



Grieg Seafood ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

Nicholas Sogge Emdal og Linn Emilie Johnsen

Veileder: Gunnar A. Dahl

Masteroppgave, Masterstudiet i økonomi- og administrasjon,
Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med denne masteroppgaven var å beregne egenkapitalverdien til Grieg Seafood ASA, og videre komme frem til et endelig verdiestimat på selskapet sin aksje per 31.12.2018. I hovedsak benyttet vi oss av en fundamental verdsettelsesmetode, som går ut på å verdsette selskapet gjennom å beregne nåverdien til selskapets fremtidige kontantstrømmer. Vi supplerte med en komparativ verdsettelse, som representerer en markedsbasert tilnærming.

Grunnlaget for den fundamentale analysen skapte vi gjennom en strategisk regnskapsanalyse der vi undersøkte historisk lønnsomhet og økonomiske forhold som påvirker selskapet. Vi kombinerte dette med strategiske analyser som ga innsikt i makro-, bransje- og selskapsspesifikke forhold. Dette ga oss et godt grunnlag bestående både av kvantitative og kvalitative data. Fra den strategiske regnskapsanalysen fant vi at Grieg Seafood var i besittelse av en strategisk fordel på 8.9% i perioden 2012 til 2018. Dette skyldes en stor bransjefordel på 15.8%. Grieg Seafood hadde også en ressursulempe på 10.7%. Vi går ut ifra at bransjefordelen primært skyldes konsesjonssystemet og fordelaktige makroutviklinger.

Etter den strategiske regnskapsanalysen brukte vi innsikten vi opparbeidet oss til å utvikle et fremtidsregnskap med tilhørende fremtidskrav for perioden 2019 til 2030 for Grieg Seafood. Videre gjennomførte vi den fundamentale verdsettelsen ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene med tilhørende fremtidskrav gjennom egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Vi gjennomførte en konvergeringsprosess og kom frem til et verdiestimat på 106 kroner i vår fundamentale verdsettelse. For å se hvordan usikkerheten rundt prediksjonene i fremtidsregnskapet påvirker verdiestimatet valgte vi å gjennomføre en Monte Carlo simulasjon i vår sensitivitetsanalyse. Vi supplerte deretter med en komparativ verdsettelse og kom frem til et verdiestimat på 123.73 kroner. Da vi ser både fordeler og ulemper med både den fundamentale- og komparative verdsettelsen valgte vi å vekte de med henholdsvis 75% og 25% for å komme frem til vårt endelige verdiestimat.

Vårt endelige verdiestimat på egenkapitalen til Grieg Seafood ASA per 31.12.2018 er 110 kroner per aksje. Dette resulterer i en hold-anbefaling av aksjen i henhold til vår handlingsstrategi.

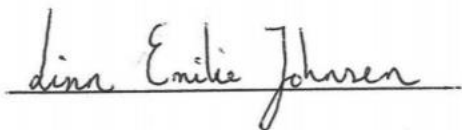
Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som del av vår mastergrad i finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole. Vi valgte verdsettelsesemnet som følge av at begge undertegnede har stor interesse for det, da begge liker å følge med på børsen og holde seg oppdatert på markedsutviklinger, samt investerer i aksjer.

Oppgaven tar utgangspunkt i en kombinasjon av to rammeverk, med størst vekt på det Kjell Henry Knivsflå foreleser i masterkurset «Regnskapsanalyse og verdivurdering». Da begge undertegnede har gått masterprofilen finansiell økonomi, og kun har hatt finansfaget «Valuation» på masternivå som har en annen tilnærming til verdsettelse enn det Knivsflå har, har det vært en omfattende og lærerik prosess. I ettertid sitter vi igjen med verdifull erfaring og kunnskap vi vil ta med oss inn i arbeidslivet som nå venter oss. Når det gjelder bransje var begge svært interessert i å verdsette et selskap i oppdrettsnæringen. Dette var for det første fordi ingen av oss hadde verdsatt ett selskap i næringen før, samtidig som bransjen i våre øyne er «den nye oljen» og en svært fremtidsrettet bransje for Norge. Da vi skulle velge selskap ønsket vi å verdsette et mindre oppdrettselskap med vekstpotensial i fremtiden, og valget falt da naturlig på Grieg Seafood ASA.

Til slutt vil vi rette en stor takk til vår veileder Gunnar A. Dahl som med sin ekspertise har kommet med gode råd og konstruktive tilbakemeldinger som har vært av stor verdi for vårt endelige resultat.

Bergen, juni 2019



Linn Emilie Johnsen



Nicholas Sogge Emdal

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	13
1.1 FORMÅL	13
1.2 AVGRENSNINGER	14
1.3 STRUKTUR.....	15
2. PRESENTASJON AV OPPDRETTSNÆRINGEN OG GRIEG SEAFOOD.....	17
2.1 ET OVERBLIKK OVER NORSK OPPDRETTSNÆRING	17
2.1.1 <i>Historie:</i>	17
2.1.2 <i>Verdikjeden til laksenæringen:</i>	19
2.2 MILJØUTFORDRINGER:	20
2.2.1 <i>Lus:</i>	21
2.2.2 <i>Miljøgift:</i>	22
2.2.3 <i>Forurensing:</i>	22
2.2.4 <i>Rømning av laks:</i>	22
2.3 KOMMERSIELLE UTFORDRINGER:	23
2.3.1 <i>Produksjons- og lønnsomhetsutfordringer:</i>	23
2.3.2 <i>Konsesjoner:</i>	24
2.4 MARKEDSFORHOLD:	24
2.4.1 <i>Priser:</i>	24
2.4.2 <i>Kostnadsstruktur:</i>	26
2.4.3 <i>Handel/eksport:</i>	29
2.4.4 <i>Produksjonssyklus og markedsyklus:</i>	31

2.4.5	<i>Markedsstruktur:</i>	32
2.4.6	<i>Markedsvekst:</i>	33
2.5	MAKROFORHOLD:	34
2.5.1	<i>Økonomi:</i>	34
2.5.2	<i>Myndigheter/konsesjoner:</i>	34
2.5.3	<i>Sosiokulturelle forhold/livsstil:</i>	35
2.5.4	<i>Befolkningsvekst:</i>	36
2.5.5	<i>Oppsummering – presentasjon av oppdrettsnæringen:</i>	36
2.6	GRIEG SEAFOOD ASA	36
2.6.1	<i>Historie:</i>	36
2.6.2	<i>Virksomhetsområde:</i>	37
2.7	KONKURRENTER:	38
2.7.1	<i>Norway Royal Salmon:</i>	39
2.7.2	<i>Mowi:</i>	40
2.7.3	<i>Lerøy:</i>	40
2.7.4	<i>SalMar:</i>	41
2.7.5	<i>Hvordan Grieg Seafood skiller seg fra sine konkurrenter:</i>	41
2.7.6	<i>Oppsummering – presentasjon av Grieg Seafood og konkurrentene:</i>	42
3.	STRATEGISK ANALYSE	43
3.1	PESTEL-ANALYSE	44
3.1.1	<i>Politiske faktorer:</i>	45
3.1.2	<i>Økonomiske faktorer:</i>	46
3.1.3	<i>Sosiokulturelle faktorer:</i>	50
3.1.4	<i>Miljømessige faktorer:</i>	51

3.1.5	<i>Teknologiske faktorer:</i>	52
3.1.6	<i>Juridiske faktorer:</i>	53
3.1.7	<i>Oppsummering – PESTEL:</i>	54
3.2	PORTERS FEM KONKURRANSEKREFTER	55
3.2.1	<i>Eksisterende konkurranseintensitet:</i>	57
3.2.2	<i>Press fra substitutter:</i>	59
3.2.3	<i>Kundenes forhandlingsposisjon:</i>	60
3.2.4	<i>Leverandørens forhandlingsposisjon:</i>	61
3.2.5	<i>Trussel fra nyetableringer:</i>	63
3.2.6	<i>Oppsummering – Porter:</i>	64
3.3	INTERN RESSURSANALYSE – VRIO	65
3.3.1	<i>VRIO-analyse for Grieg Seafood:</i>	65
3.3.2	<i>Oppsummering – VRIO:</i>	69
3.4	SWOT-ANALYSE AV OPPDRETTSNÆRINGEN OG GRIEG SEAFOOD:	70
4.	TEORIDEL – VERDSETTELSESMODELLER	74
4.1	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	74
4.1.1	<i>Dividendemodellen</i>	75
4.1.2	<i>Diskonterte kontantstrømmodeller</i>	76
4.1.3	<i>Resultatbaserte modeller</i>	79
4.1.4	<i>Residualinntekt/Superprofitt</i>	80
4.2	MARKEDSBASERT TILNÆRMING/KOMPARATIV VERDSETTELSE	81
4.3	OPSJONSBASERT TILNÆRMING	82
4.4	HVILKEN VERDSETTELSESMETODE EGNER SEG BEST?	82
4.5	MODELL- OG METODEVALG	85

4.6	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL OG KOMPARATIV VERDSETTELSE:	86
4.6.1	<i>Rammeverk for fundamental verdsettelse – metode 1:</i>	87
4.6.2	<i>Rammeverket for fundamental verdsettelse – metode 2:</i>	110
4.6.3	<i>Rammeverk for komparativ verdsettelse:</i>	112
5.	REGNSKAPSANALYSE	122
5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE	122
5.2	PRAKTISKE VALG TIL REGNSKAPSANALYSEN	123
5.2.1	<i>Valg av analysenivå</i>	123
5.2.2	<i>Valg av analyseperiode</i>	124
5.2.3	<i>Valg av komparative selskap</i>	125
5.3	PRESENTASJON AV RESULTAT OG BALANSE	126
5.4	OMGRUPPERING AV RESULTAT- OG BALANSEREGNSKAP	127
5.5	OMGRUPPERING AV RESULTATREGNSKAPET:	127
5.5.1	<i>Steg 1: Identifisering av normale og unormale driftsrelaterte poster</i>	129
5.5.2	<i>Steg 2: Identifisering av normale og unormale finansielle poster</i>	131
5.5.3	<i>Steg 3: Utarbeidelse av driftsrelatert skatt</i>	132
5.5.4	<i>Steg 4: Identifisering av nettoresultat til sysselsatt kapital</i>	134
5.5.5	<i>Steg 5: Identifisering av netto minoritetsresultat</i>	134
5.5.6	<i>Steg 6: Identifisering av fullstendig nettoresultat til egenkapital</i>	135
5.5.7	<i>Steg 7: Justering for netto betalt utbytte</i>	135
5.5.8	<i>Steg 8: Justering for diskontinuerlig resultat og «dirty surplus»</i>	135
5.5.9	<i>Steg 9: Identifisering av endring i egenkapital</i>	136
5.6	OMGRUPPERING AV BALANSE:	136
5.6.1	<i>Steg 1: Kategorisering av de ulike balansepostene</i>	137

5.6.2	<i>Steg 2: Leasing</i>	143
5.6.3	<i>Steg 3: Fra total kapital til sysselsatt kapital</i>	145
5.6.4	<i>Steg 4: Netto driftskapital</i>	145
5.7	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	145
6.	ANALYSE AV RISIKO	148
6.1	LIKVIDITETSANALYSE	149
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	149
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	151
6.1.3	<i>Finansiell gjeldsdekning</i>	156
6.1.4	<i>Rentedekningsgrad</i>	157
6.2	SOLIDITETSANALYSE	159
6.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	159
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	161
6.2.3	<i>Kapitalstruktur</i>	162
6.3	SYNTETISK RATING	165
7.	HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV	169
7.1	VEKTET KAPITALAVKASTNINGSKRAV	170
7.1.1	<i>Finansielle krav</i>	171
7.1.2	<i>Kapitalverdimodellen</i>	172
7.2	KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET	173
7.2.1	<i>Beregning før og etter skatt</i>	173
7.2.2	<i>Kreditrisiko</i>	174
7.2.3	<i>Risikofri rente</i>	174
7.2.4	<i>Egenkapitalbeta</i>	175

7.2.5	<i>Markedets risikopremie</i>	177
7.2.6	<i>Illikviditetspremie</i>	178
7.3	FINANSIELLE KRAV	179
7.3.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	180
7.3.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	182
7.3.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	185
7.3.4	<i>Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta</i>	186
7.4	EGENKAPITAL-, MINORITETS- OG SELSKAPSKRAV	187
7.4.1	<i>Egenkapital- og minoritetskrav</i>	188
7.4.2	<i>Selskapskrav/totalavkastningskrav</i>	188
7.5	OPPSUMMERING – HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV:	190
8.	STRATEGISK LØNNSOMHETSANALYSE	193
8.1	NETTO DRIFTSRENTABILITET:	193
8.1.1	<i>Resultatgrad/EBIT-margin:</i>	194
8.1.2	<i>Konklusjon EBIT-margin:</i>	203
8.1.3	<i>Omløpshastighet:</i>	203
8.1.4	<i>Netto driftsrentabilitet – overordnet konklusjon:</i>	206
8.2	EGENKAPITALRENTABILITET:	207
8.3	STRATEGISK FORDEL:	209
8.3.1	<i>Driftsfordel</i>	211
8.3.2	<i>Oppsummering – Driftsfordel:</i>	217
8.3.3	<i>Finansieringsfordel</i>	217
8.4	OPPSUMMERING – STRATEGISK FORDEL:	220
9.	FREMTIDSREGNSKAP:	221

9.1	BUDSJETTHORISONT	221
9.2	DETALJNIVÅ:	223
9.3	METODE FOR FRAMSKRIVNING AV BUDSJETTDRIVERNE:	223
9.3.1	<i>Håndtering av usikkerhetsfaktorer i budsjettet:</i>	224
9.4	STEGENE I MODELLEN ELLER RAMMEVERKET FOR BUDSJETTERING:	225
9.4.1	<i>Steg 1: Budsjetterte driftsinntekter</i>	225
9.4.2	<i>Steg 2: Budsjettert netto driftseiendeler</i>	228
9.4.3	<i>Steg 3: Budsjettert netto driftsresultat/margin</i>	230
9.4.4	<i>Steg 4: Budsjettert finansiell gjeld og eiendeler</i>	235
9.4.5	<i>Steg 5: Budsjetterte netto finanskostnader og inntekter</i>	236
9.4.6	<i>Steg 6: Budsjetterte minoritetsinteresser</i>	237
9.4.7	<i>Steg 7: Budsjettert netto minoritetsresultat</i>	238
9.5	PRESENTASJON AV FREMTIDSREGNSKAP	238
9.5.1	<i>Fremtidsresultat</i>	239
9.5.2	<i>Fremtidsbalanse</i>	239
9.5.3	<i>Fremtidig fri kontantstrøm</i>	240
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	242
10.1	KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET	242
10.1.1	<i>Risikofri rente</i>	242
10.1.2	<i>Markedsrisikopremie</i>	243
10.1.3	<i>Egenkapitalbeta</i>	244
10.1.4	<i>Illikviditetspremie:</i>	244
10.1.5	<i>Egenkapital- og minoritetskrav</i>	245
10.2	FINANSIELLE KRAV	245

10.2.1	<i>Syntetisk rating</i>	246
10.2.2	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	246
10.2.3	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	247
10.2.4	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	248
10.3	SELKAPSKRAV	249
10.4	STRATEGISK FORDEL	250
11.	FUNDAMENTAL VERDETTELSE	252
11.1	EGENKAPITALMETODEN	253
11.1.1	<i>Dividendemodellen</i>	253
11.1.2	<i>Fri kontantstrøm modellen</i>	254
11.2	SELKAPSKAPITALMETODEN:	255
11.2.1	<i>Netto driftskapitalmodellen</i>	255
11.3	VERDSETTELSE AV MINORITETSINTERESSER	255
11.4	KONVERGENSPROSEDYRE	256
11.5	ENDELIG VERDIESTIMAT BASERT PÅ DEN FUNDAMENTALE VERDSETTELSEN	259
11.6	SENSITIVITETSANALYSE	260
11.6.1	<i>Budsjett drivere</i>	260
11.6.2	<i>Monte Carlo simulasjon</i>	266
11.6.3	<i>Oppsummering – sensitivitetsanalyse:</i>	269
12.	KOMPARATIV VERDSETTELSE	270
12.1	MULTIPLIKATORMODELLEN	270
12.2	KOMPARATIVE SELSKAP	272
12.3	MULTIPLIKATORER	273
12.3.1	<i>Justert Pris/Bok</i>	274

12.3.2	<i>Justert Pris/fortjeneste</i>	275
12.3.3	<i>EV/EBITDA</i>	277
12.3.4	<i>EV/EBIT</i>	278
12.4	KOMPARATIVT VERDIESTIMAT	279
13.	OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI	282
13.1	OPPSUMMERING OG VEKTING AV VERDIESTIMATET	282
13.2	HANDLINGSSTRATEGI PER 31.12.2018	284
13.2.1	<i>Konklusjon</i>	284
TABELL-, GRAF-, DIAGRAM-, FIGUR- OG FORMELOVERSIKT:		285
LITTERATURLISTE		296

1. Innledning

I det innledende kapitlet vil vi først presentere formålet med masteroppgaven som resulterer i oppgavens problemstilling. Deretter vil vi presentere oppgavens nødvendige avgrensninger. Tilslutt vil vi presentere oppgavens struktur, noe vi mener er spesielt viktig for å gjøre det lettere for leseren å lese oppgaven som innehar en relativ kompleks struktur.

1.1 Formål

I denne oppgaven foretar vi en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood ASA, et selskap i oppdrettsnæringen. Videre i oppgaven vil vi omtale selskapet som Grieg Seafood. Formålet med oppgaven er å beregne egenkapitalverdien til selskapet, og videre komme frem til et endelig verdiestimat på selskapet sin aksje per 31.12.2018.

Verdsettelsen bygger på en strategisk regnskapsanalyse som tar utgangspunkt i både kvantitative og kvalitative metoder. Ut ifra den strategiske regnskapsanalysen utarbeides det fremtidsregnskap- og krav for selskapet, og ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer fastsettes det fundamentale verdiestimatet på selskapet sin egenkapital og aksje. Det fundamentale verdiestimatet bygger på en rekke forutsetninger og subjektive vurderinger. Dette bidrar til en del usikkerheter knyttet til det fundamentale verdiestimatet. Vi har derfor valgt å supplere med en komparativ verdsettelse av selskapet. Det endelige verdiestimatet fastsettes så ved en vekting av disse to metodene. Dette resulterer så i en anbefalt handlingsstrategi for selskapet sin aksje. Handlingsstrategien baseres på en sammenligning av børskursen per 31.12.2018 og vårt endelige verdiestimat. På basis av dette vil vi kunne si noe om aksjen er over- eller undervurdert på børs per 31.12.2018, eller om den ser ut til å være fair priset i markedet.

Dette leder oss til følgende problemstilling på vår masteroppgave:

«Hva er egenkapitalverdien med tilhørende aksjeverdi for Grieg Seafood ASA per 31.12.2018?»

1.2 Avgrensninger

Denne masteroppgaven er utarbeidet med et investor- og kreditororientert perspektiv. Dette betyr videre at verdsettelsen vi har gjennomført er investor- og kreditororientert. Det må også presiseres at oppgaven er mest investororientert ettersom oppgaven ender opp i en anbefalt handlingsstrategi for selskapet sin aksje per 31.12.2018.

Oppgaven baserer seg kun på tilgjengelig offentlig informasjon. Vi har innhentet informasjon fra eksterne kilder, herunder eksempelvis årsrapporter og artikler. Dette kan bidra til økt usikkerhet i verdiestimatet ettersom det naturlig vil kunne foreligge intern informasjon vi ikke har tilgang på som påvirker den fundamentale verdien av selskapet sin aksje.

