernes utvikling (Knivsflå, 2018m). På lang sikt vil derimot mange regnskapstall

konvergere mot gjennomsnittet i bransjen eller selskapets gjennomsnitt over tid. Historiske snitt kan likevel overstyres av kvalitativ innsikt fra strategisk analyse (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 260). Oppsummert innebærer budsjetteringsteknikken at fremtidsregnskapet utarbeides med grunnlag i den utviklingen vi anser som mest sannsynlig for selskapet basert på en totalvurdering. Følgelig vil det knytte seg en usikkerhet til budsjettingen, noe som vil bli videre analysert i kapittel 11.6.

Fremtidsregnskapet til Grieg Seafood vil utarbeides ved bruk av en budsjettmodell som består av syv steg og ni budsjett drivere. I de påfølgende delkapitlene vil stegene bli presentert i kronologisk rekkefølge. Det må poengteres at en viktig forskjell mellom finans- og fremtidsregnskapet er at vi i fremtidsregnskapet forutsetter at alle kontantstrømmer skjer den 31.12, noe som innebærer at rentabilitetene brukt i det følgende er regnet på inngående kapital i stedet for gjennomsnittlig kapital (Knivsfå, 2018m).

9.4.1 Driftsinntekter

Utviklingen i Grieg Seafoods driftsinntekter over budsjettperioden kan estimeres ved hjelp av den fremskrevne driftsinntektsveksten, jamfør formel 9-1. Vekst i driftsinntektene er som kjent den fremste årsaken til vekst i resultatet, og ifølge Penman (2013, s. 520) bør derfor en prediksjon av fremtidig salg være utgangspunktet for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

$$\text{Driftsinntekter}_t = (1 + \text{driftsinntektsvekst}_t) * \text{driftsinntekter}_{t-1}$$

Formel 9-1: Formel for beregning av driftsinntekten

For å kunne anslå de fremtidige driftsinntektene kreves en gjennomgående forståelse av selskapet. Forhold knyttet til selskapets vekststrategi, markedet for produktet og selskapets markedsplan bør kartlegges (Penman, 2013, s. 521).

I eksternanalysen i kapittel 4.2 konkluderte vi med at konsesjonssystemet og biologiske utfordringer begrenser produksjonskapasiteten i bransjen. Driftsinntektsveksten kan således i stor grad tilskrives stigende laksepriser, samt oppkjøp av andre aktører som gir større produksjonskapasitet. For å sikre en varig driftsinntektsvekst må utfordringene tilknyttet produksjonskapasiteten i bransjen løses, da en stadig stigende laksepris er utenkelig. På lang

sikt forventes etterspørselen etter laks å fortsatt være stor som følge av befolkningsvekst, jamfør eksternanalysen. Samtidig forventes teknologiske innovasjoner å løse mange av de biologiske utfordringene bransjen står overfor i dag. Med dette kan det følgelig argumenteres for at oppdrettsbransjen vil oppleve vekst i overskuelig fremtid.

Grieg Seafood synes å være godt posisjonert med tanke på fremtidig vekst. Selskapet er tilstedeværende i flere av de største produksjonsregionene, og i tillegg vil deres godt etablerte salgsselskap kunne tilpasse selskapets produkter til eventuelle nye markeder. Grieg Seafood har dessuten en betydelig andel uutnyttet kapasitet, noe som gjør det mulig for selskapet å også vokse organisk.

Den historiske tidsvektede driftsinntektsveksten var som tidligere nevnt 26,9 prosent for Grieg Seafood, mens bransjen hadde en vekst på 16,9 prosent. Fra 2016 til 2017 kan vi se en betydelig nedgang i driftsinntektsveksten både for Grieg Seafood og bransjen, se tabell 9-1. Dette er hovedsakelig et resultat av at lakseprisen holdt seg på et relativt stabilt nivå i denne perioden. Veksten i driftsinntektene var følgelig ikke like kraftig som da lakseprisen økte markant fra 2015 til 2016 (Norges sjømatråd, 2018a). Grieg Seafood hadde et større fall i driftsinntektsveksten enn bransjen, hvilket var et resultat av at 3 000 tonn laks ble overført til 2018 for slakting (Grieg Seafood, 2018c). Den stabile lakseprisen kan tyde på at bransjen fremdeles er inne i en oppgangssyklus, noe som potensielt kan bidra til å farge fremtidens prognoser.

Driftsinntektsveksten for 2018 fastsettes indirekte ved hjelp av det fremskrevne omløpet til netto driftseiendeler, jamfør formel 9-2. Da omløpet til netto driftseiendeler normalt er mer stabilt enn driftsinntektsveksten, foretrekkes det å fremskrive omløpet til nettodriftseiendeler og fastsette driftsinntektsveksten indirekte, heller enn å budsjettere driftsinntektsveksten direkte (Knivsflå, 2018m). I kapittel 9.4.2 fastsettes omløpet til netto driftseiendeler i 2018 til 1,500. Dette gir en driftsinntektsvekst i 2018 på 9,2 prosent, hvilket er en økning på 2,3 prosentpoeng fra 2017. Estimatet på driftsinntektsveksten anses som rimelig med bakgrunn i at selskapet forventer økt slaktevolum i 2018, samt stabilt gode laksepriser.

$$\text{Driftsinntektsvekst}_1 = \frac{\text{onde}_1 * \text{netto driftseiendeler}_0 - \text{driftsinntekter}_0}{\text{driftsinntekter}_0}$$

Formel 9-2: Formel for beregning av driftsinntektsveksten i år 1 i budsjettperioden

Grieg Seafood uttrykker i sine rapporter at selskapet har en vekststrategi, hvor målet er å vokse ti prosent hvert år frem til 2020. Som et ledd i vekststrategien har Grieg Seafood de siste årene gjort betydelige investeringer i smoltkapasitet, som grunnet produksjonssyklusen til oppdrettslaks først vil gi positive effekter om noen år. Selskapet satser også stort på teknologi, og har et mål om å være den aktøren som leder an i anvendelsen av ny teknologi i bransjen (Grieg Seafood, 2018c). Videre antas det at Grieg Seafood vil øke produksjonskapasiteten i tråd med sin vekststrategi. I 2016 søkte Grieg Seafood om ti utviklingskonsesjoner for sitt konsept med oppdrett til havs. På slutten av 2017 ble konseptet innlemmet i myndighetenes utviklingskonsesjonsordning, det kreves likevel utarbeiding av en del tilleggsinformasjon før prosjektet får endelig godkjenning (Grieg Seafood 2018c). Dersom prosjektet mot formodning ikke skulle godkjennes, forventes likevel en investering i økt produksjonskapasitet som følge av oppkjøp i løpet av de nærmeste årene.

Som et resultat av selskapets investeringer, forventes driftsinntektsveksten på kort og mellomlang sikt å øke gradvis. I 2019 settes således driftsinntektsveksten skjønnsmessig til 10 prosent. Driftsinntektsveksten forventes å nå sitt toppunkt i 2023, og veksten settes til 12 prosent dette året. Mellom budsjettpunktene øker driftsinntektsveksten lineært.

På lang sikt kan ikke veksten i driftsinntektene overgå den gjennomsnittlige veksten i den generelle verdensøkonomien (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 363). Ifølge Knivsflå (2018m) vil grenseverdien til driftsinntektsveksten være lik summen av forventet realvekst i økonomien og forventet global inflasjon i dag. Dette gir en maksimal vekst på horisonten lik 5 prosent hvert år. Dersom det forventes at fremtiden vil føre til en «ny økonomi», kan veksten på horisonten derimot settes til maksimalt 7 prosent. Videre har veksten på lang sikt en kobling til rentenivået. Det forventes at det langsiktige rentenivået vil øke noe fra dagens rekordlave nivå, jamfør kapittel 10.1.1, men renten vil likevel forholde seg på et relativt lavt nivå. Med dette til grunn settes driftsinntektsveksten i steady state til 4,5 prosent, da en forventning om et lavt rentenivå på lang sikt medfører at den langsiktige driftsinntektsveksten må være enda lavere (Knivsflå, 2018m). Mellom budsjettpunktene reduseres driftsinntektsveksten lineært.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter t-1	7 039 227	7 689 989	8 458 987	9 347 181	10 375 371	11 568 539	12 956 763
* 1 + driftsinntektsvekst t	1,092	1,100	1,105	1,110	1,115	1,120	1,108
= Driftsinntekter t	7 689 989	8 458 987	9 347 181	10 375 371	11 568 539	12 956 763	14 349 615

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekter t-1	14 349 615	15 712 829	17 009 137	18 199 777	19 246 264	20 112 346	21 017 401
* 1 + driftsinntektsvekst t	1,095	1,083	1,070	1,058	1,045	1,045	1,045
= Driftsinntekter t	15 712 829	17 009 137	18 199 777	19 246 264	20 112 346	21 017 401	21 963 184

Tabell 9-4: Grieg Seafoods driftsinntekter over budsjettperioden 2018-2029, samt de to første årene i konstant vekst

Driftsinntektene til Grieg Seafood i løpet av budsjettperioden presenteres i tabell 9-4 over. Den geometriske gjennomsnittlige driftsinntektsveksten beregnes til 9,1 prosent over budsjettperioden. Dette synes å stemme godt overens med Grieg Seafoods vekststrategi. Konsensusestimater på Grieg Seafoods driftsinntekter presentert i Dagens Næringsliv, viser per 8. mai 2018 at selskapets driftsinntekter estimeres til å bli 7,8 milliarder i 2018 og 8,8 milliarder i 2019 (DN, 2018a). Våre estimerer på 7,69 milliarder og 8,46 milliarder i de respektive årene synes således å samsvare relativt godt med konsensusestimateret.

Siden oppsiden til lakseprisen antas å være begrenset i budsjettperioden, er den budsjetterte driftsinntektsveksten hovedsakelig et resultat av volumvekst. For å vurdere rimeligheten til vårt estimat på fremtidige driftsinntekter, vil vi i det følgende gjennomføre en analyse av den forventede utviklingen i produksjonsvolumet til Grieg Seafood. Da tilnærmet 99 prosent av Grieg Seafoods driftsinntekter i analyseperioden stammet fra laks, kan formel 9-3 brukes for å beregne selskapets driftsinntekter.

$$\text{Driftsinntekter} = \text{gjennomsnittspris} * \text{produksjonsvolum} + \text{andre driftsinntekter}$$

Formel 9-3: Alternativ formel for beregning av driftsinntekten

Ved å budsjettere gjennomsnittsprisen per kilo laks og andre driftsinntekter i Grieg Seafood, samt sette driftsinntektene lik de budsjetterte driftsinntektene estimert over, kan produksjonsvolumet i budsjettperioden finnes residualt.

Over analyseperioden har Grieg Seafoods oppnådde gjennomsnittspris per kilo laks økt hvert år med unntak av i 2012, og den tidsvektede veksten var således 27 prosent, jamfør tabell 9-5. Som drøftet i kapittel 8.2.1 gjenspeiler Grieg Seafoods gjennomsnittspris hovedsakelig spotprisen på vanlig laks. De siste årene har imidlertid Grieg Seafoods oppnådde gjennomsnittspris vært høyere enn spotprisen, noe som vi konkluderte med at skyldtes en høyere oppnådd pris på selskapets høykvalitetsprodukter, samt at selskapet har fått til en effektiv allokering av laksen i markedet.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
ARPU t	29,69	41,77	63,37	71,16	101,75	112,45	
Vekst	-0,14	0,41	0,52	0,12	0,43	0,11	0,27

Tabell 9-5: Grieg Seafoods arpuvekst over analyseperioden (2012-2017), samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

Historisk har spotprisen vist seg å svinge kraftig fra år til år, noe som gjør det vanskelig å anslå den fremtidige utviklingen i spotprisen på laks. Så langt i 2018 har lakseprisen sunket, for så i andre kvartal å komme tilbake til det rekordhøye nivået som var i 2017 (Grieg Seafood, 2018c). I eksternanalysen i kapittel 4.2 slo vi fast at lakseprisen på kort sikt vil fortsette å være høy. Dette som et resultat av at etterspørselen etter laks antas å fortsatt være jevnt stigende, og at tilbudet vanskelig lar seg endre på kort sikt. På mellomlang sikt kom vi frem til at teknologisk innovasjon vil bidra til å øke produksjonskapasiteten. Samtidig vil etterspørselen etter laks øke som følge av at nye markeder vokser frem. Som et resultat forventes det at prisen på laks vil presses noe ned, grunnet en større likevekt mellom tilbud og etterspørsel. På lang sikt forventes spotprisen å reduseres ytterligere, da bransjen vil oppleve økt konkurranse og pressede marginer. For Grieg Seafood antas imidlertid deres høykvalitetsprodukter å i stor grad kompensere for et fall i spotprisen, da betalingsviljen har vist seg å være høyere for disse produktene. Vi har således budsjettert med en stabil vekst i selskapets gjennomsnittspris, lik forventet generell prisvekst på to prosent på budsjettthorisonten med lineær utvikling fra 2017-nivå. Eventuelle svingninger i gjennomsnittsprisen i løpet av budsjettperioden forventes med dette å utligne hverandre.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ARPU t-1	112,45	112,45	112,65	113,06	113,68	114,51	115,55
* 1 + arpuvekst t	1,000	1,002	1,004	1,005	1,007	1,009	1,011
= ARPU t	112,45	112,65	113,06	113,68	114,51	115,55	116,81

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
ARPU t-1	116,81	118,30	120,02	121,98	124,20	126,68	129,22
* 1 + arpuvekst t	1,013	1,015	1,016	1,018	1,020	1,020	1,020
= ARPU t	118,30	120,02	121,98	124,20	126,68	129,22	131,80

Tabell 9-6: Grieg Seafoods arpu over budsjettperioden 2018-2029, samt de to første årene i konstant vekst

I løpet av analyseperioden har andre driftsinntekter utgjort en veldig liten inntektskilde for Grieg Seafood. Størrelsen på andre driftsinntekter har i tillegg svingt mye, se tabell 9-7. Fremover i tid synes det ikke å foreligge noen klar trend til hva som vil skje med andre driftsinntekter. Vi har således budsjettert med en lineær vekst fra generell prisvekst på 2 prosent i 2018 til vanlig horisontvekst på 4,5 prosent i 2029, se tabell 9-8.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
Tidsvekt	0,050	0,100	0,150	0,200	0,250	0,250	
Andre driftsinntekter	28 217	20 827	2 819	44 921	41 019	21 771	
Vekst	0,703	-0,262	-0,865	14,935	-0,087	-0,469	2,727

Tabell 9-7: Grieg Seafoods vekst i andre driftsinntekter over analyseperioden 2012-2017, samt periodens tidsvektede gjennomsnitt

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Andre driftsinntekter t-1	21 771	22 206	22 701	23 258	23 882	24 577	25 348
* 1 + driftsinntektsvekst ADI t	1,020	1,022	1,025	1,027	1,029	1,031	1,034
= Andre driftsinntekter t	22 206	22 701	23 258	23 882	24 577	25 348	26 200

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Andre driftsinntekter t-1	26 200	27 141	28 177	29 317	30 570	31 945	33 383
* 1 + driftsinntektsvekst ADI t	1,036	1,038	1,040	1,043	1,045	1,045	1,045
= Andre driftsinntekter t	27 141	28 177	29 317	30 570	31 945	33 383	34 885

Tabell 9-8: Grieg Seafoods andre driftsinntekter over budsjettperioden 2018-2029, samt de to første årene i konstant vekst

Ved hjelp av formel 9-3 er det forventede produksjonsvolumet beregnet residualt, se tabell 9-9. I 2018 budsjetterer vi med et produksjonsvolum på 68 188 tonn sløyd laks. Dette er

betydelig lavere enn Grieg Seafoods anslag på 80 000 tonn slaktet vekt i 2018 (Grieg Seafood, 2018c). Det såpass store avviket i forventet produksjonsvolum skyldes et mer pessimistisk syn på driftsinntektsveksten på veldig kort sikt fra vår side. Det er vanskelig å budsjettere veksten i driftsinntektene, selv bare ett år frem i tid, da veksten avhenger av mange ustabile faktorer. Produksjonsvolumet påvirkes også av flere ustabile forhold, slik at Grieg Seafoods forventning til produksjonsvolumet kan vise seg å ikke inntreffe. Historisk har Grieg Seafood slitt med biologiske utfordringer, noe som har gjort at faktisk slaktevolum har vært lavere enn forventet i flere av årene. Således anser vi vårt budsjetterte produksjonsvolum som et tilfredsstillende estimat. Vi anerkjenner likevel at det kan være noe lavt.

I 2023 budsjetterer vi med et produksjonsvolum på 111 913 tonn sløyd laks. Dette er høyere enn kapasiteten Grieg Seafood har tilgjengelig i dag på 100 000 tonn sløyd laks (Grieg Seafood 2018c). Økningen i produksjonsvolum skyldes både organisk vekst, samt at vi budsjetterer med et oppkjøp av kapasitet i starten av budsjettperioden. På horisonten forventes et produksjonsvolum på 158 510 tonn sløyd laks. Den store veksten skyldes bedre kapasitetsutnyttelse som følge av teknologiske nyvinninger.

Den geometriske gjennomsnittsveksten i produksjonsvolumet er 8 prosent over budsjettperioden. Basert på våre forventninger og forutsetninger synes dette å være et fornuftig nivå på veksten. Konklusjonen blir således at vårt estimat på produksjonsvolum, og dermed også driftsinntekter, er rimelig. Det må likevel presiseres at det knytter seg stor usikkerhet til utviklingen i gjennomsnittspris, biologisk risiko og størrelsen på oppkjøpet som vi budsjetterer med i starten av analyseperioden.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ARPU t	112,45	112,65	113,06	113,68	114,51	115,55	116,81
* Produksjonsvolum t	68 188	74 886	82 466	91 057	100 814	111 913	122 622
= Driftsinntekter fra laks t	7 667 782	8 436 286	9 323 923	10 351 489	11 543 962	12 931 416	14 323 415
+ Andre driftsinntekter t	22 206	22 701	23 258	23 882	24 577	25 348	26 200
= Driftsinntekter t	7 689 989	8 458 987	9 347 181	10 375 371	11 568 539	12 956 763	14 349 615

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
ARPU t	118,30	120,02	121,98	124,20	126,68	129,22	131,80
* Produksjonsvolum t	132 597	141 489	148 962	154 718	158 510	162 395	166 375
= Driftsinntekter fra laks t	15 685 688	16 980 960	18 170 460	19 215 694	20 080 400	20 984 018	21 928 299
+ Andre driftsinntekter t	27 141	28 177	29 317	30 570	31 945	33 383	34 885
= Driftsinntekter t	15 712 829	17 009 137	18 199 777	19 246 264	20 112 346	21 017 401	21 963 184

Tabell 9-9: Grieg Seafoods arpu, produksjonsvolum, andre driftsinntekter og totale driftsinntekter over budsjettperioden 2018-2029, samt de to første årene i konstant vekst

9.4.2 Netto driftseiendeler

Ved å utarbeide en årlig prognose på omløpet til Grieg Seafoods netto driftseiendeler, onde, kan vi fastsette størrelsen til netto driftseiendelene i budsjettperioden, jamfør formel 9-4.

$$\text{Netto driftseiendeler}_{t-1} = \frac{\text{driftsinntekter}_t}{\text{onde}_t}$$

Formel 9-4: Formel for beregning av netto driftseiendeler

Lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 viste at Grieg Seafood historisk har hatt et høyere tidsvektet onde enn bransjen på 1,361 mot 1,331. Nærmere undersøkelser viste at dette var et resultat av både en høyere gjennomsnittspris, samt lavere kapitalbinding per kilo laks. Det var først mot slutten av analyseperioden at Grieg Seafood oppnådde fordeler relativt til bransjen. Det ble konkludert med at denne utviklingen i hovedsak kunne tilskrives fremveksten av høykvalitetsprodukter som selges for en høyere pris enn standard laks, og som dessuten står overfor mindre fluktuasjoner i prisen, samt innføringen av større smolt, hvilket effektiviserer driften. Vi vil trolig se flere effekter av dette fremover i tid, da prosjektet med bruk av større smolt bare er i startfasen, og det kan tenkes at markedet for høykvalitetslaks vil vokse ettersom laksens popularitet stadig blir større.

Som følge av sin vekststrategi forventer vi at Grieg Seafood vil fortsette å gjennomføre investeringer i smoltkapasitet og teknologi de første årene av budsjettperioden. Dette vil isolert bidra til å øke selskapets netto driftseiendeler, og således redusere onde. Videre vil også investeringen i større produksjonskapasitet føre til en økning i netto driftseiendelene. Til tross for et forventet positivt bidrag fra selskapets oppnådde gjennomsnittspris og en effektiv drift, synes summen av selskapets investeringer å veie tyngre på kort og mellomlang sikt. Frem mot midten av budsjettperioden forventes således Grieg Seafoods omløp av netto driftseiendeler å synke. Vi har skjønsmessig fastsatt onde i 2018 til 1,500, før det reduseres ytterligere til 1,450 året etter. I 2023 reduseres onde til 1,300, og mellom budsjettpunktene synker onde lineært.

Bransjens omløp av netto driftseiendeler har over analyseperioden variert fra 0,988 i 2012, som var det verste året i analyseperioden med lave laksepriser og fall i driftsinntektene, til 1,456 i 2016, som var det beste året for oppdretterne med svært høye laksepriser og stor driftsinntektsvekst. Det kan hevdes at bransjens tidsvektede gjennomsnitt over

analyseperioden på 1,331 gir det beste anslaget på Grieg Seafoods onde i steady state, da dette inkluderer både dårlige og gode tider. Det tidsvektede snittet synes likevel å inneholde mest gode år, og det kan tenkes at bransjens tidsvektede onde er noe overvurdert. Vi forventer imidlertid at Grieg Seafood vil besitte en liten varig omløpsfordel grunnet god pris på sine høykvalitetsprodukter. Effektene fra bruk av stor smolt vil på lang sikt trolig utlignes av bransjen. I steady state settes dermed Grieg Seafoods onde lik det tidsvektede snittet til bransjen over analyseperioden, som da vil være noe høyere enn bransjens onde på horisonten.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter t+1	8 458 987	9 347 181	10 375 371	11 568 539	12 956 763	14 349 615	15 712 829
/ Onde t+1	1,450	1,413	1,375	1,338	1,300	1,305	1,310
= Netto driftseiendeler t	5 833 784	6 617 473	7 545 724	8 649 375	9 966 741	10 994 470	11 991 474

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekter t+1	17 009 137	18 199 777	19 246 264	20 112 346	21 017 401	21 963 184	22 951 528
/ Onde t+1	1,316	1,321	1,326	1,331	1,331	1,331	1,331
= Netto driftseiendeler t	12 929 789	13 780 750	14 516 352	15 110 703	15 790 685	16 501 265	17 243 822

Tabell 9-10: Grieg Seafoods netto driftseiendeler over budsjettperioden 2018-2029, samt de to første årene i konstant vekst

9.4.3 Netto driftsresultat

Netto driftsresultatet over budsjettperioden fastsettes ved hjelp av den fremskrevne netto driftsmarginen og driftsinntektene budsjettet i kapittel 9.4.1, jamfør formel 9-5.

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{netto driftsmargin}_t * \text{driftsinntekter}_t$$

Formel 9-5: Formel for beregning av netto driftsresultat

Historisk har både Grieg Seafoods og bransjens netto driftsmargin svingt relativt mye, jamfør tabell 8-7. Det tidsvektede gjennomsnittet viste en netto driftsmargin på 0,095 for Grieg Seafood mot 0,141 for bransjen. Grieg Seafoods marginulempe fant vi at hovedsakelig knyttet seg til betydelig høyere andre driftskostnader, hvor høye behandlingskostnader grunnet biologiske utfordringer, særlig i selskapets utenlandske regioner, trolig er det som har vært utslagsgivende. Videre viste svingningene i netto driftsmarginen i stor grad å følge utviklingen

i lakseprisen, hvor den laveste netto driftsmarginen både for selskapet og bransjen oppsto i 2012, mens den høyeste var i 2016.

I 2017 sank netto driftsmarginen noe i forhold til toppåret i 2016. På veldig kort sikt forventes netto driftsmarginen å stige igjen. Det vil være et resultat av Grieg Seafoods gode priser på fastpriskontraktene sine, som foreløpig for 2018 gir selskapet en høyere pris enn spotpris (Grieg Seafood, 2018c). Videre forventes også spotprisen å holde seg relativt høy, da en høy etterspørsel og et begrenset tilbud vil holde prisen oppe. Grieg Seafood melder i tillegg i sine rapporter at 3 000 tonn laks overføres fra 2017 til 2018, noe som vil gi selskapet en enda større inntekt i 2018. Kostnadsnivået vil fortsatt være høyt, men det forventes at de økte inntektene vil mer enn kompensere for dette. Vi setter dermed netto driftsmarginen i 2018 til 0,120.

I 2019 antar vi at de høye kostnadene vil være dominerende, slik at netto driftsmarginen begynner å presses ned. Netto driftsmarginen i 2019 settes således skjønnsmessig til 0,115. På mellomlang sikt forventes netto driftsmarginen å reduseres ytterligere. Prisen vil bli presset noe ned, da det vil bli en større grad av likevekt mellom tilbud og etterspørsel. Etterspørselen forventes å øke hovedsakelig som følge av en økende middelklasse i fremvoksende markeder. Teknologiske innovasjoner vil imidlertid redusere den biologiske risikoen, slik at produksjonskapasiteten også vil øke. Netto driftsmarginen i 2023 settes til 0,090.

På lang sikt forventes Grieg Seafoods netto driftsmargin å konvergere mot et bransjesnitt som er lavere enn det tidsvektede gjennomsnittet til bransjen over analyseperioden. Dette utviklingstrekket kan ses i sammenheng med våre tidligere analyser. I eksternanalysen i kapittel 4.2 konkluderte vi blant annet med at den store etterspørselen etter laks vil opprettholdes på lang sikt som følge av befolkningsvekst. I tillegg slo vi fast at vi forventer at mange av de biologiske utfordringene vil være løst ved hjelp av teknologisk innovasjon. Lønnsomheten i bransjen vil likevel reduseres på grunn av hard konkurranse som vil presse prisene og marginene i bransjen. Utviklingen av landbasert lakseoppdrett og oppdrett til havs vil være store pågangsdrevne for dette. For å fastsette netto driftsmarginen på horisonten har vi brukt formel 9-6. Av den tidsvektede strategiske fordel fra drift over analyseperioden på 9,4 prosent, forventes 2 prosent å være en varig fordel. Grieg Seafoods netto driftsmargin på horisonten settes dermed til 0,065. Nærmere drøftelse av den varige strategiske fordel fra drift gjøres i kapittel 10.4.

$$\text{Netto driftsmargin}_T = \frac{\text{netto driftsrentabilitet}_T}{\text{onde}_T}$$

Hvor; netto driftsrentabilitet_T = netto driftskrav_T + strategisk fordel drift

Formel 9-6: Formel for beregning av netto driftsmarginen på horisonten T

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter t	7 689 989	8 458 987	9 347 181	10 375 371	11 568 539	12 956 763	14 349 615
* Netto driftsmargin t	0,120	0,115	0,109	0,103	0,096	0,090	0,086
= Netto driftsresultat t	922 799	972 784	1 016 506	1 063 476	1 113 472	1 166 109	1 230 750

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekter t	15 712 829	17 009 137	18 199 777	19 246 264	20 112 346	21 017 401	21 963 184
* Netto driftsmargin t	0,082	0,077	0,073	0,069	0,065	0,065	0,065
= Netto driftsresultat t	1 281 188	1 314 917	1 329 956	1 324 994	1 299 520	1 357 999	1 419 109

Tabell 9-11: Grieg Seafoods netto driftsresultat over budsjettperioden 2018-2029, samt de to første årene i konstant vekst

9.4.4 Netto finansiell gjeld

For å finne Grieg Seafoods netto finansielle gjeld over budsjettperioden må selskapets finansielle gjeld og finansielle eiendeler fastsettes. Dette gjøres ved hjelp av den fremskrevne finansielle gjeldsdelen og eiendelsdelen, jamfør formel 9-7. Differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler utgjør netto finansiell gjeld.

$$\text{Finansiell gjeld}_t = \text{finansiell gjeldsdel}_t * \text{netto driftseiendel}_t$$

$$\text{Finansielle eiendeler}_t = \text{finansiell eiendelsdel}_t * \text{netto driftseiendel}_t$$

Formel 9-7: Formel for beregning av finansiell gjeld og finansielle eiendeler

I de fire første årene av analyseperioden hadde Grieg Seafood en finansiell gjeldsdel på rundt 50 prosent. I 2016 sank den finansielle gjeldsdelen til 41,3 prosent fra 55,5 prosent året før. Reduksjonen kan tilskrives en nedbetaling av trekkfasilitetene Grieg Seafood har tilgjengelig gjennom en finansieringsavtale med DnB og Nordea, samt nedbetaling på terminlånet (Grieg Seafood 2017a). I 2017 sank den finansielle gjeldsdelen ytterligere til 40 prosent. Til tross for

et opptrekk av trekkfasilitetene, veide nedbetalingen på terminlånet samt økningen i netto driftseiendeler noe tyngre, slik at den finansielle gjeldsdelen sank med 1,3 prosentpoeng (Grieg Seafood, 2018c). Grieg Seafoods nivå på finansiell gjeldsdel i 2017 videreføres inn i budsjettperioden og settes som 2018-nivå, da dette anses som det beste estimatet på veldig kort sikt.

Optimal finansiell gjeldsdel kan blant annet fastsettes med utgangspunkt i bransjesnittet, det tidsvektede gjennomsnittet til selskapet eller etter vanlig kapitalstruktur i næringslivet (Knivsflå, 2018n). Typisk finansiell gjeldsdel på Oslo Børs er omtrent 50 prosent. Da oppdrettsbransjen er en syklisk bransje, bør en optimal finansiell gjeldsdel ligge noe lavere slik at risikoen for tap ved en eventuell nedgangssyklus blir hensyntatt. Vi setter den finansielle gjeldsdelen i steady state lik 45 prosent. Med en lineær utvikling vil Grieg Seafoods finansielle gjeldsdel således øke gradvis. Dette kan forsvares av de forventede investeringene som vil øke selskapet finansielle gjeld.

Historisk har Grieg Seafood en tidsvektet finansiell eiendelsdel på 7,6 prosent. Selskapets finansielle eiendeler består hovedsakelig av kontanter og kontantekvivalenter. Disse brukes først og fremst til investeringer og utbetaling av utbytte, da Grieg Seafood evner å generere nok kontanter gjennom driften til å dekke løpende forpliktelser. En typisk finansiell eiendelsdel er omtrent 20 prosent. Dette er imidlertid svært høyt som estimat på finansiell eiendelsdel i steady state, da en optimal selskapsstyring er å ha en begrenset kontantbeholdning dersom formålet med denne er å investere i konstant vekst (Knivsflå, 2018n). På horisonten settes dermed den finansielle eiendelsdelen til syv prosent, som er noe under det tidsvektede bransjesnittet på 10,8 prosent. Det forventes at den finansielle eiendelsdelen vil øke marginalt gjennom hele budsjettperioden. Finansiell eiendelsdel i 2018 settes således til 5,5 prosent, som er en økning på 0,2 prosentpoeng fra året før. Mellom budsjettpunktene øker den finansielle eiendelsdelen lineært.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Netto driftseiendeler	5 833 784	6 617 473	7 545 724	8 649 375	9 966 741	10 994 470	11 991 474
* Finansiell gjeldsdel	0,400	0,405	0,409	0,414	0,418	0,423	0,427
= Finansiell gjeld	2 333 514	2 677 069	3 086 887	3 577 696	4 167 910	4 647 662	5 123 630
Netto driftseiendeler	5 833 784	6 617 473	7 545 724	8 649 375	9 966 741	10 994 470	11 991 474
* Finansiell eiendelsdel	0,055	0,056	0,058	0,059	0,060	0,062	0,063
= Finansielle eiendeler	320 858	372 985	435 594	511 099	602 535	679 658	757 643
= Netto finansiell gjeld	2 012 656	2 304 084	2 651 293	3 066 596	3 565 375	3 968 004	4 365 987

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler	12 929 789	13 780 750	14 516 352	15 110 703	15 790 685	16 501 265	17 243 822
* Finansiell gjeldsdel	0,432	0,436	0,441	0,445	0,450	0,450	0,450
= Finansiell gjeld	5 583 318	6 013 418	6 400 392	6 731 131	7 105 808	7 425 569	7 759 720
Netto driftseiendeler	12 929 789	13 780 750	14 516 352	15 110 703	15 790 685	16 501 265	17 243 822
* Finansiell eiendelsdel	0,065	0,066	0,067	0,069	0,070	0,070	0,070
= Finansielle eiendeler	834 559	908 277	976 555	1 037 144	1 105 348	1 155 089	1 207 068
= Netto finansiell gjeld	4 748 759	5 105 141	5 423 837	5 693 988	6 000 460	6 270 481	6 552 653

Tabell 9-12: Grieg Seafoods netto finansielle gjeld over budsjettperioden 2018-2029, samt de to første årene i konstant vekst

9.4.5 Netto finanskostnad

Netto finanskostnad over budsjettperioden er differansen mellom den budsjetterte netto finanskostnaden og -inntekten. Netto finanskostnad og -inntekt estimeres ved hjelp av henholdsvis den fremskrevne finansielle gjeldsrenten og -eiendelsrentabiliteten, samt finansiell gjeld og finansielle eiendeler budsjettert i kapittel 9.4.4, jamfør formel 9-8.

$$\text{Netto finanskostnader}_t = \text{finansiell gjeldsrente}_t * \text{finansiell gjeld}_{t-1}$$

$$\text{Netto finansinntekter}_t = \text{finansiell eiendelsrentabilitet}_t * \text{finansielle eiendeler}_{t-1}$$

Formel 9-8: Formel for beregning av netto finanskostnad og netto finansinntekt

Lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 avdekket at Grieg Seafood historisk har hatt en tidsvektet finansieringsulempe fra finansiell gjeld på 1,1 prosent. Dette er et resultat av at den historiske gjeldsrenten har vært høyere enn gjeldskravet, noe som kan skyldes at den balanseførte verdien på finansiell gjeld har vært noe undervurdert, eller at gjeldskravet er satt for lavt eksempelvis

grunnet for god rating av selskapet. I budsjettperioden forutsettes et velfungerende kapitalmarked, samt at netto finansiell gjeld er balanseført eller justert til virkelig verdi. I et slikt tilfelle vil renten reflektere kravet, og vi setter således den finansielle gjeldsrenten i budsjettperioden lik det tilhørende finansielle gjeldskravet beregnet i kapittel 10.2.2.

Hva gjelder finansielle eiendeler har Grieg Seafood historisk hatt en finansieringsfordel på 0,3 prosent. Gitt korrekte krav, kan dette indikere at den balanseførte verdien på finansielle eiendeler potensielt har vært noe undervurdert. I budsjettperioden forventes den finansielle eiendelsrentabiliteten å tilsvare kravet. Finansiell eiendelsrentabilitet over budsjettperioden settes dermed lik finansielt eiendelskrav beregnet i kapittel 10.2.3.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Finansiell gjeld t-1	2 051 789	2 333 514	2 677 069	3 086 887	3 577 696	4 167 910	4 647 662
* Finansiell gjeldsrente t	0,015	0,018	0,022	0,025	0,026	0,028	0,029
= Netto finanskostnad t	30 777	42 003	58 896	77 172	93 020	116 701	134 782
Finansielle eiendeler t-1	273 032	320 858	372 985	435 594	511 099	602 535	679 658
* Finansiell eiendelsrentabilitet t	0,006	0,009	0,013	0,016	0,017	0,018	0,019
= Netto finansinntekt t	1 638	2 888	4 849	6 970	8 689	10 846	12 914
= Netto finanskostnad	29 139	39 116	54 047	70 203	84 331	105 856	121 869

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Finansiell gjeld t-1	5 123 630	5 583 318	6 013 418	6 400 392	6 731 131	7 105 808	7 425 569
* Finansiell gjeldsrente t	0,030	0,031	0,032	0,037	0,038	0,038	0,038
= Netto finanskostnad t	153 709	173 083	192 429	236 814	255 783	270 021	282 172
Finansielle eiendeler t-1	757 643	834 559	908 277	976 555	1 037 144	1 105 348	1 155 089
* Finansiell eiendelsrentabilitet t	0,020	0,021	0,022	0,023	0,025	0,025	0,025
= Netto finansinntekt t	15 153	17 526	19 982	22 461	25 929	27 634	28 877
= Netto finanskostnad	138 556	155 557	172 447	214 354	229 854	242 387	253 294

Tabell 9-13: Grieg Seafoods netto finanskostnad over budsjettperioden 2018-2029, samt de to første årene i konstant vekst

9.4.6 Minoritetsinteresser

Ved å utarbeide en årlig prognose på Grieg Seafoods minoritetsdel kan vi estimere utviklingen i selskapets minoritetsinteresser, jamfør formel 9-9.

$$\text{Minoritetsinteresser}_t = \text{minoritetsdel}_t * \text{netto driftseiendeler}_t$$

Formel 9-9: Formel for beregning av minoritetsinteresser

Det kan generelt være optimalt å presse ut minoriteten i et datterselskap dersom datterselskapet er lønnsomt, for slik å sikre seg en større del av gevinsten. I motsatt tilfelle vil det være optimalt å beholde minoriteten, slik at tap kan deles på flere (Kinvsflå, 2018n). Minoritetsdelen har vært svært lav for Grieg Seafood over analyseperioden, med et tidsvektet gjennomsnitt på 0,7 prosent. Snittet trekkes noe ned av at Grieg Seafood ikke hadde minoritetsinteresser de to første årene av analyseperioden. Lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 avdekket at Grieg Seafood historisk har hatt en finansieringsulempe fra minoritetsinteressene på 0,8 prosent. Dette er et resultat av en høyere rentabilitet enn kravet, og således ville det vært fordelaktig for Grieg Seafood å presse ut minoriteten. Da minoritetsinteressene utelukkende knytter seg til salgsselskapet Ocean Quality, som Grieg Seafood etablerte og eier sammen med Bremnes Fryseri AS, forventes ikke dette å skje. Vi anser dermed nivået på minoritetsdelen i 2017 på 0,8 prosent som et rimelig estimat på minoritetsdelen til Grieg Seafood over budsjettperioden. Det forventes at minoritetsdelen vil holdes på samme nivå i hele perioden, og minoritetsdelen settes således til 0,8 prosent alle årene.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Netto driftseiendeler t	5 833 784	6 617 473	7 545 724	8 649 375	9 966 741	10 994 470	11 991 474
* Minoritetsdel t	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
= Minoritetsinteresser t	46 670	52 940	60 366	69 195	79 734	87 956	95 932

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler t	12 929 789	13 780 750	14 516 352	15 110 703	15 790 685	16 501 265	17 243 822
* Minoritetsdel t	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
= Minoritetsinteresser t	103 438	110 246	116 131	120 886	126 325	132 010	137 951

Tabell 9-14: Grieg Seafoods minoritetsinteresser over budsjettperioden 2018-2029, samt de to første årene i konstant vekst

9.4.7 Netto minoritetsresultat

Utviklingen i Grieg Seafoods netto minoritetsresultat fastsettes ved hjelp av den fremskrevne netto minoritetsrentabiliteten og minoritetsinteressene budsjettert i kapittel 9.4.6, jamfør formel 9-10.

$$\text{Netto minoritetsresultat}_t = \text{minoritetsrentabilitet}_t * \text{minoritetsinteresser}_{t-1}$$

Formel 9-10: Formel for beregning av netto minoritetsresultat

Dersom majoriteten klarer å skvise minoriteten, eller minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet virkelig verdi, vil en rimelig forutsetning være at minoritetsrentabiliteten er lik minoritetskravet (Knivsflå, 2018n). Historisk har minoritetsrentabiliteten vært betydelig høyere enn minoritetskravet for Grieg Seafood. Dette indikerer at den balanseførte verdien på minoritetsinteressene trolig har vært undervurdert. Inn i budsjettperioden vil minoritetsrentabiliteten fortsette å være høyere enn minoritetskravet, men minoritetens strategiske fordel vil reversere. I 2018 forventer vi en differanse på 0,700, som er en reduksjon på 0,098 fra året før. Legger vi minoritetskravet for 2018 til den forventede differansen, finner vi minoritetsrentabiliteten for 2018 til å være 77,9 prosent. Det forventes en varig strategisk fordel for minoritetsinteressene på lang sikt. Et rimelig estimat på rentabilitetsfordelen synes å være tre prosent. Tillagt kravet beregnet i kapittel 10.1 blir minoritetsrentabiliteten i steady state 12,7 prosent. Mellom budsjettpunktene reduseres minoritetsrentabiliteten lineært.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Minoritetsinteresser t-1	43 541	46 670	52 940	60 366	69 195	79 734	87 956
* Minoritetsrentabilitet t	0,779	0,720	0,660	0,601	0,542	0,483	0,423
= Netto minoritetsresultat t	33 918	33 590	34 964	36 291	37 497	38 482	37 237

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Minoritetsinteresser t-1	95 932	103 438	110 246	116 131	120 886	126 325	132 010
* Minoritetsrentabilitet t	0,364	0,305	0,246	0,186	0,127	0,127	0,127
= Netto minoritetsresultat t	34 928	31 530	27 070	21 632	15 352	16 043	16 765

Tabell 9-15: Grieg Seafoods netto minoritetsresultat over budsjettperioden 2018-2029, samt de to første årene i konstant vekst

9.5 Presentasjon av fremtidsregnskap

I det følgende presenteres Grieg Seafoods forventede fremtidsregnskap utarbeidet med utgangspunkt i beregningene gjort i de foregående delkapitlene. Fremtidsregnskapet inneholder fremtidsresultatet, fremtidsbalansen og den fremtidige frie kontantstrømmen til Grieg Seafood over budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år inn i steady state for å vise konstant vekst. Sammen med fremtidskravene som beregnes i kapittel 10, vil fremtidsregnskapet brukes for å utarbeide estimater på Grieg Seafoods virkelige egenkapitalverdi i kapittel 11.

9.5.1 Fremtidsresultat

Tabell 9-16 og 9-17 viser Griegs Seafoods fremtidsresultat over budsjettperioden. Det er ikke beregnet unormale poster i fremtidsresultatet, da det ikke foreligger informasjon om unormale hendelser som bør innarbeides i fremtidsresultatet på kort sikt. Alle postene i fremtidsresultatet er beregnet i delkapittel 9.4, med unntak av netto betalt utbytte som fastsettes residualt som differansen mellom fullstendig nettoresultat og endring i egenkapitalen. Posten netto betalt utbytte bygger således en bro mellom resultatet og balansen.

Tall i 1000 NOK	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	7 039 227	7 689 989	8 458 987	9 347 181	10 375 371	11 568 539	12 956 763	14 349 615
Netto driftsresultat	779 817	922 799	972 784	1 016 506	1 063 476	1 113 472	1 166 109	1 230 750
+ Netto finansinntekt	13 913	1 638	2 888	4 849	6 970	8 689	10 846	12 914
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	793 730	924 437	975 671	1 021 355	1 070 445	1 122 161	1 176 954	1 243 663
- Netto finanskostnad	41 497	30 777	42 003	58 896	77 172	93 020	116 701	134 782
- Netto minoritetsresultat	30 362	33 918	33 590	34 964	36 291	37 497	38 482	37 237
= Nettoresultat til egenkapital	721 871	859 742	900 078	927 495	956 982	991 643	1 021 770	1 071 644
+ Unormalt netto driftsresultat	-76 752	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	19 515	0	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	664 634	859 742	900 078	927 495	956 982	991 643	1 021 770	1 071 644
- Netto betalt utbytte	441 649	159 242	414 087	353 879	277 464	183 594	404 892	480 598
= Endring i egenkapital	222 985	700 499	485 991	573 616	679 518	808 049	616 878	591 046

Tabell 9-16: Grieg Seafoods fremtidsresultat 2018 til 2024

Tall i 1000 NOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekter	15 712 829	17 009 137	18 199 777	19 246 264	20 112 346	21 017 401	21 963 184
Netto driftsresultat	1 281 188	1 314 917	1 329 956	1 324 994	1 299 520	1 357 999	1 419 109
+ Netto finansinntekt	15 153	17 526	19 982	22 461	25 929	27 634	28 877
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 296 341	1 332 443	1 349 938	1 347 455	1 325 449	1 385 633	1 447 986
- Netto finanskostnad	153 709	173 083	192 429	236 814	255 783	270 021	282 172
- Netto minoritetsresultat	34 928	31 530	27 070	21 632	15 352	16 043	16 765
= Nettoresultat til egenkapital	1 107 704	1 127 830	1 130 438	1 089 008	1 054 314	1 099 569	1 149 049
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	1 107 704	1 127 830	1 130 438	1 089 008	1 054 314	1 099 569	1 149 049
- Netto betalt utbytte	559 668	640 060	719 416	769 563	686 244	664 693	694 604
= Endring i egenkapital	548 036	487 771	411 022	319 445	368 069	434 875	454 445

Tabell 9-17: Grieg Seafoods fremtidsresultat 2025 til 2031

Basert på fremtidsresultatet til Grieg Seafood kan vi beregne forholdstallet earnings per share (EPS), som er selskapets fortjeneste per aksje (Damodaran, 2012, s. 423). I kapittel 11.5 vil EPS inngå i beregningen av det fundamentale pris/fortjeneste forholdet som vil gi innsikt i utviklingen av selskapets fremtidige superprofitt, og således også strategiske fordel.

$$\text{EPS} = \frac{\text{nettoresultat til egenkapital}}{\text{tidsvektet gjennomsnitt av utestående aksjer}}$$

Formel 9-11: Formel for beregning av earnings per share (EPS)

I det følgende vil vi sammenligne vårt EPS-estimat med konsensusestimater beregnet av finansanalytikere. Både for 2018 og 2019 ligger EPS-estimatet basert på fremtidsregnskapet lavere enn konsensus, og vi er følgelig mer pessimistiske i forhold til selskapets utvikling på kort sikt enn finansanalytikere.

	2018	2019
Fremtidsregnskap	7,79	8,15
Konsensus	8,41	9,73

Tabell 9-18: Grieg Seafoods fortjeneste per aksje (EPS) beregnet ved hjelp av fremtidsresultatet, samt konsensusestimater hentet fra Dagens Næringsliv den 14. mai 2018 (DN, 2018a).

9.5.2 Fremtidsbalanse

Grieg Seafoods fremtidsbalanse presenteres både med sysselsatt kapital og netto driftskapital som mål på selskapskapitalen, se tabell 9-18 og 9-19. Egenkapitalen er fastsatt residualt ved å trekke minoritetsinteressene og finansiell gjeld fra henholdsvis sysselsatte eiendeler og netto driftseiendeler. De resterende postene er beregnet i delkapittel 9-4.

Tall i 1000 NOK	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Netto driftseiendeler	4 896 254	5 833 784	6 617 473	7 545 724	8 649 375	9 966 741	10 994 470	11 991 474
+ Finansielle eiendeler	273 032	320 858	372 985	435 594	511 099	602 535	679 658	757 643
= Sysselsatte eiendeler	5 169 286	6 154 643	6 990 458	7 981 318	9 160 474	10 569 276	11 674 128	12 749 118
Egenkapital	3 073 959	3 774 458	4 260 450	4 834 065	5 513 583	6 321 632	6 938 510	7 529 556
+ Minoritetsinteresser	43 541	46 670	52 940	60 366	69 195	79 734	87 956	95 932
+ Finansiell gjeld	2 051 789	2 333 514	2 677 069	3 086 887	3 577 696	4 167 910	4 647 662	5 123 630
= Sysselsatt kapital	5 169 289	6 154 643	6 990 458	7 981 318	9 160 474	10 569 276	11 674 128	12 749 118

Tall i 1000 NOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler	12 929 789	13 780 750	14 516 352	15 110 703	15 790 685	16 501 265	17 243 822
+ Finansielle eiendeler	834 559	908 277	976 555	1 037 144	1 105 348	1 155 089	1 207 068
= Sysselsatte eiendeler	13 764 348	14 689 026	15 492 907	16 147 847	16 896 033	17 656 354	18 450 890
Egenkapital	8 077 592	8 565 362	8 976 384	9 295 830	9 663 899	10 098 774	10 553 219
+ Minoritetsinteresser	103 438	110 246	116 131	120 886	126 325	132 010	137 951
+ Finansiell gjeld	5 583 318	6 013 418	6 400 392	6 731 131	7 105 808	7 425 569	7 759 720
= Sysselsatt kapital	13 764 348	14 689 026	15 492 907	16 147 847	16 896 033	17 656 354	18 450 890

Tabell 9-19: Grieg Seafoods fremtidsbalanse (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital)

Tall i 1000 NOK	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Netto driftseiendeler	4 896 254	5 833 784	6 617 473	7 545 724	8 649 375	9 966 741	10 994 470	11 991 474
Egenkapital	3 073 959	3 774 458	4 260 450	4 834 065	5 513 583	6 321 632	6 938 510	7 529 556
+ Minoritetsinteresser	43 541	46 670	52 940	60 366	69 195	79 734	87 956	95 932
+ Netto finansiell gjeld	1 778 757	2 012 656	2 304 084	2 651 293	3 066 596	3 565 375	3 968 004	4 365 987
= Netto driftskapital	4 896 257	5 833 784	6 617 473	7 545 724	8 649 375	9 966 741	10 994 470	11 991 474

Tall i 1000 NOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler	12 929 789	13 780 750	14 516 352	15 110 703	15 790 685	16 501 265	17 243 822
Egenkapital	8 077 592	8 565 362	8 976 384	9 295 830	9 663 899	10 098 774	10 553 219
+ Minoritetsinteresser	103 438	110 246	116 131	120 886	126 325	132 010	137 951
+ Netto finansiell gjeld	4 748 759	5 105 141	5 423 837	5 693 988	6 000 460	6 270 481	6 552 653
= Netto driftskapital	12 929 789	13 780 750	14 516 352	15 110 703	15 790 685	16 501 265	17 243 822

Tabell 9-20: Grieg Seafoods fremtidsbalanse (netto driftseiendeler og netto driftskapital)

9.5.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Den fremtidige frie kontantstrømmen til Grieg Seafoods egenkapital presenteres i tabell 9-20, og viser kontantstrømmen som blir generert av egenkapitalen etter at reinvesteringer og nødvendige nyinvesteringer er hensyntatt (Penman, 2013, s. 123). Kontantstrømmen er utarbeidet ved hjelp av fremtidsresultatet og –balansen. Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen tilsvarer netto betalt utbytte presentert i fremtidsresultatet. Grieg Seafood vil ha en positiv kontantstrøm gjennom hele budsjettperioden, og selskapet vil følgelig betale ut netto utbytter.

Tall i 1000 NOK	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Netto driftsresultat	779 817	922 799	972 784	1 016 506	1 063 476	1 113 472	1 166 109	1 230 750
+ Unormalt netto driftsresultat	-76 752	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	599 767	937 530	783 689	928 251	1 103 650	1 317 366	1 027 729	997 005
= Fri kontantstrøm fra drift	103 298	-14 732	189 095	88 255	-40 175	-203 894	138 380	233 745
+ Netto finansinntekter	13 913	1 638	2 888	4 849	6 970	8 689	10 846	12 914
+ Unormal netto finansinntekt	19 515	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	-236 193	47 826	52 127	62 609	75 505	91 435	77 123	77 985
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	372 919	-60 920	139 856	30 494	-108 711	-286 641	72 102	168 674
- Netto finanskostnad	41 497	30 777	42 003	58 896	77 172	93 020	116 701	134 782
+ Endring i finansiell gjeld	153 322	281 725	343 555	409 818	490 809	590 214	479 752	475 968
- Netto minoritetsresultat	30 362	33 918	33 590	34 964	36 291	37 497	38 482	37 237
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	-12 729	3 129	6 270	7 426	8 829	10 539	8 222	7 976
= Fri kontantstrøm til egenkapital	441 653	159 239	414 087	353 879	277 464	183 594	404 892	480 598

Tall i 1000 NOK	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsresultat	1 281 188	1 314 917	1 329 956	1 324 994	1 299 520	1 357 999	1 419 109
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	938 314	850 961	735 603	594 351	679 982	710 581	742 557
= Fri kontantstrøm fra drift	342 874	463 957	594 353	730 644	619 539	647 418	676 552
+ Netto finansinntekter	15 153	17 526	19 982	22 461	25 929	27 634	28 877
+ Unormal netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	76 916	73 718	68 278	60 589	68 204	49 741	51 979
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	281 110	407 765	546 057	692 515	577 263	625 311	653 450
- Netto finanskostnad	153 709	173 083	192 429	236 814	255 783	270 021	282 172
+ Endring i finansiell gjeld	459 688	430 100	386 974	330 740	374 677	319 761	334 151
- Netto minoritetsresultat	34 928	31 530	27 070	21 632	15 352	16 043	16 765
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	7 507	6 808	5 885	4 755	5 440	5 685	5 940
= Fri kontantstrøm til egenkapital	559 668	640 060	719 416	769 563	686 244	664 693	694 604

Tabell 9-21: Grieg Seafoods fremtidige frie kontantstrøm til egenkapitalen

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

Fokuset i dette kapitlet vil være å estimere fremtidskravene til Grieg Seafood over budsjettperioden 2018 til 2029 som vil bli benyttet i den fundamentale verdivurderingen i kapittel 11. Grunnlaget for beregning av fremtidskrav samsvarer i stor grad med presentert teori for beregning av historiske avkastningskrav. Av den grunn vil det henvises til kapittel 7 for ytterligere utdypning av de enkelte beregningene som gjennomføres i dette kapitlet. Det må imidlertid poengteres at vektingen skjer på inngående balanse ved beregning av fremtidskrav, og ikke på gjennomsnittlig kapital som for historiske krav. Videre tilsier teori at fremtidskravene skal beregnes basert på verdivekter (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 357). Etersom vi ikke har kjennskap til verdien på dette steget i prosessen må balanseførte vekter benyttes i første omgang, før vektene oppdateres på et senere steg i prosessen, jamfør kapittel 11.4. Bruk av budsjetterte vekter gjør imidlertid at kravene kan benyttes som målestokk i rentabilitetsmåling. Følgelig vil vi avslutningsvis i kapitlet analysere om Grieg Seafood har en eventuell varig strategisk fordel eller ulempe.

10.1 Krav til egenkapital og minoritet

For å beregne egenkapital- og minoritetskravene til Grieg Seafood benytter vi presentert teori i kapittel 7.1 om kapitalverdimodellen. I det følgende vil nødvendige inputvariabler til modellen, hvilket er risikofri rente, markedspremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremie, bli presentert. Avslutningsvis i delkapitlet estimeres selve kravene.

10.1.1 Risikofri rente

Den fremtidige risikofrie renten for budsjettperioden estimeres gjennom framskrivning av 3M Nibor-renten, i samsvar med beregningen av historisk rente i kapittel 7.2. Ved framskrivning legges det til grunn en antagelse om at renten vil være tilbakevendende mot historisk gjennomsnitt over tid, slik at renten vil være tilnærmet en «normal» rente i konstant vekst perioden (Knivsflå, 2018o). Da dagens rentenivå i Norge er rekordlavt, jamfør kapittel 2.2, forventes det at den risikofrie renten gradvis vil øke frem til konstant vekst perioden.

Prognosene fra Norges Bank tilsier at rentenivået forblir lavt på kort sikt, men vil øke på mellomlang sikt (Norges Bank, 2018b). Av den grunn setter vi rentenivået for 2018 bare marginalt høyere enn 2017-nivået fra beregningen i kapittel 7. Tatt i betraktning nivået på Nibor-renten i første del av året, settes Nibor-estimatet for 2018 til 1,14 prosent (Oslo børs 2018c). Videre baseres det mellomlangsigte Nibor rente-estimatet på utviklingen predikert av Norges Banks pengepolitiske rapport for første kvartal 2018. Der fremkommer det en forventning om at den norske pengemarkedsrenten vil være omtrent 2,5 prosent i 2021 (Norges Bank, 2018b). Utviklingen mellom Nibor rente-estimatene i 2018 og 2021 settes lik en lineær utvikling.

Beregningen av den langsiktige «normalrenten» på budsjettthorisonen tar utgangspunkt i metoden presentert i rammeverket til Knivsflå (2018o). Estimatet på Nibor-renten i 2029 fremkommer gjennom å vekte den gjennomsnittlige Nibor-renten i perioden 1996 til 2017, samt snittet av 10-årig norsk statsobligasjon og 30-årig amerikansk statsobligasjon, jamfør formel 10-1. Inkluderingen av den amerikanske statsobligasjonsrenten begrunnes med at den norske pengemarkedsrenten påvirkes av det amerikanske pengemarkedet (Norges Bank, 2018b). Den 24. april 2018 var den norske statsobligasjonsrenten lik to prosent, mens den amerikanske var 3,2 prosent (Norges Bank, 2018c; Trading Economics, 2018). Videre var den gjennomsnittlige 3M Nibor-renten i perioden 1996 til 2017 lik 3,7 prosent (Oslo Børs, 2018c; Norges Bank, 2013). Således blir estimatet på den langsiktige renten i konstant vekstfasen lik 3,64 prosent, hvilket er tilnærmet et historisk nivå. Utviklingen mellom rentenivået i 2021 og 2029 tilsvarer også her en lineær utvikling.

Normal rente i T

$$= \frac{3}{4} \text{ Gjennomsnittlig 3 mnd. Nibor} + \frac{1}{4} * \frac{(10\text{-årig statsoblig.rente} + 30\text{-årig amerikansk statsoblig.rente})}{2}$$

Formel 10-1: Formel for beregning av normal rente på budsjettthorisonen T

For å beregne den risikofrie renten må det trekkes en kredittrisikopremie fra den estimerte 3M Nibor-renten, jamfør teorigrunnlag i kapittel 7.2.1. Videre må estimatet for risikofri rente justeres for skatt slik at det oppnås konsistens med egenkapitalkravet. Selskapsskattesatsen var i 2017 lik 24 prosent, mens den i 2018 er 23 prosent (Finansdepartementet, 2017). Da det er ukjent hvordan skattesatsen vil utvikle seg i budsjettperioden, benyttes dagens skattenivå

på 23 prosent. Utregningen av den risikofrie renten over budsjettperioden er presentert i tabell 10-1. I konstant vekst perioden estimeres den risikofrie renten til å være lik 2,4 prosent.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Skattesats	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230
3M Nibor rente	0,011	0,016	0,020	0,025	0,026	0,028	0,029	0,031	0,032	0,034	0,035	0,036	0,036	0,036
- Kort kreditrisikopremie	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,006	0,011	0,015	0,020	0,021	0,023	0,024	0,026	0,027	0,029	0,030	0,031	0,031	0,031
- Skatt	0,001	0,003	0,004	0,005	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,005	0,008	0,012	0,015	0,016	0,018	0,019	0,020	0,021	0,022	0,023	0,024	0,024	0,024

Tabell 10-1: Risikofri rente i budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

10.1.2 Markedsrisikopremie

Den beste prediksjonen på fremtidig markedsrisikopremie, det vil si investorenes toleranse for markedsrisiko, vil være dagens nivå. Dette innebærer at estimatet på premien holdes konstant over hele budsjettperioden (Knivsflå, 2018o). I kapittel 7.2.3 estimerte vi den gjennomsnittlige markedsrisikopremien til å være lik fem prosent, hvilket samsvarte med resultatene fra undersøkelsen gjennomført av PwC og NFF, samt Berk & DeMarzo (2016). Følgelig anser vi det som rimelig å fastsette markedsrisikopremien etter skatt for budsjettperioden til fem prosent.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Markedsrisikopremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Tabell 10-2: Markedsrisikopremien i budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

10.1.3 Egenkapitalbeta

I henhold til Modigliani og Miller sine to proposisjoner som ble presentert i kapittel 7.4 vil egenkapitalbetaen til Grieg Seafood påvirkes av selskapets gjeldsgrad, hvor økt gjeld impliserer en økt beta. Videre vil selskapets netto driftsbeta være uavhengig av finansieringen og således være konstant. Følgelig må egenkapitalbetaen til Grieg Seafood fremskrives for

budsjettperioden med utgangspunkt i gjennomsnittlig historisk netto driftsbeta som ble estimert til å være 0,674 i kapittel 7.4. Årlig egenkapitalbeta for selskapet beregnes ved bruk av formel 10-2, hvor vektene i første omgang baseres på budsjetterte tall. Utregningen av inputvariabelen netto finansiell gjeldsbeta blir presentert i delkapittel 10.2.