Vi har valgt å begrense verdsettelsen til å ta i bruk to verdsettelsesteknikker, herunder fundamental- og komparativ verdsettelse. Videre verdsetter vi selskapet på konsernnivå. Vi går inn på argumentasjon for dette senere i oppgaven.

Vi har valgt en analyseperiode som er begrenset til en periode på syv år, fra 2012-2018. Vi anser denne perioden som tilfredsstillende ettersom vi får med oss både oppgangs- og nedgangskonjunkturer for bransjen i våre analyser, samtidig som vi mener at eldre år ikke gir noen særlig relevans for verdsettelsen.

Vi begrenser de komparative selskapene i bransjen til å inkludere Mowi ASA, Lerøy Seafood Group ASA, SalMar ASA, Norway Royal Salmon ASA og Grieg Seafood ASA. Vi kommer også inn på valg av komparative selskaper senere i oppgaven.

Ettersom vi skal fastsette et endelig verdiestimat på selskapet sin aksje per 31.12.2018, vil ikke offentlig informasjon utgitt etter denne datoen være relevant. Vi tar med andre ord ikke hensyn til dette i våre verdiestimater.

Når det gjelder kilder har vi også måtte gjøre noen avgrensninger. Da det ikke står noe spesifikt under Chicago B sin litteraturhenvisningsmetode om hvordan man skal referere til årsrapporter, forelesninger eller dokumentarer, har vi valgt å gjøre det slik vi har observert tidligere masteroppgaver har gjort det. Vi har også sett at noen nettsider vi har hentet informasjon fra tidligere nå har forsvunnet. Det vil si at vi per dags dato kun blir ledet til hjemmesiden istedenfor den spesifikke siden der vi hentet informasjonen fra. Vi vil derfor ikke kunne henviser korrekt til disse kildene per dags dato ettersom vi ikke har informasjon

om forfatter, dato publisert og lignende lenger. Da kildene likevel er å anse som troverdige henviser vi dermed til siden man kommer inn på i dag ved å trykke på linken. Våre antakelser er at sidene er fjernet av tilfeldige grunner og at informasjonen fortsatt er gyldig.

1.3 Struktur

Vi vil nå presentere strukturen i vår masteroppgave. Formålet med dette er å gi leseren en best mulig oversikt over strukturen i oppgaven før vedkommende starter lesingen. Verdsettelsen er omfattende, og vi vil i det følgende gjøre vårt beste i å gi leseren en god oversikt.

Kapittel 2 presenterer oppdrettsnæringen og Grieg Seafood. Først vil vi gi et historisk overblikk over norsk oppdrettsnæring, før vi ser på miljøutfordringer, kommersielle utfordringer, markeds- og makroforhold i bransjen. Deretter presenterer vi selskapet vi verdsetter, Grieg Seafood ASA, herunder deres historie og virksomhetsområde, før vi går inn på presentasjonen av konkurrentene, og videre hvordan Grieg Seafood skiller seg fra disse.

Kapittel 3 omfatter den strategiske analysen av oppdrettsnæringen, herunder intern og ekstern bransjeanalyse. Her går vi inn på PESTEL, Porter- og VRIO-rammeverkene som resulterer i en SWOT-analyse. Dette gir oss innblikk i markedsutsikter for bransjen og mer selskapsspesifikke faktorer hos Grieg Seafood. Sammen med den historiske regnskapsanalysen danner dette grunnlaget for fremtidsregnskapet som kommer senere i oppgaven.

Kapittel 4 omfatter teoridelen i oppgaven. Her presenterer vi først en rekke verdsettelsesmodeller før vi går detaljert inn på rammeverket for fundamental og komparativ verdsettelse. Herunder to type rammeverk for den fundamentale verdsettelsen, presentert av Kaldestad & Møller (2016) og Knivsflå (2019), og et type rammeverk for den komparative verdsettelsen, presentert av Kaldestad & Møller.

I kapittel 5 kommer den historiske regnskapsanalysen. Her presenterer vi praktiske valg for regnskapsanalysen, før vi presenterer opprinnelig resultat og balanse. Deretter går vi inn på den nødvendige omgrupperingen og normaliseringen av regnskapene. Avslutningsvis presenterer vi rammeverket for forholdstallsanalysen som kommer i påfølgende kapittel.

I kapittel 6 presenterer vi risikoanalysen av Grieg Seafood og bransjen. Denne består av henholdsvis en likviditetsanalyse og soliditetsanalyse som resulterer i en syntetisk rating av bransjen og selskapet.

Kapittel 7 omfatter utarbeidelsen av historiske avkastningskrav for Grieg Seafood. Disse brukes videre i den strategiske lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. Kapittel 8 omfatter blant annet analyse av selskapet sin netto driftsrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og strategiske fordel.

De ovenfornevnte kapitlene danner grunnlaget for fremtidsregnskapet vi utfører og presenterer i kapittel 9 i oppgaven. I kapittel 10 presenterer vi de estimerte fremtidskravene og vår estimerte fremtidige strategiske fordel for selskapet. Dette resulterer så i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Her kommer vi frem til Grieg Seafood sin egenkapitalverdi og videre endelig fundamentalt verdiestimat av selskapet sin aksje. Grunnet usikkerhetene knyttet til flere av de mange forutsetningene i den fundamentale verdsettelsen utfører vi også en sensitivitetsanalyse i kapittel 11. Dette gir innsikt i usikkerheten knyttet til det fundamentale verdiestimatet vårt.

I kapittel 12 presenterer vi den supplerende verdsettelsesmetoden for Grieg Seafood sin aksje, nemlig den komparative verdsettelsen.

Kapittel 13 er vårt oppsummerende kapittel. Det omfatter vekting av det fundamentale og komparative verdiestimatet, som resulterer i vårt endelige verdiestimat på selskapet sin aksje per 31.12.2018. Dette ender så opp i en handlingsstrategi, som videre representerer konklusjonen i vår masteroppgave.

Nederst i vår avhandling ligger en figur-, formel-, graf-, diagram- og tabelloversikt, samt litteraturliste.

2. Presentasjon av oppdrettsnæringen og Grieg Seafood

Som nevnt innledningsvis har vi valgt å foreta en verdsettelse av Grieg Seafood, et selskap i oppdrettsnæringen. Denne næringen er svært prominent i Norge, både i aksjemarkedet og i miljødebatten. Norge er verdensledende når det kommer til oppdrett og er et land med både kultur og historie for sjømat. For å opparbeide oss en fundamental forståelse vil vi analysere både oppdrettsnæringen og Grieg Seafood grundig før vi går over på den tekniske verdsettelsen av selskapet.

Først vil vi se på oppdrettsnæringen sin historie. Deretter vil vi se på bransjens utfordringer, makro- og markedsforhold, før vi går over på presentasjonen av Grieg Seafood og deres konkurrenter. Dette vil gi grunnlag til både den interne og eksterne strategiske analysen vi senere vil komme inn på i oppgaven.

2.1 Et overblikk over norsk oppdrettsnæring

2.1.1 Historie:

Den norske oppdrettshistorien kan deles inn i tre distinkte faser: Pionerfasen, gjennombrudds- og vekstfasen, og konsentrasjon- og restruktureringsfasen. Vi vil nå kort presentere de ulike fasene.

Pionerfasen:

Den første fasen var en pionerfase som varte til begynnelsen av 70-tallet. Gjennom 1950- og 60-årene var oppdrettsmiljøet kjennetegnet av eksperimentering og en voksende kunnskapsbase. Omkring 1900 ble regnbueørret fra Danmark importert til Norge. På begynnelsen av 1960-tallet fant brødrene Vik ut at det var mulig for regnbueørreten å gradvis venne seg til sjøvann (Hallenstvedt, 2015). Det viste seg å være mer lønnsomt å drive med oppdrett i sjøen fremfor på land når det gjaldt tid og kostnad. Både laks og regnbueørret er anadrome fiskearter. Anadrom betyr at arten gyter, klekker og vokser i ferskvann, men vandrer ut i havet etterpå. I 1969 satte brødrene Grøntvedt laksesmolt ut i merder i sjøen og oppnådde svært gode resultater (Hovland, Haaland, Kolle & Møller, årstall ukjent).

Gjennombrudd- og vekstfasen:

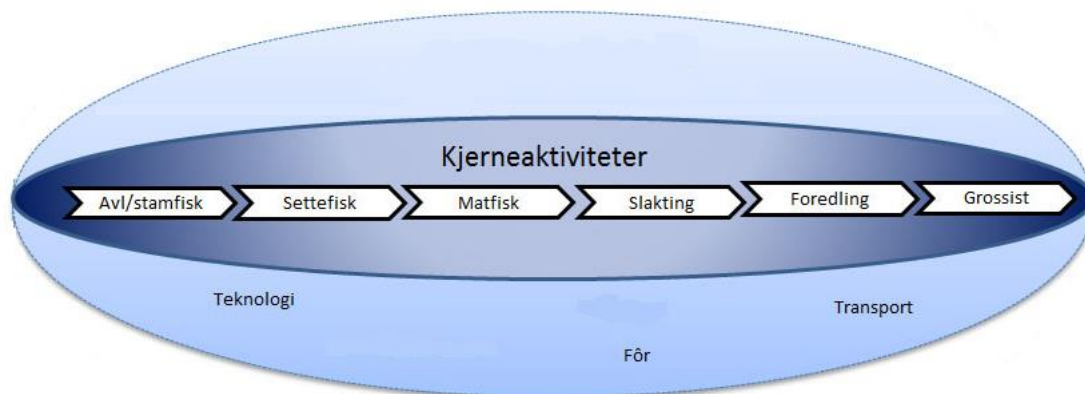
Tidlig på 70-tallet så vi fremveksten av en levedyktig oppdrettsnæring i Norge. Oppdrettsnæringen belaget seg på laks og regnbueørret i merder i sjøen. I denne fasen var laksen viktigst da prisen var bedre og den var lettere å markedsføre. Forholdene i Norge la til rette for stor vekst for oppdrettsnæring med skjermet kyst og gode temperatur- og strømforhold. Fra 1973 av ble det nødvendig å få tildelt konsesjoner for å drive oppdrett ved nye anlegg. Næringen ble dermed tillatelsesbasert og veksten ble følgelig kontrollert av myndighetene. På 80-tallet så man en stor vekst på tilbudssiden på grunn av økning i merdvolum og nye konsesjoner. Dette førte til en reduksjon i prisen på laks som kom samtidig med en økning i realrenten. Perioden frem til 1992 var som følge av dette preget av lave priser og konkurser for næringen (Hovland, Haaland, Kolle & Møller, årstall ukjent).

Konsentrasjon- og restrukturingsfasen:

Fra 1992 til 2009 var næringen preget av enorm vekst i produsert mengde. Laksen fortsatte å dominere markedet og man så en stor effektivitetsøkning. Produksjonsforbedringene omfattet brakklegging, vaksiner og økt størrelse på smolt (Hovland, Haaland, Kolle & Møller, årstall ukjent).

Siden den gang har næringen hatt en eventyrlig vekst og Norge er i dag verdens største eksportør av oppdrettslaks. Verdiskapningen per årsverk i sjømatnæringen er høy, spesielt innen oppdrett av laksefisk. I 2017 var verdiskapningen inklusive ringvirkninger på nesten 94 millioner kroner, og den totale verdiskapningen fra sjømatnæringen nærmer seg nå 100 milliarder kroner (Karlsen, 2018). Disse verdiene viser hvor viktig oppdrettsnæringen har blitt for norsk næringsliv og Norge generelt. Økt produksjon har også bragt med seg en del negative miljøkonsekvenser som næringen må jobbe videre med for å tillate fremtidig ekspansjon. Dette har ført til at den teknologiske utviklingen i næringen har skutt fart og man ser mange muligheter for videre innovasjon i bransjen.

2.1.2 Verdikjeden til laksenæringen:



Figur 1 «Verdikjeden til laksen» (Hagen, 2012)

Verdikjeden begynner med stamfisk som produserer henholdsvis rogn og melke. Dette ender i befruktet rogn som plasseres i inkubasjonstanker i ferskvann og klekker etter 60 dager. Produksjonen på dette stadiet handler om å holde omgivelsene optimale for klekking, med blant annet en temperatur på rundt åtte grader.

Etter klekking har yngelen tilgang til mat for de første ukene i en plommesekk som den har utviklet i rognstadiet. Næringen fra plommesekken opptas direkte fra tarmen (Store norske leksikon, «Plommesekk», 2011). I likhet med det forrige stadiet forsøker man å gjøre omgivelsene optimale og kontrollere temperaturen.

Det neste stadiet starter når plommesekken er brukt opp og yngelen flyttes til fiskekar. I denne perioden sorteres, vaksineres og føres fisken. Denne perioden varer i seks uker til fisken veier mellom seksti og hundre gram. Etter denne perioden er fisken klar til å utvikle seg fra yngel til smolt.

Fisken har gått fra yngel til smolt når den klarer å leve i saltvann. Dette er en fysiologisk prosess der blant annet gjellene forandrer seg. Yngelen er opprinnelig i ferskvann, men under dette stadiet økes saltinnholdet gradvis slik at fisken tilpasser seg og utvikles til smolt. Etter utviklingen flyttes fisken til merder i sjøen.

Merder er store notposer i sjøen som holder fisken innenfor området. Her vokser smolten til rundt 4.5-5.5 kg og blir klassifisert som matfisk i løpet av prosessen (Mowi, «Laksens livssyklus», N.D).

Etter om lag ett år i sjøen er fisken klar for slakting. Fisken fraktes da til land, og på land blir fisken avlivet og utblødd for deretter å bli bearbeidet til ulike produkter. Rask bearbeiding og transport er viktig for at fisken kan holde god holdbarhet ved levering. Slakt og foredling krever store anlegg og god intern logistikk (Mowi, «Laksens livssyklus», N.D).

Den siste delen av verdikjeden er grossistleddet. Her fraktes laksen fra produksjonsstedet og ut til sluttkonsumenten. Dette skjer typisk gjennom flere ledd, gjerne via restauranter eller dagligvarekjeder, før laksen når sluttkonsumenten. I distribusjonsleddet er det viktig med god logistikk og effektiv transport, spesielt når laksen er fersk.

En viktig del av verdikjeden er leverandører. Leverandørene produserer og leverer tekniske løsninger og bioteknologi. De tilbyr også tjenester innenfor frakt av laks, for eksempel fra merdene til land. Leverandørene er imidlertid vanskelige å plassere i verdikjeden. Det som gjør det vanskelig å plassere disse aktørene er at de er tilstede under store deler av livsløpet til fisken. Leverandører av bioteknologi leverer både vaksiner som brukes tidlig i livssyklusen, men også fôr og medisin senere i livssyklusen. Frakttjenestene innebærer transport av fisken fra ferskvann til sjø når den har fullført overgangen til smolt, men også når fisken er blitt ferdig matfisk i merdene. Vi ser at verdikjeden har tre viktige typer leverandører som er nødvendige gjennom hele verdikjeden og disse er derfor ikke plassert på et gitt sted (Moe, 2017).

2.2 Miljøutfordringer:

Oppdrettsnæringen står ovenfor en rekke miljøutfordringer. Vi har derfor valgt å gå grundig igjennom hvordan næringen påvirker miljøet. Oppdrett av laks har en del negative eksternaliteter og har mottatt kritikk for dette. På den andre siden har de forbedret seg mye siden 70-tallet og fortjener ros for dette. Vi har valgt å gå igjennom de momentene vi oppfatter har størst effekt på næringen og samfunnet rundt.

Det er å forvente at oppdrettsnæringen vil støte på miljøutfordringer når produksjonen går ut på å simulere et økosystem. Det kan fort bli problematisk når naturen er finjustert med hensyn til hvordan artene samhandler. Oppdrettsnæringen møter blant annet problemer som lakselus og sykdom knyttet til høy tetthet mellom laksen (Haukaas, N.D). Laksen inneholder også miljøgifter de får igjennom fôret (Norsk sjømatråd, 2018), noe som påvirker menneskene som spiser fisken. I tillegg skaper merdene en del forurensning som påvirker

den lokale havbunnen. Dette kommer i hovedsak fra avføring og fôr som ikke blir spist (WWF, «Miljøvennlig og bærekraftig fiskeoppdrett», 2018).

2.2.1 Lus:

Lakselus har vært et økende problem i næringen og representerer en trussel både for miljøet og lønnsomheten i bransjen. Lusen skader fisken slik at den blir sårbar for infeksjoner. Dette kan føre til tap av fisk eller vekttap som følge av stress. Dette i tillegg til utgifter til kjemikalier og annet arbeid mot lakselus er estimert til å koste næringen rundt 500 millioner kroner i året (Havforskningsinstituttet, 2019). En viktig forutsetning for å få konsesjoner til videre vekst er blant annet at det er lite lus i selskapets merder. Utbredt lus kan føre til at myndighetene tvinger oppdretteren til å redusere antall fisk i merdene (Opheim, 2016). Tap av fisk, men likevel tillatelse til å produsere og potensielt påvirket renomme kan ha svært negativ effekt på selskapets lønnsomhet.

I merdene er det veldig gode vekstmuligheter for lusa og bestanden vokser kraftig i merdene. Dette kan øke smittefaren for fisken rundt, både for sjørret og villaks. Villaksen blir skadet gjennom redusert vekst ved lakselus (Havforskningsinstituttet, 2019). Når fisken har en viss størrelse takler den en del lus, men den nye smolten er mye mer sårbar. Merder i området der fisk gyter vil dermed være en større trussel for miljøet sammenlignet med lus i merder ved andre plasseringer. Dette har ført til økt fokus på å redusere lus i merdene, både på grunn av lønnsomhetsinsentivet og presset fra myndighetene.

Det er primært to måter å redusere antall lus i merdene i sjøen på, dette er rensefisk som spiser lusa og kjemikalier som etser bort lusen. Kjemikalier er noe problematisk da det skaper avfall og lusa kan utvikle seg til å bli resistent. Denne behandlingen kan også være farlig for fisken dersom det forekommer små feil. SalMar endte for eksempel opp med 130 000 døde fisk i forbindelse med fjerning av lakselus (Grymer, 2016). Bruken av kjemikalier fører til avfall og oppdrettsselskap har blitt anklaget for å dumpe dette i sjøen, men straff har ikke forekommet (Trana & Sae-Khow, 2018). Ulempene ved bruk av kjemikalier har ført til at næringen har økt bruken av rensefisk. Rensefisk er fisk som spiser lakselusen og dermed reduserer antallet. Villfanget leppefisk og oppdrettet rognkjeks er de to vanligste typene rensefisk. Oppdrett av rensefisk er utfordrende da det tar lang tid å kartlegge de spesifikke behovene en art har i en oppdrettssituasjon (Biomar, N.D).

2.2.2 Miljøgift:

Laks og annen fet fisk er blant de matvarene som inneholder miljøgiftene dioksiner PCB og kvikksølv (Norsk sjømatråd, 2018). Miljøgifter er kjemikalier som er giftige og tungt nedbrytbare (Miljødirektoratet, N.D) og kan blant annet føre til lavere sædkvalitet (Fjellanger, 2018).

Mengden miljøgift i oppdrettslaks er imidlertid under grensen myndighetene har satt og det anbefales å spise maks 1.3 kilo laks i uken (Fjellanger, 2018). Enkelte forskere kritiserer dette standpunktet og mener unge jenter, små barn og gravide er utsatte grupper og burde spise mindre (Brennpunkt, «Lakseeventyret», 2016).

Miljøgift i laks representerer dermed et risikomoment for bransjen ettersom det er en overhengende fare for press fra myndighetene og/eller andre interessegrupper knyttet til denne problemstillingen. Det vil være en trussel mot lønnsomheten dersom samfunnet ikke lenger skulle oppfatte den totale helseeffekten til fisk som positiv. Ledende konsensus i dag er at oppdrettslaks inneholder noe miljøgift, men at de positive helseeffektene overstiger ulempene.