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

β_{NDK} = netto driftsbeta EK = egenkapital MI = minoritet
 β_{NFG} = netto finansiell gjeldsbeta NFG = netto finansiell gjeld

Formel 10-2: Formel for beregning av egenkapitalbeta

Den fullstendige utregningen av egenkapitalbetaen til Grieg Seafood over budsjettperioden er presentert i tabell 10-3. I konstant vekst perioden er betaestimaten beregnet til å være lik 1,11, hvilket tilsier at aksjekursen til Grieg Seafood vil ha en høyere volatilitet enn markedet.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalbeta	1,021	1,026	1,031	1,036	1,041	1,046	1,052	1,057	1,062	1,067	1,069	1,074	1,074	1,074
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,647	0,644	0,641	0,637	0,634	0,631	0,628	0,625	0,622	0,618	0,615	0,612	0,612	0,612
Egenkapitalbeta	1,021	1,026	1,031	1,036	1,041	1,046	1,052	1,057	1,062	1,067	1,069	1,074	1,074	1,074
Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Netto finansiell gjeldsbeta	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,021	0,021	0,021	0,021
Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,345	0,348	0,351	0,355	0,358	0,361	0,364	0,367	0,370	0,374	0,377	0,380	0,380	0,380
Netto driftsbeta	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674	0,674

Tabell 10-3: Egenkapitalbeta og netto driftsbeta for Grieg Seafood over budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

10.1.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremien, som blant annet skal kompensere for markedssvikt, selskapsspesifikk risiko og grad av innlåsning i den enkelte aksje, ble etter en skjønnsmessig vurdering satt til å være konstant lik 0,3 prosent for majoriteten gjennom analyseperioden 2012 til 2017. Ettersom minoriteten er mer innelåst enn majoriteten i selskapet, fastsatte vi den historiske illikviditetspremien for minoriteten noe høyere, nemlig til to prosent, jamfør kapittel 7.2.4. For budsjettperioden legges det til grunn at det fortsatt må tillegges en kompensasjon for majoriteten med bakgrunn i selskapsspesifikk risiko og vridningseffekter av eierskatter, samt

at aksjene i Grieg Seafood fortsatt vil være svært likvide gjennom hele perioden. Følgelig settes illikviditetspremien for majoriteten lik 0,3 prosent også i budsjettperioden. For minoriteten beholder vi også den historiske illikviditetspremien på to prosent.

10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Ved bruk av kapitalverdimodellen og de beregnede inputfaktorene fra de foregående delkapitlene kan egenkapital- og minoritetskravet for Grieg Seafood over budsjettperioden beregnes. Den fullstendige utregningen av kravene er presentert i tabell 10-4, hvor det fremkommer at egenkapital- og minoritetskravet er lik henholdsvis 8,1 og 10,1 prosent i konstant vekst perioden.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risikofri rente etter skatt	0,005	0,008	0,012	0,015	0,016	0,018	0,019	0,020	0,021	0,022	0,023	0,024	0,024	0,024
Justert egenkapitalbeta	1,021	1,026	1,031	1,036	1,041	1,046	1,052	1,057	1,062	1,067	1,069	1,074	1,074	1,074
Markedsrisikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Egenkapitalkrav CAPM	0,056	0,060	0,063	0,067	0,069	0,070	0,071	0,073	0,074	0,075	0,077	0,078	0,078	0,078
Illikviditetspremie majoritet	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
Egenkapitalkrav	0,059	0,063	0,066	0,070	0,072	0,073	0,074	0,076	0,077	0,078	0,080	0,081	0,081	0,081
Illikviditetspremie minoritet	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Minoritetskrav	0,079	0,083	0,086	0,090	0,092	0,093	0,094	0,096	0,097	0,098	0,100	0,101	0,101	0,101

Tabell 10-4: Egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood over budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

10.2 Finansielle krav

I dette delkapitlet vil de finansielle kravene til Grieg Seafood over budsjettperioden estimeres, med bakgrunn i budsjetterte tall fra kapittel 9. Det er som kjent en sammenheng mellom syntetisk rating og finansielle krav, hvor en høy rating tilsier lave krav. Av den grunn gjennomføres det i første omgang en syntetisk rating av Grieg Seafood for budsjettperioden før selskapets finansielle krav presenteres.

10.2.1 Syntetisk rating

Den syntetiske ratingen av Grieg Seafood over budsjettperioden baseres på samme fremgangsmåte som presentert i kapittel 6.3, hvor det er de fire forholdstallene, likviditetsgrad

1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsstabilitet, som danner grunnlaget for ratingen. Forholdstallene, med unntak av likviditetsgrad 1, beregnes basert på de budsjetterte tallene fra kapittel 9. Fremtidsregnskapet er ikke detaljert nok til å beregne likviditetsgrad 1, som er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Følgelig legger vi til grunn en forutsetning om at likviditetsgraden vil konvergere lineært mot budsjettthorisonen, som beregnes til å være gjennomsnittet av tidsvektet snitt for Grieg Seafood og bransjen fra regnskapsanalyseperioden. Videre vil ratingen knyttet til rentedekningsgraden forskyves ett år frem, slik at endogenitet forhindres. Egenkapitalprosenten beregnes ved å dividere egenkapitalen på sysselsatt kapital justert for historisk gjennomsnittlig forhold mellom sysselsatt kapital og total kapital (Knivsflå, 2018o). Til slutt beregnes netto driftsrentabilitet på samme måte som i kapittel 6, med utgangspunkt i de budsjetterte tallene fra kapittel 9. Den syntetiske ratingen til Grieg Seafood er presentert i tabell 10-5.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Likviditetsgrad 1	2,50	2,50	2,49	2,49	2,48	2,47	2,47	2,46	2,45	2,45	2,44	2,44	2,44	2,44
Rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	30,04	23,23	17,34	13,87	12,06	10,09	9,25	8,48	7,77	7,11	5,79	5,30	5,25	5,25
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0,48	0,48	0,47	0,47	0,47	0,46	0,46	0,46	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,157	0,142	0,137	0,132	0,126	0,121	0,113	0,105	0,097	0,089	0,081	0,074	0,074	0,074
Rating	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittsrating	A	A	A	A	A	A-	A-	A-	A-	A-	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10-5: Syntetisk rating av Grieg Seafood over budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

Basert på de fire forholdstallene oppnår Grieg Seafood en rating på A/A- i første og største del av budsjettperioden, og en BBB rating i siste del av perioden og over i konstant vekst fasen. I likhet med den historiske ratingen må den endelige ratingen for budsjettperioden baseres på en samlet risikovurdering. På denne måten oppnås det konsistens mellom historiske krav og fremtidskrav. Den strategiske analysen i kapittel 4.4 predikerte at Grieg Seafood sin historiske ressursulemppe vil reversere mot et nullnivå i fremtiden. Hvilket ble begrunnet med bakgrunn i selskapets tiltak for å forbedre situasjonen ved deres internasjonale lokasjoner, samt dets fokus på en mer effektiv utnyttelse av eksisterende ressurser. Videre ble det predikert at bransjefordelen vil opprettholdes på kort sikt og til dels på mellomlang sikt. Følgelig kan en rating på A i årene 2018 til 2022 virke rimelig. Dette understøttes også av den positive

utviklingen til selskapet i analyseperiodens siste del som ble avdekket i risikoanalysen i kapittel 6.

I perioden 2023 til 2027 anses imidlertid ratingen for være noe svakere enn første del av perioden, reflektert med ratingen A-. Dette knyttes i hovedsak til en reduksjon i netto driftsrentabiliteten og rentedekningsgraden. Ettersom forholdstallene i stor grad korrelerer med konjunktorene i oppdrettsbransjen, jamfør kapittel 6, kan nedgangen forklares med den predikerte reduksjonen i bransjefordelen som blant annet knytter seg til et redusert prisnivå. I budsjettperiodens siste del reduseres ratingen til BBB, noe som også kan begrunnes med bransjens forventede utvikling. Utsikter om en lav bransjefordel på lang sikt vil påvirke både Grieg Seafood og oppdrettsnæringens soliditet i negativ forstand, ettersom lønnsomheten blant annet trues av land- og havbasert oppdrett. Følgelig vil en rating på BBB i perioden 2028 til konstant vekst anses som rimelig grunnet en større usikkerhet rundt selskapets og bransjens inntjening og lønnsomhet.

Med utgangspunkt i ratingen vil den langsiktige kredittrisikopremien etter skatt være lik én prosent i perioden 2018 til 2027, hvor Grieg Seafood har en rating lik A. Videre er kredittrisikopremien lik 1,4 prosent i perioden 2028 til 2031, hvor selskapet oppnår en BBB-rating.

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Basert på den estimerte risikofrie renten for budsjettperioden fra kapittel 10.1 og kredittrisikopremien knyttet til selskapets rating, kan vi nå beregne finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood. Utregningen for hvert av budsjettperiodens år er presentert i tabell 10.6.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risikofri rente etter skatt	0,005	0,008	0,012	0,015	0,016	0,018	0,019	0,020	0,021	0,022	0,023	0,024	0,024	0,024
Kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014
Finansielt gjeldskrav	0,015	0,018	0,022	0,025	0,026	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,037	0,038	0,038	0,038

Tabell 10-6: Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

Det fremgår av tabellen at det finansielle gjeldskravet til Grieg Seafood øker gjennom hele budsjettperioden, fra 1,5 prosent i 2018 til 3,8 prosent i konstant vekst. Økningen skyldes blant

annet en høyere risiko forbundet med selskapet, hvilket er reflektert i en lavere rating i periodens siste del. Den økte risikoen knytter seg til en usikkerhet rundt den fremtidige lønnsomheten til oppdrettsbransjen grunnet teknologisk utvikling og et redusert prisnivå. I tillegg vil en predikert økning i selskapets gjeld gjennom budsjettperioden medføre økt risiko. Videre knytter også det økte gjeldskravet seg til veksten i den risikofrie renten, jamfør kapittel 10.1. Til tross for økningen gjennom perioden må et gjeldskrav på 3,8 prosent i konstant vekst anses som lavt, hvilket kan påvirke den fundamentale verdsettelsen av Grieg Seafood.

Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood over budsjettperioden beregnes med utgangspunkt i de samme forutsetningene som ble lagt til grunn ved beregningen av historisk finansiell gjeldsbeta i kapittel 7.3.1. Følgelig er markedsrisikodelen konstant lik 0,066. Videre knytter kredittrisikopremien seg til ratingen på Grieg Seafood, mens markedsrisikopremien ble utredet i kapittel 10.1. Tabell 10-7 oppstiller beregningen av årlig finansiell gjeldsbeta for selskapet i perioden 2018 til 2031.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Langsiktig kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014
Markedspremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Markedsrisikodel FG	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066
Finansiell gjeldsbeta	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,018	0,018	0,018	0,018

Tabell 10-7: Finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Kravet til finansielle eiendeler beregnes som kjent fra kapittel 7 som et vektet krav av kontant-, fordring- og investeringskravet. Ettersom fremtidsregnskapet ikke spesifiserer hvor stor andel av de finansielle eiendelene som er kontanter, fordringer og investeringer, må vektene fremskrives basert på historiske nivåer og lineær utvikling (Knivsflå, 2018o). De respektive vektene settes lik gjennomsnittet for analyseperioden i konstant vekst, og nivået for 2018 settes lik 2017. Videre legges det følgelig til grunn at vektene vil konvergere fra 2017-nivået til snittet for analyseperioden gjennom budsjettperioden. Beregningen av finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i årene 2018 til 2031 er presentert i tabell 10-8, og bygger på de samme

forutsetningene som ble lagt til grunn ved beregning av historisk finansielt eiendelskrav i kapittel 7.2.2. Det vil si bruk av en kortsiktig kredittrisikopremie og en rating lik BBB for fordringer, samt en investeringsbeta lik én.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kontantkrav	0,005	0,008	0,012	0,015	0,016	0,018	0,019	0,020	0,021	0,022	0,023	0,024	0,024	0,024
Kontantvekt (KON/FE)	0,955	0,955	0,956	0,957	0,958	0,958	0,959	0,960	0,960	0,961	0,962	0,962	0,962	0,962
Fordringskrav	0,015	0,018	0,022	0,025	0,026	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,033	0,034	0,034	0,034
Fordringsvekt (FOR/FE)	0,041	0,040	0,040	0,039	0,038	0,036	0,034	0,032	0,030	0,028	0,026	0,032	0,032	0,032
Investeringskrav	0,055	0,058	0,062	0,065	0,066	0,068	0,069	0,070	0,071	0,072	0,073	0,074	0,074	0,074
Investeringsvekt (INV/FE)	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Finansielt eiendelskrav	0,006	0,009	0,013	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021	0,022	0,023	0,025	0,025	0,025

Tabell 10-8: Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood over budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

Det fremkommer av tabellen at det finansielle eiendelskravet til Grieg Seafood øker jevnt gjennom budsjettperioden. Økningen skyldes et økende kontantkrav gjennom perioden som følge av utviklingen til den risikofrie renten, jamfør kapittel 10.1. Videre har fordringsvekten blitt redusert, mens investeringsvekten har økt gjennom perioden. Da det er knyttet høyere risiko, og følgelig et høyere krav, til investeringer enn fordringer, bidrar den økte investeringsvekten også til at det finansielle eiendelskravet til Grieg Seafood øker.

Finansiell eiendelsbeta

Fremtidig finansiell eiendelsbeta er beregnet på tilsvarende måte som presentert i kapittel 7.3, hvor kontantbetaen settes lik null og investeringsbetaen lik én. Videre beregnes fordringsbetaen som kjent med utgangspunkt i kredittrisikopremien til fordringer, markedsrisikodelen og markedsrisikopremien. Tabell 10-9 presenterer beregning av fordringsbeta og finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood over budsjettperioden. I konstant vekst er finansiell eiendelsbeta estimert til å være lik 0,006.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kreditrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Markedsrisikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Markedsrisikodel	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066	0,066
Fordringsbeta	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013
Fordringsvekt (FOR/FE)	0,041	0,040	0,040	0,039	0,038	0,036	0,034	0,032	0,030	0,028	0,026	0,032	0,032	0,032
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt (KON/FE)	0,955	0,955	0,956	0,957	0,958	0,958	0,959	0,960	0,960	0,961	0,962	0,962	0,962	0,962
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt (INV/FE)	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Finansiell eiendelsbeta	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006

Tabell 10-9: Finansiell eiendelsbeta og fordringsbeta for Grieg Seafood over budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood over budsjettperioden beregnes ved å vekte finansielt gjelds- og eiendelskrav. Utregningen er presentert i tabell 10-10.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Finansielt gjeldskrav	0,015	0,018	0,022	0,025	0,026	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,037	0,038	0,038	0,038
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,153	1,159	1,162	1,164	1,167	1,169	1,171	1,174	1,176	1,178	1,180	1,182	1,184	1,184
Finansielt eiendelskrav	0,006	0,009	0,013	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021	0,022	0,023	0,025	0,025	0,025
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,153	0,159	0,162	0,164	0,167	0,169	0,171	0,174	0,176	0,178	0,180	0,182	0,184	0,184
Netto finansielt gjeldskrav	0,016	0,020	0,023	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,033	0,034	0,040	0,041	0,041	0,041

Tabell 10-10: Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

Ettersom både det finansielle eiendels- og gjeldskravet som nevnt øker gjennom budsjettperioden, ser man av tabellen at også netto finansielt gjeldskrav følger samme trend. Kravet øker jevnt fra 1,8 prosent i 2018 til 4,1 prosent på budsjettthorisonen. Da det kan diskuteres om det finansielle gjeldskravet er noe undervurdert foreligger det også en risiko for at netto finansielt gjeldskrav er for lavt.

Netto finansiell gjeldsbeta

I likhet med kravet beregnes også netto finansiell gjeldsbeta ved å vekte finansiell gjelds- og eiendelsbeta. Slik det tidligere ble presisert kan netto finansiell gjeldsbetaen være negativ

dersom det er knyttet en høyere risiko til finansiell eiendelsbeta enn til finansiell gjeldsbeta. Utviklingen til netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood over budsjettperioden er presentert i tabell 10-11.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Finansiell gjeldsbeta	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,018	0,018	0,018	0,018
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,153	1,159	1,162	1,164	1,167	1,169	1,171	1,174	1,176	1,178	1,180	1,182	1,184	1,184
Finansiell eiendelsbeta	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,153	0,159	0,162	0,164	0,167	0,169	0,171	0,174	0,176	0,178	0,180	0,182	0,184	0,184
Netto finansiell gjeldsbeta	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,021	0,021	0,021	0,021

Tabell 10-11: Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood over budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

10.3 Selskapskrav

Selskapskapitalkravet beregnes som det vektete kravet til selskapets finansieringskomponenter, og er følgelig et uttrykk for risikoen til selskapets finansiering (Berk & DeMarzo, 2014, s. 285). Med selskapskapital refereres det som kjent til sysselsatt kapital eller netto driftskapital. I tabell 10-12 er sysselsatt kapitalkravet til Grieg Seafood beregnet som et vektet krav av egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Kravet øker gjennom hele budsjettperioden frem til konstant vekst fasen hvor det estimeres til å være lik 6,3 prosent.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalkrav	0,059	0,063	0,066	0,070	0,072	0,073	0,074	0,076	0,077	0,078	0,080	0,081	0,081	0,081
Egenkapitalvekt (EK/SSK)	0,613	0,609	0,606	0,602	0,598	0,594	0,591	0,587	0,583	0,579	0,576	0,572	0,572	0,572
Minoritetskrav	0,079	0,083	0,086	0,090	0,092	0,093	0,094	0,096	0,097	0,098	0,100	0,101	0,101	0,101
Minoritetsvekt (MI/SSK)	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007
Finansielt gjeldskrav	0,015	0,018	0,022	0,025	0,026	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,037	0,038	0,038	0,038
Finansiell gjeldsvekt (FG/SSK)	0,379	0,383	0,387	0,391	0,394	0,398	0,402	0,406	0,409	0,413	0,417	0,421	0,421	0,421
Sysselsatt kapitalkrav	0,042	0,046	0,049	0,053	0,054	0,055	0,056	0,057	0,058	0,059	0,062	0,063	0,063	0,063

Tabell 10-12: Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

Ved å vekte kravet til egenkapitalen, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld kan netto driftskravet til Grieg Seafood estimeres. Det fremkommer av tabell 10-13 at også netto driftskravet til selskapet øker over budsjettperioden, og i konstant vekst fasen settes kravet lik

6,6 prosent. I kapittel 10.4 vil kravet benyttes for å avdekke en eventuell driftsfordel for Grieg Seafood gjennom å utgjøre målestokken mot netto driftsrentabilitet.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalkrav	0,059	0,063	0,066	0,070	0,072	0,073	0,074	0,076	0,077	0,078	0,080	0,081	0,081	0,081
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,647	0,644	0,641	0,637	0,634	0,631	0,628	0,625	0,622	0,618	0,615	0,612	0,612	0,612
Minoritetskrav	0,079	0,083	0,086	0,090	0,092	0,093	0,094	0,096	0,097	0,098	0,100	0,101	0,101	0,101
Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Netto finansielt gjeldskrav	0,016	0,020	0,023	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,033	0,034	0,040	0,041	0,041	0,041
Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,345	0,348	0,351	0,355	0,358	0,361	0,364	0,367	0,370	0,374	0,377	0,380	0,380	0,380
Netto driftskrav	0,044	0,048	0,052	0,055	0,056	0,057	0,058	0,060	0,061	0,062	0,065	0,066	0,066	0,066

Tabell 10-13: Netto driftskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

Oppsummert forventes det med andre ord en økende risiko knyttet til Grieg Seafood sine finansieringskilder, reflektert gjennom økende selskapskrav. Hovedsakelig knytter dette seg til en redusert rating og en vekst i den risikofrie renten gjennom perioden. De beregnede selskapskravene er imidlertid ikke endelige ettersom vi har benyttet «feil» vekter, i form av balanseførte- og ikke verdivekter. Endelige avkastningskrav vil bli beregnet i kapittel 11.5 etter en gjennomført konvergeringsprosedyre. Prosessen mot verdivektede krav vil redusere risikoen for feil i verdiestimatet. Tabell 10-14 oppstiller første estimat på fremtidskravene til Grieg Seafood.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Sysselsatt kapitalkrav	0,042	0,046	0,049	0,053	0,054	0,055	0,056	0,057	0,058	0,059	0,062	0,063	0,063	0,063
Netto driftskrav	0,044	0,048	0,052	0,055	0,056	0,057	0,058	0,060	0,061	0,062	0,065	0,066	0,066	0,066
Egenkapitalkrav	0,059	0,063	0,066	0,070	0,072	0,073	0,074	0,076	0,077	0,078	0,080	0,081	0,081	0,081
Minoritetskrav	0,079	0,083	0,086	0,090	0,092	0,093	0,094	0,096	0,097	0,098	0,100	0,101	0,101	0,101
Netto finansielt gjeldskrav	0,016	0,020	0,023	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,033	0,034	0,040	0,041	0,041	0,041
Finansielt gjeldskrav	0,015	0,018	0,022	0,025	0,026	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,037	0,038	0,038	0,038
Finansielt eiendelskrav	0,006	0,009	0,013	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021	0,022	0,023	0,025	0,025	0,025

Tabell 10-14: Oppsummering fremtidskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

10.4 Strategisk fordel

I det følgende delkapitlet vil den fremtidige strategiske fordel til Grieg Seafood bli analysert, ved bruk av kravene beregnet i de foregående delkapitlene og fremtidsregnskapet som er presentert i kapittel 9. Analysen går ut på å undersøke om selskapet har en egenkapitalrentabilitet høyere enn kravet, det vil si en superrentabilitet, gjennom budsjettperioden og således en varig strategisk fordel. I likhet med den historiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8 vil vi også her dekomponere for å avdekke eventuelle kilder til en varig strategisk fordel. I utgangspunktet forventes det at konkurransekraftene over tid vil drive egenkapitalrentabiliteten mot kravet slik at selskapet ikke har en varig strategisk fordel. Følgelig tilsier nullhypotesen at en eventuell kortsiktig fordel vil reverseres mot likevekt. Således vil alternativhypotesen være at selskapet har en varig superrentabilitet, for eksempel knyttet til en unik kjernekompetanse (Knivflå, 2018o).

Slik det ble presentert i kapittel 9 forutsetter fremtidsregnskapet at netto finansielt gjeldskrav er lik netto finansiell gjeldsrente. Følgelig vil en eventuell finansieringsfordel komme fra minoritetsinteressene. Ettersom en minoritetsinteressefordel vil være relativt liten forventes det at en eventuell fremtidig strategisk fordel for Grieg Seafood hovedsakelig vil være knyttet til en driftsfordel, i form av en bransjefordel eller intern ressursfordel. Videre er det viktig at påvisning av en eventuell fordel er i overensstemmelse med innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen.

Det fremgår av tabell 10-15 at den strategiske fordel til Grieg Seafood vil konvergere fra en stor strategisk fordel på 22,1 prosent i 2017 mot en varig fordel på 3,2 prosent i konstant vekst, og følgelig må nullhypotesen forkastes.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalrentabilitet	0,277	0,280	0,238	0,218	0,198	0,180	0,162	0,155	0,147	0,140	0,132	0,121	0,113	0,113	0,113
- Egenkapitalkrav	0,056	0,059	0,063	0,066	0,070	0,072	0,073	0,074	0,076	0,077	0,078	0,080	0,081	0,081	0,081
= Strategisk fordel	0,221	0,221	0,175	0,151	0,128	0,108	0,089	0,080	0,072	0,063	0,054	0,042	0,032	0,032	0,032

Tabell 10-15: Strategisk fordel for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018 til 2029, samt to år i konstant vekst

Ved å dekomponere den strategiske fordel til Grieg Seafood opparbeides det en bedre innsikt i kildene til fordel, jamfør kapittel 8 for teorigrunnlag. Det fremkommer av tabell

10-16 at selskapets varige strategiske fordel i hovedsak knytter seg til en strategisk fordel fra drift på to prosent. Gearingfordelen bidrar også positivt til den strategiske fordelten ettersom det er en skalering av den rene driftsfordelen. En marginal finansieringsulempe på 0,04 prosent trekker imidlertid fordelten noe ned, hvilket er et resultat av at minoritetsinteressene forventes å være en byrde for selskapet også i fremtiden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsrentabilitet	0,185	0,188	0,167	0,154	0,141	0,129	0,117	0,112	0,107	0,102	0,097	0,091	0,086	0,086	0,086
- Netto driftskrav	0,041	0,044	0,048	0,052	0,055	0,056	0,057	0,058	0,060	0,061	0,062	0,065	0,066	0,066	0,066
= Strategisk fordel drift	0,145	0,144	0,119	0,102	0,086	0,073	0,060	0,054	0,047	0,041	0,035	0,027	0,020	0,020	0,020
+ Gearingfordel drift	0,088	0,085	0,064	0,056	0,048	0,041	0,034	0,030	0,028	0,024	0,021	0,016	0,012	0,010	0,010
= Driftsfordel	0,233	0,229	0,183	0,158	0,134	0,114	0,094	0,084	0,075	0,065	0,056	0,043	0,033	0,033	0,033
+ Finansieringsfordel	-0,012	-0,009	-0,008	-0,007	-0,006	-0,006	-0,005	-0,004	-0,003	-0,003	-0,002	-0,001	-0,0004	-0,0004	-0,0004
= Strategisk fordel	0,221	0,221	0,175	0,151	0,128	0,108	0,089	0,080	0,072	0,062	0,054	0,042	0,032	0,032	0,032

Tabell 10-16: Dekomponering av den strategiske fordelten til Grieg Seafood

Den rene driftsfordelen på to prosent kan som kjent fra kapittel 8.2 dekomponeres i en bransjefordel og en ressursfordel. For Grieg Seafood knyttet den historiske strategiske driftsfordelen på 9,4 prosent seg til en bransjefordel på 16 prosent og en ressursulempe på 6,6 prosent. Hvilket var i overensstemmelse med den strategiske analysen gjennomført i kapittel 4. Av analysen fremkom det at den historisk høye bransjefordelen er et resultat av høye inngangsbarrierer og en høy etterspørsel etter laks. Videre knyttet ressursulempen seg i hovedsak til at selskapets internasjonale lokasjoner har vært belastende for selskapet. I det følgende vil Grieg Seafoods fremtidige strategiske fordel knyttes til den strategiske analysen.

I kapittel 4.4 ble det predikert at lønnsomheten til oppdrettsnæringen vil vedvare på kort sikt som følge av at innføringen av trafikklssystemet bidrar til å opprettholde de høye inngangsbarrierene til næringen, samt at lakseprisen vil forbli på et høyt nivå. På mellomlang sikt forventes det imidlertid at lakseprisen vil reduseres noe, som et resultat av en større likevekt mellom tilbud og etterspørsel. Den pågående teknologiske innovasjonen i bransjen vil medføre økt produksjonskapasitet og vil isolert sett trekke ned lakseprisen, men grunnet en økt etterspørsel etter laks fra fremvoksende markeder forventes det at lønnsomheten til bransjen vil opprettholdes på et relativt høyt nivå. Det foreligger med andre ord en forventning om at dagens oppgangssyklus vil vedvare over en lengre periode. På lang sikt forventes det at konkurransen øker og etableringsbarrierene reduseres på grunn av utviklingen av land- og

havbasert lakseoppdrett. Følgelig vil lønnsomheten og attraktiviteten til bransjen også reduseres på lang sikt. Det forventes imidlertid ikke at bransjefordelen reduseres til et nullnivå ettersom næringen fremdeles vil reguleres av konsesjonssystemet.

Den strategiske analysen predikerte videre at Grieg Seafoods historiske ressursulempe gradvis vil reversere mot en likevekt. Dette som et resultat av de tiltak selskapet har gjennomført for å forbedre situasjonen ved deres internasjonale lokasjoner. Knytter vi analysen til dekomponeringen forventes det at bransjefordelen på kort sikt vil være noe høyere enn den strategiske driftsfordelen som er presentert i tabell 10-16, ettersom ressursfordelen vil bidra negativt også på kort sikt. På mellomlang og lang sikt vil den strategiske driftsfordelen være lik bransjefordelen grunnet forventningen om at ressursulempen vil gå mot et nullnivå. Oppsummert vil med andre ord den varige strategiske driftsfordelen på to prosent, og den strategiske fordelen på 3,2 prosent, i all hovedsak knytte seg til en varig bransjefordel.

Sammenlignet med bransjefordelen i analyseperioden er det bygd inn en forventning i fremtidsregnskapet om at bransjen vil gjøre det bedre enn historisk. Oppgangssyklusen vil farge fremtiden til bransjen over lengre tid, før lønnsomheten reduseres gradvis mot en varig bransjefordel på to prosent. Det foreligger ingen forventning om at bransjen vil oppleve en nedgang tilsvarende 2012-nivå, noe man kan stille seg kritisk til tatt i betraktning bransjens karakter av å være syklisk. Videre kan det tenkes at en slik forutsetning vil gjenspeiles i det fundamentale verdiestimatet som beregnes i kapittel 11.