2.2.3 Forurensing:

Under oppdrettsproduksjon forekommer det utslipp av næringssaltene fosfor og nitrogen. Disse utslippene har økt som følge av økt produksjon (Miljødirektoratet, «Utslipp av næringssalter fra fiskeoppdrett», 2017). I dag er fiskeoppdrett den største utslippskilden til fosfor langs norskekysten. Faren ved utslipp av næringsstoffer er at det kan gi høy algeproduksjon. Når disse algene brytes ned på havbunnen forbrukes det oksygen som fører til lavt oksygennivå på havbunnen. Næringen har forbedret både sammensetning av fôr og rutiner for fôring som har ført til en betydelig reduksjon i utslipp per produksjonsenhet. I tillegg er oppdretterne pålagt å overvåke bunnforholdene i nærområdet (Fjellanger, 2018).

2.2.4 Rømning av laks:

Næringen må forholde seg til et regelverk for hvor mye anleggene skal tåle. Dette regelverket eksisterer for å hindre at oppdrettsfisken rømmer. Rømning skjer primært på grunn av teknisk svikt, feil bruk av utstyr, skader på nota eller uvær. Ulempen ved at fisk rømmer fra anlegg har to effekter, det representerer et økonomisk tap for bedriften og det har

negative effekter for miljøet. Rømning skader miljøet når oppdrettslaksen parer seg med villaks. Dette reduserer den genetiske bredden til villaksen da oppdrettslaksen har liten variasjon i gener for å fremme de trekkene som er bedre i en oppdrettssituasjon. Man er også redd for at oppdrettslaksens innblanding på gyteplassene blir for stor, noe som kan lede til at villaksen blir utryddet i fremtiden (Miljødirektoratet, «Utslipp av næringssalter fra fiskeoppdrett», 2017).

2.3 Kommersielle utfordringer:

Selv om det foreligger en del problematikk knyttet til miljø for oppdrettsselskapene støter næringen også på en rekke andre utfordringer de må ta hensyn til. Vi vil nå gå inn på produksjons- og lønnsomhetsutfordringer, samt konsesjonsavhengigheten i bransjen.

2.3.1 Produksjons- og lønnsomhetsutfordringer:

Som tidligere nevnt, er lus en av de største utfordringene knyttet til lønnsomhet i denne bransjen. Lus på laksen skaper produksjonsproblemer for oppdrettsselskapene. For å håndtere dette på en bedre måte har bransjen allerede begynt med oppdrett av rensefisk. I tillegg er det blitt utviklet lasere som kan festes til bøyer i anlegget. Disse skal klare å drepe lusa uten å skade laksen lusa sitter på (Stensvold, 2017). En annen metode bransjen ser på er oppdrett på land. Denne metoden vil også løse rømmingsproblemet, samt forurensingen på havbunnen. Det stilles imidlertid også spørsmål til lønnsomheten ved å ha anlegget under vann. AKVA group eksperimenterer blant annet med å senke merden under vann for å unngå lusen man finner i overflaten av sjøen (Solsletten, 2018).

Denne metoden vil også løse rømmingsproblemet, samt forurensingen på havbunnen. Det stilles imidlertid også spørsmål til lønnsomheten ved å ha anlegget under vann. AKVA group eksperimenterer blant annet med å senke merden under vann for å unngå lusen man finner i overflaten av sjøen. (Solsletten, 2018)

2.3.2 Konesjoner:

Akvakultur er en tillatelsesbasert næring. Det finnes et begrenset antall tillatelser for matfisk av både laks, ørret og regnbueørret i sjøvann (Fiskeridirektoratet, «Tildelingsprosessen», 2017). Disse tillatelsene omtales som konesjoner. Oppdrettsselskapene konkurrerer om disse konesjonene, men selskapet betaler ikke noe for selve konesjonen og møter heller ingen andre markedsmessige kostnader for å erverve seg denne. Høy konkurranse og et begrenset antall konesjoner gjør at det foreligger begrensninger for å ekspandere oppdrettsvirksomheten. I tillegg til dette er det en fare for å miste konesjoner man allerede har dersom selskapet skaper uheldige effekter for miljøet (Stedding, 2018). Dette gjør at konesjoner representerer en risiko som er viktig å innkalkulere i prognosene, særlig når det gjelder vekstmuligheter.

2.4 Markedsforhold:

Vi ser i dag et generelt skifte til fordel for mer bærekraftige og miljøvennlige næringer. Dette kommer til uttrykk gjennom strengere reguleringer og økt fokus blant investorer og bedrifter. Vi ser blant annet at et økende antall bedrifter lanserer miljørapporter sammen med årsregnskap for å kommunisere et bærekraftig fokus. Dette skiftet kan komme oppdrettsnæringen til gode da den blir ansett som mer bærekraftig og fremtidsrettet sammenlignet med for eksempel oljenæringen. Noe som igjen kan føre til et stort potensial for fremtidig vekst og verdiskapning i næringen.

En fersk analyse fra forskningsinstituttet Sintef viser at verdiskapningen fra norsk sjømatnæring har hatt en sammenhengende vekst siden 2012. Veksten fra 2014 har vært særlig sterk innen oppdrett av laks og ørret grunnet gode markedsforhold (Karlsen, 2018). Vi vil nå presentere de markedsforholdene vi mener er viktige for oppdrettsnæringen. Vi velger å fokusere på faktorene: pris, kostnadsstruktur, handel/eksport, produksjons- og markedsyklus, markedsstruktur- og vekst.

2.4.1 Priser:

Aktørene i oppdrettsnæringen må forholde seg til laksens markedspris som kan fluktuere signifikant over tid. Lakseprisen endrer seg naturlig i takt med endring i tilbud og etterspørsel. Laksen er en rimelig homogen vare, selv om det er mulig å differensiere seg

noe. Differensieringen vil i hovedsak relatere seg til image eller produkter merket med «bevis» for forsvarlig produksjon, som sannsynligvis antas å representere en noe høyere verdi. Tross mulighetene for differensiering vil alle produktpriser i næringen påvirkes av endringer i markedsprisen på laksen. Dette gjør det vanskelig å forutse fremtidige priser, noe som øker risikoen for fremtidige investeringer.

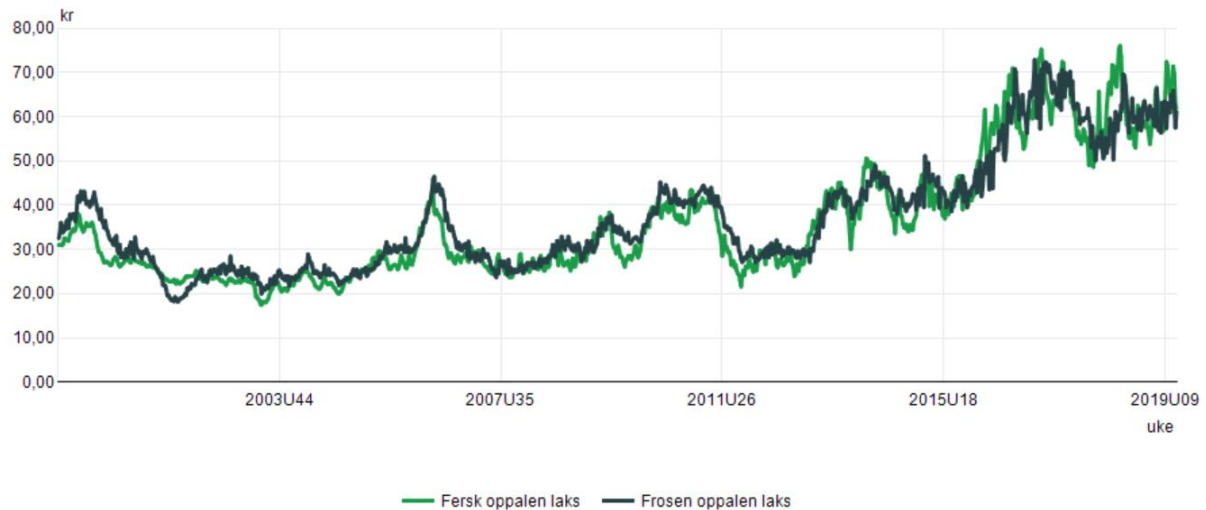
Prisen på laks har et høyt standardavvik med en stigende trend fra 1998 til 2013. Skistad skriver i sin masteroppgave at den årlige volatiliteten gjennom 2000-tallet har vært svært varierende, mellom 16 og 35% (Skistad, 2014). Volatiliteten i 2018 har vært spesielt stor. Året startet rundt 56 kroner per kilo, og steg opp til 80.22 kroner i løpet av uke 19. Prisen falt deretter ned til 56.15 kroner i uke i løpet av uke 26. Den bratte prisøkningen kom som en kombinasjon av en tilbudsreduksjon grunnet kalde temperaturer og en etterspørselsøkning som skyldtes prisreduksjon på distributørnivå (Food and Agriculture Organization of the United Nations, “Price volatility continues to affect farmed salmon sector as new records are breached once a gain”, 2018).

Forskerne Oglend og Sikveland så på utviklingen til volatiliteten i lakseprisen i 2008. De fant at prisvolatiliteten i foregående uke gir en indikasjon på neste ukes prisvolatilitet. De estimerer den vedvarende prisvolatiliteten til å være 0.81. De fant også støtte for at volatiliteten er høyere i perioder med høyere priser (Oglend & Sikveland, 2008). Dette kan tyde på at det er grunnleggende sammenhenger som påvirker pris som for eksempel produsert mengde. Man kan se for seg at i perioder med høy pris er etterspørselen signifikant høyere enn tilbudet som leder til at volatiliteten er høyere i slike perioder sammenlignet med en normal periode.

Høy volatilitet i lakseprisene representerer en viktig risikofaktor for næringen. Dette må ses i sammenheng med en veldig lite fleksibel produksjonsprosess. Dette gjør at tilbyderne ikke har mulighet til å tilpasse produksjonen til prisnivået på kort sikt. At produksjonen er lite fleksibel er nok en av årsakene til den volatile prisen, men konkret hvordan dette henger sammen er vanskelig å si og vi kommer ikke til å se nærmere på det.

Nedenfor i graf 1 kan man se utviklingen i lakseprisen fra 2003-2019. Man kan se at lakseprisen varierer i stor grad på kort sikt. I perioden 2000 til 2012 kan det se ut som at lakseprisen hadde et «normalnivå» på rundt 30 kroner. Vi ser en stigende trend etter 2012

med stor variasjon. Laksenæringen har hatt svært god lønnsomhet de siste årene, blant annet ved hjelp av en høy laksepris. Ut ifra historisk data ser det svært vanskelig ut å predikere et «normalnivå» for fremtiden.



Graf 1 «Utvikling i laksepris 2003U44-2019U09» (Statistisk sentralbyrå)

2.4.2 Kostnadsstruktur:

Det eksisterer mange relevante kostnadsdrivere i lakseoppdrettsnæringen. Disse er med på å påvirke lønnsomheten i bransjen. Produksjonskostnadene i næringen har økt betydelig siden 2005 (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015).

For oppdrettsnæringen vil noen av kostnadsdriverne være en naturlig konsekvens av driften i selskapet, mens andre drivere er knyttet til nasjonale forvaltningsregimer. Kostnader knyttet til blant annet smolt, fôr og lønn kommer som en naturlig konsekvens av driften. Særskilte norske reguleringer kan imidlertid også ha betydning for kostnadsutviklingen og ulik konkurransekraft mellom forskjellige lakseproduserende land. Dagens behandlingsregime for lus er blant annet en sterk kostnadsdriver og kommer som en følge av særskilte norske reguleringer (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015).

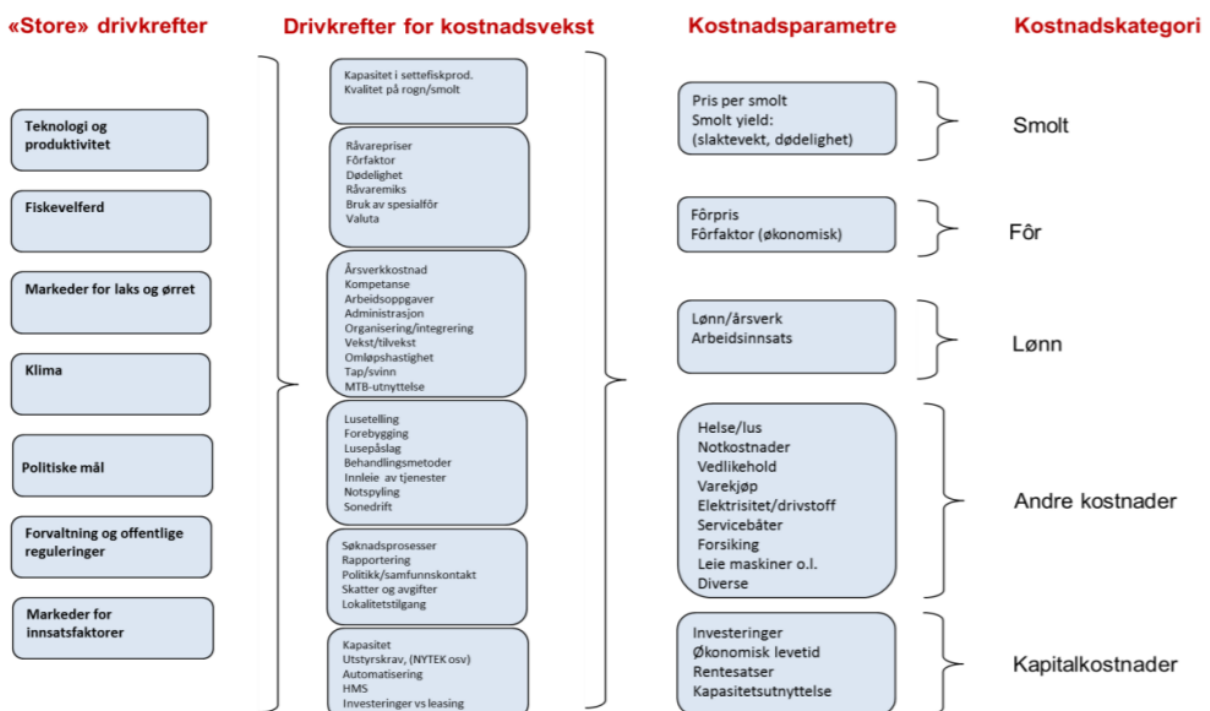
Kostnadsdrivere:

Dagens kostnadsstruktur er preget av en rekke drivere som igjen er påvirket av de endringene næringen står ovenfor. Nedenfor er et utvalg av disse listet opp (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015):

- Som følge av den teknologiske utviklingen investeres det blant annet i solid utstyr, i større dimensjoner og i mer avansert utstyr.
- Biologiske faktorer er viktige for produksjonsresultat, vekst og overlevelse, sykdom og parasitter.
- Klimatiske faktorer som temperatur påvirker spesielt produksjon. Markeder for innsatsfaktorer som smolt, for, utstyr og lignende er i stadig endring.
- Myndighetskrav, miljø, fiskevelferd og HMS gir både operasjonelle og administrative kostnadsrelaterte konsekvenser. Reguleringsystem medfører produksjonsbegrensende virkemidler.

Disse drivkreftene kan vi se igjen i form av mange indikatorer som kan gi utslag på flere ulike kostnadsposter. Sammenhengen mellom overordnede drivkrefter, kostnadsparametere og kostnadsposter i regnskapene er synliggjort i figuren nedenfor, hentet direkte fra Nofima, et forskningsinstitutt for akvakulturnæring, fiskerinæring og matindustri (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015).

Sammenheng mellom kostnadsdrivere og kostnadskategorier i norsk lakseoppdrett:



Figur 2 «Sammenheng mellom kostnadsdrivere- og kategorier i norsk lakseoppdrett» (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015)

Et eksempel fra figuren er kostnadskategorien «fôrkostnader». Fôrkostnaden er et resultat av fôrprisen og hvor mye for som går med for å produsere et kilo fisk, fôrfaktoren. Fôrprisen påvirkes igjen av markedspriser for de ulike råvarene som inngår i fôret, sammensetning av råvarer i fôret, fôrresept, valuta, konkurransesituasjon mellom forprodusentene og tilbuds- og etterspørselsforholdene for fôr i Norge. Markedsprisene for råvarer påvirkes igjen av en rekke faktorer. Pris på marint mel og olje er blant annet avhengig av utviklingen i pelagiske fiskerier i Sør-Amerika. Desto lenger bak i årsakskjeden vi går, desto mer komplekse blir sammenhengene. Det er med andre ord mange elementer som henger sammen og påvirker hverandre i kostnadsstrukturen til bransjen (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015).

Kostnadsutvikling:

Siden 2000-tallet har næringen vært preget av en voldsom vekst i produksjonen. Næringen har fokusert på effektivisering og automatisering av driften, og i dag er oppdrettsanleggene blitt utviklet til høyteknologiske arbeidsplasser med avansert overvåknings- og fôringsteknologi.

Enhetsproduksjonskostnadene økte nesten 65% nominelt fra 2005 til 2015. Produksjonskostnadene har vist en klart stigende trendlinje, med unntak 2009 og 2012 (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015). I kombinasjon med volatile laksepriser har dette medført sykliske variasjoner i inntjening og lønnsomhet for bransjen. De siste årene har imidlertid bransjen vist god lønnsomhet. Dette kommer hovedsakelig fra det høye nivået på lakseprisen, ettersom kostnadsnivået har vært stigende.

Samtlige kostnadsposter har økt mye i perioden. Økningen i avskrivninger kan relateres til økte investeringer i kostnadseffektivt utstyr, men også knyttet til endrede krav. Smoltkostnaden har hatt en jevn moderat utvikling siden 2005. Økte priser på smolt vil isolert sett øke enhetskostnaden per kilo produsert laks, mens økt smoltutbytte kan gi lavere smoltkostnad per kilo. Økningen i smoltkostnad skyldes i stor grad overgangen til større smolt. Kostnadsøkningen skyldes imidlertid ikke økt smoltutbytte da smoltutbytte bare steg marginalt i perioden 2005 til 2014, mens kostnaden økte signifikant. Fôrkostnader har vært en betydelig kilde til økte enhetskostnader per kilo laks. Økningen skyldes generell økning i fôrprisen, økning i forbruket av fôr og mer bruk av funksjonelt fôr som har høyere pris (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015).

Lønnskostnadene har også hatt en jevn økende utvikling. Lusesituasjonen har blant annet ført til økte krav til overvåking og kontroll. I forbindelse med dette kreves det større administrativ kapasitet for blant annet rapportering og tilrettelegging for søknader om flere lokaliteter via konsesjoner og lignende. Tetthetsbestemmelsen som begrenser antall fisk per merd gir også økt behov for flere lokaliteter for optimalisering av drift. Dette medfører igjen økte lønnskostnader (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015).

Økningen i andre driftskostnader inneholder en del endringer knyttet til den generelle luse- og helsesituasjonen. Dette gjelder blant annet telling av lakselus, kostnader knyttet til rensefisk, vask av nøter, badbehandling av lus, tapte fôringsdøgn, sykdom og dødelighet. Kostnader knyttet til forebygging av luseproblemer vil trolig fortsette å øke noe. Det er imidlertid muligheter for potensielle teknologiske gjennombrudd som får ned denne kostnaden (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015).

Når det gjelder rentekostnad, har vi sett en positiv utvikling. Næringen har investert i bedre og større utstyr, både til merder, fôrflåter, arbeidsbåter og lignende, men samtidig har produksjonsøkningen gjort at det blir flere kilo å fordele kostnadene på. Totalt sett har dette hatt positiv effekt på kostnadene (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015).

Gitt dagens laksepriser har lønnsomheten i bransjen holdt seg på et godt nivå, ettersom næringen har hatt god evne til å bære kostnadsøkningen (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015). Det er imidlertid ikke gitt at siste års priser og marginer vil kunne holde seg på samme nivå. Lønnsomhet og marginer er forventet å synke dersom markedsprisen for laks reduseres i takt med en jevn kostnadsøkning. Vi forventer imidlertid ikke at fremtidig laksepris vil reduseres spesielt fra dagens nivå, gitt fremtidens etterspørselspotensiale.

2.4.3 Handel/eksport:

Om lag 95% av laksen som produseres i Norge eksporteres til utlandet, og Norge står for ca. 50% av den globale lakseproduksjonen (EY, «The Norwegian Aquaculture Analysis 2017», 2018). Figuren nedenfor, produsert av Norges sjømatråd, viser verdien av norsk sjømateksport i de største markedene (Nilsen, 2019).

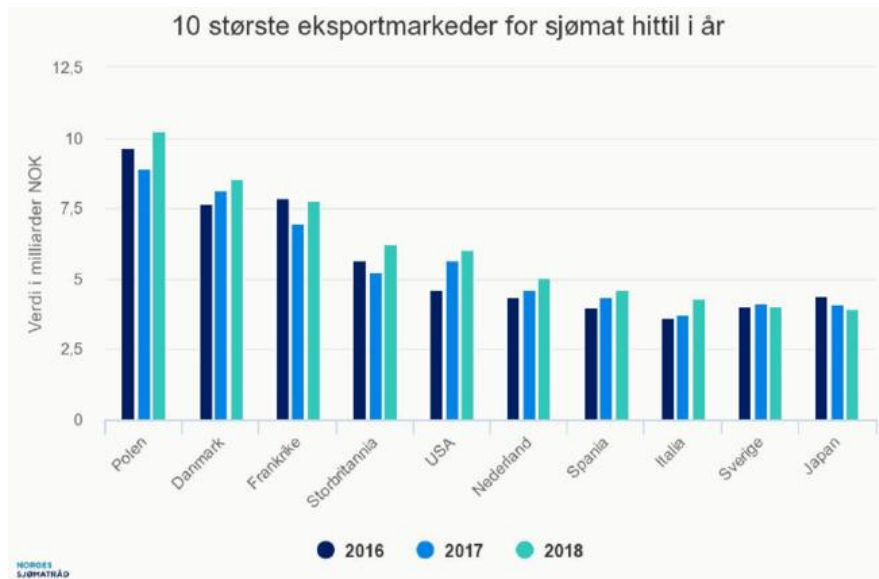


Diagram 1 «10 største eksportmarkeder for sjømat hittil i år» (Norges sjømatråd, 2018)

Lønnsomheten i oppdrettsbransjen er med andre ord svært avhengig av eksport. Dette gjør næringen sårbar for økt grad av proteksjonisme og lignende utviklinger. Restriksjoner på handel mellom USA og Kina har vært økende den siste tiden. Situasjoner som dette kan påvirke lønnsomheten til næringens eksport. Da en veldig stor andel av inntekten til næringen blir realisert via eksport representerer dette et stort risikomoment for bransjen.

Direktør for markedsinnsikt og markedsadgang i Norges Sjømatråd, Asbjørn Warvik Rørtveit, er bekymret over utviklingen i global handel (Nilsen, 2019). Han uttrykker at man tidligere var på et spor der man fikk en globalisering som gjorde at handelen skulle gå lettere. Man har imidlertid fått en reversering av dette som følge av både Trump og brexit. Det er spesielt bekymringsfullt for sjømatnæringen ettersom varene som transporteres er ferske og man derfor er svært avhengig av at logistikken fungerer, og at det ikke foreligger nye dokumentkrav eller godkjenninger som kan være hindre for at handelen fungerer (Nilsen, 2019).

Når det gjelder eksport er markedsadgang avgjørende. Et eksempel som fremstiller dette godt er norsk sjømat sin utestengelse fra det russiske markedet. En ny beregning viser hvor mye utestengelsen fra det russiske markedet faktisk har kostet. I 2013 var Russland Norges viktigste marked for eksport av sjømat, spesielt for laks og ørret. I 2014 innførte imidlertid Russland et importforbud mot matvarer fra en rekke vestlige land, deriblant norsk sjømat, som en følge av vestlige sanksjoner. Nye beregninger lagt frem på årskonferansen 2019 til Norges sjømatråd viser at norsk laksenæring har tapt 20 milliarder kroner på utestengelsen

fra det russiske markedet siden sanksjonene trådte i kraft i august 2014 (Nilsen, 2019). Beregninger viser også at dersom det russiske markedet åpnes igjen vil det gi en merinntekt på 1.75 milliarder kroner i år. Dette eksempelet illustrerer viktigheten av markedsadgang for lønnsomhet i laksenæringen.

Selv om norsk sjømateksport har hatt en enorm vekst de siste tiårene, er det fortsatt stort potensiale for ytterligere vekst i fremtiden. Eksport av norsk laks til Kina, verdens største importør av sjømat, økte med 595% første halvåret av 2018 fra samme periode i 2017. Sjømatrådet forventer at det kinesiske markedet vil konsumere 240 000 tonn laks innen 2025, hvorav 65% av dette vil være norsk. Dette trekker i retning av stort potensiale for vekst også i fremtiden (Braathen, 2018). Det foreligger imidlertid et stort risikomoment knyttet til usikkerhet rundt handelsrestriksjoner.

2.4.4 *Produksjonssyklus og markedssyklus:*

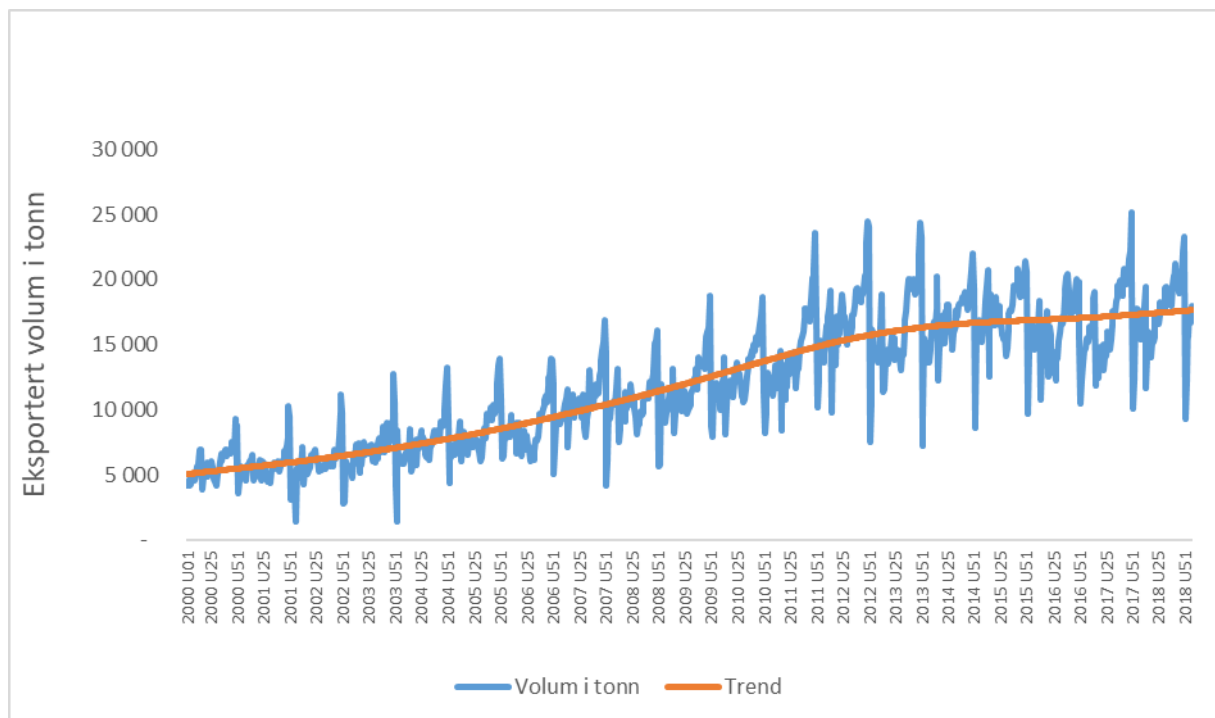
Produksjon av laksen tar om lag 2 til 3 år. Dette bidrar til et generelt høyere risikonivå, da kostnadene for å produsere varen kommer så lang tid før pris og tilhørende inntekt realiseres. Det brukes en del forwardkontrakter for å redusere risikoen, men dette gjelder ikke for majoriteten av den solgte mengden.

Grafen nedenfor viser ukentlig eksportert mengde av både fersk og frosset oppdrettslaks. Vi lastet ned data fra SSB og lagde grafen i Excel. Vi ville se hvordan eksporten fordelte seg gjennom året for å se på sesongvariasjoner og syklusen i markedet.

For å finne syklusene i markedet valgte vi å bruke et HP-filter for å lokalisere en trend og deretter å se hvordan avvikene fra trenden fordelte seg. HP-filteret fungerer veldig godt i denne sammenheng da man må skille trenden fra de sykliske svingningene. HP-filteret tillater at veksten i trenden endrer seg på mellomlang sikt, noe som gjør det lettere å se de faktiske sykliske endringene.

Da vi hadde ukentlige observasjoner brukte vi «Ravn-Uhling rule», som sier at verdien på glattingsparameteret skal følge formelen $1600 * p^4$ der p er antall perioder per kvartal som er oppgitt på siden til Stata «`tsfilter hp` – Hodrick-Prescott time-series filter» (ND). Med ukentlige observasjoner ble glattingsparameteret $1600 * 13^4 = 45\,697\,600$. Ved bruk av formelen for HP-filter i Excel fikk vi dermed ut trenden illustrert i grafen under. Volum i

tonn er realisert mengde. Grafen viser trenden i eksportert oppdrettslaks i oransje og de sykliske endringene godt representert i blå.



Graf 2 «Eksportert laksevolum i tonn og trend» (Egenprodusert i excel med data hentet fra SSB)

Næringen virker syklisk da vi ser store avvik mellom realisert volum og trend som forekommer jevnlig og på de samme tidene av året. Vi ser at rundt uke 51 eksporteres det store mengder sammenlignet med resten av året. Vi ser også at ukene rett etter store positive avvik fra trend er preget av store negative avvik fra trend.

At volumet avviker negativt etter et positivt avvik er logisk med hensyn til selve produksjonen i bransjen. Når det realiseres en stor mengde i markedet er det naturlig at produsentene har mindre laks i kommende periode da laksen produseres i partier.

2.4.5 Markedsstruktur:

Strukturen i bransjen beskriver antall aktører og hvordan markedsandelene fordeler seg på disse. Dette har stor effekt på den interne konkurranseintensiteten i markedet og prisdannelsen. Konkurranseintensiteten i bransjen påvirker distribusjonen av verdiskapning. Ved høy grad av konkurranseintensitet klarer ikke produsenten å kapre en stor del av verdiskapningen til fordel for kunden. Den interne konkurranseintensiteten påvirkes av flere forhold. Vi vil gå igjennom konkurranseintensiteten i markedet grundigere i vår strategiske analyse.

	Top 10 - Norway	H.Q.	Top 5 - United Kingdom	H.Q.	Top 5 - North America	H.Q.	Top 10 - Chile	H.Q.
1	Marine Harvest	210 200	Marine Harvest	60 200	Cooke Aquaculture	57 000	Salmones Multiexport	58 700
2	Salmar	135 200	Scottish Seafarms	31 000	Marine Harvest	39 400	Cermaq**	54 000
3	Lerøy Seafood	132 000	The Scottish Salmon Co.	25 300	Cermaq**	21 000	Marine Harvest	44 900
4	Cermaq**	48 000	Cooke Aquaculture	20 000	Northern Harvest	12 500	Empresas Aquachile	43 300
5	Grieg Seafood	40 900	Grieg Seafood	12 100	Grieg Seafood	9 600	Pesquera Los Fiordos	41 000
6	Nova Sea	40 700					Australis Seafood	39 100
7	Nordlaks	40 000					Camanchaca	30 800
8	Norway Royal Salmon	31 900					Blumar	27 000
9	Alsaker Fjordbruk	25 000					Nova Austral	24 500
10	Bremnes Seashore	24 000					Invermar	23 200
	Top 10	727 900	Top 5	148 600	Top 5	139 500	Top 10	386 500
	Total	1 087 000	Total	156 900	Total	145 500	Total	521 200
	Share of total	67%	Share of total	95%	Share of total	96%	Share of total	74%

Note: All figures in tonnes GWT for 2017

Tabell 1 «Produsenter og slaktet mengde av atlantisk laks i verden» (Mowi, «Salmon Farming Industry Handbook», 2018)

Tabell 1 ovenfor viser oss de største produsentene av atlantisk laks i Norge, Storbritannia, Nord-Amerika og Chile. Vi ser at bransjen er rimelig konsentrert, med relativt få antall tilbydere, som hver for seg innehar stor markedsandel. Mowi har her en markedsandel på 18% i verdensmarkedet, imens SalMar og Lerøy har ca. 7% hver. Da dette er et verdensmarked anser vi markedet som konsentrert ettersom antallet aktører er svært lavt. I Norge ser vi et klart skille mellom Mowi, SalMar, Lerøy og de andre aktørene med tanke på størrelse. Dette kan være med på å skape en dynamikk der de førstnevnte i større grad setter en «markedspris», imens de mindre aktørene følger etter. Mekanismene rundt prissettingen er i praksis vanskelig å si noe klart om, men det er sannsynlig at størrelsen til Mowi tillater selskapet å påvirke markedsprisen. Markedet kjennetegnes av et lite antall aktører, der noen har en relativt stor markedsandel. Dette reduserer presset på konkurranseintensiteten i bransjen.

2.4.6 Markedsvekst:

Markedet for oppdrettsfisk har hatt en enorm historisk vekst, og i løpet av de siste ti årene har inntektsveksten vært nesten 300% (EY, «The Norwegian Aquaculture Analysis 2017», 2018). Oppdrettsnæringen er forventet å vokse med en «Compounded Annual Growth Rate» på 5.3% fra 2015 til 2022 (Allied Market Research, «Global Aquaculture Market Overview», 2016).

I 2017 ble det innført et nytt lovverk som gjør at bedrifter som møter visse miljøkrav når det gjelder lakselus vil bli tilbudt vekstmuligheter gjennom tildelte konsesjoner (EY, «The Norwegian Aquaculture Analysis 2017», 2018). Dette viser hvor mye myndighetene verdsetter forbedringer knyttet til lus, og hvor stor trussel lakselusen er mot miljøet og

næringen. Samtidig viser det hvor avhengig bedriftene er av myndighetene for å kunne vokse.

2.5 Makroforhold:

Det er en rekke makroforhold som påvirker bransjen. Vi vil nå gå igjennom de forholdene vi mener vil ha stor effekt på bransjens utvikling. Herunder økonomiske faktorer, myndighetenes makt gjennom konsesjoner, miljømessige- og sosiokulturelle forhold, samt befolkningsvekst. Vi vil gå grundigere inn på samtlige faktorer når vi kommer til den strategiske analysen senere i oppgaven.

2.5.1 Økonomi:

Oppdrettsnæringen er eksponert mot en del endringer i det makroøkonomiske bildet, og da spesielt valutaendringer. Dette skyldes at oppdrettsnæringen eksporterer omtrent 95% av sin produserte mengde. En eventuell appresiering av kronekursen er dermed en risikofaktor for næringen. Utviklingen i både Norsk og internasjonal økonomi er viktig for næringen. Da produksjonen i hovedsak foregår i Norge vil utviklingen innenlands påvirke mange av innsatsfaktorene. Siden salget i hovedsak skjer på det internasjonale markedet vil utviklingen i verdensøkonomien ha stor påvirkning på etterspørselen.

Norge er foreløpig inne i en moderat oppgangskonjunktur, og nær konjunkturnøytral. Det er forventet at både lønnsvekst og kronekursen vil styrkes noe. Internasjonalt forventer man å se en BNP-vekst på et litt svakere nivå enn observert i 2017 og 2018. Det er særlig handelskrig mellom USA og Kina som utpeker seg som et risikomoment, i tillegg er usikkerheten rundt Brexit stor, noe som øker usikkerheten ytterligere.

2.5.2 Myndigheter/konsesjoner:

Antall konsesjoner er veldig viktig for næringen. Hvorvidt den norske stat ønsker å øke eller redusere antall konsesjoner vil ha enorm innvirkning på bransjen. Tidligere fiskeriminister, Per Sandberg, uttrykte i 2016 at næringen ikke kunne vokse mer før de hadde fått kontroll på lusen (Brennpunkt, «Lakseeventyret», 2016). Dette illustrerer at antall lakselus er en flaskehals når det gjelder vekst for bransjen.

Landene som importerer laks setter også egne krav til maten de importerer. Gjennom EØS-avtalen har Norge tilgang til å eksportere laksen til EU-landene, gitt at EU-kravene følges. Det er en fordel at flere land har samlet seg om ett sett med krav. Dette gjør det lettere å forholde seg til for næringen. Man har likevel hatt noen utfordringer til tross for en stabil ordning. Dette omfatter blant annet eksport av økologisk laks. Problemet ble løst gjennom å innlemme EUs økologiregelverk inn i EØS-avtalen (Soltveit, 2017). Utenfor EU er situasjonen noe vanskeligere da land kan stille med individuelle krav. Grieg Seafood har hatt noe problem med eksporten til Kina da laksen ikke besto kravene. I motsetning til Norge og andre land, godtar ikke Kina import av laks som har fiskesykdommen PD (NTB, 2018). Denne saken illustrer at bransjen har noen utfordringer knyttet til forskjellige krav fra ulike importører og faren for at krav skal bli endret.

2.5.3 Sosiokulturelle forhold/livsstil:

I løpet av de siste femti årene har vi sett økte utfordringer knyttet til helse og vært vitne til raske endringer i livsstil. Dette har økt fokuset på en sunn livsstil og gode spisevaner. Verdien konsumentene legger på de ulike attributtene til matvarer som sunnhet og hvor lett vint det er å tilberede, har endret seg mye de siste årene. Ved å reagere raskt på slike endringer, gjennom å stadig tilby det konsumentene ønsker, kan selskaper klare å tilegne seg en bedre posisjon enn konkurrentene (Valvik & Ruud, 2016).

Oppdrettsnæringen er veldig godt posisjonert i denne utviklingen da de allerede produserer et matprodukt som blir ansett som sunt og fordelaktig for miljøet målt mot annen kjøttproduksjon. På den andre siden ser vi tendenser til at en større andel av befolkningen velger å basere seg på en vegetarianerdiett (Valvik & Ruud, 2016). Dette vitner positivt om fokus på helse og miljø som oppdrett er posisjonert godt for, men det kan også vitne om at trenden kan være negativt for oppdrettsnæringen. I et vegetarisk kosthold spises det heller ikke fisk, noe som betyr at desto flere som tilegner seg dette kostholdet desto lavere etterspørsel blir rettet mot næringen. Denne trenden kan være et tveegget sverd for bransjen, da oppfattet merverdi for sunne og miljøvennlige matvarer hjelper fisk i konkurransen mot kjøtt, men dette kan også lede til redusert konsum av fisk totalt.

2.5.4 Befolkningsvekst:

En voksende befolkning øker naturlig etterspørselen etter mat. Dette har gagnet bransjen tidligere og vil trolig fortsette å bidra til positiv utvikling i oppdrettsbransjen. Demografiske trender vil presse verdens befolkning opp til 10 milliarder innen 2050 (EY, «The Norwegian Aquaculture Analysis 2017», 2018). Dette vil legge press på matproduksjonen, og føre til produksjonsvekst. Produksjonen av næringsrik mat som fisk vil bli positivt påvirket av denne trenden.