11. Fundamental verdivurdering

Det følgende kapitlet tar for seg den fundamentale verdsettelsen av Grieg Seafood, i henhold til steg fire i det presenterte rammeverket fra kapittel 3.3. Egenkapitalverdien til selskapet beregnes med utgangspunkt i fremtidsregnskapet utarbeidet i kapittel 9 og fremtidskravene som er presentert i kapittel 10. Verdien som fremkommer fra den fundamentale verdsettelsen er ikke «fair value», men vårt estimat på den underliggende verdien til selskapet basert på våre analyser og forutsetninger (Penman, 2013, s. 4). Følgelig vil estimatet avvike fra børsverdien til Grieg Seafood, og verdsettelsen kan således danne grunnlaget for en tradingstrategi, jmfør kapittel 13.

I første del av kapitlet gis det en innføring i de to hovedmetodene for verdsettelse av egenkapitalen, henholdsvis egenkapital- og selskapskapitalmetoden, og ulike modeller innenfor hver av metodene. Videre blir første verdiestimat innenfor hver metode estimert ved bruk av avkastningskravene som er beregnet med budsjetterte vekter i kapittel 10. For at metodene skal gi samme verdiestimat på egenkapitalen må det gjennomføres en konvergeringsprosedyre hvor avkastningskravene oppdateres fra bruk av budsjetterte- til verdivekter (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 357). Etter at avkastningskravene er oppdatert beregnes et felles fundamentalt verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood. Avslutningsvis i kapitlet gjennomføres det en analyse av usikkerhet knyttet til det fundamentale verdiestimatet.

11.1 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen til et selskap direkte gjennom neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. I hovedsak skiller det mellom fire modeller som kan benyttes til å estimere verdien på egenkapitalen, henholdsvis utbytte-, frikontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekst modellen (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 301). En konsistent anvendelse av de ulike modellene vil resultere i samme verdiestimat, og følgelig kan bruk av flere modeller fungere som kontroll av verdiestimatet (Knivsflå, 2018q). Videre i delkapitlet vil de ulike modellene bli presentert.

11.1.1 Utbyttmodellen

I henhold til Damodaran (2012, s. 323) er utbyttmodellen å regne som den enkleste modellen for å verdsette egenkapitalen, og kan således anses som grunnmodellen innen egenkapitalmetoden. Verdien av egenkapitalen er lik nåverdien av forventet fremtidig utbytte, hvor selskapets egenkapitalkrav utgjør diskonteringsrenten. Ettersom det forutsettes konstant vekst på budsjettthorisonen og i all fremtid, benyttes Gordons vekstmodell ved beregning av horisontleddet, hvor egenkapitalkravet må være høyere enn egenkapitalveksten (Damodaran, 2012, s. 324).

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

VEK = verdien av egenkapitalen NBU = netto betalt utbytte ekk = egenkapitalkravet ekv = egenkapitalvekst

Formel 11-1: Utbyttmodellen

Penman (2013, s. 114) kritiserer bruken av dividender for å finne verdien av egenkapitalen da dividender ikke nødvendigvis representerer verdiskapingen til selskapet, de er mer en fordeling av verdien. For eksempel kan svært lønnsomme selskaper ha null i utbytteutbetaling, mens selskaper som er marginalt lønnsomme kan ha store utbytteutbetalinger. Dermed argumenterer Penman (2013) for at modellen er best når utbytteutbetalingen er bundet til selskapets verdiskaping, for eksempel ved at selskapet har et fast utbetalingsforhold.

11.1.2 Fri kontantstrømmodellen

Ved bruk av fri kontantstrømmodellen beregnes verdien av egenkapitalen ved å neddiskontere den frie kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkravet. Fri kontantstrøm defineres som kontantstrømmen som er til overs etter betaling av gjeld og all reinvestering er gjennomført (Damodaran, 2012, s. 351). Modellen bygger på intuisjonen fra utbyttmodellen, hvor forskjellen er at utbyttmodellen diskonterer faktisk utbytte, mens fri kontantstrømmodellen diskonterer potensielt utbytte (Damodaran, 2012, s. 376). Ettersom netto betalt utbytte ble budsjettert lik fri kontantstrøm til egenkapitalen i kapittel 9, vil imidlertid modellene være identiske.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

VEK = verdien av egenkapitalen FKE = fri kontantstrøm til egenkapitalen
 ekk = egenkapitalkravet ekv = egenkapitalvekst

Formel 11-2: Fri kontantstrømmodellen

11.1.3 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen beregner verdien av egenkapitalen på tidspunkt null ved å addere nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen med balanseført verdi av egenkapitalen. Superprofitten estimeres ved å trekke resultatkravet fra nettoresultatet. Følgelig vil ikke selskapet ha en verdi høyere enn balanseført verdi dersom det ikke evner å generere en meravkastning på investert kapital (Penman, 2013, s. 142). Videre legges også her en forutsetningen om konstant vekst i horisontleddet til grunn.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

VEK = verdien av egenkapitalen SPE = superprofitt til egenkapitalen
 ekk = egenkapitalkravet ekv = egenkapitalvekst

Formel 11-3: Superprofittmodellen

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Ved bruk av superprofittvekstmodellen, også omtalt som unormal resultatvekstmodellen, er verdien av egenkapitalen lik kapitalisert verdi av nettoresultatet til egenkapitalen pluss nåverdien av fremtidige vekstmuligheter. Sistnevnte er lik kapitalisert verdi av nåverdien til superprofittveksten. Med fremtidig vekst menes superprofittvekst eller unormal resultatvekst. Følgelig vil verdien av egenkapitalen kun være større en kapitalisert verdi av nettoresultatet til egenkapitalen dersom veksten gir økt superprofitt i fremtiden, eller dersom veksten er større enn normalt (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 308; Penman, 2013, s. 194).

VEK₀

$$= \frac{NRE_1}{ek k_1} + \frac{1}{ek k_1} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ek k_1) * \dots * (1 + ek k_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ek k_1) * \dots * (1 + ek k_{T+1}) * (ek k - ek v)}$$

VEK = verdien av egenkapitalen ΔSPE = superprofittvekst til egenkapitalen NRE = nettoresultatet til egenkapitalen
 ekk = egenkapitalkravet ekv = egenkapitalvekst

Formel 11-4: Superprofittvekstmodellen

11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden innebærer at verdien av egenkapitalen fremkommer indirekte gjennom å trekke verdien av gjeld og minoritetsinteresser fra selskapsverdien (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 301). Slik det tidligere er nevnt kan selskapsverdien beregnes med utgangspunkt i netto driftskapital eller sysselsatt kapital, og følgelig inndeles også selskapskapitalmetoden i to metoder (Knivsflå, 2018q). Diskonteringsrenten settes lik netto driftskravet eller sysselsatt kapitalkravet som ble presentert i kapittel 10.

Fremtidsregnskapet til Grieg Seafood bygger på en forutsetning om at budsjettert finansiell gjeldsrente er lik kravet, slik at verdien på gjelden er lik balanseført verdi. For beregningen av egenkapitalverdien medfører dette at verdien av gjelden i år null er lik den balanseførte verdien (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 372). Verdien av minoritetsinteressene må imidlertid estimeres ettersom minoritetskravet er ulik rentabiliteten, se kapittel 11.3.

11.2.1 Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapitalmetoden estimerer verdien av egenkapitalen ved å trekke verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene fra verdien av netto driftskapital. For å beregne verdien av netto driftskapital, netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene, benyttes modellene som ble presentert under egenkapitalmetoden med unntak av utbyttmodellen. Ettersom utbyttmodellen relaterer seg til verdier som tilfaller egenkapitalen direkte, egner den seg ikke til bruk under selskapskapitalmetoden (Knivsflå, 2018q). Verdien av netto

finansiell gjeld vil som tidligere nevnt være lik balanseført verdi på tidspunkt null, da netto finansiell gjeldsrente er lik kravet i fremtidsregnskapet (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 372).

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

VEK = verdien av egenkapitalen VNDK = verdien av netto driftskapital
VMI = verdien av minoritetsinteressene VNFG = verdien av netto finansiell gjeld

Formel 11-5: Netto driftskapitalmetoden

11.2.2 Sysselsatt kapitalmetoden

Ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden fremkommer verdien av egenkapitalen ved å subtrahere verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteressene fra verdien av sysselsatt kapital. I likhet med netto driftskapitalmetoden beregnes verdiene ved bruk av fri kontantstrøm-, superprofitt eller superprofittvekstmodellen, samt at verdien av finansiell gjeld er lik balanseført verdi på tidspunkt null (Knivsflå, 2018q).

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

VEK = verdien av egenkapitalen VSSK = verdien av sysselsatt kapital
VMI = verdien av minoritetsinteressene VFG = verdien av finansiell gjeld

Formel 11-6: Sysselsatt kapitalmetoden

11.3 Verdsettelse av minoritetsinteresser

Verdien av minoritetsinteressene i Grieg Seafood må estimeres ved bruk av selskapskapitalmetoden ettersom minoritetskravet er ulik rentabiliteten, jamfør kapittel 9 og 10 (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 372). Verdien kan beregnes ved bruk av fri kontantstrøm-, superprofitt- eller superprofittvekstmodellen (Knivsflå, 2018q). Utrekningen av minoritetsinteresseverdien ved bruk av budsjetterte krav er presentert i tabell 11-1, hvor det fremgår at verdien er betydelig høyere enn balanseført verdi. Hvilket også reflekteres i et pris/bok forhold på hele 5,83. Den estimerte verdien på 254 037 070 kroner er imidlertid

relativt lav, og vil dermed ha liten innvirkning på egenkapitalestimatet til Grieg Seafood. Under konvergeringsprosessen i delkapittel 11.5 vil verdien av minoritetsinteressene endres, ettersom minoritetskravet avhenger av vektning gjennom egenkapitalbetaen, jamfør kravteori i kapittel 7.1.

Ved å sammenligne pris/bok og pris/fortjeneste forholdet med det «normale» forholdet får man en indikasjon på utviklingen til en eventuell strategiskfordel eller -ulempe (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 316). Merk at en mer detaljert utredelse om sammenhengen blir gitt i kapittel 11.5.3. Basert på første verdiestimat på minoritetsinteressene får vi et pris/bok forhold på 5.83, hvilket er høyere enn normalt, og et pris/fortjeneste forhold på 7.49, som er lavere enn normalt. Fra et strategisk perspektiv indikerer dette at minoritetsinteressene har en strategisk fordel som vil reduseres over tid. Dette er i overensstemmelse med budsjetteringen av minoritetsinteressene i kapittel 9.4, hvor det ble lagt til grunn en forventning om at minoritetsinteressentabiliteten vil være høyere enn kravet i fremtiden, samt at den strategiske fordelten vil gradvis reduseres mot en varig rentabilitetsfordel på tre prosent. Videre tilsier pris/bok forholdet også at balanseført verdi av minoritetsinteressene er betydelig undervurdert.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T +1	T+2	
Fri kontantstrøm til MI		30 789	27 320	27 538	27 462	26 958	30 261	29 261	27 421	24 722	21 186	16 877	9 913	10 359	10 825	
/ Diskonteringsfaktor		1,08	1,17	1,27	1,38	1,51	1,65	1,81	1,98	2,17	2,38	2,62	2,89	3,18	3,50	
+ Nåverdi fra 2018 til T+1	193 094	28 535	23 385	21 696	19 845	17 848	18 331	16 198	13 855	11 387	8 884	6 437	3 434	3 260		
+ Horisontverdi fra T+2	60 943														60 943	
= Verdi av MI	254 037,07													T +1	T+2	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T +1	T+2	
Balanseført MI	43 541															
Superprofitt til MI		30 479	29 729	30 387	30 845	31 162	31 074	28 946	25 754	21 498	16 228	10 074	3 156	3 298	3 446	
/ Diskonteringsfaktor		1,08	1,17	1,27	1,38	1,51	1,65	1,81	1,98	2,17	2,38	2,62	2,89	3,18	3,50	
+ Nåverdi fra 2018 til T+1	191 094	28 248	25 447	23 940	22 290	20 630	18 823	16 024	13 012	9 901	6 805	3 842	1 093	1 038		
+ Horisontverdi fra T+2	19 402														19 402	
= Verdi av MI	254 037,07													T +1	T+2	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T +1	T+2	T +3
Nettoresultat til MI 2018		33 918														
Kapitalisert verdi	429 377															
Superprofittvekst til MI			-853	449	141	-42	-483	-2 532	-3 583	-4 609	-5 556	-6 342	-6 981	76	80	83
/ Diskonteringsfaktor			1,08	1,17	1,27	1,38	1,51	1,65	1,81	1,98	2,17	2,38	2,62	2,89	3,18	3,50
= Nåverdi fra 2018 til T+2			-790	384	111	-30	-320	-1 534	-1 983	-2 329	-2 559	-2 659	-2 662	26	25	
+ Kapitalisert verdi	-181 286															
Horisontverdi fra T+3																470
+ Kapitalisert verdi	5 947															
= Verdi av MI	254 037,07															

Tabell 11-1: Første verdiestimat av minoritetsinteresser basert på budsjetterte vekter

11.4 Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter

I det følgende delkapitlet vil første verdiestimatet på egenkapitalen og aksjen til Grieg Seafood bli presentert. Estimatet per aksje baseres på at selskapet per 31.12.2017 hadde 110 412 000 utestående aksjer (Grieg Seafood, 2018c). Tabell 11-2 til 11-4 presenterer resultatene fra henholdsvis egenkapital-, sysselsatt kapital- og netto driftskapitalmetoden. Ettersom vi budsjetterte netto betalt utbytte lik fri kontantstrøm til egenkapitalen i kapittel 9, er utbytte- og fri kontantstrømmodellen under egenkapitalmetoden identiske, og følgelig er kun én modell presentert i tabell 11-2. Videre er verdien av minoritetsinteressene under selskapskapitalmetoden beregnet i delkapittel 11.3. Som forventet gir metodene ulike verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood, hvilket beviser nødvendigheten av å gjennomføre en konvergeringsprosess, jamfør delkapittel 11.5. Modellene innenfor hver metode gir imidlertid samme verdiestimat, hvilket tilsier en konsistent anvendelse.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T +1 2030	T+2 2031	
Fri kontantstrøm til EK		159 265	413 120	353 942	276 232	181 867	406 681	482 182	560 961	640 974	719 865	769 470	684 804	663 170	693 012	
Diskonteringsfaktor		1,06	1,13	1,20	1,28	1,38	1,48	1,59	1,71	1,84	1,98	2,14	2,31	2,50	2,70	
= Nåverdi fra 2018 til T+1	3 700 714	150 392	367 078	294 895	215 050	132 130	275 383	303 936	328 732	348 769	363 236	359 663	296 133	265 315		
+ Horisontverdi fra T+2	7 724 142														7 724 142	
= Verdi av egenkapital	11 424 856															
Verdi per aksje	103,47															
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T +1 2030	T+2 2031	
Balansført EK	3 073 959															
+ Superprofitt til EK		678 417	662 336	644 368	616 347	595 359	562 625	557 912	539 560	506 871	459 785	375 041	300 891	316 289	330 522	
/ Diskonteringsfaktor		1,06	1,13	1,20	1,28	1,38	1,48	1,59	1,71	1,84	1,98	2,14	2,31	2,50	2,70	
= Nåverdi fra 2018 til T+1	4 666 986	640 624	588 520	536 869	479 833	432 541	380 981	351 671	316 190	275 801	232 002	175 301	130 116	126 538		
+ Horisontverdi fra T+2	3 683 911														3 683 911	
= Verdi av egenkapital	11 424 856															
Verdi per aksje	103,47															
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T +1 2030	T+2 2031	T+3 2032
Nettoresultat til EK 2018		859 764														
Kapitalisert verdi	14 573 614															
Superprofittvekst til EK			-18 410	-22 484	-34 480	-27 970	-40 032	-12 646	-26 695	-41 157	-55 339	-91 877	-80 247	8 989	7 536	7 875
/ Diskonteringsfaktor			1,13	1,20	1,28	1,38	1,48	1,59	1,71	1,84	1,98	2,14	2,31	2,50	2,70	2,88
= Nåverdi fra 2018 til T+2			-16 358	-18 733	-26 843	-20 321	-27 108	-7 971	-15 644	-22 395	-27 924	-42 945	-34 702	3 596	2 789	
+ Kapitalisert verdi	-4 525 297															
+ Horisontverdi fra T+3																81 208
+ Kapitalisert verdi	1 376 539															
= Verdi av egenkapital	11 424 856															
Verdi per aksje	103,47															

Tabell 11-2: Første verdiestimat på egenkapital til Grieg Seafood ved bruk av egenkapitalmetoden, herunder fri kontantstrøm til ek/utbytte-, superprofitt og superprofittvekstmodellen

11.4.1 Oppsummering første verdiestimat

Tabell 11-5 oppsummerer verdiestimatet fra de ulike metodene og modellene. Det er stor variasjon på verdiestimatet mellom metodene, fra 103,47 til 146,50 kroner per aksje. I gjennomsnitt gir det et første verdiestimatet på aksjekursen til Grieg Seafood på 131,30 kroner. Videre fremkommer det at egenkapitalmetoden fraskriver seg det laveste verdiestimatet, mens sysselsatt kapitalmetoden estimerer den høyeste aksjeverdien. Med tanke på at egenkapitalkravet er mindre avhengig av vektning enn selskapskravene, jamfør kapittel 7.1, er det nærliggende å anta at det endelige verdiestimatet etter konvergeringsprosessen ligger nærmest første verdiestimat etter egenkapitalmetoden.

	FK - modell	SP -modell	Δ SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	kr 103,47	kr 103,47	kr 103,47	kr 103,47
NDK-metode	kr 143,93	kr 143,93	kr 143,93	kr 143,93
SSK-metode	kr 146,50	kr 146,50	kr 146,50	kr 146,50
Gjennomsnitt	kr 131,30	kr 131,30	kr 131,30	kr 131,30

Tabell 11-5: Oppsummering av første verdiestimat basert på budsjetterte vekter

11.5 Fundamentalt verdiestimat

I det følgende delkapitlet vil vi presentere det endelige fundamentale verdiestimatet på egenkapitalen til Grieg Seafood. Først gjennomføres en konvergeringsprosess for at selskapskapital- og egenkapitalmetoden skal gi samme verdiestimat, før vi deretter vurderer hvorvidt konkurssansynligheten til selskapet er hensyntatt. Avslutningsvis knyttes det fundamentale verdiestimatet til strategisk analyse gjennom en analyse av forholdstallene pris/bok og pris/fortjeneste.

11.5.1 Konvergens mot et felles verdiestimat

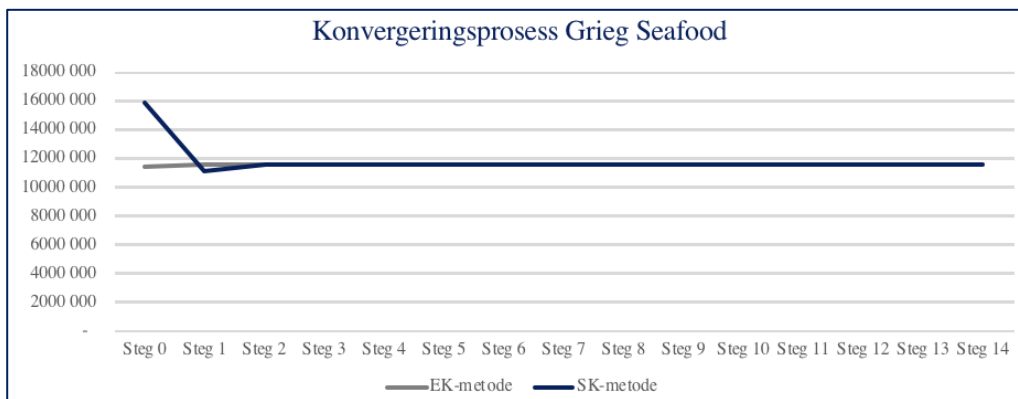
For at egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden skal gi samme verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood, må det gjennomføres en konvergeringsprosess, hvor vektene i avkastningskravene oppdateres fra budsjetterte- til verdivekter. Prosessen gjennomføres i flere steg, hvor differansen mellom metodene reduseres med antall steg. Først beregnes et

estimat på egenkapitalen ved bruk av budsjetterte vekter i samsvar med kapittel 11.4. Deretter utarbeides et nytt balansebudsjett basert på verdiestimatet funnet med budsjetterte vekter, og avkastningskravene oppdateres basert på verdibalansen til verdivekter. Selskapet blir så verdsatt på nytt med de oppdaterte kravene og vi får et nytt estimat som benyttes til å oppdatere verdibalansen og deretter avkastningskravene. Videre estimeres et nytt verdiestimat på egenkapitalen med de oppdaterte kravene, og samme prosedyre gjentas helt til verdiestimatet fra selskapskapital- og egenkapitalmetoden konvergerer mot et felles fundamental verdiestimat (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 357).

Konvergeringsprosessen for verdiestimatet til Grieg Seafood ble utført med utgangspunkt i egenkapital- og netto driftskapitalmetoden, og er presentert i figur 11-1 og tabell 11-6. Beregningene gir et avvik på 32,7 prosent i steg null, og videre i steg én reduseres avviket betraktelig til -3,96 prosent. Etter 14 steg konvergerer egenkapitalestimatet etter selskapskapital- og egenkapitalmetoden, og vi får et sammenfallende verdiestimat med en presisjon på flere desimaler. Det fundamentale verdiestimatet til Grieg Seafood beregnes til å være 105,15 kroner per aksje per 31.12.2017. Videre ligger det endelige verdiestimatet som forventet nærmest det første verdiestimatet etter egenkapitalmetoden, med et avvik på kun 1,7 kroner. Forklaringen ligger som nevnt i at egenkapitalkravet er mindre avhengig av vekting enn selskapskravet.

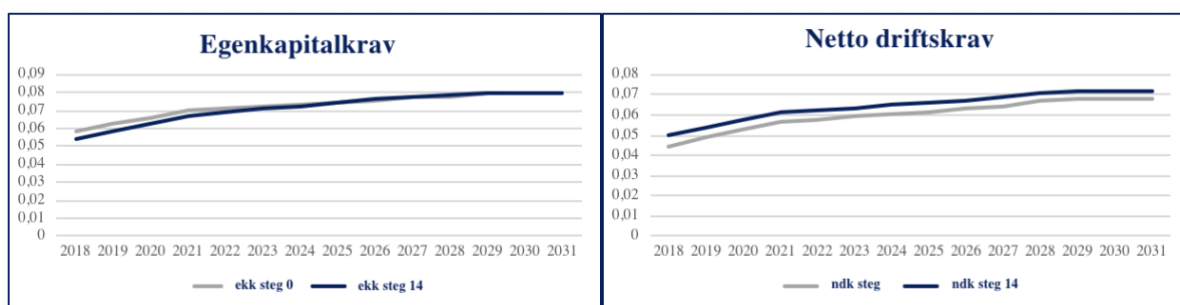
STEG:	EK-METODE		SK-METODE		AVVIK	AVVIK I %
	Ek verdi	Aksjekurs	Ek-verdi	Aksjekurs		
0	11 424 855,923	103,475	15 891 056,653	143,925	4 466 200,73	32,70 %
1	11 614 794,418	105,195	11 163 256,149	101,105	- 451 538,27	-3,96 %
2	11 613 312,869	105,182	11 665 219,004	105,652	51 906,14	0,45 %
3	11 609 586,697	105,148	11 602 089,520	105,080	- 7 497,18	-0,06 %
4	11 609 684,129	105,149	11 610 595,809	105,157	911,68	0,008 %
5	11 609 640,679	105,148	11 609 517,518	105,147	- 123,16	-0,0011 %
6	11 609 643,937	105,148	11 609 659,559	105,149	15,622	0,00013 %
7	11 609 643,331	105,148	11 609 641,275	105,148	- 2,057	-0,000018 %
8	11 609 643,396	105,148	11 609 643,661	105,148	0,265	0,000002 %
9	11 609 643,387	105,148	11 609 643,352	105,148	- 0,035	0,000000 %
10	11 609 643,388	105,148	11 609 643,392	105,148	0,004	0,000000 %
11	11 609 643,388	105,148	11 609 643,387	105,148	- 0,0006	0,000000 %
12	11 609 643,388	105,148	11 609 643,388	105,148	0,00008	0,000000 %
13	11 609 643,388	105,148	11 609 643,388	105,148	0,00001	0,000000 %
14	11 609 643,388	105,148	11 609 643,388	105,148	0,000001	0,000000 %

Tabell 11-6: Verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden gjennom konvergeringsprosessen



Figur 11-1: Konvergeringsprosessen til Grieg Seafood

I figur 11-2 er netto driftskravet og egenkapitalkravet for budsjettperioden fra steg null og 14 presentert. Figuren viser at egenkapitalkravet kun har endret seg marginalt fra kravet med budsjetterte vektorer i steg null til kravet med verdivektor i steg 14. Følgelig indikerer det at egenkapitalkravet som ble presentert i kapittel 10.1 var omtrent riktig estimert. Når det gjelder netto driftskravet tilsier utviklingen av kravet fra steg null til 14 at det budsjetterte kravet fra kapittel 10 er undervurdert, ettersom kravet har økt gjennom konvergeringsprosessen. Det antas med rimelighet at også det budsjetterte sysselsatt kapitalkravet er undervurdert. Følgelig vil selskapskravene være hovedkilden til verdiavviket mellom metodene som ble presentert i kapittel 11.4.



Figur 11-2: Konvergering av egenkapital- og netto driftskravet til Grieg Seafood,

Til tross for at risikoen knyttet til verdiestimatet reduseres i noen grad gjennom konvergeringsprosessen, vil vi i kapittel 11.6 gjennomføre en analyse av usikkerheten rundt og risikoen forbundet med det presenterte verdiestimatet.

11.5.2 Konkursrisiko

Det fundamentale verdiestimatet på Grieg Seafood er utarbeidet på bakgrunn av fremtidsregnskapet som bygger på en forutsetning om fortsatt drift. Av den grunn vil konkursrisikoen knyttet til selskapet ikke være tilstrekkelig hensyntatt i verdiestimatet. Konkursrisikoen er kun ivaretatt indirekte gjennom at avkastningskravene relaterer seg til en ratingkarakter, hvor lavere rating gir høyere konkursrisiko og således også høyere krav. Med andre ord er konkursscenarioet til Grieg Seafood inkludert i forventet verdi, men det er undervurdert. Av den grunn vil vi justere det fundamentale verdiestimatet på 105,15 kroner for en kortsiktig konkursrisiko. Justeringen innebærer at det fundamentale verdiestimatet multipliseres med sannsynligheten for at Grieg Seafood ikke går konkurs på kort sikt og adderer med sannsynligheten for konkurs multiplisert med likvidasjonsverdien til selskapet, jamfør formel 11-7 (Knivsflå, 2018r).

$$\mathbf{VEK} = (1 - p_{\text{kort}}) * \mathbf{FVEK} + p_{\text{kort}} * \mathbf{LVEK}$$

FVEK = fundamental verdiestimat på egenkapitalen p = konkurssannsynligheten på kort sikt
LVEK = likvidasjonsverdi av egenkapitalen

Formel 11-7: Justering av fundamentalt verdiestimat for konkursrisiko

Den kortsiktige konkursrisikoen til Grieg Seafood knytter seg til den fremtidige syntetiske ratingen av selskapet gjennomført i kapittel 10.2. De første årene av budsjettperioden ble selskapet ratet til A, mens mot slutten av perioden og over i konstant vekst fasen ble ratingen vurdert til BBB. Basert på ratingen ligger konkurssannsynligheten i budsjettperioden mellom 0,3 og 0,1 prosent, følgelig setter vi den kortsiktige konkurssannsynligheten til Grieg Seafood lik 0,2 prosent. Likvidasjonsverdien settes tilnærmet lik null. Hvilket er en konsekvens av at selskapets eiendeler må realiseres på kort tid og som oftest til en lav pris ved konkurs, samt at långivernes dekning går på bekostning av investorene (Knivsflå, 2018r). Verdien kan ikke settes lavere enn null, ettersom investorene har et begrenset ansvar etter allmennaksjeloven § 1-2 (Allmennaksjeloven, 1997). For Grieg Seafood reduseres det fundamentale verdiestimatet fra 105,15 til 104,83 kroner etter at konkursscenarioet er hensyntatt. Reduksjonen er marginal ettersom ratingen knyttet til selskapet er god, og det kan følgelig diskuteres om justeringen i det hele tatt er nødvendig.

11.5.3 Fundamentalt Pris/Bok og Pris/Fortjeneste forhold

En analyse av det fundamentale pris/bok og pris/fortjeneste forholdet kan blant annet gi innsikt i utviklingen til selskapets strategiske fordel. Således kan forholdstallene også fungere som en rimelighetsvurderingen av det fundamentale verdiestimatet. I første omgang ser vi på pris/bok forholdet som estimeres med utgangspunkt i balanseført egenkapital per aksje i 2017 og det justerte fundamentale verdiestimatet. Dersom forholdstallet overstiger én tilsier det en forventning om at selskapet evner å generere fremtidige merverdier på dets eiendeler, og således også en superprofitt (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 314). For Grieg Seafood estimeres det fundamentale pris/bok forholdet til å være lik 3,77, og følgelig foreligger det en forventning om en betydelig strategisk fordel for selskapet i fremtiden.