Økt grad av urbanisering, særlig i Afrika og Asia, kan føre til økt antall husholdninger der begge ektefellene er i arbeid. Dette kan føre til økt inntekt for husholdningene og redusert tid for matlaging. Økningen i kjøpekraft vil føre til økt etterspørsel etter dyrere matvarer som oppdrettsfisk. I tillegg kan etterspørselen i større grad rettes mot løsninger som ikke krever like mye tid til matlaging (Valvik & Ruud, 2016). Her er blant annet laks et godt alternativ.

2.5.5 Oppsummering – presentasjon av oppdrettsnæringen:

Vi har nå sett på miljøutfordringer, kommersielle utfordringer, markeds- og makroforhold i oppdrettsnæringen. Dette danner grunnlag for bransjeanalysen vi utfører senere i oppgaven.

Videre vil vi fokusere på selskapet vi verdsetter, Grieg Seafood, og deres konkurrenter i bransjen. Dette vil gi oss innsikt i selskapene sine fokusområder og eventuelle ekstraordinære ressurser hos Grieg Seafood. Noe som igjen vil danne grunnlag for den interne strategiske analysen vi utfører senere i oppgaven.

2.6 Grieg Seafood ASA

2.6.1 Historie:

Grieg Seafood er et norsk oppdrettsselskap som ble etablert i 1992 under navnet Grieg Norwegian Salmon. Eventyret startet noe før da gruppen bak Grieg Seafood allerede i 1986 begynte å kjøpe opp små oppdrettsselskap. På denne måten posisjonerte de seg tidlig med erfarne medarbeidere. De har fortsatt å tilegne seg erfarne medarbeidere gjennom oppkjøp og fusjoner. Et eksempel på dette er Volden familien i Finnmark, pionerer i industrien siden

70-tallet, som ble en del av Grieg Seafood i 2006 gjennom fusjon med Volden Gruppen (Grieg.no, N.D).

I år 2000 begynte Grieg Seafood oppdrett i Chile, og i år 2001 etablerte de seg i British Columbia i Canada. I 2003 utviklet de nye oppdrettsanlegg i både Rogaland og i British Columbia (Grieg Seafood, «Annual report 2007», 2008). Videre på 2000-tallet utviklet de seg mye oppover i verdikjeden, og allerede i 2005 utviklet de eget klekkeri både i British Columbia og i Rogaland. I 2007 ble Grieg Seafood notert på Oslo børs, og samme år gjorde de oppkjøp av Hjaltland LTD på Shetland og Target Marine LTD i British Columbia. I 2010 utviklet de seg nedover i verdikjeden gjennom etableringen av Ocean Quality AS, som er en distributør, i samarbeid med Bremnes Seashore. I 2011 tok de det første skrittet mot å bli selvforsynt med smolt gjennom ferdigstillelsen av RAS i Rogaland. I 2014 fikk Grieg Seafood tildelt 4 grønne lisenser i Finnmark (Grieg Seafood, «Årsrapport 2017», 2018).

Historien til Grieg Seafood er preget av vekst og økt vertikal integrering. Grieg Seafood har kjøpt opp eller fusjonert med andre oppdrettselskap samtidig som de har utviklet opp i verdikjeden. I 2017 endret Grieg Seafood sin visjon og sine verdier. Her kommer det klart frem at de har som målsetning å skape verdier gjennom bærekraftig produksjon av atlantisk laks (Grieg Seafood, «Årsrapport 2017», 2018).

2.6.2 Virksomhetsområde:

Grieg Seafood sin virksomhet omfatter hele verdikjeden fra rogn til slakteklar laks, og det meste av laksen blir prosessert og pakket i deres egne anlegg. Grieg Seafood driver fiskeoppdrett ved 4 ulike lokasjoner: Rogaland, Finnmark, British Columbia i Canada og på Shetland. I tillegg har de egen stamfiskvirksomhet i Erfjorden i Rogaland. Laksen fra Grieg Seafood blir videre solgt til Ocean Quality, som selger videre til tredjepart. Her eier Grieg Seafood 60% av aksjene.

Den vertikale integrasjonen varierer mellom de ulike regionene. Rogaland, Shetland og Finnmark har hele verdikjeden fra ferskvannsbasert smoltproduksjon til matfiskproduksjon i merder, prosessering og pakking. Stamfiskaktivitetene begrenser seg til Erfjorden i Rogaland. Oppdrettsanlegget i British Columbia har konsesjon for smoltproduksjon og oppdrett i sjø, men prosesserer ikke egen laks.

Bærekraft og digitalisering:

Da Grieg Seafood produserer i et økosystem er det avgjørende at de alltid er årvåkne ovenfor endringer i omgivelsene. Grieg Seafood fokuserer på dette i driften gjennom lakselus- og rømningskontroll, i tillegg til at det gjennomføres jevnlig gjellekontroll på anlegget i Rogaland (Grieg Seafood, «Bærekraftsrapport 2017», 2018). Det foretas også tiltak for å opprettholde god fiskehelse, dette inkluderer smitteforbyggende tiltak, vaksinestrategi og rogninnkjøp. Grieg Seafood fokuserer også på sine eksternaliteter, både i nærområdet og deres globale avtrykk. En del av dette er å måle utslipp av drivhusgasser opp mot slaktemengde for å kontrollere og å øke utslippseffektiviteten (Grieg Seafood, «Bærekraftsrapport 2017», 2018).

Gjennom sin digitale strategi har Grieg Seafood et mål om være først til å ta i bruk ny teknologi i operativ drift. Her fokuserer de på sensorteknologi i kombinasjon med kunstig intelligens for å gjøre driften mer effektiv og bærekraftig. Vi vil komme tilbake til dette i vår strategiske analyse senere i oppgaven.

Konsesjoner:

Grieg Seafood har i alt 41 konsesjoner for matfisk i Norge. Tilsammen tillater dette et totalt oppdrettsvolum på 36 270 tonn. I tillegg har Grieg Seafood FoU-tillatelse i Norge for totalt volum på 780 tonn, stamfisk konsesjon på 2 340 tonn, slaktemerd konsesjon på 1 106 tonn og til slutt en konsesjon på settefisk på 27,5 millioner stykker. I Storbritannia har de fått tildelt en kapasitet på 52 128 tonn. I Canada har en kapasitet på 58 000 tonn. Dette betyr at Grieg Seafood til sammen har konsesjoner for matfisk på 146 398 tonn. I 2017 slaktet Grieg Seafood 62 598 tonn, vi ser at de dermed har et veldig stort vekstpotensial. Vi går ut fra at konsesjonene i både Storbritannia og Canada omhandler matfisk (Grieg Seafood, «Årsrapport 2017», 2018).

2.7 Konkurrenter:

Grieg Seafood opererer i en bransje med et fåtall konkurrenter. I hovedsak tilbyr aktørene svært homogene produkter, men det finnes også eksempler på noe differensierte varer. De største konkurrentene til Grieg Seafood antas å være Norway Royal Salmon, Mowi, Lerøy og SalMar. Vi vil nå presentere hver av dem, før vi går inn på hvordan vi mener Grieg Seafood skiller seg fra sine konkurrenter.

Vi velger også disse konkurrentene som sammenlignbare selskaper i den komparative verdsettelsen av selskapet. Vi vil komme nærmere inn på dette senere i oppgaven.

Nedenfor i tabell 2 har vi illustrert noen nøkkeltall for Grieg Seafood og de utvalgte konkurrentene. Vi ser at Mowi er klart størst i bransjen når det gjelder størrelse, mens Grieg Seafood er blant de minste sammen med Norway Royal Salmon. Samtlige av selskapene genererer positive return on investment verdier, noe som kan tyde på at oppdrettsnæringen er en lønnsom bransje å operere i.

2018 tall	GSF	NRS	MOWI	SALM	LSG
Omsetning	7 500 316 000	5 080 806 000	30 917 850 960	11 301 338 000	19 837 637 000
Årsresultat	997 089 000	709 089 000	4 679 151 000	3 579 224 000	3 597 958 000
Likviditetsgrad 2	2,50	2,25	3,28	1,88	2,68
Egenkapitalprosent	48 %	56 %	56 %	60 %	60 %
Return on investment	14,44 %	17,67 %	11,56 %	25,34 %	14,76 %
Aksjekurs per 31.12.18	102,30	179,00	182,70	428,00	65,94

Tabell 2 «Nøkkeltall – konkurrenter/sammenlignbare selskaper» (Egenprodusert med innhentede tall fra selskapene sine respektive årsrapporter)

2.7.1 Norway Royal Salmon:

Norway Royal Salmon er et norsk oppdrettsselskap som ble grunnlagt i 1992 av 34 forskjellige oppdrettsselskaper. Selskapet har hatt sterk vekst og en jevn strøm av oppkjøp. Deres strategi er å bli Norges mest lønnsomme lakseselskap i tillegg til å utvikle seg fra å være en mellomstor til å bli en stor aktør i markedet. Dette skal de gjøre gjennom bærekraftig vekst og å bli den foretrukne arbeidsgiveren i markedet (Norway Royal Salmon, «Annual report 2017», 2018).

Norway Royal Salmon startet som et salgs- og markedsføringsselskap som ble dannet for å gi de 34 opprinnelige oppdrettsselskapene fordeler knyttet til markedsføring og salg og stordriftsfordeler ved kjøp av fôr. De har siden den gang utviklet seg til å bli et integrert oppdrettsselskap med hovedfokus på salg og oppdrett (Norway Royal Salmon, «Annual report 2017», 2018).

Når det kommer til forskning og utvikling har de forsøkt seg en del med steril fisk. Formålet er å redusere miljøeffekten av eventuelle rømminger. De har tilsammen 10 grønne lisenser som i hovedsak belager seg på at de bruker steril laks gjennom disse konsesjonene (Norway Royal Salmon, «Annual report 2017», 2018).

Norway Royal Salmon skiller seg fra konkurrentene gjennom å ha en stor andel ren salgsvirksomhet da det startet som salgs- og markedsføringselskap. De er primært lokalisert i Nord-Norge.

2.7.2 Mowi:

Mowi kan spores helt tilbake til 1964. Navnet Mowi kom ikke før i 1999 da det som på den tiden het Hydro Seafood ble kjøpt opp av Nutreco og fikk navnet Mowi. I dag er Mowi Norges største produsent av oppdrettsfisk.

Mowi har som mål å bli en integrert leverandør av protein fra havet, i ledelsen på alle nøkkelområder. De anser det fordelaktig å integrere vertikalt for å få kontroll på prosessene i verdikjeden. Høyere grad av integrering vil også føre til bedre muligheter til å reagere proaktivt på utfordringer knyttet til bærekraft og kommersielle utfordringer (Mowi, Integrated annual report 2017, 2018). Mowi anser også forskning og utvikling som en integrert del av deres verdikjede.

Selskapet har søkt om å få realisert tre semilukkede anlegg. Disse skal kunne isoleres fra vannet rundt, men også åpnes med kontrollert vanninntak. Dette skal føre til bedre kontroll av omgivelsene i oppdrettsnæringen og resultere i at de klarer å produsere betraktelig større smolt (Mowi, «Integrated annual report for 2017», 2018). Samtidig som Mowi legger mye ressurser i å utvikle nye oppdrettsanlegg innser de også at oppdrett ved bruk av not-poser vil stå for majoriteten av produksjonen fremover og arbeider derfor parallelt med å videreutvikle denne produksjonsmetoden.

2.7.3 Lerøy:

Lerøy startet med detaljutsalg av fisk i Bergen for deretter å utvikle seg til å bli et eget mottak av fisk. I 2002 ble selskapet notert på Oslo Børs. Dette økte kapitaltilgangen som var svært viktig i arbeidet ved å utvikle konsernet til å bli et helintegrert sjømatkonsern. Lerøy har en helintegrert verdikjede innen laks, ørret og hvitfisk. Lerøy skiller seg noe fra de andre aktørene i bransjen da det har en større produktportefølje med blant annet sushiproduksjon. Konsernet salgs- og distribusjonsvirksomhet i Spania har en fabrikk i utkanten av Madrid som driver sushiproduksjon, en fabrikk i Barcelona og enda en er planlagt i Valencia. Lerøy skiller seg også da de også tråler for hvitfisk. Lerøy overtok Havfisk og deres ti trålere for

hvitfisk som er i drift i Nord-Norge, Havfisk er Norges størst tråleselskap (Lerøy, «Årsrapport 2017», 2018).

Lerøy er verdens største konsern for fangst og bearbeiding av hvit fisk og verdens nest største oppdretter av laks og ørret. De har tilgang på 20% av all torsk fra Norge, opererer i Vest-, Midt- og Nord-Norge med Laks, ørret, hvitfisk, pelagisk fisk og skalldyr i deres produktportefølje.

2.7.4 SalMar:

Konsernet har oppdrettsaktivitet både i Midt-Norge og i Nord-Norge. SalMar er også vertikalt integrert oppover i verdikjeden med betydelig slakteri- og videreforedlingsaktivitet.

SalMar har en integrert verdikjede som består av alt fra stamfisk via rogn til bearbeiding og salg. I 2017 hadde SalMar i alt 100 konsesjoner for oppdrett av atlantisk laks.

Den operative delen i SalMar sin virksomhet har to strategiske mål (Salmar, «Årsrapport 2017», 2018):

1. Være best på operasjonell effektivitet.
2. Salg og industri skal sikre optimal anvendelse av laksen for å oppnå den best mulige prisen.

I selskapets vedtekter formidler Salmar at formålet deres er havbruk, foredling og omsetning av all type fisk og skalldyr, samt annen økonomisk virksomhet tilknyttet til dette (Salmar, «Årsrapport 2017», 2018).

Ocean Farming, et selskap under SalMarkonsernet, har utviklet Ocean Farm 1, et anlegg for oppdrett av fisk. Ocean Farm 1 er bygget som et pilotprosjekt og utformet for å teste ut både biologiske og teknologiske sider ved å drive fiskeoppdrett til havs.

2.7.5 Hvordan Grieg Seafood skiller seg fra sine konkurrenter:

Grieg Seafood har integrert store deler av verdikjeden sammenlignet med konkurrentene. Det er særlig rognproduksjon i Erfjorden og eierskapet av distribusjonsselskapet Ocean Quality som skiller seg ut. De har også to høykvalitetsprodukter, laks fra Skuna Bay og

Kvitsøy laks som differensierer seg fra resten av markedet. Laksen fra Skuna bay selges til gourmetrestauranter i amerikanske storbyer mens Kvitsøy laksen selges hovedsakelig til Spania og Italia. De forsker lite på utvikling av merder i forhold til konkurrentene. På den andre siden fokuserer de mer på kunstig intelligens i kombinasjon med sensorteknologi.

2.7.6 Oppsummering – presentasjon av Grieg Seafood og konkurrentene:

Vi har nå presentert Grieg Seafood og deres konkurrenter. Dette danner grunnlaget for den interne delen av den strategiske analysen i oppgaven. I neste kapittel vil vi presentere den strategiske analysen av oppdrettsnæringen og Grieg Seafood.

3. Strategisk analyse

Strategisk analyse er en elementær del av den fundamentale verdsettelsen av et selskap. I de fleste rammeverk utgjør den steg to i verdsettelsesprosessen, etter regnskapsanalysen, men vi har valgt å presentere denne først da vi mener det gir best flyt i oppgaven.

Den strategiske analysen danner sammen med regnskapsanalysen utført senere i oppgaven grunnlaget for fremtidsregnskapet som skal brukes i den fundamentale verdsettelsen av selskapet sin aksje. Vi vil komme nærmere inn på dette i kapittel 4.6 «Rammeverk for fundamental verdsettelse».

Målet med den strategiske analysen er å kartlegge hvilke eksterne og interne faktorer som vil påvirke selskapet man verdsetter i fremtiden, og hvilken utvikling vi kan vente oss. I den eksterne analysen er det derfor viktig å gjøre rede for restriksjoner, trusler og muligheter bransjen møter. Målet med den interne analysen vil være å kartlegge hva slags ressurser Grieg Seafood har, og hvordan disse ressursene kan brukes i møte med omgivelsene. Den interne analysen legger spesiell vekt på om selskapet har ressurser som kan være kilde til varige konkurransefortrinn som kan gi ekstraordinær lønnsomhet.

Sammen skal disse analysene gi oss en generell forståelse for hvordan den fremtidige verdiskapningen for oppdrettsbransjen og selskapet vil se ut.

I den eksterne analysen vil vi bruke en Pestel-analyse og en Porter-analyse. Disse to analysene komplementerer hverandre godt og gir totalt sett en veldig god oversikt over det eksterne miljøet bedriften operer i. Pestel-analysen har et litt bredere fokus enn Porter, og fokuserer på de store makrofaktorene som påvirker bransjen. Porter sin analyse går litt mer ned på detaljnivå og har som mål å kartlegge lønnsomhetsforutsetningene i bransjen. Ved å benytte seg av begge analysene vil man sitte igjen med en forståelse av hvordan trendene i samfunnet påvirker lønnsomheten til bransjen på et overordnet nivå og hvordan konkurransesituasjonen innad i bransjen skaper forutsetninger for lønnsomhet. I samspillet mellom resultatene fra disse analysemetodene har vi tillit til at vi sitter igjen med en god forståelse av det generelle lønnsomhetsnivået i bransjen og hvilke faktorer som er de viktigste for å påvirke denne lønnsomheten.

I den interne analysen vil vi bruke en VRIO-analyse. Denne analysen har som mål å kartlegge hvilke ressurser selskapet har som kan være en kilde til varig konkurransefortrinn (Roos, Krogh & Roos, 2010, s. 103). Vi mener at det å kombinere en VRIO-analyse med de eksterne analysene vil gi et helhetlig bilde, og er et godt utgangspunkt til å predikere den fundamentale utviklingen for Grieg Seafood.

Vi er selvsagt bevisst på at hendelser som kan føre til endringer i forutsetningene våre kan inntreffe. Dette betyr likevel ikke at informasjonen vi finner i markedet i dag ikke vil gi verdifulle prognosemodeller. Etter å ha sett på både de eksterne og interne faktorene burde man ha tilegnet seg verdifull informasjon om hvor stabilt markedet er og hvor sannsynlig det er at store omveltninger vil inntreffe i nærmeste fremtid.

3.1 PESTEL-analyse

En Pestel-analyse har to fundamentale funksjoner. Den første er å identifisere miljøet bedriften operer i. Den andre funksjonen er å gi et godt grunnlag for å predikere fremtidig utvikling i det miljøet som bedriften opererer i Yüksel (2012, s53).

Pestel-analysen presenterer et sett av potensielle fremtidige hendelser eller utviklinger. Disse bygger videre forutsetninger for fremtidig utvikling i selskapet. Rammeverket deles inn i seks ulike faktorer: politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige- og lovgivende faktorer (Roos, Krogh & Roos, 2010, s. 66). Ved å lokalisere de viktigste elementene innenfor hver av faktorene er målet å sitte igjen med en komplett forståelse av de viktigste makrotrekkene selskapet står ovenfor.

En av de store svakhetene ved Pestel-rammeverket er at faktorene ikke måles opp mot hverandre. Det allokeres ingen relativ verdi eller viktighet mellom faktorene, noe som skaper en svakhet i beslutnings- og analysesituasjonen. Dette skyldes at rammeverket har en kvalitativ struktur og ikke har implementert kvantitative målemetoder Yüksel (2012, s53). En annen ulempe med rammeverket er at de ulike faktorene kategoriseres individuelt og blir sett på som uavhengige av hverandre. Dette representerer en svakhet ettersom miljøet som analyseres i realiteten er et komplekst og innviklet system der «alt påvirker alt» Yüksel (2012, s53).

Rammeverket er begrenset i sin kategorisering av makrofaktorene som påvirker selskapet. En Pestel-analyse kan derfor ikke gi en rent objektiv og detaljert analyse av makromiljøet, men det representerer en god tilnærming.

Vi vil nå gå igjennom de seks faktorene som Pestel-rammeverket bygges på for oppdrettsnæringen. Formålet er å kunne si noe om makroforholdene i næringen Grieg Seafood opererer i.

Nedenfor kan man se en illustrasjon av rammeverket.



Figur 3 "PESTEL analyse-rammeverket" (Business-to-you, 2016)

3.1.1 Politiske faktorer:

Politiske forhold påvirker oppdrettsnæringen. Dette skyldes at politiske endringer har potensiale til å få store konsekvenser for bransjen, og det er sannsynlig at slike endringer vil forekomme. Det er spesielt to områder politiske forhold har stor sannsynlighet å gi utspill. Dette gjelder miljøutfordringer og eksport.

Næringen er sårbar da den belager seg mye på eksport. Om man skulle se en større grad av proteksjonisme eller en boikotting av Norge vil dette få konsekvenser for næringen. I 2010 da Liu Xiaobo mottok Nobels fredspris innførte Kina strenge restriksjoner på import av norsk laks. Dette førte til en reduksjon i etterspørsel rettet mot næringen. Ikke før i 2017 økte

eksporten av laks til Kina igjen (NTB, 2017). Dette er et eksempel på at norsk laks ble mer eller mindre boikottet av Kina. Dette aspektet av de politiske faktorene har sin innvirkning på inntektssiden og spesielt da mot etterspørselen næringen har tilgang til.

På den andre siden vil politiske tiltak rettet mot miljøpolitikk ha innvirkning på produksjonssiden. Her foreligger det risiko knyttet til produksjonsreduksjon gjennom for eksempel ulovliggjøring av enkelte kjemikalier som blir brukt i dag. Man kan også se for seg et høyere kostnadsnivå på bakgrunn av økte avgifter knyttet til negative miljøeffekter. Dagens største effekt er at myndighetene belønner økt miljøvennlige løsninger i driften gjennom utdeling av «grønne» konsesjoner, noe som skaper et enormt insentiv. Dette øker verdien av forskning og utvikling i næringen da det tillater økt produksjon.

Det er viktig å nevne at Norge har et stabilt politisk miljø med god kommunikasjon og utbredt tillit. Det kommuniseres jevnlig med oppdrettsnæringen og sannsynligheten for uventede endringer med store konsekvenser er følgelig lav. Selv om endringer vil forekomme vil de mest sannsynlig bli kommunisert på et tidlig stadium og konstruert slik at næringen har gode forutsetninger for å tilpasse seg. Norges offentlige utredninger (NOU) er et eksempel på en ordning som sikrer kommunikasjon mellom lovgivende organ og de samfunnsaktørene som påvirkes. NOU er statlige rapporter med formål å drøfte kunnskapsgrunnlaget og handlingsvalg eller strategier for iverksetting av offentlig tiltak (Hansen, 2017). Muntlige høringer er også et godt eksempel på hvordan informasjon blir formidlet, hvordan næringslivet får innsikt i den politiske utviklingen og hvor transparent den norske politikken er. Muntlige høringer er en type innhenting av synspunkter og opplysninger i forbindelse med behandling av saker i offentlig organ. Muntlige høringer skiller seg fra andre høringer ved at de er åpne, altså med adgang for presse, i dag strømmes til og med komitehøringene på nett (Gisle og Berg, 2017).

På bakgrunn av dette anser vi sannsynligheten for uventede, omfattende politiske endringer som lav. Vi tolker det slik at trusselen politiske endringer bringer med seg vil være av langsiktig natur.

3.1.2 Økonomiske faktorer:

Som nevnt tidligere, eksporteres omtrent 95% av den norske oppdrettslaksen til verdensmarkedet. Trendene i verdensmarkedet er dermed av interesse for oppdrettsnæringen.

Den økonomiske utviklingen i Norge er også av stor interesse da mesteparten av produksjonen skjer langs norskekysten. Av dette følger det også at valutaendringer har effekt på bransjen da inntekter og utgifter forekommer i forskjellig valuta.

Tabellen under viser de 10 største eksportmarkedene for sjømat for 2016, 2017 og deler av 2018. Vi antar en veldig lik distribusjon for oppdrettslaks.

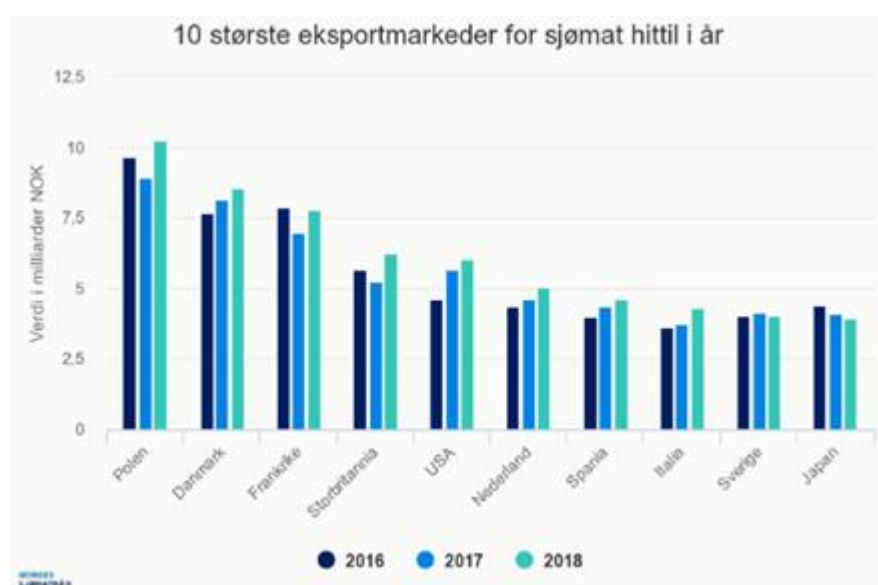


Diagram 2 «10 største eksportmarkeder for sjømat hittil i år» (Norges sjømatråd, 2018)

Fra tabellen ovenfor ser vi at Europa og USA er det to største importørene etterfulgt av Asia. Det er dermed mest naturlig å se på den økonomiske utviklingen i disse landene, samt valutautviklingene deres mot norske kroner. Oppdrettslaks er noe dyrere enn andre kilder til protein, økonomisk vekst kan derfor være en indikator på økt etterspørsel etter produktet. Vi vil nå se på den økonomiske utviklingen nasjonalt og internasjonalt.

Utvikling i den norske økonomien:

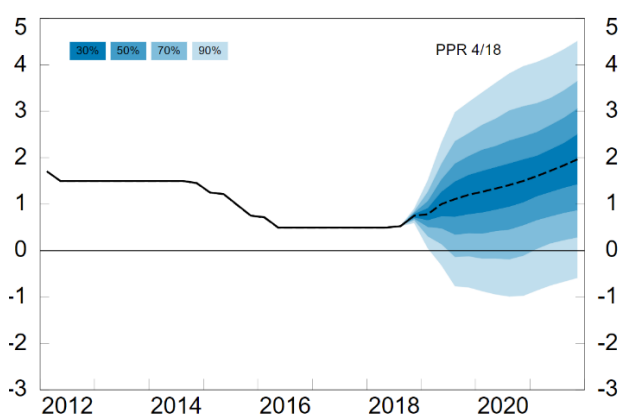
Norsk økonomi er for øyeblikket nær konjunkturnøytral og inne i en moderat konjunkturoppgang. Det er forventet at finanspolitikken vil bli nøytral, rentene øker, lønnsveksten tar seg opp og kronekursen styrkes noe. Gjennomsnittlig vekst i offentlige investering og konsum er forventet å ligge under trendvekst. Dette gjelder for prognoseperioden frem til 2021. På den andre siden vil en aldrende befolkning føre til økte pensjonsutgifter. Dette vil føre til en finanspolitikk som helhetlig vil være konjunkturnøytral. Man har sett en reduksjon i ledighet fra 2016, og forventer at ledigheten vil reduseres

ytterligere med en forventning om en ledighet på 3.7% i 2021 fra dagens nivå på 3.9% (Statistisk sentralbyrå, «Norsk økonomi er nær konjunkturnøytral», 2018).

Den norske økonomien ser ut til å gå i moderat tempo mot en høykonjunktur, men stimuli reduseres gjennom renteøkning og nøytral finanspolitikk. Faktorene som påvirker oppdrettsnæringen i Norge mest vil være renteendringer, ledighetsnivået og lønnsnivået. Dette skyldes at det foregår mye produksjon i Norge, mens majoriteten av salget er i utlandet. Følgelig vil faktorene ovenfor som påvirker kostnads- og produksjonssiden være de viktigste i Norge (Statistisk sentralbyrå, «Norsk økonomi er nær konjunkturnøytral», 2018).

Økt lønnsvekst er forventet å legge negativt press på lønnsomheten til oppdrettsnæringen da dette øker kostnadene. På bakgrunn av bedret konjunktursituasjon, lavere ledighet og lavere energipriser er det grunnlag for høyere nominell og reell lønnsvekst fremover (Statistisk sentralbyrå, «Norsk økonomi er nær konjunkturnøytral», 2018).

I dag ligger styringsrenten på 0.75%. Ifølge sentralbanksjef Øystein Olsen vil denne mest sannsynlig bli satt opp i mars 2019 (Lornetzen og Hopland, 2018). Figuren under viser styringsrenta i prosent. Den stiplede linjen er Norges bank sitt estimat av den fremtidige styringsrenta, mens det fargen rundt viser er sannsynlighetsfordelingen. Vi ser at det er mest sannsynlig at styringsrenten vil ligge rundt 2% i 2021. Denne utviklingen vil sette negativt press mot næringen som er moderat kapitalintensiv. En høyere styringsrente betyr at lånekostnadene til selskaper også er forventet å øke.

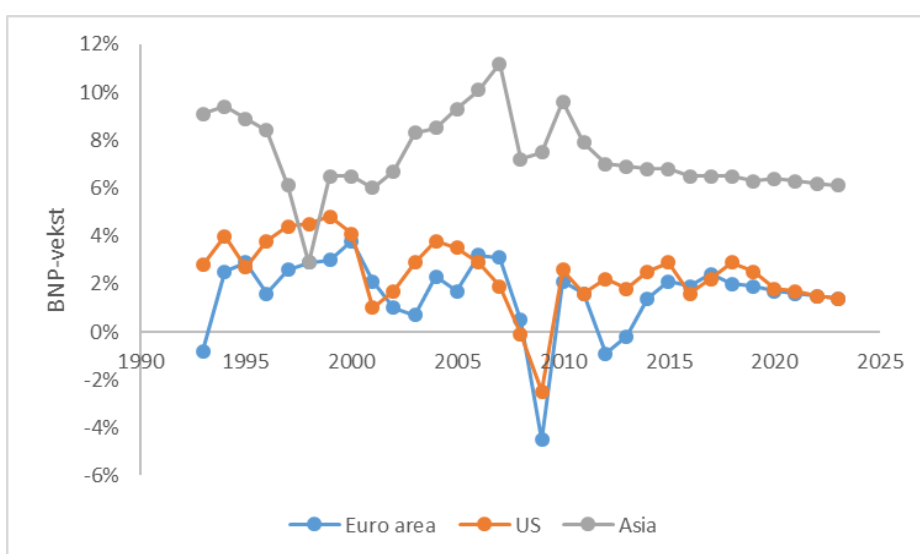


Graf 3 «Prognose for styringsrenten» (Norges Bank, «Om styringsrenten», N.D)

Utvikling internasjonalt

Ifølge det internasjonale pengefondet (NTB, 2018), IMF, er det forventet at Eurosonen vil ha en BNP-vekst på 1.6% i 2019 og 1.7% i 2020. USA er forventet å ha en vekst på 2.5% i 2019 og 1.8% i 2020. «Emerging and Developing Asia» er predikert å ha en vekst på henholdsvis 6.3% og 6.4% i 2019 og 2020. Felles for alle områdene er en nedgang i BNP-vekst i perioden 2019 og 2020 sammenlignet med 2017 og 2018. For USA og Eurosonen ser man stor forskjell mellom det predikerte 2020-nivået på 1.8% og 1.7% sammenlignet med 2017-nivået som var 2.2% og 2.4%. Asia er imidlertid på et høyt nominelt nivå sammenlignet med USA og Eurosonen, selv om vi ser en noenlunde lik utvikling med litt lavere estimat enn opplevd BNP-vekst i 2017 og 2018.

Handelskonflikt mellom USA og Kina har vært en kilde til økt usikkerhet og er en årsak til lavere forventet global handel. Dette i kombinasjon med stigende rente og økt gjeldsbyrde er noen av de viktigere faktorene for redusert fremtidig vekst ifølge IMF (NTB, 2018). Forventningen om lavere global handel er nok den faktoren som vil påvirke oppdrettsnæringen mest, da de eksporterer en betydelig andel av produksjonen.



Graf 4 «BNP-vekst» (Data hentet fra KNOEMA, «GDP by country, Statistics from IMF 1980-2023», 2019)

Grafen over viser BNP-vekst for Eurosonen, USA og utviklende (Emerging and developing Asia) land i Asia. Verdiene etter 2018 er predikerte verdier fra IMF. Vi ser at prognosen anslår en liten nedgang i BNP-vekst for alle områdene, men rimelig like nivåer som vi har sett fra 2014. Da BNP-veksten i utviklingslandene i Asia har et veldig høyt nominelt nivå er

det å forvente at dette kan være områder som kan bidra til vekst i etterspørselen etter oppdrettslaks. Euroområdet og USA er forventet å se en liten nedgang i BNP vekst til 2%.

Redusert predikert internasjonal BNP-vekst impliserer en lavere predikert etterspørsel etter varer og tjenester. Dette er negativt for norsk oppdrettsnæring da de eksporterer et produkt som kan bli ansett som en «luksusvare». Det kan derfor foreligge mulighet for potensiell substitusjon av denne, noe som videre medføre redusert verdiskapning i næringen. Andre faktorer som legger positivt press på etterspørselen etter slike produkter tynger imidlertid mer i våre øyne. 2% er også nært et «normalt» BNP-nivå og vi mener derfor at nedgangen ikke representerer en reell trussel mot den generelle kjøpekraften for befolkningen. Vi anser dermed også disse områdene potensielle bidragsyttere til økt etterspørsel etter oppdrettslaks. De globale økonomiske utsiktene representerer totalt sett heller muligheter for økt vekst enn trusler, særlig på grunn av den høye forventede BNP-veksten i utviklingsland i Asia.

3.1.3 Sosiokulturelle faktorer:

Sosiokulturelle faktorer omfatter livssyn, trender og verdisyn. Vi vil nå gå gjennom de viktigste kulturelle faktorene vi mener kan påvirke oppdrettsnæringen i fremtiden.

Helsedirektoratet anbefaler at man spiser fiskeprodukter med minst 50% ren fisk to til tre ganger i uken. Det er også eksplisitt angitt på Helsedirektoratet sine sider (2019) at fet fisk som laks burde være et av disse måltidene. Helsedirektoratet er en faglig rådgiver og forvalter av lov og regelverk innenfor helsesektoren. De har som mål å styrke befolkningens helse og utvikle gode helsetjenester. De har tilgang på veldig gode kommunikasjonskanaler gjennom eksempelvis samarbeid med utdanningssektoren. I tillegg blir informasjonen de publiserer ansett som offentlig og bærer dermed mye faglig tyngde. Helsedirektoratet anses som en veldig innflytelsesrik samfunnsaktør. Dette er positivt for laksenæringen, ettersom deres anbefalinger blir tatt seriøst.

Interessen for vegetarianske dietter har vært økende den siste tiden. Økningen vitner om et endret syn og verdsett knyttet til mat, noe som kan være både positivt og negativt for oppdrettsnæringen. Det er positivt ettersom man ser et større skifte mot mer miljøvennlige og sunne matvarer. Oppdrettsnæringen er godt posisjonert når det gjelder kjøttproduksjon og denne trenden kan føre til at flere velger fisk fremfor kjøtt. På den andre siden kan trenden gi

negativ uttelling for næringen hvis en økende andel fortsetter å adoptere en vegetarisk diett og følgelig slutter å spise fisk.

I fremtiden er det forventet økt urbanisering, spesielt i Afrika og Asia. En mulig konsekvens av dette er økt inntekt hos husholdningene grunnet et økt antall husholdninger der begge samboerne er i arbeid. Dette kan føre til økt etterspørsel etter mat av høyere kvalitet og som går raskere å tilberede (EY, «The Norwegian Aquaculture Analysis 2017», 2018). Dette vil være fordelaktig for oppdrettsfisk som faller innenfor den første kategorien og også kan falle innunder den andre.

3.1.4 Miljømessige faktorer:

Oppdrettsmiljøet er veldig viktig for fiskens helse og vekst. De viktigste faktorene i miljøet er vannstrøm, oksygeninnhold, temperatur, bølger og saltinnhold kommer det frem fra Havforskningsinstituttet sine sider «lakseoppdrett» (2018). Langs norskekysten er det godt tilrettelagt for lakseoppdrett med hensyn til miljøfaktorene. Oppdrettsnæringen er sårbar mot endringer i miljøet de opererer i. Tilsynelatende små endringer kan ha stor effekt på økosystemet de produserer i. De to største truslene næringen møter som følge av global oppvarming er stigende havtemperatur og forsuring av havet (Mowi, “Integrated Annual Report 2016”, 2017).

Økning i havtemperaturen fører til bedre levevilkår for lakselusen og er med på å forsterke luseproblemet. De konkurransefortrinnene næringen drar nytte av på norske kysten kan bli redusert av disse miljøendringene, selv om fordelene ikke står i fare på kort sikt. Fremveksten av ekstremvær vil legge mer press på merdene og kan øke sannsynligheten for rømninger. Bærekraftig produksjon må derfor være en sentral del av oppdrettsselskapene sine langsiktige strategier.

Bransjen har en del miljøutfordringer knyttet til lus, rømning og forurensing. Næringen opererer i naturen og produksjonen fører med seg negative eksternaliteter. Merdene gir veldig gode vilkår for lusen da den kan spre seg raskt siden det er så stor tetthet mellom fiskene. Dette fører til at mye lus sprer seg til annen fisk rundt merdene. Dette skader fisk utenfor merdene når lusen sprer seg til smolt av laks og ørret. Mye lus i merdene reduserer også lønnsomheten. Dette har ført til økt fokus rettet mot å finne løsninger mot luseproblemet. Rømninger skjer ved skade på merdene slik at fisken svømmer ut.

Miljøeffekten av dette er at oppdrettsfisken parer seg med annen fisk. Dette reduserer bredden i det genetiske grunnlaget til annen fisk og avkommet får dårligere overlevelsessevne. Dette problemet er stort ved rømminger av stor skala eller over lang tid, da en stor andel av oppdrettsfisk på stedene der vanlig fisk gyter er spesielt farlig for den genetiske bredden.

3.1.5 Teknologiske faktorer:

Oppdrettsnæringen har mange utfordringer å ta tak i. Dette representerer gode muligheter for enkelte selskap da myndighetene belønner de selskapene som klarer å redusere eksternalitetene sine med vekstmuligheter. Når det gjelder utdeling av konsesjoner blir selskapene mer attraktive desto mindre negative eksternaliteter de har knyttet til produksjonen. I tillegg kan man motta grønne konsesjoner ved spesielle anledninger. Norway Royal Salmon har for eksempel mottatt grønne konsesjoner for produksjon av steril laks. Fordelen med bruk av steril laks er at oppdrettslaksen ikke parer seg med villaksen ved rømming. Det optimale for oppdrettsselskapene vil være å løse utfordringene knyttet til lakselus på en måte som reduserer kostnadene og øker vekstmulighetene samtidig. Forskning og utvikling er dermed enormt verdifullt for bransjen og man ser et utbredt fokus på teknologisk utvikling. Teknologien i bransjen er under utvikling og næringen er fortsatt ung, slik at de teknologiske endringene går relativt raskt. Det investeres mer i solid utstyr, i større dimensjoner og i mer avansert utstyr (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015).