Fundamentalt Pris/Bok forhold	
Verdiestimat per aksje	104,83
/ Balanseført egenkapital per aksje	27,84
= Pris / Bok	3,77

Tabell 11-7: Fundamentalt Pris/Bok forhold for Grieg Seafood

Gjennom å sammenligne det fundamentale pris/fortjeneste forholdet med det «normale» forholdet, hvilket er én dividert med egenkapitalkravet, får vi en forventning om utviklingen til selskapets fremtidige superprofitt (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 315). Grieg Seafood sitt fundamentale forhold estimeres til å være 16,03, jamfør tabell 11-8, hvilket er marginalt lavere enn det normale forholdet som er 16,95. Følgelig tilsier det at superprofitten til selskapet vil være fallende i fremtiden, noe som også samsvarer med utviklingen til selskapets superprofitt som er presentert i tabell 11-2 til 11-4.

Fundamentalt Pris/Fortjeneste forhold	
Verdiestimat per aksje	104,83
/ Nettoresultat til egenkapitalen per aksje	6,54
= Pris / Fortjeneste	16,03

Tabell 11-8: Fundamentalt Pris/Fortjeneste forhold for Grieg Seafood

Samlet sett tilsier et pris/bok forhold høyere enn én og et pris/fortjeneste forhold lavere enn «normalt» at Grieg Seafood sin strategiske fordel, som var 22,1 prosent i 2017, vil reduseres over tid (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 316). Analysen av selskapets fremtidige strategiske fordel i kapittel 10.5 predikerte at dagens fordel vil reversere mot en varig strategisk fordel på budsjettthorisonen lik 3,2 prosent. Videre fremkom det en forventning om at fordelene i all hovedsak vil tilskrives en bransjefordel, ettersom dagens ressursulempe forventes å gå mot et nullnivå. Oppsummert er de fundamentale forholdstallene i overensstemmelse med den strategiske analysen.

11.6 Analyse av usikkerhet

Det fundamentale verdiestimatet presentert i det foregående delkapitlet er et punkttestimat funnet ved hjelp av en rekke usikre budsjett- og verdidrivere. Ettersom grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen er offentlig tilgjengelig informasjon vil den estimerte verdien være betinget av den tilgjengelige informasjonen (Knivsflå, 2018r). Følgelig vil estimatet endres dersom ny informasjon fremkommer. Av den grunn vil vi i dette delkapitlet gjennomføre en analyse av usikkerheten knyttet til verdiestimatet. I første omgang gjennomføres en simulering, før vi deretter utfører en sensitivitetsanalyse basert på resultatene fra simuleringen.

11.6.1 Simulering

Simulering innebærer at kritiske budsjett- og verdidrivere omgjøres til stokastiske variabler, det vil si usikre variabler, slik at usikkerheten i verdiestimatet synliggjøres. Som et resultat får man en fordeling over verdiestimatet og ikke et punkttestimat (Knivsflå, 2018r). Vi vil benytte tilleggsprogrammet Crystal Ball i Excel for å gjennomføre simuleringen av det ujusterte verdiestimatet til Grieg Seafood på 105,15 kroner.

Før simuleringen kan gjennomføres må de mest kritiske budsjett- og verdidriverne for verdiestimatet defineres, ettersom det i praksis blir for komplisert å omgjøre alle driverne til usikre variabler. For Grieg Seafood anser vi de driftsrelaterte budsjettdriverne som mest kritiske, da selskapsverdien i størst grad avhenger av driften og ikke finansielle faktorer. Følgende variabler er valgt som kritiske for selskapet; driftsinntektsveksten, omløpet til netto

driftseiendeler, netto driftsmargin, risikofri rente, egenkapitalbeta, markedets risikopremie og finansiell gjeldsdel.

I simuleringen blir budsjettpunktene til de nevnte kritiske variablene omgjort til stokastiske punkt med tilhørende sannsynlighetsfordelinger og lineære utviklingsbaner. Fordelingen kan være en normal- eller uniformfordeling. Ved bruk av normalfordeling kan standardavviket estimeres med utgangspunkt i historiske regnskapstall. Da oppdrettsbransjen er en syklisk bransje kan det imidlertid medføre at det historiske standardavvik er lite representativt, i så tilfellet kan avviket overstyres med «beste skjønn». Videre vil simuleringen også ta høyde for eventuelle korrelasjoner mellom driverne, gitt at sammenhengen kan forklares med økonomisk teori (Knivsflå, 2018r). I det følgende presenteres valg av sannsynlighetsfordeling, herunder standardavvik, og korrelasjon.

Driftsinntektsvekst

Fra eksternanalysen i kapittel 4.2 og drøftelsen av driftsinntektsveksten i kapittel 9.4 kom det fram at den største kilden til vekst i driftsinntekten for aktørene i oppdrettsbransjen vil være stigende laksepriser og økt produksjonskapasitet gjennom oppkjøp av andre aktører. Dette med bakgrunn i at konsesjonssystemet og biologiske utfordringer setter begrensninger på vekstmulighetene i bransjen.

Det historiske standardavviket for driftsinntektsveksten til Grieg Seafood var 23,4 prosent, hvilket må anses for å være urimelig høyt og må dermed overstyres. På kort sikt settes dermed standardavviket lik én fjerdedel av det historiske avviket, det vil si 5,9 prosent. Videre vil usikkerheten knyttet til estimert driftsinntektsvekst på mellomlang sikt være større, og standardavviket settes lik ni prosent. Økningen i standardavviket kan begrunnes med at det er større usikkerhet til lakseprisens utvikling på lengre sikt, samt at det knytter seg en usikkerhet til hvordan selskapets pågående investeringer i blant annet smoltkapasitet vil slå ut. Det er budsjettert at driftsinntektsveksten vil nå et toppunkt i 2023 som et resultat av disse investeringene, hvilket er høyst usikkert.

På lang sikt velger vi å benytte en uniform sannsynlighetsfordeling, hvor sannsynligheten for en trekning i intervallet tre til fem prosent vil være like stor. Øvre grense kan ikke settes høyere enn veksten i den generelle verdensøkonomien på fem prosent, jamfør kapittel 9. Videre kan det også poengteres at øvre grense er satt lavere enn egenkapitalkravet, jamfør kravet om at

egenkapitalveksten må være lavere enn egenkapitalkravet i horisontleddet under verdsettelsesmodellene presentert i kapittel 11.1.

Netto driftsmargin

Historisk har driftsmarginen til Grieg Seafoods hatt relativt store svingninger. Hovedsakelig knytter det seg til høye driftskostnader i forbindelse med biologiske utfordringer ved deres utenlandske regioner, samt utviklingen til lakseprisen, jamfør kapittel 9.4. Standardavviket til selskapet for analyseperioden var 6,4 prosent, noe som indikerer at driftsmarginen imidlertid har vært mer stabil enn driftsinntektsveksten. Vi velger likevel å overstyre standardavviket, og setter det lik 4,8 prosent på kort sikt, da vi anser det historiske avviket som i overkant høyt.

På mellomlang sikt vil det være større usikkerhet til driftsmarginen, følgelig skaleres standardavviket opp med 1,5 og settes til 7,2 prosent. Hvilket begrunnes med usikkerheten rundt utviklingen til lakseprisen, da det er uvisst hvordan prisdriverne, etterspørsel og tilbudt mengde, vil påvirkes i fremtiden. I tillegg knytter det seg usikkerhet til om oppdrettsbransjens biologiske utfordringer løses i fremtiden, slik at kostnadene knyttet til behandling av lakselus og lignende reduseres og dermed øker driftsmarginen. For budsjettpunktet steady state benytter vi en uniform sannsynlighetsfordeling med intervallet 4,5 til 7,5 prosent.

Økonomisk teori hevder at virksomheter med høy driftsmargin vil tendere å ha et lavt omløp på netto driftseiendeler. Slik at fremtidig vekst i driftsmargin vil kunne gå på bekostning av omløpet (Knivsflå, 2018r). Følgelig forventer vi at netto driftsmargin vil korrelere med omløpet til netto driftseiendeler. Historisk var korrelasjonen mellom de to driverne på 0,64, noe som må anses for å være høyt. I simuleringen legger vi til grunn at korrelasjonen halveres til 0,32 i fremtiden. Videre tilsier teori at virksomheter med høy driftsmargin kan ha høyere finansiell risiko og følgelig økt finansiell gearing, eller at en høy driftsmargin reduserer finansiell gearing gjennom at egenkapitalprosenten økes. Av den grunn forventes det at netto driftsmargin vil korrelere positivt eller negativt med finansiell gjeldsdel (Knivsflå, 2018r). For Grieg Seafood var den historiske korrelasjonen mellom finansiell gjeldsdel og driftsmarginen lik -0,85. Den negative korrelasjonen kan knyttes til gjeldsbetalingen i 2016 som var et svært lønnsomt år for selskapet, samt at det største gjeldsopptaket er gjort i 2015 hvor netto driftsresultatet var relativt lavt. Fremover forventes det at korrelasjonen vil være positiv og settes til 0,2.

Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler hadde et standardavvik på 42 prosent over analyseperioden, hvilket må anses for å være urimelig høyt. Ustabiliteten kan knyttes til at omløpet ble mer enn doblet fra 2012 til 2017. Relativt til bransjen kan det høye omløpet i siste del av perioden blant annet tilskrives en prisfordel knyttet til gode fastpriskontrakter og høyere laksepriser for selskapets høykvalitetsprodukter. Med bakgrunn i dette er det rimelig å forvente at standardavviket på kort og mellomlang sikt vil være på nivå med standardavviket for driftsinntektsveksten, det vil si henholdsvis 5,9 og 9,0 prosent. På lang sikt forventes det at usikkerheten reduseres relativt til mellomlang sikt, og standardavviket settes lik avviket på kort sikt.

Egenkapitalbeta

Den historiske egenkapitalbetaen til Grieg Seafood er funnet basert på historisk kursdata og hovedindeksen til Oslo Børs. Under estimeringen av betaen ble det presisert at bruk av OSEBX som markedsindeks kan utgjøre en feilkilde i analysen da den har en skjevfordeling mot oljerelatert industri, jmfør kapittel 7.2. Følgelig vil det være naturlig å inkludere egenkapitalbetaen som en usikker variabel i simuleringen. Standardavviket settes lik det historiske standardavviket over analyseperioden som var ti prosent.

Risikofri rente

På budsjettthorisonen er den risikofrie renten beregnet til å være lik 3,64 prosent. Ettersom framskrivningen av renten baseres på dagens lave rentenivå knytter det seg naturligvis usikkerhet til den langsiktige utviklingen til renten. I simuleringen velger vi dermed å gjøre den risikofrie renten i steady state usikker, og benytter en uniform sannsynlighetsfordeling med intervallet 2,5 til 4 prosent.

Markedets risikopremie

Det er knyttet usikkerhet til den fremskrevne risikopremien til markedet ettersom den er budsjettet konstant lik dagens nivå. Vi benytter en uniform sannsynlighetsfordeling med intervallet 3,5 til 5,5 prosent. Videre legges det også til grunn en positiv korrelasjon på 0,2 mellom markedsrisikopremien og driftsinntektsveksten. Dette kan begrunnes i økonomisk

teori ved at en høy vekst vil medføre et høyt avkastningskrav og således også en høy alternativkostnad for kapitalbruk (Knivslå, 2018r).

Finansiell gjeldsdel

Gjennom analyseperioden har finansiell gjeldsdel for Grieg Seafood variert fra 55,5 til 40 prosent. På budsjettthorisonen er finansiell gjeldsdel budsjettert noe lavere enn typisk finansiell gjeldsdel på Oslo Børs, som er 50 prosent, for å ta hensyn til risikoen for tap ved en eventuell fremtidig nedganssyklus i oppdrettsbransjen. Følgelig velger vi å gjøre finansiell gjeldsdel på budsjettthorisonen til en usikker variabel med uniform sannsynlighetsfordeling hvor trekn timer i intervallet 38 til 58 prosent anses som like sannsynlige.

Oppsummering standardavvik

Tabell 11-9 viser en oppsummering av sannsynlighetsfordelingen til de valgte kritiske variablene som inkluderes i simuleringen, basert på den foregående diskusjonen.

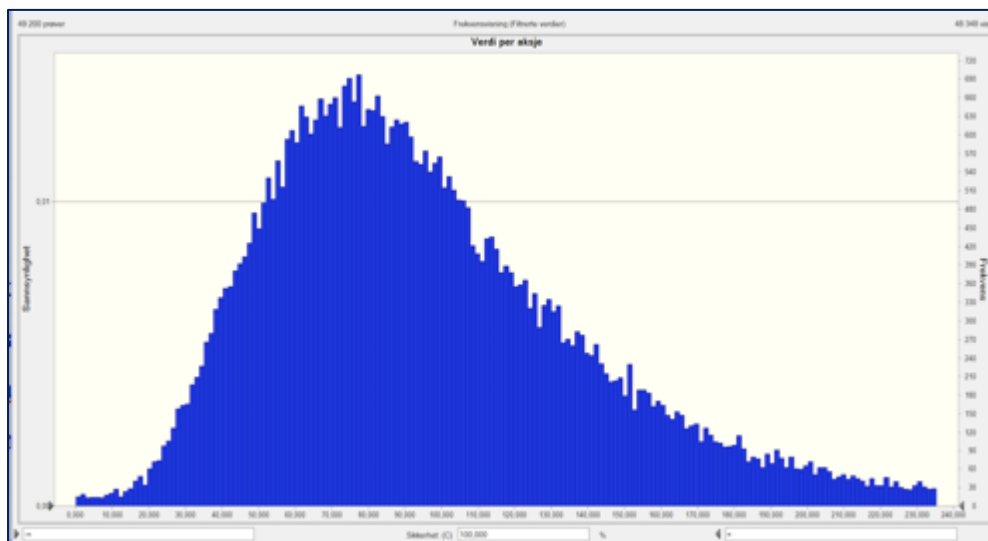
	2017	Kort sikt		Mellomlang sikt	Lang sikt (T)
		2018	2019	2023	2029
Budsjett drivere					
Driftsinntektsveksten		N(0.92 ; 0.059)	N(0.10 ; 0.059)	N(0.12 ; 0.09)	U(0.03 ; 0.05)
Netto driftsmargin					
Omløpet til netto driftseiendeler		N(0.45 ; 0.059)	N(0.41 ; 0.059)	N(0.31 ; 0.09)	N(0.33 ; 0.059)
Finansiell gjeldsdel		N(0.12 ; 0.048)	N(0.115 ; 0.048)	N(0.09 ; 0.072)	U(0.045 ; 0.075)
Drivere av avkastningskrav					
Risikofri rente					U(0.025 ; 0.04)
Egenkapitalbeta	N(1.014 ; 0.10)				
Markedets risikopremie					U(0.035 ; 0.055)

Tabell 11-9: Sannsynlighetsfordeling til de stokastiske variablene i simuleringen

11.6.2 Resultat fra simuleringsanalysen

Med utgangspunktet i de valgte variablene og definerte sannsynlighetsfordelingene har vi gjennomført en simulering i Crystal Ball. Simuleringen ble kjørt 50 000 ganger, hvor 800 trekn timer ble filtrert bort grunnet en øvre og nedre grense for aksjeestimatet på henholdsvis 0 og 400. Trekn timer med negativ verdi ble filtrert bort med bakgrunn i at eierne av allmennaksjeselskap har begrenset ansvar i henhold til allmennaksjeloven § 1-2

(Allmennaksjeloven, 1997). Resultatene fra simuleringen er presentert i figur 11-3 og tabell 11-10.



Figur 11-3: Simulering av verdiestimatet per aksje til Grieg Seafood

Statistikk	Prognoseverdier
Prøver	49200
Basistilfelle	105,143
Gjennomsnitt	98,307
Median	89,164
Modus	---
Standardavvik	48,892
Varians	2 390,45
Skjevhet	1,3
Kurtose	5,82
Varianskoeffisient	0,4973
Minimum	0,067
Maksimum	399,283
Gj. standardfeil	0,22
Filtrerte verdier	800

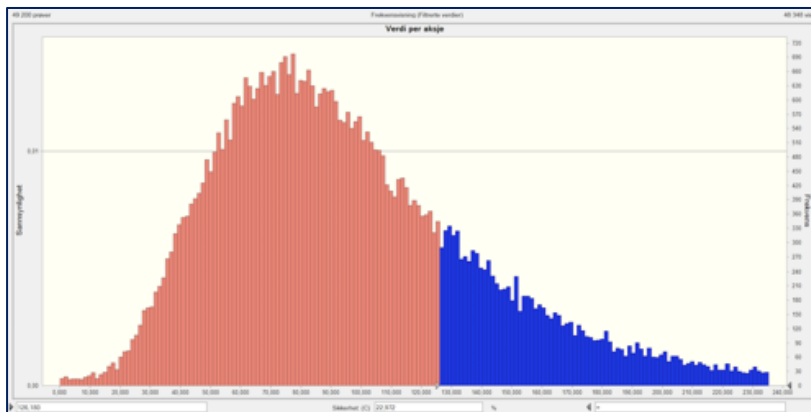
Tabell 11-10: Statistikk fra simuleringsanalysen av Grieg Seafood

Gjennomsnittlig verdiestimat fra simuleringen er 98,31 kroner per aksje, hvilket er kr 6,84 kroner lavere enn det ujusterte fundamentale punkttestimatet på 105,15 kroner. Figuren viser at de fleste trekningene ligger i intervallet 65 til 85 kroner, samt at fordelingen er høyreskjev med en skjevhet på 1,3. Videre er variasjonskoeffisienten, som uttrykker årlig prosentvis standardavvik, fra simuleringen 49 prosent (Knivsflå, 2018r). Det er med andre ord knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet, og avviket kan synes å være for høyt. Ser man imidlertid på de store svingningen i aksjeprisen for oppdrettselskapene de siste årene, som blant annet

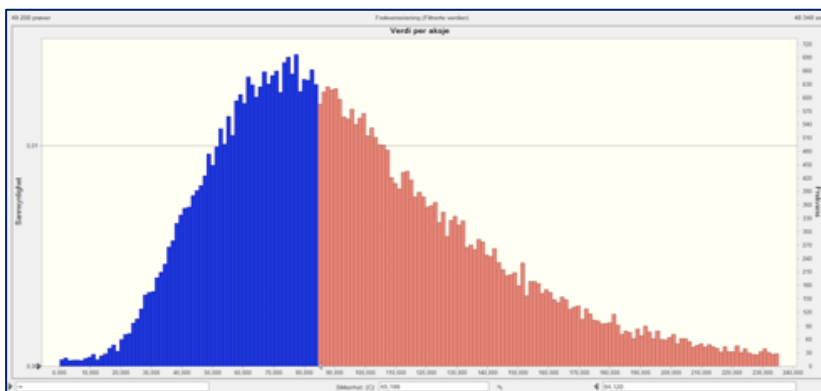
knytter seg til en volatil laksepris, kan avviket likevel forsvares og anses ikke for å være urimelig.

Oppsidepotensial og nedsiderisiko

Oppsidepotensialet er sannsynligheten for at aksjeverdien til Grieg Seafood er minst 20 prosent høyere enn verdiestimatet, mens nedsiderisikoen er sannsynligheten for at aksjeverdien er lavere enn 80 prosent av verdiestimatet på 105,15 kroner (Knivsflå, 2018r). Figur 11-4 viser at det er tilnærmet 23 prosent sannsynlig at verdien er høyere enn øvre grense som er satt lik 126,18 kroner. Nedre grense settes til 84,12 kroner, og figur 11-5 viser at det er 45,2 prosent sannsynlig at verdien er lavere enn grensen. Totalt er det dermed 68,2 prosent sannsynlig at estimatet er høyere eller lavere enn 20 prosent av det fundamentale estimatet. Hvilket må anses å være en relativt stor sannsynlighet, noe som bekrefter usikkerheten knyttet til verdiestimatet.



Figur 11-4: Oppsidepotensialet til Grieg Seafood



Figur 11-5: Nedsiderisikoen til Grieg Seafood

Simuleringen er som nevnt gjennomført med utgangspunkt i det fundamentale verdiestimatet før konkurjusteringen som ble gjennomført i kapittel 11.5.2. Av den grunn kan vi få et estimat på konkurssannsynligheten til Grieg Seafood fra simuleringen gjennom å sette øvre grense til 0,1. Dette gir en konkurssannsynlighet lik 0,3 prosent med en tilhørende rating på BBB, hvilket er i samsvar med fremtidsratingen av selskapet på budsjettthorisonen i kapittel 10.2.

11.6.3 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse innebærer å synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet gjennom å endre kritiske budsjett- og verdidrivere. Det vil si at det er endringer i en enkelt variabel som analyseres når alt annet holdes likt (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 277). Valg av de kritiske driverne for sensitivitetsanalysen bygger på resultatet fra Crystal Ball-simuleringen. I tabell 11-11 er de enkelte drivernes bidrag til variasjonen i verdiestimatet per aksje presentert.

Variabel	Bidrag til varians
Netto driftsmargin M (år 2023)	33,8 %
Netto driftsmargin T (steady state)	28,5 %
Driftsinntektsveks M (år 2023)	14,9 %
Egenkapitalbeta	7,1 %
Omløpet til NDE T (steady state)	7,0 %
Netto driftsmargin 2 (år 2019)	3,6 %
Driftsinntektsvekst 2 (år 2019)	2,3 %
Driftsinntektsvekst T (steady state)	1,4 %

Tabell 11-11: Bidrag til variansen fra de ulike budsjettdriverne. Det er kun bidrag over en prosent som vises i tabellen.

Netto driftsmargin på mellomlang og lang sikt utgjør i seg selv 62,3 prosent av den totale variansen til verdiestimatet, og således må driftsmarginen anses som den viktigste driveren. Noe som er naturlig ettersom driftsmarginen er driveren bak netto driftsresultatet, og dermed lønnsomheten til selskapet. Driftsinntektsveksten er som forventet også en viktig variabel, da veksten på mellomlang sikt bidrar med omtrent 15 prosent til variansen. Videre påvirker også omløpet til netto driftseiendelen variansen med syv prosent. Felles for disse tre budsjettdriverne er at de påvirkes av utviklingen til lakseprisen.

I tillegg til de nevnte budsjettdriverne utgjør også egenkapitalbetaen, som er en driver av avkastningskravene, en usikkerhet for verdiestimatet. Betaestimatet vil som kjent fra kapittel

7.2 påvirkes av finansiell risiko, og følgelig vil den finansielle gearingen kun påvirke verdiesimatet indirekte ettersom finansiell gjeldsdel i seg selv ikke bidrar til variansen. De andre kravdriverne som er inkludert i simuleringen, risikofri rente og markedsrisikopremien, utgjør tilnærmet null prosent av variansen.

Basert på disse resultatene vil vi i det følgende analysere hvordan endringer i netto driftsmargin, driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseiendeler og egenkapitalbetaen påvirker det fundamentale verdiesimatet. Driverne endres i et intervall på pluss/minus 20 prosent. Videre er det kun budsjettpunktene på mellomlang og lang sikt som endres i analysen, da usikkerheten knyttet til disse punktene er betydelig større enn på kort sikt. Det må også poengteres at resultatet fra sensitivitetsanalysen kan avvike fra simuleringen, noe som kan forklares med de forutsetningene som ble lagt inn i simuleringen.

Netto driftsmargin

Resultatet fra simuleringen indikerte som kjent at det var netto driftsmarginen som hadde størst påvirkning på verdiesimatet. Budsjettpunktet på mellomlang sikt, det vil si år 2023, hadde et bidrag til variansen på 33,8 prosent. Endrer vi driftsmarginen i 2023 med pluss/minus 20 prosent, endres ikke verdiesimatet dramatisk, se tabell 11-12. For eksempel endres verdiesimatet med seks prosent ved en endring på 20 prosent. Følgelig gir ikke endringer i driftsmarginen like store utslag som predikert etter simuleringen.

På budsjettthorisonten ble påvirkningen fra netto driftsmargin beregnet til å være 28,5 prosent i simuleringen. Dette er i overensstemmelse med sensitivitetsanalysen presentert i tabell 11-12, hvor en endring på bare fem prosent gir et utslag på 7-9 prosent og en endring på 20 prosent gir et utslag på hele 32-33 prosent. Dermed vil det være kritisk for Grieg Seafood å opprettholde en god lønnsomhet på lang sikt.

ndm (2023)	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Justert ndm (2023)	0,07	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,11
Verdiestimat per aksje	98,79	100,37	101,96	103,55	105,15	106,75	108,36	109,97	111,59
% endring aksjeestimat	-6 %	-5 %	-3 %	-2 %	0 %	2 %	3 %	5 %	6 %
ndm T	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Justert ndm T	0,05	0,06	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08
Verdiestimat per aksje	68,64	78,10	87,51	96,90	105,15	115,61	124,94	134,26	143,57
% endring aksjeestimat	-32 %	-23 %	-15 %	-7 %	0 %	9 %	17 %	25 %	33 %

Tabell 11-12: Prosentvis endring i netto driftsmargin med tilhørende endring i aksjeestimatet til Grieg Seafood på mellomlang- og lang sikt.

Driftsinntektsvekst

Den variabelen som hadde tredje størst påvirkning på verdiestimatet etter simuleringen var driftsinntektsveksten på mellomlang sikt, med et bidrag til variansen på 14,9 prosent. Sensitivitetsanalysen gir omtrent samme utslag i verdiestimatet som ved endring av netto driftsmargin på mellomlang sikt. Endres driftsinntektsveksten med 20 prosent så vil verdiestimatet endres med 6-7 prosent. Dermed er endringene i verdiestimatet ikke like store som indikert i simuleringen.

Simuleringen indikerte videre at driftsinntektsveksten på budsjett horisonten kun bidrar med 1,4 prosent til variasjonen i verdiestimatet. Resultatet fra sensitivitetsanalysen viser derimot at driftsinntektsveksten i steady state er mer sensitiv overfor endringer enn veksten på mellomlang sikt, jmfør tabell 11-13.

div (2023)	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Justert div (2023)	0,10	0,10	0,11	0,11	0,12	0,13	0,13	0,14	0,14
Verdiestimat per aksje	98,80	100,33	101,90	103,51	105,15	106,83	108,55	110,31	112,11
% endring aksjeestimat	-6 %	-5 %	-3 %	-2 %	0 %	2 %	3 %	5 %	7 %
div T	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Justert div T	0,04	0,04	0,11	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Verdiestimat per aksje	95,35	97,38	99,66	103,51	105,15	108,50	112,37	116,91	122,31
% endring aksjeestimat	-9 %	-7 %	-5 %	-2 %	0 %	3 %	7 %	11 %	16 %

Tabell 11-13: Prosentvis endring i driftsinntektsveksten med tilhørende endring i aksjeestimatet til Grieg Seafood på mellomlang- og lang sikt

Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler på budsjett horisonten hadde et utslag i variansen på syv prosent i simuleringen. Sensitivitetsanalysen viser dog at påvirkningskraften til omløpet ligger på samme nivå som netto driftsmargin på budsjett horisonten. En reduksjon i omløpet på 20 prosent gir et utslag i verdiestimatet på hele 30 prosent, mens en økning gir et utslag på 21 prosent. Videre gir en endring i omløpet på bare fem prosent et utslag på seks prosent i verdiestimatet. På mellomlang sikt viser sensitivitetsanalysen at verdiestimatet ikke påvirkes i stor grad av endringer i omløpet, hvilket er i tråd med simuleringen, jmf tabell 11-14.

onde (2023)	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Justert onde (2023)	1,04	1,11	1,17	1,24	1,30	1,37	1,43	1,50	1,56
Verdiestimat per aksje	99,79	101,26	102,64	103,93	105,15	106,30	107,38	108,41	109,38
% endring aksjeestimat	-5 %	-4 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %
onde T	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Justert onde T	1,06	1,13	1,20	1,26	1,33	1,40	1,46	1,53	1,60
Verdiestimat per aksje	73,50	82,62	90,88	98,35	105,15	111,35	117,03	122,25	127,10
% endring aksjeestimat	-30 %	-21 %	-14 %	-6 %	0 %	6 %	11 %	16 %	21 %

Tabell 11-14: Prosentvis endring i omløpet til netto driftseiendeler med tilhørende endring i aksjeestimatet til Grieg Seafood på mellomlang- og lang sikt

Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen hadde en forklaringskraft på variasjonen i verdiestimatet etter simuleringen på samme nivå som omløpet til netto driftseiendeler. Det fremkommer av tabell 11-15 at en endring av betaen gir store utslag i verdiestimatet, samt at estimatet påvirkes i motsatt retning sammenlignet med analysen av budsjett driverne. Dette henger sammen med økonomisk teori om at økt beta gir økt avkastningskrav grunnet økt risiko, noe som igjen medfører lavere estimat på egenkapitalen, og motsatt, jmf kapittel 7.2. Reduseres egenkapitalbetaen med 20 prosent gir det en økning i verdiestimatet på hele 47 prosent, mens en økning av egenkapitalbetaen på 20 prosent gir en reduksjon på 25 prosent. En liten reduksjon av betaen på fem prosent gir også en nevneverdig påvirkning på 8-9 prosent.

EK-beta	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Justert EK-beta	0,81	0,86	0,91	0,96	1,01	1,11	1,12	1,17	1,22
Verdiestimat per aksje	154,97	138,72	125,46	114,44	105,15	97,19	90,32	84,33	79,10
% endring aksjeestimat	47 %	32 %	19 %	9 %	0 %	-8 %	-14 %	-20 %	-25 %

Tabell 11-15: Prosentvis endring i egenkapitalbeta med tilhørende endring i aksjeestimatet til Grieg Seafood

11.6.4 Oppsummering simulering og sensitivitetsanalyse

Resultatene fra simuleringen og sensitivitetsanalysen viser at det knytter seg en stor usikkerhet til det ujusterte fundamentale verdiestimatet til Grieg Seafood på 105,15 kroner. De to gjennomførte analysene indikerer at det som forventet er driverne på lang sikt som er mest kritiske. Simuleringen predikerte at netto driftsmarginen på mellomlang- og lang sikt har størst betydning for variasjonen i verdiestimatet til Grieg Seafood, med en forklaringskraft på 62,3 prosent. Resultatene fra sensitivitetsanalysen viste også at netto driftsmarginen på lang sikt var den mest sensitive variabelen sammen med egenkapitalbetaen. I tillegg var også driftsinntektsveksten og omløpet til netto driftseiendeler de driverne med størst påvirkning på variasjonen i verdiestimatet. Videre indikerer resultatet fra simuleringen en konkurrisiko tilsvarende enn BBB rating i samsvar med vår fremtidsrating på budsjetthorisonten fra kapittel 10.2.