En interessant utvikling er at oppdrettsselskapene selv utvikler nye typer anlegg der tilnærmingene innad varierer ganske mye. SalMar utvikler en merd som kan brukes til havs (Salmar, «Havbasert fiskeoppdrett – en ny æra», N.D), Mowi utviklet et anlegg som kan lukkes, altså isoleres fra sjøen (Berge, 2016) og Atlantic Sapphire har utviklet et anlegg som tillater oppdrett på land (Berge, 2018). Dette er interessant da det kan tyde på at bransjen ikke har kommet frem til en konsensus angående hvilken produksjonsmetode som vil være dominant i fremtiden. Det har i tillegg blitt utviklet lasere som skal kunne fjerne lus av laksen mens den svømmer i merdene. Det fokuseres også på effektivisering gjennom fôr og fiskehelse. Dette viser at næringen jobber for å øke lønnsomheten gjennom forskning og utvikling på flere områder.

Oppdrettsbransjens operative nivå vil preges av teknologisk utvikling gjennom effektiviserte produksjonsprosesser, men vi anser den fundamentale forretningsideen som mindre

påvirkelig av teknologi. Den fundamentale forretningsideen er nok mer avhengig av sosiokulturelle endringer, som hvorvidt man tenker på «business» som lineært eller sirkulært.

Vi forventer fremtidig vekst basert på teknologiske fremskritt, og at næringen vil fortsette å se inkrementelle forbedringer som i hovedsak tar sikte på å redusere eksternalitetene. Fokuset på teknologisk utvikling er stort i bransjen, ettersom det foreligger et betydelig potensial knyttet til effektivisering og kostnadsreduksjon.

3.1.6 Juridiske faktorer:

Produksjon av akvatiske organismer reguleres primært av Akvakulturloven. Lovens formål, gitt i lovens første paragraf, er å fremme næringens lønnsomhet, konkurransekraft og bidra til verdiskapning langs kysten innenfor rammene av bærekraftig utvikling (Akvakulturloven, §1, 2005). Produksjon av anadrome laksefisk til kultiveringsformål reguleres av lov 15. mai 1992 nr. 47 om laksefisk og innlandsfisk (Laksefisk og innlandsfiskloven, §1, 1992). Formålet med denne loven er ifølge lovdata: «å sikre at naturlig bestander av anadrome laksefisk, innlandsfisk og deres leveområder, samt at andre ferskvannsorganismer forvaltes i samsvar med naturmangfoldloven og slik at naturens mangfold og produktivitet bevares» (1992, §1). Loven skal gi grunnlag for utvikling av bestandene for å øke avkastning til beste for rettighetshavere og fiskere innenfor rammene av lovens formål. Vi ser klart at begge lovene setter rammer for bærekraftig drift og miljøpåvirkning, og at lønnsomhet kommer sekundært. Lovene er nyttige for å forstå myndighetenes prioriteringer og hvilke rammer næringen må operere innenfor.

Oppdrettsnæringen er avhengig av tilgang på konsesjoner for å produsere. Disse konsesjonene deles ut av og kan trekkes tilbake fra myndighetene dersom de ser behov for det. Norskekysten er delt inn i tretten geografiske produksjonsområder. Nivået av lakselus bestemmer hvorvidt produksjonen kan øke, holdes konstant eller reduseres. I 2017 ble åtte av disse områdene definert som «grønne» og tillatt å vokse med 6% annethvert år (Nærings- og fiskeridepartementet, “Regjeringen skrur på trafikklyset”, 2017). Denne ordningen omtales som «trafikklysordningen» og skal sikre bærekraftig produksjonsvekst i næringen.

Næringen er sterkt regulert med hensyn til miljø og eksternaliteter, samtidig som myndighetene tar sikte på å fremme positiv utvikling gjennom insentiver som grønne

konsesjoner. Dette vil legge negativt press på bransjens profitt på kort sikt da restriksjonene i produksjon er forventet å øke kostnadene i form av dyrere innsatsfaktorer som for eksempel andre typer kjemikalier for avlusing. På den andre siden blir bransjen tvunget til å behandle miljøet bedre samtidig som de belønnes for forskning og utvikling siktet på å redusere miljøeffektene av produksjon. Bedrifter som fokuserer på bærekraftig drift og utvikling har vist seg å oppnå bedre lønnsomhet, både regnskapsmessig og for investorene (Eccles G Robert, Iannis Ioannou, Serafeim George 2014, s. 2853). Dette kan virke positivt inn for bransjen ettersom oppdrettsbransjen kan bli oppfattet som mer forsvarlig og miljøbevisst enn andre næringer selv om fokuset er til en viss grad er tvunget gjennom lov.

Totalt sett kan man si at juridiske faktorer legger både begrensninger og muligheter for oppdrettsselskapene, alt avhengig av i hvilken grad selskapene vektlegger bærekraftig produksjon. På kort sikt virker nok restriksjonene hemmende på bransjen og reduserer lønnsomheten. På lang sikt kan den økte graden av bærekraftig produksjon lovverket bidrar til virke positivt på lønnsomheten.

3.1.7 Oppsummering – PESTEL:

Vi har sett på makroforholdene i oppdrettsnæringen og presentert de faktorene vi mener er viktigst. Makroforholdene representerer risikokilder næringen er utsatt for, utfordringer de møter og muligheter som kan utnyttes i fremtiden.

Særlig de sosiokulturelle faktorene taler for lønnsomhet i næringen da oppdrettsbransjen er godt posisjonert mot trendene vi ser. Til sammen skaper de teknologiske og miljømessige faktorene både behov og muligheter for vekst. De politiske og regulatoriske forholdene virker på kort sikt begrensende på næringen. På lang sikt kan imidlertid disse vise seg å være positive, da næringen blir tvunget til å handle ansvarlig og bærekraftig. De økonomiske faktorene virker stabile, men noe negativt påvirket av faktorene: moderat vekst, rente- og lønnsøkning. Renteøkning og forventning om økte lønninger legger negativt press på lønnsomheten. Den moderate økonomiske veksten blir omtalt som en svak oppgangskonjunktur, noe som betyr at BNP-veksten er over trenden. Dette burde trekke opp etterspørselen rettet mot bransjen, og følgelig lønnsomheten.

I tabellen nedenfor oppsummerer vi de viktigste faktorene fra PESTEL-analysen.

Politiske faktorer	<ul style="list-style-type: none"> - Stabilt politisk landskap - Utsatt for politisk innstramming av miljøpolitikk - Utsatt for politiske hendelser som rammer eksport næringen
Økonomiske faktorer	<ul style="list-style-type: none"> - Moderate global økonomisk vekst - Økt styringsrente - Forventninger om økte lønninger
Sosiokulturelle faktorer	<ul style="list-style-type: none"> - Fokus på miljø fra kundemassen - Godt posisjonert mtp. kostholdsråd - Økt inntekt i Asia og Afrika kan øke etterspørsel
Teknologiske faktorer	<ul style="list-style-type: none"> - Sterke insentiver for utvikling - Store muligheter for nyvinninger
Miljømessige faktorer	<ul style="list-style-type: none"> - Sårbar mot miljøendringer i havet - Stor innvirkning på økosystemer i havet - Miljøgift innholdet kan skifte syns på varen - Bærekraftig produksjon
Juridiske faktorer	<ul style="list-style-type: none"> - Sterk grad av regulering og kontroll - Regulert vekst

Tabell 3 «Oppsummering PESTEL-analyse» (Egenprodusert)

3.2 Porters fem konkurransekrefter

For å predikere fremtidig lønnsomhet for Grieg Seafood er det viktig å forstå det generelle lønnsomhetsnivået innad i bransjen. Det er derfor hensiktsmessig å kartlegge de viktigste faktorene innad i bransjen, for å få en forståelse av hvordan disse kan påvirke selskapets lønnsomhet i fremtiden. Porter foreslo fem faktorer som kan benyttes som en bakgrunn for å forstå dynamikken i en bransje (Roos, Krogh & Roos, 2010, s. 70).

Porters fem konkurransekrefter representerer et rammeverk som tar sikte på å forklare hvorfor noen bransjer er mer profitable enn andre. Lønnsomheten i en industri bestemmes av strukturen den innehar og samspillet mellom aktørene. Denne strukturen danner de fem konkurransekraftene: trusselen for nyetableringer, eksisterende konkurranseintensitet, press fra substitutter, kundenes forhandlingsposisjon og leverandørenes forhandlingsposisjon. Styrken til hver konkurransekraft varierer mellom ulike bransjer, samt den totale styrken til alle konkurransekraftene. Dermed varierer gjennomsnittlig lønnsomhet mellom bransjer, og innad i bransjer over tid, dersom konkurransekraftene endres (Porter & Millar, 1985).

En av ulempene med rammeverket er at det ser på en industri som noe definert. Dette er uheldig ettersom det ikke reflekterer alle de reelle underliggende sammenhengene i et moderne marked. Det er ikke nødvendigvis slik at bedrifter kan kategoriseres i en industri og kun konkurrerer med aktører innad i industrien.

Moderne markedsmekanismer er ofte mer dynamiske enn de var tidligere og konkurransen mer flytende. Man kan se for seg at Netflix konkurrer med tjenester som selger filmer eller serier, da filmer og serier er produktet Netflix selger. På den andre siden dekker de behovet for underholdning og dermed konkurrer de også med selskaper som selger bøker og utesteder. Reed Hastings administrerende direktør for Netflix sa i et intervju at den største konkurrenten til Netflix ikke var Amazon eller Youtube, men søvn (Sulleyman, 2017). Om dette skal tolkes bokstavelig får være opp til leseren, men det illustrer hvor viktig det er å forstå en bedrift utenfor de tradisjonelle rammene av en bransje.

I realiteten er forholdet mellom bedrifter mer flytende, selv om bedrift A konkurrer med bedrift B og bedrift B konkurrer med bedrift C er det ikke gitt at bedrift C konkurrer med bedrift A. I tillegg kan bedrifter delvis konkurrere med hverandre og møte en rekke konkurrenter som er vidt forskjellige fra hverandre (Gerard Hoberg, Gordan Philips 2016 s1427). Det at Porters rammeverk har denne industritilnærmingen gjør den noe begrenset og kan virke noe virkelighetsfjern.

Vi vil nå gå igjennom de fem konkurransekraftene for oppdrettsnæringen. Til slutt håper vi å sitte igjen med et helhetsbilde av lønnsomhetsnivået i bransjen.

Nedenfor kan man se en illustrasjon av rammeverket.



Figur 4 "Porter analyse-rammeverket" (Masterassignment, 2017)

3.2.1 Eksisterende konkurranseintensitet:

Grad av konkurranseintensitet er et resultat av en rekke strukturelle faktorer i bransjen. De viktigste faktorene for å bestemme konkurranseintensitet er ifølge forfatterne i «Strategi – en innføring» (Roos, Krogh & Roos, 2010, s. 72):

1. Sammensetning av bedrifter, størrelse og antall
2. Vekst
3. Faste kostnader eller lagerkostnader
4. Avviklingskostnader
5. Strategisk satsning

Vi vil nå gå igjennom punkt 1, 2 og 4, samt se på produktdifferensiering og hvorvidt det er ledig kapasitet i bransjen for å gjøre oss opp en mening om den eksisterende konkurranseintensiteten.

Grad av eksisterende konkurranseintensitet påvirker lønnsomheten. Typisk vil høy grad av konkurranseintensitet påvirke distribusjonen av verdiskapningen i selskapenes disfavør.

Årsaken til dette er blant annet at pris er et viktig konkurranseverktøy, og lavere pris gir en større andel av verdien til kundene.

Markedskonsentrasjon:

Antall aktører i markedet og hvordan markedsandeler fordeler seg har som oftest stor påvirkning på konkurranseintensiteten. Et marked med et stort antall aktører vil teoretisk ha høyere konkurranseintensitet enn et tilsvarende marked med et lite antall aktører. Distribusjonen av markedsandeler er også viktig for i denne sammenhengen. En mer homogen distribusjon av markedsandeler vil generelt føre til høyere konkurranseintensitet. I markeder med få aktører som har veldig stor markedsandel kan disse fungere som prissettere, de mindre aktørene vil da posisjonere seg som pristakere og man vil få en pris som ligner mindre på en «fullkommen konkurransepris» og mer på en «monopolpris».

Som vi så under markedsstruktur er antall aktører i denne bransjen få og det er enkelte aktører med relativt store markedsandeler. Mowi har 18% markedsandel på verdensmarkedet for atlantisk laks, noe som taler for at markedet er rimelig konsentrert. Som vi så under avsnittet om markedsstruktur var Mowi fulgt av både SalMar og Lerøy som også har signifikant markedsandeler. Vi ser dermed at store deler av markedet kontrolleres av et fåtall aktører. I markedet står 6% av selskapene for 61% av inntekten (EY, «The Norwegian Aquaculture Analysis 2017», 2018). Alt dette tatt i betraktning konkluderer vi med at markedet er moderat til høyt konsentrert. Dette legger mindre press på konkurranseintensiteten i bransjen.

Vekst:

Oppdrettsnæringen har vært en bransje preget av høy årlig vekst, historisk 6-8% (Mowi, «Salmon Farming Industry Handbook», 2018). Det er forventet at etterspørselen vil stige i fremtiden og absorbere tilbudsveksten slik at prisen vil fortsette å holde et høyt nivå. Dette fører til at markedet vil være i vekst fremover og bedriftene er mindre tilbøyelige til å konkurrere markedsandeler fra hverandre da markedet vokser totalt. Dette legger mindre press på konkurranseintensiteten mellom eksisterende aktører.

Avviklingskostnader:

Utgangsbarrierene er lave da det er enkelt å ta over en konsesjon. Dette er gitt at konsesjonene anses som verdifulle, noe som virker sannsynlig i lang tid fremover da

konsesjonene representerer en flaskehals i bransjen. Dette reduserer den eksisterende konkurranseintensiteten.

Ledig kapasitet:

Det eksisterer et stort ønske om å ekspandere for mange aktører innad i bransjen, noe vi ser gjennom den store pågangen av søknader om nye konsesjoner (Stensvold, 2017). Dette viser at aktørene ikke oppfatter markedet som mettet, noe som reduserer den eksisterende konkurranseintensiteten i bransjen.

Produktdifferensiering:

Produktene som omsettes i markedet er i hovedsak hel sløyd fersk eller fryst fisk. Produktene er svært homogene og det er få muligheter for produktdifferensiering. Dette øker den eksisterende konkurranseintensiteten.

Alt i alt anser vi eksisterende konkurranseintensitet i bransjen som moderat. Det som trekker det mest opp er homogeniteten til produktene. Det som trekker ned er et fåtall aktører, og forventet etterspørselsvekst.

3.2.2 Press fra substitutter:

Substitutter er andre varer som dekker det samme behovet til primærvaren. Det vil si at varen man selger konkurrerer med alle eksisterende substitutter. Implisitt betyr dette at om noe er et substitutt vil det gi konsumenten noe lavere nytte i den opprinnelige situasjonen, men ved for eksempel en prisendring kan en del av etterspørselen overføres til substituttet. Dette fører til at substitutter reduserer lønnsomheten i bransjen ved at de setter en begrensning når det gjelder prisnivå (Roos, Krogh & Roos, 2010, s. 73).

For å tolke presset fra substituttene er det viktig å forstå hva slags behov oppdrettsfisk dekker. Oppdrettslaks er en god kilde til protein og omega-3 fettsyrer, mineraler og vitaminer. Primært konkurrerer fisk med kjøttprodukter som kylling, gris og storfe. En del av samfunnet i dag er allerede kritisk til mengden kjøttprodukter vi konsumerer. Dette er knyttet til de uheldige miljøeffektene kjøttproduktene representerer. Oppdrettsnæringen har sine miljøutfordringer, men er bedre posisjonert enn de andre kjøttprodusentene, når det gjelder utfordringer som CO₂-utslipp, energi- og vannforbruk. Ved lakseproduksjon får man 61 kilo mat for 100 kilo fôr, mens for storfe får man ikke mer enn 4-10 kilo for tilsvarende mengde

fôr (Mowi, "Salmon Farming Industry Handbook", 2018). Vi vil argumentere for at gjennom helsetrender og økt miljøfokus vil oppdrettslaks få en større tilleggsverdi for konsumenter i fremtiden sammenlignet med andre proteinkilder.

Presset fra substitutter anses som lavt, primært på grunn av at fisk anses som en mye sunnere matvare enn kjøtt. Dette fører til at mange familier satser på ordninger som minst to fiskemiddager i uken, noe som gjør substituttene svakere. Det er derfor høy sannsynlighet for at økt fokus på kosthold og miljø styrker fiskens posisjon sammenlignet med andre matvarer.

3.2.3 Kundenens forhandlingsposisjon:

Når kundene har en sterk forhandlingsposisjon i markedet er det forventet at dette vil trekke ned lønnsomheten i bransjen. Dette skjer ved at kundene kaprer store deler av verdiskapningen i markedet gjennom å presse prisen ned eller presse kvalitet og service opp (Roos, Krogh & Roos, 2010, s. 74). Kundene til oppdrettselskapene er ikke sluttkonsumenten av produktet, men distributørene. I dette markedet opererer uavhengige bedrifter og datterselskap til oppdrettselskap som for eksempel Ocean Quality AS, eid av Grieg Seafood og Bremnes.

Oppdrettslaksen er et stort sett homogent produkt, noe som øker kundenes forhandlingsmakt. Dette øker forhandlingsmakten til kundene da de ikke mister produkt-verdi ved å endre leverandør, siden produktene er de samme. Dette reduserer kundenes byttekostnader. Distributørene har holdt en jevn EBITDA-margin på ca. 3% fra 2012, men var nede på 1% i 2016. I samme periode har lakseprodusentene økt sine EBITDA-marginer fra 11% i 2012 til 37% i 2016. Dette viser veldig godt at distributørene har liten forhandlingsmakt i markedet da prisøkningen i perioden ikke ble overført til distributørenes EBITDA-margin (EY, «The Norwegian Aquaculture Analysis 2017», 2018). Norsk laks har et godt internasjonalt omdømme og kan klassifiseres som en merkevare, dette gjør at norske produsenter skiller seg fra verdensmarkedet (Berge, 2015). Dette er en faktor som er med på å svekke kundenes forhandlingsmakt.

I distributørmarkedet står 7% av selskapene for 77% av inntektene i bransjen, dette inkluderer ikke selskaper tilknyttet andre ledd i verdikjeden (EY, «The Norwegian Aquaculture Analysis 2017», 2018). Bransjen er derfor rimelig konsentrert. Det er vanskelig

å si noe om forhandlingsmakten til distributørene. Dette er fordi de største aktørene i bransjen er datterselskap til oppdrettsselskap eller oppdrettsselskap som har integrert seg nedover i verdikjeden. De fire største aktørene er Mowi Markets Norway AS, Lerøy Seafood AS, SalMar AS og Ocean Quality AS.

Forhandlingsmakten til kundene anses som lav primært på grunn av at det er observert stigende priser i markedet som er et tegn på høy betalingsvillighet og lav forhandlingsmakt. På samme tid ser vi at EBITDA-nivået til distributørene ikke øker når prisene øker, men at produsentene får bedre marginer og en større del av denne verdiskapningen.