Gjennom en analyse av oppsidepotensialet og nedsiderisikoen kom vi frem til at det er omtrent 68 prosent sannsynlig at verdiestimatet ligger over eller under 20 prosent av det fundamentale verdiestimatet. Dette understreker den store usikkerheten knyttet til estimatet, som delvis kan forklares med den volatile utviklingen til lakseprisen og bransjens karakter av å være syklikk. Dette med bakgrunn i at de mest sensitive driverne bak verdiestimatet, driftsmarginen, driftsinntektsveksten og omløpet til netto driftseiendeler, er budsjett drivere som i stor grad henger sammen med lakseprisens utvikling.

11.7 Oppsummering fundamentalt verdiestimat

I dette kapitlet har vi beregnet et fundamentalt verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood lik 104,83 kroner. Estimatet er justert for en konkurssannsynlighet på 0,2 prosent knyttet til en A/BBB rating. Videre er det gjennomført en simulering og sensitivitetsanalyse som bekreftet antagelsen om at det er knyttet stor usikkerhet til det fundamentale verdiestimatet. Til tross for usikkerheten velger vi å ikke endre verdiestimatet basert på den gjennomførte analysen. Sammenligner vi med aksjekursen den 31.12.2017 som var 72,25 kroner, ligger det fundamentale estimatet 32,6 kroner høyere. Det vil si at vi har et optimistisk syn på Grieg Seafood og oppdrettsbransjen, noe som for øvrig ikke er uvanlig blant analytikere (Knifsflå, 2018r).

Vårt fundamentale estimat bygger på et fremtidsregnskap og fremtidskrav som er utarbeidet med grunnlag i en strategiske regnskapsanalysen av selskapet og bransjen. Simuleringen og sensitivitetsanalysen indikerte at det er budsjett drivere som henger sammen med lakseprisen som har størst påvirkningskraft på verdiestimatet, sammen med egenkapitalbetaen. Dermed kan en forklaring på det positive avviket mellom det fundamentale verdiestimatet og aksjekursen være et for optimistisk syn på utviklingen til lakseprisen og følgelig også utviklingen til bransjefordelen. Det faktum at lakseprisen har vært på et historisk høyt nivå den siste tiden, sammen med lønnsomheten til oppdrettsselskapene, kan ha «blendet» vårt syn på lakseprisen og dens utvikling. Videre fremkommer det også et optimistisk syn fra Grieg Seafoods side i deres årsrapporter med tanke på selskapets pågående teknologiske utvikling og investeringer for å effektivisere driften. Det kan dermed tenkes at vår analyse av framtidsutsiktene til Grieg Seafood er påvirket av selskapets eget syn på sin fremtidige utvikling.

Grunnet den store usikkerheten anser vi det som hensiktsmessig å gjennomføre en supplerende verdivurdering av Grieg Seafood. Dermed gjennomføres en komparativ verdivurdering i kapittel 12 før vi konkluderer med en handlingsstrategi i kapittel 13.

12. Komparativ verdivurdering

I det følgende kapitlet vil vi gjennomføre en supplerende verdivurdering av Grieg Seafood ved bruk av en komparativ verdivurderingsteknikk, grunnet den mye omtalte usikkerheten som knytter seg til det fundamentale verdiestimatet fra kapittel 11. Slik det ble presentert i kapittel 3 egner komparativ verdivurdering seg godt som «benchmark» i forbindelse med fundamental verdivurdering. Verdsettelsesteknikken er populær i praksis ettersom den er enkel og lite kostnadskrevende, da det ikke kreves detaljerte prognoser mange år frem i tid. Metoden har en markedsbasert tilnærming ved at verdiestimatet på selskapet vil baseres på hva markedet er villig til å betale (Kaldestad & Møller, 2016, s. 226). Ved fundamental verdivurdering knytter imidlertid verdiestimatet seg som kjent til den underliggende verdien av selskapet. Videre skiller det mellom to modeller innenfor komparativ verdivurdering, henholdsvis multiplikatormodellen og substansverdimodellen. I det følgende vil vi konsentrere oss om multiplikatormodellen ettersom substansverdimodellen egner seg best for verdivurdering ved konkurs og likvidasjon (Kaldestad & Møller, 2016, s. 34).

12.1 Multiplikatormodellen

Ved bruk av multiplikatormodellen skjer verdsettelsen av et selskap med utgangspunkt i markedets prising på sammenlignbare selskaper. Med andre ord tas det utgangspunkt i en verdi på fremtidige kontantstrømmer som er bestemt av markedet. Følgelig skiller verdsettelsesteknikken seg fra fundamental verdivurdering ved at nåverdien av fremtidige kontantstrømmer estimeres på en indirekte måte. Helt konkret skjer verdsettelsen gjennom at definerte verdidrivere multipliseres med en multiplikator. Hvor multiplikatoren som benyttes vil avhenge av hvilke aspekter ved selskapene som skal måles. Det er viktig å presisere at multiplikatorene vil være en konsekvens av en observert markedsverdi, og ikke en driver av verdien til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 222). Verdidriverne vil være i form av en resultat-, balanse- eller kontantstrømstørrelse. I tillegg kan også ikke finansielle-ressurser som produksjonsvolum utgjøre en verdidriver (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221). Videre inndeles multiplikatormodellen i en egenkapital- og selskapskapitalmetode, hvor sistnevnte metode foretrekkes ettersom den forhindrer at verdsettelsen påvirkes av selskapenes finansieringsstruktur (Kaldestad & Møller, 2016, s. 229).

Egenkapitalmetoden:
$$VEK = \text{multiplikator} * \text{verdidriver}$$
Selskapskapitalmetoden:
$$VEK = \text{multiplikator} * \text{verdidriver} - (\text{gjeld} + \text{minoritetsinteresser})$$
$$VEK = \text{verdien til egenkapitalen}$$

Formel 12-1: Egenkapital- og selskapskapitalmetoden under multiplikatormodellen

En kritikk av komparativ verdivurdering og multiplikatormodellen er at det legges ulike implisitte forutsetninger til grunn ved verdsettelsen, slik som at de utvalgte selskapene er sammenlignbare med hensyn til faktorer som størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko. I realiteten vil forutsetningene som oftest ikke være oppfylt, og da de individuelle forskjellene mellom selskapene vanskelig lar seg kvantifisere vil dette påvirke verdsettelsen og utgjøre en svakhet ved verdsettelsesteknikken (Kaldestad & Møller, 2016, s. 227). Trekker vi en parallell til den fundamentale verdivurderingen innebærer det at verdiestimatet etter multiplikatormodellen vanskelig fanger opp særegne ressursfordeler ved selskapet, og det vil i hovedsak være bransjefordelen som reflekteres i verdiestimatet.

12.1.1 Komparative selskap

Kaldestad & Møller (2016, s. 237) argumenter for at de sammenlignbare selskapene ideelt sett bør ha inntekter fra samme typer produkter og geografiske markeder for å oppnå en optimal komparativ verdivurdering. Dette begrunnes med at slike selskaper også sannsynligvis vil være sammenlignbare med tanke på faktorer som vekstmuligheter, avkastningskrav, driftsrentabilitet, skattenivå og fremtidig investeringsbehov. I den fundamentale verdivurderingen ble følgende komparative selskaper for Grieg Seafood valgt; Marine Harvest, Lerøy, SalMar og Norway Royal Salmon. Under presentasjonen av selskapene i delkapittel 2.4 kom det frem at selskapene skiller seg fra hverandre med tanke på internasjonal eksponering, videreforedling, fôrproduksjon og størrelse.

I første omgang kan det diskuteres om Marine Harvest bør inkluderes i de komparative selskapene grunnet dets store markedsandel og dominans i oppdrettsbransjen. Selskapet skiller seg også fra de andre selskapene ved at det har egen fôrproduksjon. Til tross for dette har

selskapet sine likheter med Grieg Seafood gjennom at det kun er de to selskapene som er internasjonalt eksponert. Følgelig anser vi det som rimelig å inkludere Marine Harvest i den komparative verdivurderingen.

Videre kan verdsettelsen etter multiplikatormodellen påvirkes av om selskapene har vokst gjennom fusjoner og oppkjøp eller organisk. Selskaper som har vokst organisk vil normalt ha en lavere egenkapital ettersom eiendelene bokføres til historisk kost og store deler av de immaterielle eiendelene kostnadsføres (Kaldestad & Møller, 2016, s. 234). Grieg Seafood og de fleste komparative selskapene har vokst gjennom oppkjøp og fusjoner, hvilket taler for at selskapene er sammenlignbare på det området. Det er imidlertid et unntak, nemlig Lerøy, som har en svært lang selskaphistorie. Videre skiller også Lerøy seg fra de komparative selskapene ved at det er svært diversifisert, ettersom selskapet driver med både laks, ørret, hvitfisk og villfangst, jmfør kapittel 2.4. Følgelig kan det argumenteres for å holde Lerøy utenfor utvalget.

Grieg Seafood skiller seg også fra alle de fire selskapene ved at det ikke har integrert videreforedling, noe som følgelig kan utgjøre en svakhet med sammenligningsgrunnlaget. Til tross for de nevnte ulikhetene mellom Grieg Seafood og de fire andre selskapene velger vi å beholde alle de komparative selskapene fra den fundamentale verdsettelsen. Utvalget vil ikke være optimalt, men vi anser det som rimelig i forhold til formålet med den komparative verdivurderingen. Tabell 12-1 viser en oversikt over antall aksjer og markedsverdiene til Grieg Seafood og de utvalgte komparative selskapene.

	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon	Marine Harvest	Lerøy	SalMar
Utestående aksjer 31.12.17	110 412 000	43 473 912	490 167 777	595 773 680	112 674 925
Aksjekurs 31.12.17	kr 72,25	kr 134,50	kr 175,50	kr 43,98	kr 246,80
Markedsverdi	kr 7 977 267 000	kr 5 847 241 164	kr 86 024 444 864	kr 26 202 126 446	kr 27 808 171 582

Tabell 12-1: Markedsverdien for Grieg Seafood og de komparative selskapene basert på børskurs (fritt etter Oslo Børs og selskapenes årsrapporter for 2017)

12.2 Multiplikatorer

Den komparative verdivurderingen av Grieg Seafood vil baseres på de fire multiplene; pris/bok, pris/fortjeneste, EV/EBIT og EV/EBITDA. Slik det senere vil bli presentert foretar vi en justering av egenkapitalmultiplikatorene pris/bok og pris/fortjeneste slik at det blir tatt hensyn til forskjeller i kapitalstruktur. I de påfølgende delkapitlene vil alle de nevnte multiplene bli beregnet med utgangspunkt i normaliserte tall. Følgelig oppnås det best mulig konsistens mellom regnskapstallene til selskapene, samt med den fundamentale verdsettelsen.

12.2.1 Justert Pris / Bok

Pris/bok multiplikatoren er en balanseorientert multipl som gir en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. Et høyt forholdstall indikerer en forventning i markedet om at selskapet evner å skape merverdier på dets eiendeler. Følgelig tilsier en verdi lavere enn én at det forventes en verdiforringelse for eierne (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233). I henhold til Damodaran (2012, s. 511) er en ulempe med bruk av pris/bok multiplikatoren at den påvirkes av regnskapsmessige effekter, for eksempel i form av ulik avskrivningsprofil. I tillegg egner multiplikatoren seg dårlig for selskaper med store immaterielle verdier, ettersom egenkapitalen da ofte undervurderes grunnet manglende aktivering (Damodaran, 2012, s. 512).

Pris/bok forholdet er i utgangspunktet en egenkapitalmultiplikator, slik at verdien av egenkapitalen fremkommer direkte. Som det tidligere er presisert vil det medføre en ulempe for verdsettelsen da kapitalstrukturen mellom de komparative selskapene ikke blir hensyntatt. Følgelig velger vi å omgjøre multiplene til en selskapskapitalmultiplikator ved å gjennomføre en justering for ulikheter i kapitalstruktur, jamfør formel 12-2. Justeringsmetoden bygger på en forutsetning om at verdien av netto finansiell gjeld er lik den bokførte verdien, samt at verdien av minoritetsinteressene er null (Knivsflå, 2018s). Sistnevnte forhold kan medføre en svakhet ved beregning av egenkapitalverdien til Grieg Seafood, ettersom vi under den fundamentale verdsettelsen kom frem til at minoritetsinteressentabiliteten avvek fra kravet. Imidlertid var verdien av minoritetsinteressene i kapittel 11 relativt lav, og hadde følgelig liten innvirkning på verdiestimatet. Således anser vi det som rimelig å benytte nevnte forutsetninger i beregningen av pris/bok multiplikatoren.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital (VEK)}}{\text{Bokført verdi av egenkapital (EK)}}$$

$$\frac{\text{VEK}}{\text{EK}} = \left(\frac{\text{VNDK}}{\text{NDK}}\right)^k + \left(\left(\frac{\text{VNDK}}{\text{NDK}}\right)^k - 1\right) * \frac{\text{NFG}}{\text{EK}}$$

VNDK = verdi netto driftskapital NDK = bokført verdi netto driftskapital
k = komparative selskaper NFG = bokført netto finansiell gjeld

Formel 12-2: Formel for beregning av Pris/Bok multiplikator

Av tabell 12-2 fremgår det at Grieg Seafood har et pris/bok forhold før justering som er lavere enn bransjesnittet, henholdsvis 2,60 kontra 2,91. Etter justering for ulikheter i kapitalstruktur oppnår Grieg Seafood sammen med NRS og Marine Harvest et pris/bok forhold som er høyere enn det ujusterte bransjesnittforholdet. Dette knytter seg til at de tre selskapene har en høyere finansiell gearing enn bransjen. Videre tilskrives Grieg Seafood den høyeste justerte multiplikatoren av alle selskapene, ettersom Grieg Seafood også har den høyeste finansielle gjeldsgraden. Basert på et justert pris/bok forhold på 3,32 oppnår selskapet en egenkapitalverdi per aksje på 92,55 kroner. Sammenlignet med det fundamentale pris/bok forholdet på 3,77 beregnet i kapittel 11.5 er multiplikatorene noe lavere.

	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon	Marine Harvest	Lerøy	SalMar	Vektet snitt
Markedsverdi EK	kr 7 977 267	kr 5 847 241	kr 86 024 445	kr 26 202 126	kr 27 808 172	
Pris / Bok	2,60	3,01	3,41	1,74	3,35	2,91
NFG / EK	0,58	0,32	0,35	0,05	0,17	0,29
(1+ NFG/EK)	1,58	1,32	1,35	1,05	1,17	
VNDK / NDK	2,01	2,53	2,78	1,70	3,01	2,47
Justert Pris /Bok	3,32	2,94	2,99	2,55	2,72	
Justert Pris /Bok	3,32					
Bokført EK	kr 3 073 959					
Egenkapitalverdi	kr 10 218 342					
Aksjer	110 412					
Aksjekurs GSF	kr 92,55					

Tabell 12-2: Verdiestimater på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av Pris/Bok multiplikatoren

12.2.2 Justert Pris / Fortjeneste

Pris/fortjeneste multiplikatoren beregnes som forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og resultatet etter skatt. Multiplikatoren vil gi et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen for selskaper som har nådd en stabil vekstfase, hvor blant annet årlige avskrivninger og investeringer er omtrent like (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228). Videre hevder Damodaran (2012, s. 468) at pris/fortjeneste multiplikatoren er den mest brukte multiplikatoren grunnet dens enkelhet, men han hevder imidlertid også at det er den mest misbrukte av alle multiplene.

I likhet med pris/bok forholdet er også pris/fortjeneste multiplikatoren en egenkapitalmultiplikator, hvilket vil utgjøre en ulempe ettersom multiplene da ignorerer forskjeller i risiko og kapitalbehov. Eksempelvis kan to selskaper med samme virksomhetsverdi ha ulike multiplikator grunnet ulike gjeldsgrad eller lånebetingelser. Av den grunn argumenterer Kaldestad & Møller (2016, s. 229) for at pris/fortjeneste forholdet bør benyttes som en sekundær multiplene. I vår verdivurdering velger vi å justere pris/fortjeneste forholdet til en selskapskapitalmultiplikator for å redusere påvirkningen fra kapitalstrukturen til selskapene, jamfør formel 12-3. Justeringen bygger også her på en forutsetning om at verdien av minoritetsinteressene er null og at verdien av netto finansiell gjeld er lik den bokførte verdien (Knivsflå, 2018s).

$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital (VEK)}}{\text{Resultat etter skatt}}$ $\frac{\text{VEK}}{\text{NRE}} = \left(\frac{\text{VNDK}}{\text{NDR}}\right)^k + \left(\left(\frac{\text{VNDK}}{\text{NDR}}\right)^k - \frac{\text{VNFG}}{\text{NFK}}\right) * \frac{\text{NFK}}{\text{NRE}}$ <p style="font-size: small; margin-top: 10px;"> VNDK = verdi netto driftskapital NDR = Netto driftsresultat NFK = netto finanskostnad NRE = Nettoresultat til EK k = komparative selskaper </p>

Formel 12-3: Formel for beregning av Pris/Fortjeneste multiplikator

Utregningen av multiplikatoren for de komparative selskapene og egenkapitalestimatet til Grieg Seafood er presentert i tabell 12-3. Det ujusterte pris/fortjeneste forholdet til Grieg Seafood estimeres til å være 11,05. Dette er noe under bransjesnittet på 13, som er trukket kraftig opp av den høye multiplikatoren til Marine Harvest. Etter justering for ulikheter i gjeldsgrad og lånebetingelser økes pris/fortjeneste forholdet til 12,23 for Grieg Seafood.

Følgelig beregnes egenkapitalverdien per aksje til å være 79,94 kroner. I likhet med pris/bok forholdet er også det fundamentale pris/fortjeneste forholdet på 16,03 høyere enn multiplikatoren beregnet her.

	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon	Marine Harvest	Lerøy	SalMar	Vektet snitt
Markedsverdi EK	kr 7 977 267	kr 5 847 241	kr 86 024 445	kr 26 202 126	kr 27 808 172	
Pris / Fortjeneste	11,05	11,46	15,99	8,85	10,80	13,00
Netto finansiell gjeld	kr 1 778 757	kr 619 072	kr 8 867 870	kr 764 182	kr 1 399 631	
Verdi NDK	kr 9 756 024	kr 6 466 313	kr 94 892 315	kr 26 966 308	kr 29 207 803	
VNDK / NDR	12,50	13,20	17,21	9,67	11,98	14,15
VNFG / NFK	64,49	42,01	26,10	6,10	19,45	
NFK / NRE	0,04	0,03	0,06	0,04	0,03	
Justert Pris/Fortjeneste	12,23	13,35	13,40	14,49	14,00	
Justert Pris/Fortjeneste	12,23					
NRE	kr 721 871					
Egenkapitalverdi	kr 8 826 026					
Aksjer	110 412					
Aksjekurs	kr 79,94					

Tabell 12-3: Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av Pris/Fortjeneste multiplikatoren

12.2.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA er en selskapsmultiplikator som beregner forholdet mellom selskapsverdien og driftsresultatet før skatt, avskrivninger og nedskrivninger. Bruk av multiplikatoren vil således eliminere forskjeller som kan oppstå grunnet ulik avskrivningsprofil og goodwill, samt tilfeldige finansinntekter. Det er imidlertid en stor ulempe knyttet til multiplikatoren ettersom den ikke tar hensyn til forskjeller i risiko og investeringsbehov mellom selskapene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231).

I praksis er bruk av EV/EBITDA multiplikatoren svært utbredt ettersom den muliggjør en sammenligning av den underliggende driften til de komparative selskapene. Kaldestad & Møller (2016, s. 232) argumenterer imidlertid for at multiplikatoren bør benyttes i sammenheng med andre multipler for å kompensere for at investeringsbehovet ikke blir tatt hensyn til.

$$\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

Formel 12-4: Formel for beregning av EV/EBITDA multiplikator

Det fremgår av tabell 12-4 at Grieg Seafood har en EV/EBITDA multiplikator lik 8,82, omtrent på samme nivå som SalMar. Videre tilskrives Marine Harvest den høyeste multiplikatoren og Lerøy den laveste. Gjennom å multiplisere Grieg Seafoods multiplikator med driftsresultatet før avskrivninger, finner vi et estimat på selskapsverdien (EV), og ved så å trekke fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene oppnås et estimat på egenkapitalen til selskapet. Videre deles estimatet på antall utestående aksjer, og vi får et verdiestimat på aksjekursen lik 71,87 kroner.

	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon	Marine Harvest	Lerøy	SalMar	Vektet snitt
Markedsverdi EK	kr 7 977 267	kr 5 847 241	kr 86 024 445	kr 26 202 126	kr 27 808 172	
Bokført NFG	kr 1 778 757	kr 619 072	kr 8 867 870	kr 764 182	kr 1 399 631	
EV	kr 9 756 024	kr 6 466 313	kr 94 892 315	kr 26 966 308	kr 29 207 803	
EBITDA	kr 1 105 533	kr 709 923	kr 9 284 568	kr 4 300 013	kr 3 580 839	
EV/EBITDA	8,82	9,11	10,22	6,27	8,16	8,83
	Vektet snitt					
Multiplikator	kr 8,83					
EBITDA	kr 1 105 533					
EV	kr 9 757 885					
Bokført NFG	kr 1 778 757					
Minoritetsinteresser	kr 43 541					
Egenkapitalverdi	kr 7 935 587					
Aksjer	110 412					
Aksjekurs GSF	kr 71,87					

Tabell 12-4: Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av EV/EBITDA multiplikatoren

12.2.4 EV/EBIT

Verdigrunnet i EV/EBIT multiplikatoren er selskapsverdien, mens basisen er driftsresultat før skatt. Følgelig vil multiplikatoren gi innsikt i, samt sammenligne, den underliggende driften til selskapene. Etersom avskrivninger inkluderes i forholdstallet vil multiplikatoren i større grad enn EV/EBITDA multipliseringen ta hensyn til investeringsbehovet. Dette vil være en fordel i vår verdigrunding ettersom det knytter seg store investeringer og en høy kapitalintensitet til selskapene i oppdrettsnæringen. På den annen side vil inkludering av

avskrivninger imidlertid medføre en ulempe ved at ulik regnskapspraksis knyttet til avskrivningsprofilene kan påvirke multiplikatoren (Kaldestad & Møller, 2016, s 232).

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Drifstresultat}}$$

Formel 12-5: Formel for beregning av EV/EBIT multiplikator

Av tabell 12-5 fremgår det at Grieg Seafood har et EV/EBIT forhold på 10,79, hvilket er omtrent på samme nivå som bransjesnittet. Marin Harvest oppnår den høyeste multiplikatoren og trekker følgelig opp snittet, mens Lerøy tilskrives den laveste multiplikatoren og trekker ned snittet. Videre er verdiestimatet per aksje ved bruk av EV/EBIT lavere enn ved bruk av EV/EBITDA multiplikatoren, henholdsvis 68,28 kontra 71,87 kroner. Følgelig indikerer det at driften påvirkes av avskrivninger.

	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon	Marine Harvest	Lerøy	SalMar	Vektet snitt
Markedsverdi EK	kr 7 977 267	kr 5 847 241	kr 86 024 445	kr 26 202 126	kr 27 808 172	
Bokført NFG	kr 1 778 757	kr 619 072	kr 8 867 870	kr 764 182	kr 1 399 631	
EV	kr 9 756 024	kr 6 466 313	kr 94 892 315	kr 26 966 308	kr 29 207 803	
EBIT	kr 904 400	kr 705 472	kr 7 802 977	kr 3 716 749	kr 3 162 277	
EV/EBIT	10,79	9,17	12,16	7,26	9,24	10,35
Vektet snitt						
Multiplikator	10,35					
EBIT	kr 904 400					
EV	kr 9 360 702					
Bokført NFG	kr 1 778 757					
Minoritetsinteresser	kr 43 541					
Egenkapitalverdi	kr 7 538 404					
Aksjer	110 412					
Aksjekurs GSF	kr 68,28					

Tabell 12-5: Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av EV/EBIT multiplikatoren

12.3 Komparativt verdiestimat

Med utgangspunkt i de fire verdiestimatene på Grieg Seafood som er presentert i de foregående delkapitlene kan vi nå beregne det endelige verdiestimatet på aksjekursen til Grieg Seafood. Det komparative verdiestimatet settes lik gjennomsnittet av verdiestimatene og estimeres således til å være 78,16 kroner, jamfør tabell 12-6. Det kan imidlertid diskuteres om det er riktig å tillegge de fire verdiestimatene like mye vekt, ettersom to av dem er basert på egenkapitalmetoden og to er basert på selskapskapitalmetoden. Vektleggingen forsvarer imidlertid med at vi foretok en justering for forskjeller i kapitalstrukturen ved bruk av egenkapitalmultiplikatoren pris/bok og pris/fortjeneste.

Verdiestimat		
Justert Pris / Bok	kr	92,55
Justert Pris / Fortjeneste	kr	79,96
EV / EBITDA	kr	71,87
EV / EBIT	kr	68,28
Gjennomsnitt	kr	78,16

Tabell 12-6: Komparativt verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood

Sammenligner vi med børskursen den 31.12.2017 er det komparative verdiestimatet 5,91 kroner høyere. Følgelig gir verdsettelsen en indikasjon på at aksjekursen til Grieg Seafood er undervurdert. I forhold til det fundamentale verdiestimatet er det komparative verdiestimatet 26,67 kroner lavere. Med bakgrunn i at særegne ressursfordeler vanskelig fanges opp ved bruk av multiplikatormodellen, jamfør kapittel 12.1, kan forskjellen mellom det fundamentale- og komparative verdiestimatet forklares med at vi er mer optimistiske enn børsen med tanke på fremtidsutsiktene til oppdrettsbransjen.

Det er imidlertid viktig å stille seg kritisk til det komparative verdiestimatet da det som kjent fra kapittel 12.1 foreligger ulikheter mellom de utvalgte selskapene som med stor sannsynlighet har påvirket verdiestimatet. Ulikhetene knytter seg i hovedsak til internasjonal eksponering, videreforedling, fôrproduksjon og diversifisering. For eksempel viser resultatene fra verdsettelsen at hver av de beregnede multiplikatoren for Lerøy skiller seg ut i forhold til de fire andre selskapene. Hvilket kan knyttes til at selskapet er mer diversifisert gjennom at det driver med både laks, ørret, hvitfisk og villfangst, samt at selskapet i større grad har vokst

organisk. Følgelig kan det argumenteres for at verdivurderingen ville predikert et bedre verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood dersom Lerøy var ekskludert fra utvalget.

Oppsummert konkluderer vi med at det komparative verdiestimatet er mindre pålitelig enn det fundamentale grunnet sammenligningsgrunnlaget. Da det også knytter seg usikkerhet til det fundamentale verdiestimatet, vil vi i kapittel 13 komme frem til et endelig verdiestimat som er et vektet estimat av den fundamentale- og komparative verdien på egenkapitalen til Grieg Seafood. Drøftelsen av hvor mye vekt som tillegges det komparative estimatet presenteres også i kapittel 13.

13. Oppsummering og handlingsstrategi

I denne utredning har vi gjennomført en fundamental verdivurdering av Grieg Seafood ASA, samt en supplerende verdivurdering ved hjelp av komparativ verdivurderingsteknikk. Med utgangspunkt i resultatene fra verdivurderingen har vi kommet frem til et verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood per 31.12.2017. I det følgende vil vi først oppsummere funnene våre fra den gjennomførte verdivurderingen, deretter vektet verdiestimatet og vi kommer frem til det endelige estimatet på aksjekursen til Grieg Seafood. Avslutningsvis presenterer vi vår anbefalte handlingsstrategi for aksjen.

13.1 Oppsummering og vektning av verdiestimatet

Det første leddet i den fundamentale verdivurderingen var å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse med utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon. Denne avdekket at Grieg Seafood historisk har hatt en strategisk fordel på 14,5 prosent. En stor bransjefordel, hovedsakelig som følge av høye inngangsbarrierer hvilket har medført begrenset konkurranse, er den største forklaringsfaktoren bak fordelene. Bransjefordelen har blitt ytterligere forsterket av oppdrettsbransjens oppgangssyklus de siste årene. Internasjonal eksponering, hvor de biologiske utfordringene har vært særlig store og således medført høye kostnader til forebygging og behandling, har resultert i en betydelig ressursulempe som trekker ned den strategiske fordelene.

Med utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen utarbeidet vi videre fremtidsregnskapet og fremtidskravene til Grieg Seafood. En analyse av den fremtidige strategiske fordelene til selskapet avdekket en strategisk fordel i steady state på 3,2 prosent. Da det forventes at den historiske ressursulempen vil gå mot et nullnivå på lang sikt, ettersom situasjonen i utlandet antas å bedres, konkluderte vi med at den fremtidige strategiske fordelene i all hovedsak vil knyttes til en varig bransjefordel. På lang sikt vil bransjen bli mindre lønnsom og attraktiv som følge av økt konkurranse og lavere etableringsbarrierer, hovedsakelig på grunn av utviklingen av land- og havbasert lakseoppdrett. Det vil likevel eksistere en viss bransjefordel da oppdrettsbransjen vil fortsette å være en kapitalintensiv bransje, samt være regulert av konsesjonssystemet.

Det fundamentale verdiestimatet på aksjekursen til Grieg Seafood per 31.12.2017 ble beregnet ved hjelp av egenkapital- og selskapskapitalmetoden, som baserer seg på selskapets fremtidsregnskap og fremtidskrav. Verdiestimatet på 104,83 kroner, justert for en konkurssannsynlighet på 0,2 prosent, ligger hele 32,6 kroner over aksjekursen per 31.12.2017, og det er således ikke til å komme fra at vi har et optimistisk syn på både Grieg Seafood og oppdrettsbransjen. En simulering og sensitivitetsanalyse bekreftet vår antagelse om at det er stor usikkerhet i verdiestimatet. Analysen av usikkerhet slo fast at det er budsjettdriverne som henger sammen med lakseprisen som har størst påvirkning på verdiestimatet. Det kan således tenkes at vi er for positive til utviklingen i lakseprisen relativt til markedet, samtidig med at våre fremtidsutsikter tenkelig kan være farget av Grieg Seafoods eget positive syn på fremtidig utvikling.

Grunnet den store usikkerheten gjennomførte vi til slutt en komparativ verdivurdering for å få et supplerende syn på Grieg Seafoods verdiestimat. Det komparative verdiestimatet ble beregnet til 78,16 kroner, hvilket er betydelig lavere enn det fundamentale verdiestimatet, men noe høyere enn børsverdien. Den komparative verdivurderingen gir således en ytterligere indikasjon på at aksjekursen til Grieg Seafood er undervurdert. Da det eksisterer ulikheter mellom de komparative selskapene som ble brukt som sammenligningsgrunnlag ved den komparative verdivurderingen, og dette trolig har påvirket verdiestimatet, anses det komparative verdiestimatet som mindre pålitelig enn det fundamentale. Vi velger likevel å tillegge det komparative verdiestimatet en viss vekt grunnet det spenstige verdiestimatet beregnet ved hjelp av fundamental verdsettelsesteknikk.

Da fundamental verdivurdering er vår hovedteknikk for verdsettelse av Grieg Seafood, er det naturlig at denne metoden tillegges størst vekt. Utarbeidelsen av det fundamentale verdiestimatet er imidlertid basert på mange subjektive beslutninger, noe som kan ha resultert i en over- eller undervurdering av verdien i selskapet. De nevnte forhold i forbindelse med usikkerheten i verdiestimatet trekker ytterligere i retning av at det vil være fornuftig å hensynta det komparative verdiestimatet ved fastsettelse av endelig verdiestimat på selskapets aksjekurs. En vektfordeling på 75 prosent på fundamentalt verdiestimat og 25 prosent på komparativt verdiestimat synes å være rimelig. Det endelige verdiestimatet på Grieg Seafoods aksjekurs per 31.12.2017 er dermed 98,16 kroner. Dette resulterer i et pris/bok forhold på 3,28, og følgelig besitter selskapet, ut i fra våre analyser og vurderinger, merverdier utover den balanseførte egenkapitalen.

13.2 Handlingsstrategi

Avslutningsvis presenteres vår anbefalte handlingsstrategi for Grieg Seafood-aksjen per 31.12.2017. Vi vil supplere med en handlingsstrategi per 31.05.2018, da vår verdivurdering av egenkapitalen i Grieg Seafood blant annet baseres på informasjon som var ukjent i markedet på verdsettelsestidspunktet.

Det eksisterer som kjent stor usikkerhet i verdiestimatet. Fra simuleringen i kapittel 11.6.2 ble det estimert et standardavvik på omtrent 49 prosent. For å håndtere usikkerheten vil vi operere med en grense på pluss/minus ti prosent av verdiestimatet på 98,16 kroner. Ligger aksjekursen mellom grensene vil vår anbefaling være å holde på aksjen, ligger aksjekursen over øvre grense vil anbefalingen være å selge aksjen, mens dersom aksjekursen ligger under nedre grense vil vi ha en kjøpsanbefaling.

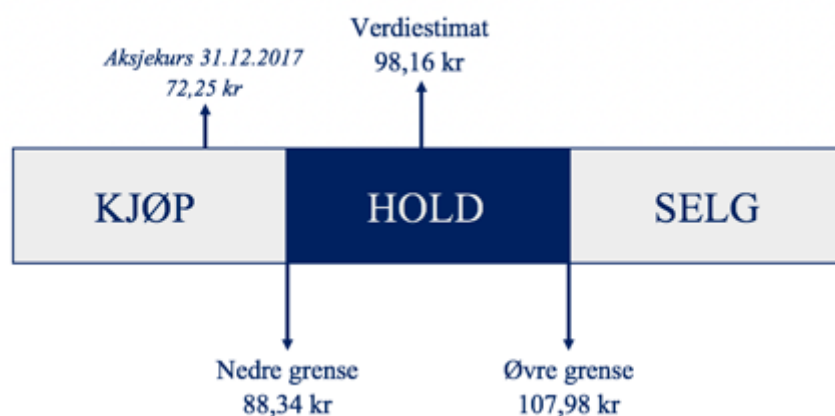
13.2.1 Handlingsstrategi per 31.12.2017

Som vi kan se av figur 13-1 er nedre og øvre grense på henholdsvis 88,34 kroner og 107,98 kroner. Børskursen for Grieg Seafood per 31.12.2017 var på 72,25 kroner, hvilket innebærer at vår anbefalte handlingsstrategi er å kjøpe aksjen.

Begrunnelsen for kjøpsanbefalingen knyttes i hovedsak til en forventning om at de gode tidene i oppdrettsnæringen vil holdes på et jevnt godt nivå i tiden fremover, hvilket igjen henger tett sammen med en tro på at lakseprisen ikke vil oppleve en stor kollaps i de kommende årene. Dette begrunnes med en økt etterspørsel etter laks fra fremvoksende markeder, samt en forventet befolkningsvekst som vil medføre et økt behov for en bærekraftig matproduksjon. Den pågående teknologiske innovasjonen i oppdrettsbransjen vil redusere de biologiske utfordringene, og slik gjøre det mulig å imøtekomme den forventede etterspørselsveksten. Videre vil offentlige reguleringer i form av konsesjons- og trafikklyssystemet fortsette å sette begrensninger på tilbudt mengde i markedet, og følgelig vil ikke lønnsomheten til bransjen falle dramatisk.

I kapittel 9.5 viste sammenligningen av konsensus med vårt EPS-estimat, som er basert på fremtidsregnskapet, at vi er mer pessimistiske enn finansanalytikerne på kort sikt med tanke på selskapets og bransjens utvikling. På lang sikt har vi lagt inn en forventning i

fremtidsregnskapet om at den strategiske fordel, herunder i hovedsak bransjefordelen, vil være 3,2 prosent på horisonten. Dette anses for å være rimelig, og ikke alt for spenstig, jamfør drøftelsen i kapittel 10.4. Følgelig vil avviket mellom børskursen og vårt estimat, med den tilhørende kjøpsanbefalingen, i hovedsak knytte seg til at vi på mellomlang sikt er mer optimistiske med tanke på bransjens utvikling enn børsen.



Figur 13-1: Grenseverdiene for vår anbefalte handlingsstrategi om kjøp, hold eller salg av Grieg Seafood-aksjen

13.2.2 Handlingsstrategi per 31.05.2018

I løpet av våren 2018 har aksjekursen i sjømatsektoren (OSLO Seafood Index) hatt en solid økning, noe som synes å følge utviklingen i spotprisen på laks (Oslo Børs, 2018d; Statistisk Sentralbyrå, 2018). Kunngjøringen om at regjeringen vil utrede og eventuelt foreslå en grunnrente på havbruk medførte imidlertid et fall i aksjekursen helt i slutten av april, men kursen var raskt oppe igjen på tidligere nivå. Grieg Seafoods aksjekurs nådde sitt historiske toppunkt i midten av mai med en aksjekurs på 102,30 kroner. I tiden etter har aksjekursen sunket noe, men likevel holdt seg godt over 85 kroner (Oslo Børs, 2018d).

Ved å flytte verdiestimatet per 31.12.2017 fem måneder frem i tid, finner vi et verdiestimatet på aksjekursen til Grieg Seafood per 31.05.2018 på 100,53 kroner. Verdiestimatet er 9,63 prosent høyere enn børsverdien samme dag på 91,70 kroner, noe som innebærer at kjøpsanbefalingen akkurat ikke opprettholdes. Handlingsstrategien endres således til en hold-anbefaling.

Sammenligner vi verdiestimatet per 31.05.2018 med konsensus, som er 105,50 kroner i juni 2018, er vårt verdiestimat 4,9 prosent lavere (DN, 2018b). Følgelig kan det diskuteres om kjøpsanbefalingen likevel bør opprettholdes, jamfør at avviket mellom børskurs og verdiestimatet kun ligger marginalt under den øvre grensen på ti prosent.

13.2.3 Konklusjon

Med utgangspunkt i vår analyse og påfølgende verdivurdering av Grieg Seafood ASA, anses selskapet for å være underpriset i markedet per 31.12.2017. Dette skyldes at verdiestimatet (98,16 kroner per aksje) ligger hele 35,86 prosent over aksjekursen (72,25 kroner per aksje) samme dag. Vår anbefalte handlingsstrategi er således å kjøpe aksjen. Per 31.05.2018 reduseres avviket mellom verdiestimatet og aksjekursen til 9,63 prosent, og kjøpsanbefalingen endres til en hold-anbefaling.

Litteraturliste

Litteratur:

- Barney, J. (2014). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. London: Pearson
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance*. Harlow: Pearson Education
- Boye, K. & Koekebakker, S. (2014). *Finansielle emner*. Oslo: Cappelen Damm
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. New Jersey: Wiley
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. Oslo: Fagbokforlaget
- Knudsen, H. & Flåten, B.T. (2015). *Strategisk Ledelse*. Oslo: Cappelen Damm
- Palepu, K.G., Healy, P.M. & Peek, E. (2013) *Business analysis and valuation*. Singapore: Cengage Learning
- Penman, S.H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill
- Petersen, C.V. & Plenborg, T. (2012). *Financial Statement Analysis*. Harlow: Pearson Education
- Picker, R., Clark, K, Dunn, J., Kolitz, D., Livne, G., Loftus, J & van der Tas, L. (2016). *Applying IFRS Standards*. Chichester: Wiley
- Riis, C. & Moen, E.R. (2012). *Moderne mikroøkonomi*. Oslo: Gyldendal

Presentasjoner:

- Andresen, L. (2014) Miljøstandard for bærekraftig drift – ASC sertifisering. WWF Norge. Hentet fra <https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2013/01/Miljøstandard-og-ASC-Lars-Andresen-WWF.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018a). Forelesning 18: SK-metoden og verdikonvergens. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2018%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018b). Forelesning 17: Fundamental verdivurdering - egenkapitalmetoden. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2017%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2018c). Forelesning 1: Innledning. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2001%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2018d). Forelesning 2: Strategi, Rekneskap og Verdi. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2002%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H (2018e). Forelesning 4: Omgruppering for analyse. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2004%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018f). Forelesning 5: Omgruppering balanse og kontantstrøm. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2005%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018g). Forelesning 7: Målefeil. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2007%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018h). Forelesning 8: Justering av målefeil. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2008%20-%202018.pdf>

- Knivsflå, K.H. (2018i). Forelesning 9: Kredittvurdering syntetisk rating. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2009%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018j). Forelesning 10: Avkastningskrav = målestokk for rentabilitetsanalyse. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2010%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018k). Forelesning 11: Strategisk rentabilitetsanalyse. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2011%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018l). Forelesning 12: Strategisk driftsanalyse. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2012%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2018m). Forelesning 14: Framtidsrekneskap - Ramme og driftsinntekter. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2014%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018n). Forelesning 15: Framtidsrekneskap - Andre budsjettdriverar. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2015%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018o). Forelesning 16: Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2016%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018p). Forelesning 17: Fundamental verdivurdering egenkapitalmetoden. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2017%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018q). Forelesning 18: SK-metoden og konvergens. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2018%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018r). Forelesning 19: Uvisse i verdierstatimatet. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2019%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2018s). Forelesning 23: Komparativ verdivurdering. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2023%20-%202018.pdf>

Lover og forskrifter:

- Akvakulturdriftforskriften. (2008). Forskrift om drift av akvakulturanlegg av 17 juni 2008 nr. 822. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2008-06-17-822>
- Akvakulturloven. (2005). Lov om akvakultur av 17 juni 2005 nr. 79. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>
- Allmennaksjeloven. (1997). Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45?q=allmennaksjeloven>
- Forskrift om lakselusbekjempelse. (2012). Forskrift om bekjempelse av lakselus i akvakulturanlegg av 12 mai 2012 nr. 1140. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2012-12-05-1140>
- Skatteloven. (1999). Lov om skatt av formue og inntekt av 26. mars 1999 nr. 14. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14?q=skatteloven>

Årsrapporter:

Årsrapporter (2012-2017) og fjerdekvartalsrapport for 2017 er hentet fra oppdrettsselskapenes hjemmesider:

Grieg Seafood: <https://www.griegseafood.no/invest/arsrapporter/>

Marine Harvest: <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/>

Lerøy: <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

SalMar: <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

Norway Royal Salmon: <https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

Annen selskapsinformasjon:

Grieg Group. (u.å.). Core Business. Hentet 6. februar 2017 fra

<https://grieg.no/core/>

Grieg Maturitas. (2017). Årsrapport for 2016. Hentet 6. februar 2017 fra

<https://grieg.no/content/uploads/2017/07/GM-Annual-Report-2016.pdf>

Grieg Seafood. (u.å.). *Ledelsen*. Hentet 6. februar 2018 fra

<https://www.griegseafood.no/grieg-seafood-asa-n/ledelsen/>

Grieg Seafood. (2013). *Årsrapport for 2012*. Hentet 13. mai 2018 fra

https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2016/08/GSF2012_NORSK.pdf

Grieg Seafood. (2015a). *Postsmolt – lower cost and more growth, too good to be true?*. Hentet 6. februar 2018

fra <https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:L658IAISYosJ:https://old.seafood.no/content/download/202234/2508839/file/Grieg%2520Seafood.pdf+%&cd=4&hl=no&ct=clnk&gl=no>

Grieg Seafood. (2015b). *Årsrapport for 2014*. Hentet 16. februar 2018 fra

<http://grieg14.digirapport.no/wp-content/uploads/2015/06/GSF-2014-NORSK-FINAL1.pdf>

Grieg Seafood. (2016). *Årsrapport for 2015*. Hentet 6. februar 2018 fra

<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2016/06/GSF2015aarsrapportNO3.pdf>

Grieg Seafood. (2017a). *Årsrapport for 2016*. Hentet 5. februar 2018 fra

https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2017/04/GSF_2016_aarsrapport_NO.pdf

Grieg Seafood. (2017b). *Grieg Seafood Rogaland*. Hentet 6. februar 2018 fra

<https://www.griegseafood.no/produksjon/grieg-seafood-rogaland-gsfr/>

Grieg Seafood. (2017c). *Grieg Seafood Finnmark*. Hentet 6. februar 2018 fra

<https://www.griegseafood.no/produksjon/grieg-seafood-finnmark-gsff/>

Grieg Seafood. (2017d). *Grieg Seafood British Columbia*. Hentet 6. februar 2018 fra

<https://www.griegseafood.no/produksjon/grieg-seafood-bc-gsbc/>

Grieg Seafood. (2018a). *Fjerdekvartalsrapport for 2017*. Hentet 22. februar 2018 fra

<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2018/02/GSF-Q4-2017-Rapport-NO.pdf>

Grieg Seafood. (2018b). *Aksjonærer*. Hentet 22. februar 2018 fra

<https://www.griegseafood.no/invest/aksjonærer/>

Grieg Seafood. (2018c). *Årsrapport for 2017*. Hentet 23. april 2018 fra

https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2018/04/GSF_2017_NO.pdf

Grieg Seafood BC. (u.å.). *Strategic Partners*. Hentet 6. februar 2018 fra

<http://www.griegseafoodcanada.com/our-communities/strategic-partners/>

- Lerøy Seafood Group. (2015). *Årsrapport for 2014*. Hentet 12. februar 2018 fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2014.pdf>
- Lerøy Seafood Group. (2017a). *Vår historie*. Hentet 9. februar fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/historikk/>
- Lerøy Seafood Group. (2017b). *Årsrapport for 2016*. Hentet 9. februar 2018 fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2016.pdf>
- Lerøy Seafood Group. (2018). *Fjerdekvartalsrapport for 2017*. Hentet 5. mars 2018 fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q4-2017-rapport.pdf>
- Marine Harvest. (2015). *Årsrapport for 2014*. Hentet 12. februar 2018 fra <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/>
- Marine Harvest. (2017b). *Årsrapport for 2016*. Hentet 9. februar 2018 fra <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/>
- Marine Harvest. (2018a). *Fjerdekvartalsrapport for 2017*. Hentet 22. februar 2018 fra <http://marineharvest.no/investor/quarterly-material/>
- Marine Harvest. (2018b). *Årsrapport for 2018*. Hentet 13. mai 2018 fra <http://hugin.info/209/R/2177429/840178.pdf>
- SalMar. (2015). *Årsrapport for 2014*. Hentet 13. februar 2018 fra <http://hugin.info/138695/R/1917404/685879.pdf>
- SalMar. (2017). *Årsrapport for 2016*. Hentet 9. februar 2018 fra <http://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf>
- SalMar. (2018). *Fjerdekvartalsrapport for 2017*. Hentet 22. februar 2018 fra <http://hugin.info/138695/R/2168961/835200.pdf>
- Norway Royal Salmon. (2015). *Årsrapport for 2014*. Hentet 12. februar 2018 fra https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2014.pdf
- Norway Royal Salmon. (2016). *Årsrapport for 2015*. Hentet 12. februar 2018 fra https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2015.pdf
- Norway Royal Salmon. (2017). *Årsrapport for 2016*. Hentet 9. februar 2018 fra https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2016.pdf
- Norway Royal Salmon. (2018). *Fjerdekvartalsrapport for 2017*. Hentet 22. februar 2018 fra <https://norwayroyalsalmon.com/files/10/Kvartalsrapport%20NRS%20-%202017-Q4%20med%20link%20til%20b%C3%B8rsmelding.pdf>
- Ocean Quality. (u.å.). *Om oss*. Hentet 6. februar 2018 fra <http://www.oceanquality.no/index.php?pageID=36&openLevel=64>
- Ocean Quality. (2015). *Ocean Quality – A taste of quality seafood from a natural resource*. Hentet 6. februar 2018 fra http://www.oceanquality.no/uploads/OQ_Brochure_Dec2015_web.pdf

Artikler og rapporter:

- Akvarena. (2011). Behovs- og Teknologianalyse: Prosessering hos lakseprodusenter. Hentet 20. februar 2018 fra http://www.akvarena.no/uploads/Rapporter/Behovs%20og%20teknologianalyse_Prosessering%20hos%20lakseprodusenter.pdf
- Brandvik, R.K., Hermansen, Ø., Iversen, A., Marthinussen, A. & Nystøyl R. (2016). Kostnader for lakseoppdrett i konkurrentland. Nofima. 2016(40). Hentet fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/id/456026/Rapport+40-2016.pdf>
- Bjørklund, O., Grundvåg, G.S., Grønhaug, K. & Skallerud, K. (2008). Markedsbasert verdiskaping og Differensiering av laks. Nofima. Hentet fra <https://www.yumpu.com/no/document/view/19726510/markedsbasert-verdiskaping-og-differensiering-av-laks-nofima/5>
- Fiskeri- og kystdepartementet. (2012). Verdens fremste sjømatnasjon. (Meld. St. 22 2012 – 2013). Hentet fra https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/FKD/Vedlegg/Diverse/2013/Kortversjon_Meld.pdf
- Hanssen, T. E. S., Solvoll, G., Nerdal, S., Runderem, O., Alteren, L. & Mathisen, T. A. (2014). Transportstrømmer av fersk laks og ørret fra Norge. (SIB-rapport 5/2014). Hentet 20. februar 2018 fra <https://www.ntp.dep.no/Forside/attachment/726674/binary/1000283?ts=149a9d993a8>
- Iversen, A., Hermansen, Ø., Andreassen, O., Brandvik, R.K., Marthinussen, A. & Nystøyl, R. (2015). Kostnadsdrivere i lakseoppdrett. (Nofima rapport 41/2015). Hentet 20. mars 2018 fra https://nofima-326d.kxcdn.com/wp-content/uploads/2015/08/Rapport_nr_41-2015_-_Kostnadsdrivere_i_lakseoppdrett.pdf
- Iversen, A., Hermansen, Ø., Nystøyl, R. & Hess, E. J. (2017). Kostnadsutvikling i lakseoppdrett: Med fokus på før og lusekostnader. (Nofima rapport 24/2017). Hentet 13. mai 2018 fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2481501/Rapport+24-2017.pdf?sequence=1>
- Jakobsen, S. E., Berge, D. M. & Aarset, B. (2003). Regionale og distriktpolitiske effekter av statlig havbrukspolitikk. Arbeidsnotat nr. 16/03. (SNF-prosjekt nr. 4291). Bergen: Samfunns- og næringslivsforskning AS. Hentet 20. februar 2018 fra https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/krd/rap/2003/0006/ddd/pdfv/182943-a16_03.pdf
- Marine Harvest. (2017a). Salmon Farming Industry Handbook 2017. Hentet 9. Februar 2018 fra <http://marineharvest.no/globalassets/investors/handbook/salmon-industry-handbook-2017.pdf>
- Nasjonalt institutt for ernærings- og sjømatforskning (NIFES). (2017). Program for overvåkning av fiskefôr: Årsrapport for prøver innsamlet i 2016. Hentet 19. februar 2018 fra https://www.mattilsynet.no/dyr_og_dyrehold/for/rapport_overvaakingsprogram_for_fiskefor_2016.26897/binary/Rapport:%20Overv%C3%A5kingsprogram%20for%20fiskef%C3%B4r%202016
- Norges Bank (2018b). Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet. Hentet fra https://static.norges-bank.no/contentassets/4a558ba8828547af8b2620f144331250/ppr_1_18.pdf?v=03/22/2018091805&ft=.pdf
- Norges sjømatråd. (2018b). Tolltariff til EU 2018. Hentet 19. februar 2018 fra <https://seafood.azureedge.net/48cc77/globalassets/markedsadgang/tolltariff-til-eu/tolltariffen-til-eu-2018.pdf>
- Ot.prp. nr. 61 (2004-2005). Om lov om akvakultur (akvakulturloven). Hentet 21. februar 2018 fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/ca442ebcd0d94331b1e0e42628855d66/no/pdfs/otp200420050061000dddpdfs.pdf>

-
- PwC. (2017). Risikopremien i det norske markedet. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>
- Teknologirådet. (2012). Fremtidens lakseoppdrett. (Rapport 01/2012). Hentet 19. februar 2018 fra <https://teknologiradet.no/wp-content/uploads/sites/19/2013/08/Rapport-Fremtidens-lakseoppdrett.pdf>
- Zhang, D., Myrland, M., & Xie, J. (2016). Firm Size, Commodity Price, and Interdependence Between Firm-Level Stock Prices: The Case of Norwegian Salmon Industry. *Applied Economics and Finance*. 3(4). 179-189. Doi 10.11114/aef.v3i4.1864
- Øglend, A. (2010). An analysis of commodity price dynamics with focus on the price of salmon (Doktorgradsavhandling, Universitetet i Stavanger). Hentet fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/182343/PhD.pdf?sequence=5&isAllowed=y>

Nettsider:

- Aadland, C. (2016). *Grieg Seafood søker om å drive oppdrett til havs*. Hentet 23. januar 2018 fra <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/V82gr/Grieg-Seafood-soker-om-a-drive-oppdrett-til-havs>
- Arff, J., Broch, O. J., Alver, M. & Ellingsen, I. (2013, 15.08). *Varslingsmodeller som et verktøy i algeovervåking*. Hentet 16. februar 2018 fra <https://www.sintef.no/siste-nytt/varslingsmodeller-som-et-verktoy-i-algeovervaking/>
- Aulie, M.C.L. (2010). *Valutasikring – Nødvendig for risikohåndtering for eksportøren?* Hentet fra <http://www.innovasjon Norge.no/no/Eksporthandboken/manedens-tema/Valutasikring--nodvendig-risikohandtering-for-eksportoren/>
- Berge, A. (2015). *Det er en reell knapphet på fiskeolje*. Hentet 4 februar 2018 fra <https://ilaks.no/det-er-en-reell-knapphet-pa-fiskeolje/>
- Bergen byleksikon, nettutgave. (2013). *Grieg-Gruppen*. Hentet 6. februar 2018 fra <http://www.bergenbyarkiv.no/bergenbyleksikon/arkiv/14053735>
- Berglihn, H. & Ytreberg, R. (2017, 14.08). Ny rapport: Billigere å produsere laks på land. Hentet 24. januar 2018 fra <https://www.dn.no/nyheter/2017/08/14/1528/Havbruk/ny-rapport-billigere-a-produsere-laks-pa-land>
- Berthelsen, K. (2018, 18. februar). – *Vil øke norsk sjømatkonsum med 20 % innen 2021*. Hentet 20. februar 2018 fra <https://www.kyst.no/article/vil-oeke-norsk-sjoematkonsum-med-20-innen-2021/>
- Blank, C. (2017, 27. februar). *Skuna Bay now selling salmon from Norway, Iceland*. Hentet 14. mai 2018 <https://www.seafoodsource.com/news/supply-trade/skuna-bay-now-selling-salmon-from-norway-iceland>
- DN (2018a). Grieg Seafood. Hentet 14.mai 2018 fra <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S163/GSF/GriegSeafood>
- DN(2018b). Grieg Seafood. Hentet 10. juni 2018 fra <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S163/GSF/GriegSeafood>
- Ekanger, A & Johansen, E.N. (2017, 31.10). *Dette er kartet som avgjer vekst og kutt i oppdrettsnæringa*. Hentet fra <https://www.nrk.no/hordaland/dette-er-kartet-som-avgjer-vekst-og-kutt-i-oppdrettsnaeringa-1.13758224>
- Finansdepartementet(2017). *Skattesatser 2018*. Hentet 18. april 2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/>

-
- Fiskeridirektoratet. (2015). *Hvordan forvaltes akvakulturnæringen?* Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Om-oss/Strategier-og-ansvarsomraader/Hvordan-forvaltes-akvakulturnæringen>
- Fiskeridirektoratet. (2017a, 24. april). *Tildelingsprosessen*. Hentet 21. februar 2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- Fiskeridirektoratet. (2017b, 25. august). *Grønne tillatelser*. Hentet 21. februar 2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>
- Fiskeridirektoratet. (2017c, 8. august). *Utviklingstillatelser*. Hentet 21. februar 2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>
- Fiskeridirektoratet. (2017d, 23.juni). *Rømmingsstatistikk*. Hentet 2. februar 2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk>
- Fiskeridirektoratet. (2018a, 25. januar). *Laks, regnbueørret og ørret*. Hentet 1. februar 2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret>
- Fiskeridirektoratet. (2018b, 2. februar). *Oversikt over søknader om utviklingstillatelser*. Hentet 21. februar 2018 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Soekere-antall-og-biomasse>
- FN-sambandet. (2017a). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. Hentet fra <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Befolkning>
- FN-sambandet. (2017b). *Sult og matsikkerhet*. Hentet fra <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Matsikkerhet>
- Furuset, A. (2017, 16.11). –Kanskje den beste historien i norsk næringsliv siste 25 år. *Fiskeribladet*. Hentet 5. februar 2018 fra <https://fiskeribladet.no/nyheter/default.asp?artikkel=56806>
- Godfisk (2017) *Laks*. Hentet fra <https://godfisk.no/sjomatskolen/fakta-om-fisk-og-skalldyr/laks/#facts>
- Hallenstvedt, A. (2015, 12.06.). *Fiskeoppdrett*. I Store norske leksikon. Hentet 14. mars 2018 fra <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Havforskningsinstituttet. (2017). *Hjerte- og karsykdommer*. Hentet fra <https://nifes.hi.no/forskningstema/sjomat-og-helse/helseeffekter-ved-sjomatinntak/hjerte-og-karsykdommer/>
- Hegnar. (2016). *Utnytt valuta-svingningene*. Hentet 20. januar 2018 fra <http://www.hegnar.no/Nyheter/Personlig-oekonomi/2016/04/Utnytt-valuta-svingningene>
- Hovland, E., Haaland, A., Hersoug, B., Kolle, N. & Møller, D. (2014). *Band 5: Havbruk*. Hentet 20. februar 2018 fra <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>
- Innovasjon Norge. (2017). *Flytter oppdrett fra fjord til hav – for miljøets skyld*. Hentet fra <http://www.innovasjonnorge.no/no/Nyheter/flytter-oppdrett-fra-fjord-til-hav--for-miljoets-skyld/>
- Iversen, A. (2017) *Dyr lus og dyrere fôr*. Hentet fra <https://nofima.no/nyhet/2017/12/dyr-lus-og-dyrere-for/>
- Jensen, A. B. (2018, 12. februar). – *Videreforedling av laks kan gi 10.000 nye arbeidsplasser*. Hentet 19. februar 2018 fra <https://sysla.no/fisk/videreforedling-av-laks-kan-gi-10-000-nye-arbeidsplasser/>

-
- Laks.no. (u.å.). *Norsk laks fra fjord til bord*. Hentet 20. februar 2018 fra <https://laks.no/lakseproduksjon/#laksereisen>
- Laksefakta. (2016a, 9. mai). *Slakting av oppdrettslaks*. Hentet 19. februar 2018 fra https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/slakting_av_oppdrettslaks/
- Laksefakta. (2016b, 9. mai). *Hvorfor rømmer laksen?* Hentet 25. januar 2018 fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>
- Laksefakta. (2016c, 9. mai). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Hentet fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>
- Landberg, Ø.K. (2012, 05.10). *Laks i kjempetanker kan true norsk eksport*. Hentet 3. februar 2018 fra <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/wP8aL/Laks-i-kjempetanker-kan-true-norsk-eksport>
- Lerfaldet, R. (2017). *Viktig teknologisk utvikling innen havbruk*. Fiskeri og Havbruk. Hentet fra <http://www.fiskerioghavbruk.no/fiskevelferd/viktig-teknologisk-utvikling-innen-havbruk>
- Marine Harvest. (u.å.). *Laksens livssyklus*. Hentet 19. februar 2018 fra <http://marineharvest.no/products/seafood-value-chain/>
- Mattilsynet. (2013). *Fakta om akvakulturdriftsforskriften*. Hentet fra https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/akvakultur/drift_av_akvakulturanlegg/fakta_om_akvakulturdriftsforskriften.5496
- Mattilsynet. (2015). *Kina innfører nye restriksjoner på import av norsk laks*. Hentet 10. februar 2018 fra https://www.mattilsynet.no/mat_og_vann/eksport_av_mat/eksport_av_fisk_av_sjomat/kina_innforer_nye_restriksjoner_paa_import_av_norsk_laks.18546
- Mattilsynet. (2016). *Fakta om lakselus og lakselusbekjempelse*. Hentet 10. februar 2018 fra https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/fakta_om_lakselus_og_lakselusbekjempelse.23766
- Merd: innhegning. (2017, 23. august). I *Store norske leksikon*. Hentet 19. februar 2018 fra https://snl.no/merd_-_innhegning
- Miljødirektoratet. (2013). *Rømt oppdrettsfisk*. Hentet fra <http://www.miljodirektoratet.no/no/Tema/Arter-og-naturtyper/Villaksportalen/Pavirkninger/Romt-oppdrettsfisk/>
- Miljødirektoratet. (2016). *Utslipp av næringssalter fra fiskeoppdrett*. Hentet fra <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/overgjodsling/utslipp-av-naringssalter-fra-fiskeoppdrett/>
- Myrset, O. (2015, 12.02) *Dette må du vite om oppdrettsanlegg på land*. Hentet 6. februar 2018 fra <https://sysla.no/fisk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land/>
- Netfonds. (2018). *Informasjonsdump for Grieg Seafood (GSF)*. Hentet 5. februar 2018 fra <http://norma.netfonds.no/paperdump.php?paper=GSF.OSE>
- Nissen-Meyer, J. (2016, 18.08). *Norsk sjømat trosser Putin*. Hentet 5. februar 2018 fra <https://e24.no/naeringsliv/fiskeri/norsk-sjoemat-trosser-putin/23427682>
- Norges Bank. (2013). *Short term interest rates*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/en/Statistics/Historical-monetary-statistics/Short-term-interest-rates/>
- Norges Bank. (2018a). *Styringsrenten*. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Bank (2018c). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Hentet 24. april 2018 fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

-
- Norges sjømatråd. (2017a). Kina senker tollsatser for norsk sjømat. Hentet 3. februar 2018 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/kina-senker-tollsatser-for-sjomat/>
- Norges sjømatråd. (2017b). *Russland kan igjen bli Norges viktigste sjømatmarked*. Hentet fra <http://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/russland-kan-igjen-bli-norges-viktigste-sjomatmarked/>
- Norges sjømatråd. (2017c). *Hva skjer når Russland ikke har norsk laks?*. Hentet 20. januar 2018 fra <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/hva-skjer-nar-russland-ikke-har-norsk-laks/>
- Norges sjømatråd. (2017d). *Nordmenn omfavner sushi*. Hentet 7. februar 2018 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/nordmenn-omfavner-sushi/>
- Norges sjømatråd. (2017e). *Norsk laks er helt fri for antibiotika*. Hentet fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norsk-laks-er-helt-fri-for-antibiotika/>
- Norges sjømatråd (2017f). *Slår alarm om norsk sjømatkonsum*. Hentet fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/slar-alarm-om-norsk-sjomatkonsum/>
- Norges Sjømatråd. (2018a, 8. januar). *En million tonn laks for 64,7 milliarder i 2017*. Hentet 20. februar 2018 fra <http://www.mynewsdesk.com/no/seafood/pressreleases/en-million-tonn-laks-for-647-milliarder-i-2017-2361515>
- Norges sjømatråd. (2018c). *Markedsadgang blir viktigere*. Hentet 15. februar 2018 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/markedsadgang-blir-viktigere/>
- Norges sjømatråd. (2018d). *"3 i uka" skal minne unge på å spise sjømat*". Hentet 10 februar fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/satser-pa-3-i-uka-for-a-na-ut-med-sjomat-til-unge/>
- Norsk industri (2016). *Veikart for havbruksnæringen*. Hentet 20 januar 2018 fra <https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/rapporter-og-brosjyrer/veikart-for-havbruksnaringen---kortversjon.pdf>
- NOU 2014:16. (2014). *Sjømatindustrien – Utredning av sjømatindustriens rammevilkår*. Hentet 20. februar 2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2014-16/id2354149/sec3>
- NTB (2017, 10.11). *Britene lovfester brexit-dato til 29.mard 2019*. Hentet fra <https://www.dn.no/nyheter/2017/11/10/0548/Utenriks/britene-lovfester-brexit-dato-til-29-mars-2019>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2016, 26. september). *Fisk og EU: Informasjon om Norges fiskerisamarbeid med EU*. Hentet 20. februar 2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/fisk1/id685828/>
- Oanda (2018). *Historical rates*. Hentet fra <https://www.oanda.com/fx-for-business/historical-rates>
- Oslo Børs. (2018a). *Grieg Seafood*. Hentet 5. februar 2018 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/GSF.OSE/data>
- Oslo Børs. (2018b). *Aksjer; Konsumvarer*. Hentet 14. februar 2018 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/list/shares/quotelist/ose/30/all/false>
- Oslo Børs. (2018c). *Statistikk*. Hentet 16. mars 2018 fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk>
- Oslo Børs. (2018d). *OSLO Seafood Index*. Hentet 8. juni 2018 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSLSFX.OSE/overview>

-
- Reuters. (2017). *Norway salmon output growth on track to more than double in 2018 - forecaster Kontali*. Hentet 23. februar 2018 fra <https://www.reuters.com/article/norway-salmon-output/norway-salmon-output-growth-on-track-to-more-than-double-in-2018-forecaster-kontali-idUSL8N1MA40D>
- Regjeringen. (2016a). *Fisk og EU; Informasjon om Norges fiskerisamarbeid med EU*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/fisk1/id685828/>
- Regjeringen. (2016b). *Full normalisering av forholdet til Kina*. Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/pm_kina/id2524797/
- Regjeringen. (2017a). *Regjeringen skrur på trafikklyset*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset/id2577032/>
- Regjeringen. (2017b, 25.08). *Eksport til Russland*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/utenrikssaker/Eksportkontroll/sanksjoner-og-tiltak1/sanksjoner-russland/id2008497/>
- SalMar. (u.å.). *Salg og distribusjon*. Hentet 20. februar 2018 fra <https://www.salmar.no/salg-distribusjon/>
- SpareBank1. (2012) *Valutasikring*. Hentet fra https://www.sparebank1.no/ShowProperty?cId=1268413331975&cType=Vedlegg_C.
- SpareBank1. (2015). *Rentesikring: Rentebytteavtale – Renteswap*. Hentet fra <https://www.sblmarkets.no/showfile.ashx?fileinstanceid=2c59c684-99a9-42fe-89e1-3c8c0cee6c39>
- Sjømatnorge. (2012). *Fri adgang for norsk laks til USA*. Hentet fra <https://sjomatnorge.no/fri-adgang-for-norsk-laks-til-usa/>
- Sjømatnorge. (2011). *Norsk Havbruk*. Hentet fra https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2014/04/eff_fhl_komplett_lowres.pdf
- Statistisk Sentralbyrå. (2018). *Eksport av laks*. Hentet 8. juni 2018 fra <https://www.ssb.no/statbank/table/03024/chartViewLine/?rxid=620bb97d-d56d-4b67-a48a-b85695131725>
- Takla, E. (2018, 25.01). *Norges Bank holder styringsrenten uendret på 0,5 prosent*. Hentet 5. februar 2018 fra <https://www.dn.no/nyheter/2018/01/25/1000/Makrookonomi/norges-bank-holder-styringsrenten-uendret-pa-05-prosent>
- Tekmar. (2016). *Tildeling av grønne konsesjoner*. Hentet 21. februar 2018 fra <http://tekmar.no/wp-content/uploads/2016/08/Tildeling-av-gr%C3%B8nne-konsesjoner.pdf>
- Trading Economics (2018). *United States 30 year bond yield 1977-2018*. Hentet 24. april 2018 fra <https://tradingeconomics.com/united-states/30-year-bond-yield>
- Veterinærinstituttet.(u.å.). *Lakselus*. Hentet fra <https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/lakselus>
- WWF. (2014). *Miljø-laks snart i en butikk nær deg*. Hentet fra <https://www.wwf.no/?41406/Milj-laks-snart-i-en-butikk-nr-deg>
- Yngel. (2011, 27. oktober). *I Store norske leksikon*. Hentet 19. februar 2018 fra <https://snl.no/yngel>

Figur-, formel-, og tabelloversikt

Figuroversikt

Figur 2-1 Laksepris i perioden 2007 til 2018U18	16
Figur 2-2 Oppdrettsnæringens verdikjede	17
Figur 2-3 Illustrasjon av trafikklyssystemet	21
Figur 2-4 Konsernoversikt for Grieg Seafood ASA	30
Figur 2-5 Grieg Groups kjernevirksomhet og fremste selskaper	31
Figur 2-6 Årlig utvikling i Grieg Seafoods aksjekurs fra 2013 til 2017	34
Figur 3-1 Damodarans livssyklusmodell	49
Figur 3-2 Rammeverk for fundamental verdivurdering	52
Figur 4-1 Rammeverk for strategisk analyse	54
Figur 4-2 Illustrasjon av PESTEL-rammeverket	55
Figur 4-3 Utviklingen mellom NOK/USD og NOK/EUR i perioden 2013 til 2018	57
Figur 4-4 Illustrasjon av Porters femkreftermodell	61
Figur 4-5 Prisutviklingen til viktige proteinkilder i perioden 1980 til 2017	66
Figur 4-6 Oppsummering av den strategiske analysen gjennom SWOT	81
Figur 5-1 Rammeverk for strategisk regnskapsanalyse	84
Figur 5-2 Stegene for omgruppering av balansen	98
Figur 5-3 Rammeverk for forholdstallsanalyse	108
Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 i analyseperioden 2012 til 2017	112
Figur 6-2 Likviditetsgrad 2 i analyseperioden 2012 til 2017	115
Figur 6-3 Finansiell gjeldsdekning i analyseperioden 2012 til 2017	116
Figur 6-4 Rentedekningsgrad i analyseperioden 2012 til 2017	118
Figur 6-5 Egenkapitalprosenten i analyseperioden 2012 til 2017	122
Figur 6-6 Netto driftsrentabilitet i analyseperioden 2012 til 2017	123
Figur 7-1 Avkastningen til Grieg Seafood i analyseperioden 2012 til 2017	135

Figur 8-1 Oversikt over dekomponeringen av den strategiske fordel	152
Figur 8-2 Utviklingen i EBIT per kilo slaktet laks over analyseperioden 2012 til 2017	160
Figur 8-3 Oversikt over kildene til Grieg Seafoods strategiske fordel	176
Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap	177
Figur 9-2 Bransjens driftsinntekts- og volumvekst over analyseperioden 2012 til 2017	178
Figur 11-1 Konvergeringsprosessen til Grieg Seafood	227
Figur 11-2 Konvergering av egenkapital- og netto driftskravet til Grieg Seafood	227
Figur 11-3 Simulering av verdiestimatet per aksje til Grieg Seafood	235
Figur 11-4 Oppsidepotensialet til Grieg Seafood	236
Figur 11-5 Nedsiderisikoen til Grieg Seafood	236
Figur 13-1 Grenseverdiene for vår anbefalte handlingsstrategi	257

Formeloversikt

Formel 5-1 Driftsskattesats	95
Formel 6-1 Likviditetsgrad 1	111
Formel 6-2 Likviditetsgrad 2 – tradisjonell	113
Formel 6-3 Likviditetsgrad 2 – utradisjonell	114
Formel 6-4 Finansiell gjeldsdekningsgrad	116
Formel 6-5 Rentedekningsgrad	117
Formel 6-6 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm	118
Formel 6-7 Rente- og avdragsdekning ett år frem i tid	120
Formel 6-8 Egenkapitalprosent	121
Formel 6-9 Driftsrentabilitet	122
Formel 7-1 Totalkapitalavkastningskravene	130
Formel 7-2 Finansielle krav	130
Formel 7-3 Kapitalverdimodellen	131
Formel 7-4 Egenkapitalkrav	131

Formel 7-5 Minoritetskrav	132
Formel 7-6 Markedsmodellen	134
Formel 7-7 Markedets risikopremie	136
Formel 7-8 Finansielt gjeldskrav etter skatt	138
Formel 7-9 Finansiell gjeldsbeta	140
Formel 7-10 Finansielt eiendelskrav	141
Formel 7-11 Finansiell eiendelsbeta	142
Formel 7-12 Fordringsbeta	143
Formel 7-13 Netto finansielt gjeldskrav	143
Formel 7-14 Netto finansiell gjeldsbeta	144
Formel 7-15 Egenkapitalbeta	145
Formel 7-16 Driftsbeta	146
Formel 8-1 Rentabilitet	151
Formel 8-2 Strategisk fordel	154
Formel 8-3 Rentabilitetsfordel fra drift	158
Formel 8-4 Dekomponering av omløpsfordelen	165
Formel 8-5 Finansieringsfordel	171
Formel 8-6 Finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld	171
Formel 8-7 Finansieringsfordel fra minoritetsinteresser	174
Formel 9-1 Driftsinntekter	182
Formel 9-2 Driftsinntektsvekst i år 1	183
Formel 9-3 Driftsinntekter – alternativ formel	185
Formel 9-4 Netto driftseiendeler	189
Formel 9-5 Netto driftsresultat	190
Formel 9-6 Netto driftsmargin på horisonten T	192
Formel 9-7 Finansiell gjeld og finansielle eiendeler	192
Formel 9-8 Netto finanskostnad og netto finansinntekt	194

Formel 9-9 Minoritetsinteresser	196
Formel 9-10 Netto minoritetsresultat	197
Formel 9-11 Earnings per share (EPS)	199
Formel 10-1 Normal rente på budsjetthorisonten T	203
Formel 10-2 Egenkapitalbeta	205
Formel 11-1 Utbyttmodellen	218
Formel 11-2 Fri kontantstrømmmodellen	219
Formel 11-3 Superprofittmodellen	219
Formel 11-4 Superprofittvekstmodellen	220
Formel 11-5 Netto driftskapitalmetoden	221
Formel 11-6 Sysselsatt kapitalmetoden	221
Formel 11-7 Justering for konkurrisiko	228
Formel 12-1 Egenkapital- og selskapskapitalmetoden	244
Formel 12-2 Pris/Bok multiplikator	247
Formel 12-3 Pris/Fortjeneste multiplikator	248
Formel 12-4 EV/EBITDA multiplikator	250
Formel 12-5 EV/EBIT multiplikator	251

Tabelloversikt

Tabell 2-1 Finansiell utvikling i Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017	35
Tabell 2-2 Finansiell utvikling i Marine Harvest i perioden 2012 til 2017	37
Tabell 2-3 Finansiell utvikling i Lerøy i perioden 2012 til 2017	38
Tabell 2-4 Finansiell utvikling i SalMar i perioden 2012 til 2017	39
Tabell 2-5 Finansiell utvikling i Norway Royal Salmon i perioden 2012 til 2017	40
Tabell 4-1 Oppsummering av femkreftermodellen	69
Tabell 4-2 Oppsummering av VRIO-analysen	76
Tabell 4-3 Oppsummering av Grieg Seafoods strategiske fordel	80

Tabell 5-1 Tabulert resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017	86
Tabell 5-2 Tabulert balanse for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017	87
Tabell 5-3 Endring i Grieg Seafoods egenkapital i perioden 2011 til 2017	87
Tabell 5-4 Fullstendig nettoresultat til EK for Grieg Seafood, 2011 til 2017	89
Tabell 5-5 Fullstendig driftsresultat før skatt for Grieg Seafood, 2011 til 2017	90
Tabell 5-6 Fullstendig finansresultat før skatt for Grieg Seafood, 2011 til 2017	90
Tabell 5-7 Unormalt driftsresultat for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017	92
Tabell 5-8 Unormalt finansresultat for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017	93
Tabell 5-9 Netto finanskostnad til Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017	94
Tabell 5-10 Netto finansinntekt til Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017	94
Tabell 5-11 Unormalt netto finansresultat for Grieg Seafood, 2011 til 2017	95
Tabell 5-12 Netto driftsresultat for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017	96
Tabell 5-13 Unormalt netto driftsresultat for Grieg Seafood, 2011 til 2017	96
Tabell 5-14 Fordeling av Grieg Seafoods skattekostnad i perioden 2011 til 2017	97
Tabell 5-15 Omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood, 2011 til 2017	97
Tabell 5-16 Omgruppert totalbalanse for Grieg Seafood i perioden 2011 til 2017	102
Tabell 5-17 Omgruppert balanse (sysselsatt kapital) for GSF, 2011 til 2017	103
Tabell 5-18 Omgruppert balanse (netto driftskapital) for GSF, 2011 til 2017	103
Tabell 5-19 Effekt av justering av målefeil i resultatregnskapet	105
Tabell 5-20 Effekt av justering av målefeil i balansen	105
Tabell 5-21 Omgruppert og justert resultatregnskap for GSF, 2011 til 2017	106
Tabell 5-22 Omgruppert og justert balanse (sysselsatt kapital) for GSF, 2011 til 2017	106
Tabell 5-23 Omgruppert og justert balanse (netto driftskapital) for GSF, 2011 til 2017	107
Tabell 5-24 Omgruppert og justert kontantstrøm for GSF, 2012 til 2017	107
Tabell 5-25 Tidsvekter for analyseperioden 2012 til 2017	109
Tabell 6-1 Dekomponering av likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood, 2012 til 2017	113
Tabell 6-2 Dekomponering av likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood, 2012 til 2017	115

Tabell 6-3 Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling for GSF, 2012 til 2017	119
Tabell 6-4 Finansieringsmatrise for Grieg Seafood per 31.12.2017	124
Tabell 6-5 Finansieringsmatrise for bransjen per 31.12.2017	125
Tabell 6-6 Syntetisk rating og konkurssansynlighet	126
Tabell 6-7 Syntetisk rating til Grieg Seafood og bransjen i perioden 2012 til 2017	127
Tabell 7-1 Risikofri rente etter skatt i perioden 2012 til 2017	133
Tabell 7-2 Regresjonsutskrift fra analysen av Grieg Seafood og OSEBX	135
Tabell 7-3 Estimert og justert egenkapitalbeta for Grieg Seafood og bransjen	136
Tabell 7-4 Markedets risikopremie i perioden 2012 til 2017	137
Tabell 7-5 Estimert på kredittrisikopremie	139
Tabell 7-6 Finansielt gjeldskrav til Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017	139
Tabell 7-7 Finansiell gjeldsbeta til Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017	141
Tabell 7-8 Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017	142
Tabell 7-9 Finansiell fordringsbeta og eiendelsbeta til GSF, 2012 til 2017	143
Tabell 7-10 Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017	144
Tabell 7-11 Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017	145
Tabell 7-12 Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta for Grieg Seafood, 2012 til 2017	146
Tabell 7-13 Egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017	147
Tabell 7-14 Netto driftskrav for Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017	148
Tabell 7-15 Sysselsatt kapitalkrav til Grieg Seafood i perioden 2012 til 2017	148
Tabell 7-16 Historiske avkastningskrav for GSF og bransjen, 2012 til 2017	150
Tabell 8-1 Grieg Seafoods egenkapitalrentabilitet over analyseperioden 2012 til 2017	153
Tabell 8-2 Grieg Seafood superrentabilitet over analyseperioden 2012 til 2017	153
Tabell 8-3 Grieg Seafoods rene driftsfordel over analyseperioden 2012 til 2017	155
Tabell 8-4 Bransjefordel drift over analyseperioden 2012 til 2017	156
Tabell 8-5 Grieg Seafoods driftsrelaterte kravfordel, 2012 til 2017	157
Tabell 8-6 Grieg Seafoods driftsrelaterte rentabilitetsfordel, 2012 til 2017	157

Tabell 8-7 Grieg Seafoods marginfordel over analyseperioden 2012 til 2017	158
Tabell 8-8 Common size-analyse for Grieg Seafood, 2012 til 2017	160
Tabell 8-9 Grieg Seafoods omløpsfordel over analyseperioden 2012 til 2017	164
Tabell 8-10 Dekomponering av Grieg Seafoods omløpsfordel, 2012 til 2017	165
Tabell 8-11 Differansen mellom Grieg Seafood og bransjens arpu, 2012 til 2017	165
Tabell 8-12 Differansen mellom GSF og bransjens effektivitet, 2012 til 2017	167
Tabell 8-13 Differansen mellom netto driftskapital per kilo i GSF og bransjen over analyseperioden 2012 til 2017	168
Tabell 8-14 Dekomponering av Grieg Seafoods strategiske driftsfordel, 2012 til 2017	168
Tabell 8-15 Grieg Seafoods driftsrelaterte gearingfordel, 2012 til 2017	169
Tabell 8-16 Grieg Seafoods samlede driftsfordel, 2012 til 2017	170
Tabell 8-17 Grieg Seafoods finansieringsfordel fra finansiell gjeld, 2012 til 2017	172
Tabell 8-18 Grieg Seafoods finansieringsfordel fra finansielle eiendeler, 2012 til 2017	172
Tabell 8-19 Grieg Seafoods finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld, 2012 til 2017	173
Tabell 8-20 Grieg Seafoods finansieringsfordel fra minoritetsinteresser over analyseperioden 2012 til 2017	174
Tabell 8-21 Grieg Seafoods finansieringsfordel over analyseperioden 2012 til 2017	175
Tabell 9-1 Driftsinntektsveksten for Grieg Seafood og bransjen, 2012 til 2017	179
Tabell 9-2 Volumvekst for Grieg Seafood og bransjen, 2012 til 2017	179
Tabell 9-3 Egenkapitalveksten til Grieg Seafood og bransjen, 2012 til 2017	180
Tabell 9-4 Grieg Seafoods driftsinntekter over budsjettperioden 2018 til 2029	185
Tabell 9-5 Grieg Seafoods arpuvekst over analyseperioden 2012 til 2017	186
Tabell 9-6 Grieg Seafoods arpu over budsjettperioden 2018 til 2029	187
Tabell 9-7 Grieg Seafoods vekst i andre driftsinntekter, 2012 til 2017	187
Tabell 9-8 Grieg Seafoods andre driftsinntekter over budsjettperioden 2018 til 2029	187
Tabell 9-9 Grieg Seafoods arpu, produksjonsvolum, andre driftsinntekter og totale driftsinntekter over budsjettperioden 2018 til 2029	188
Tabell 9-10 Grieg Seafoods netto driftseiendeler, 2018 til 2029	190
Tabell 9-11 Grieg Seafoods netto driftsresultat, 2018 til 2029	192

Tabell 9-12 Grieg Seafoods netto finansielle gjeld, 2018 til 2029	194
Tabell 9-13 Grieg Seafoods netto finanskostnad, 2018 til 2029	195
Tabell 9-14 Grieg Seafoods minoritetsinteresser, 2018 til 2029	196
Tabell 9-15 Grieg Seafoods netto minoritetsresultat, 2018 til 2029	197
Tabell 9-16 Grieg Seafoods fremtidsresultat, 2018 til 2024	198
Tabell 9-17 Grieg Seafoods fremtidsresultat, 2025 til 2029	199
Tabell 9-18 Grieg Seafoods fortjeneste per aksje (EPS)	199
Tabell 9-19 Grieg Seafoods fremtidsbalanse (sysselsatt kapital)	200
Tabell 9-20 Grieg Seafoods fremtidsbalanse (netto driftskapital)	200
Tabell 9-21 Grieg Seafoods fremtidige frie kontantstrøm til egenkapitalen	201
Tabell 10-1 Risikofri rente i budsjettperioden 2018 til 2029	204
Tabell 10-2 Markedsrisikopremien i budsjettperioden 2018 til 2029	204
Tabell 10-3 Egenkapitalbeta og netto driftsbeta for Grieg Seafood, 2018 til 2029	205
Tabell 10-4 Egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood, 2018 til 2029	206
Tabell 10-5 Syntetisk rating av Grieg Seafood over budsjettperioden 2018 til 2029	207
Tabell 10-6 Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018 til 2029	208
Tabell 10-7 Finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018 til 2029	209
Tabell 10-8 Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood, 2018 til 2029	210
Tabell 10-9 Finansiell eiendelsbeta og fordringsbeta for Grieg Seafood, 2018 til 2029	211
Tabell 10-10 Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood, 2018 til 2029	211
Tabell 10-11 Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood, 2018 til 2029	212
Tabell 10-12 Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood, 2018 til 2029	212
Tabell 10-13 Netto driftskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018 til 2029	213
Tabell 10-14 Oppsummering fremtidskrav for Grieg Seafood, 2018 til 2029	213
Tabell 10-15 Strategisk fordel for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018 til 2029	214
Tabell 10-16 Dekomponering av den strategiske fordelen til GSF, 2018 til 2029	215
Tabell 11-1 Første verdiestimat av minoritetsinteresser basert på budsjetterte vekter	222

Tabell 11-2 Første verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood ved bruk av egenkapitalmetoden	223
Tabell 11-3 Første verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden	224
Tabell 11-4 Første verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood ved bruk av driftskapitalmetoden	224
Tabell 11-5 Oppsummering av første verdiestimat basert på budsjetterte vekter	225
Tabell 11-6 Verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden gjennom konvergeringsprosessen	226
Tabell 11-7 Fundamentalt Pris/Bok forhold for Grieg Seafood	229
Tabell 11-8 Fundamentalt Pris/Fortjeneste forhold for Grieg Seafood	229
Tabell 11-9 Sannsynlighetsfordeling til de stokastiske variablene i simuleringen	234
Tabell 11-10 Statistikk fra simuleringsanalysen av Grieg Seafood	235
Tabell 11-11 Bidrag til variansen fra de ulike budsjettdriverne	237
Tabell 11-12 Prosentvis endring i netto driftsmargin med tilhørende endring i aksjeestimatet til Grieg Seafood på mellomlang og lang sikt	239
Tabell 11-13 Prosentvis endring i driftsinntektsveksten med tilhørende endring i aksjeestimatet til Grieg Seafood på mellomlang og lang sikt	239
Tabell 11-14 Prosentvis endring i omløpet til netto driftseiendeler med tilhørende endring i aksjeestimatet til Grieg Seafood på mellomlang og lang sikt	240
Tabell 11-15 Prosentvis endring i egenkapitalbeta med tilhørende endring i aksjeestimatet til Grieg Seafood	240
Tabell 12-1 Markedsverdien for GSF og komparative selskapene basert på børskurs	245
Tabell 12-2 Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av Pris/Bok multiplikatoren	247
Tabell 12-3 Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av Pris/Fortjeneste multiplikatoren	249
Tabell 12-4 Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av EV/EBITDA multiplikatoren	250
Tabell 12-5 Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av EV/EBIT multiplikatoren	251
Tabell 12-6 Komparativt verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood	252

Vedlegg

Vedlegg 1 - Justert og omgruppert bransjeregnskap og -balanse

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	32 552 463	41 195 801	51 765 094	56 306 342	73 018 858	77 346 208
Driftskostnader	31 415 307	34 562 087	43 726 041	50 444 811	55 319 189	61 290 653
Driftsresultat fra egen virksomhet	1 137 156	6 633 714	8 039 053	5 861 531	17 699 670	16 055 556
Driftsrelatert skattekostnad	300 070	1 707 389	2 076 928	1 512 807	4 618 075	4 126 147
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	837 086	4 926 325	5 962 125	4 348 724	13 081 595	11 929 408
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	178 234	414 486	340 663	246 004	877 074	757 649
Netto driftsresultat	1 015 320	5 340 811	6 302 788	4 594 728	13 958 668	12 687 058
Netto finansinntekt	31 410	45 492	58 436	26 511	44 034	54 845
Netto resultat til sysselsatt kapital	1 046 730	5 386 303	6 361 224	4 621 238	14 002 702	12 741 903
Netto finanskostnad	570 636	756 032	660 308	572 607	592 258	626 643
Netto minoritetsresultat	32 436	287 149	94 958	98 213	358 677	41 185
Normal nettoresultat til egenkapital	443 658	4 343 122	5 605 957	3 950 418	13 051 767	12 074 074
Unormalt netto driftsresultat	-813 824	-3 253 708	1 780 137	408 119	3 794 946	6 494 285
Unormalt netto finansresultat	-278 769	571 572	-253 866	393 635	-725 957	-1 253 453
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-648 936	1 660 986	7 132 228	4 752 172	16 120 756	17 314 906
Netto betalt utbytte	-591 258	-841 034	5 127 015	452 330	9 466 632	1 267 790
Endring i EK	-57 678	2 502 020	2 005 213	4 299 842	6 654 124	16 047 116

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	19 726 139	23 559 213	27 162 920	30 435 922	34 079 238	37 431 891
Driftsrelatert arbeidskapital	13 022 231	14 834 471	18 027 408	20 870 241	23 334 886	29 497 738
Netto driftseiendeler	32 748 370	38 393 684	45 190 328	51 306 163	57 414 124	66 929 629
Egenkapital	22 431 569	24 545 389	26 938 807	31 627 046	37 892 870	53 936 148
minoritetsinteresser	895 665	1 227 477	978 042	1 070 020	1 114 451	1 056 052
Netto finansiell gjeld	9 421 136	12 620 818	17 273 479	18 609 097	18 406 803	11 937 429
Netto driftskapital	32 748 370	38 393 684	45 190 328	51 306 163	57 414 124	66 929 629