3.2.4 Leverandørenes forhandlingsposisjon:

Vi har tidligere valgt å dele leverandører inn i tre deler for å forklare verdikjeden: leverandører av tekniske løsninger, leverandører av bioteknologi og leverandører som tilbyr tjenester innenfor transport. For å forklare leverandørenes sin forhandlingsmakt har vi valgt å bare ta utgangspunkt i leverandører av bioteknologi. Årsaken til dette er kontinuitet og homogenitet i varen og omfanget av bioteknologi. Andre teknologiske leverandører har veldig stor variasjon i både varen og mengden de selger. Det er derfor både vanskelig å si noe om konsentrasjon til kjøper og selger, og markedsandeler. Etersom leverandører av transporttjenester utgjør en veldig liten andel av totale kostnader i bransjen vil dette segmentet ha veldig liten påvirkning på de totale leverandørenes forhandlingsmakt. Årsaken til at vi kun velger å konsentrere oss om leverandører av bioteknologi er for enkelhetsskyld og at transporttjenestene utgjør en så liten del av de totale kostnader.

Bioteknologi er essensielt for oppdrettsnæringen på to områder: både gjennom å tilby fôr for å stimulere vekst og for å holde fiskehelsen god slik at veksten ikke stagnerer. Vi deler derfor leverandører av bioteknologi inn i to deler knyttet til henholdsvis fôr og fiskehelse. Årsaken til dette er at fôr utgjør en så stor andel av kostnadene at vi mener det er hensiktsmessig å se på denne typen leverandører for seg selv.

Fiskehelse:

Leverandørene som faller inn under fiskehelse omfatter selskaper som selger antibiotika, vaksiner og utstyr til overvåkning og preventive tiltak knyttet til sykdom. Antibiotikabruken har gått markant ned siden starten av 80-tallet og er blitt byttet ut med mer effektive behandlingsmetoder. Sykdom blir forhindret gjennom tidlig vaksinasjon, men bransjen

møter fortsatt utfordringer på dette området. Et eksempel på dette er sykdommer i bukspyttkjertelen (PD). Fiskeridirektoratet innførte lovverk som skulle redusere spredningen av denne typen sykdom. I denne næringen står 15% av selskapene for 81% av inntekten (EY, «The Norwegian Aquaculture Analysis 2017», 2018), noe som vitner om at markedet er konsentrert. Leverandørene av tjenester og produkter knyttet til fiskehelse har en moderat sterk forhandlingsposisjon. Dette skyldes markedskonsentrasjonen og myndighetens fokus på å forhindre sykdomsspredning.

Fôr:

Fôr står for om lag halvparten av de totale produksjonskostnadene til næringen. Endringer i denne delen av verdikjeden er dermed veldig viktig for oppdretterne. Historisk sett har det vært brukt mye fiskemel og fiskeolje, gode kilder til protein og omega-3 som fisken trenger. Fra Diagram 3 nedenfor ser vi at næringen har gått over til å bruke vegetabilsk mel i større grad, som kommer av ingredienser som soya, hvete og solsikke. Årsaken til dette har vært begrenset tilgang på fiskemel og fiskeolje (Mowi, “Salmon Farming Industry Handbook”, 2018). Denne delen av verdikjeden preges også av utvikling og spredt satsing. Et eksempel på dette er Aker Biomarine som har begynt å selge inn krillmel som kosttilskudd i fiskefôret (Henriksen, 2009). Et annet eksempel er forsøk på oppdrett av tunikater (Amundsen, 2013). EU-kommisjonen åpnet i 2017 for å bruke insektbasert protein i fiskefôret. Alt dette tyder på at det er muligheter for nyvinninger og et betydelig potensial for å effektivisere verdiskapningen i dette leddet i verdikjeden.

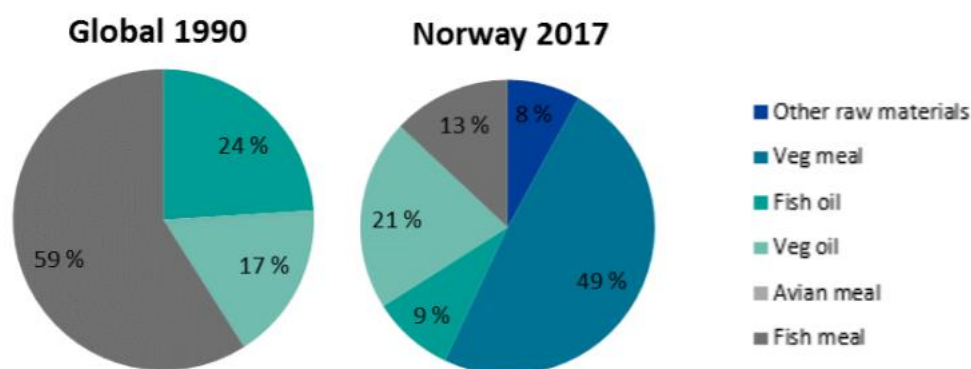


Diagram 3 «Kilder til fôr» (Mowi, “Salmon Farming Industry Handbook”, 2018)

Ved at Mowi integrerte seg vertikalt bakover i verdikjeden og opprettet egen produksjon av fiskefôr ble konsentrasjonen i markedet redusert. De fem største førselskapene står for 90 % av markedet, næringen er dermed fortsatt veldig konsentrert. Vi ser en moderat korrelasjon

mellom laksepris og EBITDA-margin for fôrproduzentene (+0.59). Dette kan tyde på at en andel av en eventuell prisøkning absorberes i denne delen av verdikjeden (EY, «The Norwegian Aquaculture Analysis 2017», 2018).

Vi anser forhandlingskraften til leverandørene som moderat til høy. Dette skyldes hovedsakelig få tilbydere i markedet for fôr og høy konsentrasjon for tilbyderne for produkter relatert til fiskehelse. Dersom det blir manko på fôr midt i produksjonen kan betydelige tap forekomme. Fôr er derfor helt essensielt for næringen.

3.2.5 Trussel fra nyetableringer:

Trussel fra nyetableringer avhenger av hvor attraktivt det er å etablere seg i markedet. Dersom bransjen har høy lønnsomhet i tillegg til at det eksisterer få barrierer og kostnader for etablering er det å forvente at den eksisterende lønnsomheten vil bli redusert gjennom et høyt antall nyetableringer. Dette fortsetter til lønnsomheten i bransjen er tilsvarende til andre bransjer slik at man når en likevekt mellom etableringskostnad og lønnsomhet. Dette betyr at en lav trussel fra nyetableringer muliggjør en høyere lønnsomhet.

Generelt vil disse syv faktorene være kilder til etableringsbarrierer (Roos, Krogh & Roos, 2010, s. 70):

1. Stordriftsfordeler
2. Produktdifferensiering
3. Kapitalbehov
4. Byttekostnader
5. Adgang til distribusjonskanaler
6. Kostnadsulempen uavhengig av størrelsesfaktor
7. Myndighetenes politikk

Oppdrettsbransjen består av noen få store aktører og er kjennetegnet ved å være kapitalintensiv. Det kan godt tenkes at bransjen vil bli mer kapitalintensiv i fremtiden da det forskes på både anlegg under vann og på land. Dette kreve mer i form av nye investeringer, men redusere tapene som følger av lakselus og rømminger

Som tidligere nevnt, opererer oppdrettsselskapene i en tillatelsesbasert næring der man er avhengig av konsesjoner for å drive. Dette gjør at potensielle nyetablerere først må erverve seg slike konsesjoner før de kan operere i bransjen. På den måten representerer konsesjonene

et slags etableringshinder fordi det gjør det vanskeligere å etablere seg. For at nyetablererne skal være attraktive i en konsesjonskonkurranse må de ha en metode å vise til som differensierer seg fra eksisterende produsenter og er fordelaktig for samfunnet. Det er vanskelig å opparbeide seg slik kunnskap før man blir en del av bransjen.

Produktet som produseres i bransjen er veldig homogent med lave muligheter for differensiering. Sluttbruker har følgelig liten grad av kundelojalitet, men det kan være investert i samarbeid med distributører som for eksempel dagligvarekjeder i Norge. Barrierene for nyetableringer reduseres som følge av lite kundelojalitet, og at produktene handles på et internasjonalt marked med en markedsbasert likevektspris for homogene produkter.

Konklusjonen er at presset fra nyetableringer i bransjen er lavt, primært på grunn av konsesjoner.

3.2.6 Oppsummering – Porter:

Bransjens lønnsomhet påvirkes positivt av etableringsbarrierer som holder nyetableringer ute og dermed beskytter lønnsomheten til eksisterende konkurrenter. Det at fisk er godt posisjonert når det gjelder kosthold, og stiller bedre med hensyn til miljø sammenlignet med andre matvarer, gjør at presset fra substitutter også er lavt. Distributørene har vist liten evne til å kapre merverdi ved prisstigning, og forhandlingsmakten til kunder forstås dermed også som lav.

Det er imidlertid to faktorer som legger økt press på lønnsomheten: forhandlingsmakten til leverandørene og eksisterende konkurranseintensitet i bransjen. Leverandørene har utvist evne til å øke marginene ved prisøkning på laks, noe som vitner om forhandlingsmakt. I bransjen har aktørene dårlige muligheter for å differensiere seg fra konkurrenter, selv om Norge som en helhet har klart dette. Begrenset mulighet for differensiering sammen med et fåtall aktører trekker imidlertid i hver sin retning, og konkurranseintensiteten anses som moderat.

Konkurransekraftene i bransjen legger til rette for moderat til høy lønnsomhet, da tre av fem konkurransekrefter karakteriseres som lave, og to moderate.

3.3 Intern ressursanalyse – VRIO

Ressursbasert teori har blitt en hyppig anvendt teoretisk tilnærming for å forklare variasjon i lønnsomhet mellom selskap. Ordet ressurs brukes om alt som inngår som innsatsfaktor for selskapet, her omfattes blant annet ansatte, varemerke, rykte, patenter og kultur. Ressurser kan blant annet falle innenfor kategorien «strategiske ressurser». Dette betyr at ressursen kan være en kilde til et komparativt fortrinn. Et komparativt fortrinn kan igjen føre til økt lønnsomhet for selskapet. Slik kan ressursbasert teori forklare variasjon i lønnsomhet mellom selskapene. Da komparative fortrinn er vanskelig å måle har studier forsøkt å finne en sammenheng mellom strategiske ressurser og lønnsomhet. Lønnsomheten kan være vanskelig å måle da strategiske ressurser kan bidra til at selskapet bare øker andelen av verdien de kaprer, ikke nødvendigvis hvor mye verdi som skapes. En eventuell økning i kapret verdi kan allokere til grupper som de ansatte eller andre «stakeholders». Om dette skulle være tilfelle, ville man ikke sett det eksplisitt i et regnskap. Man inkluderte derfor i teorien et krav om at de strategiske ressursene også måtte være approprierbare. Dette vil si i hvilken grad ressursen skaper profitt som blir allokert til aksjonærene (T. Russel Crook, David J Ketchen JR, James G Combs & Samuel Y. Todd, 2008, s. 1148).

Enkelte studier har brukt FOU-kostnader delt på salg som et mål på strategiske ressurser. Dette kan være en proxy på bedriftens FOU-ressurser, men hvor mye penger som brukes på FOU sier reelt sett lite om kvaliteten på og profitt-potensialet til det som utvikles (T. Russel Crook, David J Ketchen JR, James G Combs & Samuel Y. Todd, 2008, s. 1144). For enkelte selskaper kan man nok si at resultatet av FOU er sjelden, dersom bedriften er veldig spesialisert og forskningen er et resultat av lang og kostbar forskning. Man kan imidlertid ikke si at FOU-utgifter er sjeldent og ikke-imiterbart på generell basis, selv om denne proxyen kan være en god indikator for strategiske ressurser.

3.3.1 VRIO-analyse for Grieg Seafood:

For å kartlegge Grieg Seafood sin posisjon i markedet vil vi foreta en analyse av de interne ressursene ved bruk av VRIO-rammeverket. Vi vil gå gjennom verdikjeden og identifisere potensielle ressurser som kan kategoriseres som strategiske og dermed skape grunnlag for et varig konkurransefortrinn.

En ressurs må inneha visse egenskaper for å kategoriseres som strategisk og danne grunnlaget for et komparativt fortrinn. VRIO er et rammeverk som skal brukes for å bestemme hvorvidt en ressurs innehar disse egenskapene. Dersom man mener en ressurs kan kategoriseres som strategisk, går man videre ut ifra at denne ressursen danner grunnlaget for et komparativt fortrinn for selskapet.

Vi skal basert på denne analysen forsøke å si noe om hvordan vi forventer at lønnsomheten til Grieg Seafood vil se ut sammenlignet med resten av bransjen. I de eksterne analysene så vi på hvordan lønnsomheten i bransjen er forventet å være relativt til andre bransjer, mens vi nå fokuserer på forholdet innad i bransjen. Hvorvidt en bedrift klarer å utvikle og opprettholde konkurransefortrinn er avhengig av hvilke ressurser de innehar og hvordan de stiller seg sammenlignet med ressursene de andre aktørene i bransjen har.

VRIO-rammeverket tar sikte på å identifisere strategiske ressurser som kan skape varig konkurransefortrinn. En strategisk ressurs må være verdifull, slik at den reduserer kostnad eller gir grunnlag for prispremium, sjelden slik at konkurrentene ikke har tilgang til samme ressurs og konkurrerer bort fortrinnet, og vanskelig å substituere og imitere slik at konkurrentene ikke kan nå paritet med lignende ressurser. I tillegg til dette må ressursen være organiserbar og approprierbar slik at den kan organiseres på en slik måte at den potensielle verdien realiseres og verdien kommer aksjonærene til nytte. De fire kriteriene er dermed (Roos, Krogh & Roos, 2010, s. 103-104):

1. **Verdifull.** Ressursen må kunne brukes på en måte slik at kostnadene reduseres eller man kan oppnå en høyere pris.
2. **Sjelden.** Konkurrentene kan ikke ha tilgang til samme ressursen på de samme premissene.
3. **Ikke etterliknbar.** Ressursen kan ikke substitueres og fordelene blir bærekraftig da konkurrentene ikke kan oppnå paritet.
4. **Organiserbar.** Bedriften må være organisert på en slik måte at verdien i ressursen realiseres. Approprierbare som nevnt tidligere faller også innenfor organiserbar.

Dersom en ressurs er både verdifull og organiserbar vil selskapet ha en kilde til økt lønnsomhet. Det må samtidig være slik at de andre konkurrentene i bransjen ikke kan oppnå en tilsvarende kilde til lønnsomhet, dermed må ressursen være sjelden og ikke etterliknbar.

Nedenfor er rammeverket illustrert.



Figur 5 “VRIO analyse-rammeverket” (Bhasin, N.D)

Egg/Smoltproduksjon:

Vår gjennomgang av verdikjeden begynner med det første leddet i verdikjeden: egg- og smoltproduksjon. Grieg Seafood er integrert helt opp i verdikjeden og bruker egne produserte egg ved alle produksjonsanleggene, bortsett fra i British Columbia. Eggene produseres ved Grieg Seafood sitt anlegg ved Erfjorden i Rogaland. Grieg Seafood har foretatt store investeringer for å utvikle et mer kostnadseffektivt smoltanlegg. Byggingen startet i 2007 og kostnadene skulle spares gjennom å resirkulere ferskvannet som brukes i anlegget. Det oppgraderte smoltanleggene bruker bare 0.1-1% ferskvann sammenlignet med et tradisjonelt gjennomstrømningsanlegg (Grieg Seafood, «Teknologi», N.D). Fordelen med dette systemet er at man får en stabil tilgang på ferskvann og slipper å stadig varme opp nytt vann. Dermed bruker anlegget mindre strøm og har bedre produktivitet. Anlegget skal bidra til å ha fisken lenger på land og forkorter dermed tiden i sjøen, noe som gir en positiv effekt da fisken er mer utsatt i havet for både lus og rømming.

Dette fører til direkte kostnadsbesparelser knyttet til energibruk ved oppvarming av ferskvannet. I tillegg vil lenger tid på land gjennom en «postsmoltstrategi» lede til større smolt som gjør de mer robuste og reduserer oppdrettstiden. Dette er forventet å redusere biologisk risiko og øke overlevelseshraten.

Oppdrett:

Andre ledd i verdikjeden er oppdrett. Vi vil nå drøfte potensielle VRIO-ressurser her. Grieg Seafood fokuserer på teknologi i sin virksomhet, og da spesielt på bruk av sensorteknologi i kombinasjon med kunstig intelligens og «big data». Grieg Seafood fokuserer også på å bygge en resultatkultur i selskapet for å utvikle den operative driften. Ved hjelp av dette satser Grieg Seafood på å øke avkastningen og ressurseffektiviteten.

Som tidligere nevnt har Grieg Seafood mye ledig kapasitet i form av konsesjoner de har. Den ledige kapasiteten på konsesjonene tillater en dobling av dagens produksjonsnivå. Et risikomoment relatert til dette er hvorvidt Grieg Seafood får «grønt lyst» til å øke produksjonen i disse områdene. Vi vet blant annet at det er mulig at produksjonsanleggene i Rogaland kan få rødt lys. Det foreligger dermed en viss sannsynlighet for at man må forberede seg på en reduksjon i produksjon i tiden framover (Grieg Seafood, «Årsrapport 2017», 2018).

Ledig kapasitet på konsesjonene er en verdifull ressurs for Grieg Seafood ettersom konsesjonsbegrensninger kan være en flaskehals i bransjen og tillater Grieg å vokse i fremtiden. Det er imidlertid vanskelig å estimere verdien av konsesjoner, og det eksisterer ingen markedskonsensus på konsesjonsverdi. Det er også en ikke-imiterbar ressurs så lenge oppdrett på land ikke har tilsvarende lønnsomhet. Konsesjoner er også en organiserbar ressurs, men den kan foreløpig ikke anses som sjelden. Antallet eksisterende konsesjoner er stort og det er svært vanskelig å si noe om hvor stor veksten av nye konsesjoner kommer til å bli i fremtiden. Næringen er relativt ung og det er forventet at antallet nye konsesjoner øker i takt med hvordan bedre produksjonsprosesser reduserer de negative miljøkonsekvensene.

Grieg Seafood har et prøveprosjekt i Rogaland de kaller «Precision farming». Formålet er å integrere operasjonssentralen, samt optimalisere fôring ved bruk av big data analyse. Hovedpoenget er å optimalisere beslutninger gjennom prediksjon og simulering for å øke effektiviteten. Grieg har foreløpig ikke presentert noe resultat av dette prosjektet. Det er derfor vanskelig å si noe om hvor langt det er kommet og hvilket profittpotensial det innehar.

Dette kan potensielt være en verdifull ressurs da det er gode muligheter for kostnadsbesparelser gjennom bedre beslutningstaking. Hvorvidt ressursen er sjelden og ikke-imiterbar er mer tvilsomt. Grieg har implementert systemet med hjelp fra IBM, og andre aktører har dermed mulighet til å kjøpe samme type tjenester. Vi forstår at et slikt system vil fungere bedre jo større datagrunnlaget er. Dette betyr at det er forventet at kostnadene per enhet reduseres ettersom volumet produsert ved bruk av systemet øker, total produksjon over tid. Dette er en mekanisme som faller innunder «Learning curve theory» (Politeknik NSC «Learning Curve Theory» (kapittel 17)). Dette betyr at den som først implementerer systemet alltid vil ha et bedre datagrunnlag enn konkurrentene og alltid ligge «et steg» foran. Selv om dette kan være tilfelle velger vi å se på denne ressursen som verdifull, men verken sjelden eller ikke-imiterbar (Birkeland, 2018).

Produksjon og utvikling av høykvalitetsprodukter:

Neste steg i verdikjeden til Grieg Seafood er produksjon og utvikling av høykvalitetsprodukter (Grieg Seafood, «årsrapport 2017», 2018). Hovedproduktet til Grieg Seafood er hel sløyd laks pakket i esker. De selger i hovedsak fersk fisk, men også noe frosset og filetert. Hel sløyd laks er et generisk produkt og prisen Grieg oppnår reflekteres av markedsprisen. Grieg har imidlertid to høykvalitetsprodukter som skiller seg noe fra markedet, Skuna Bay Salmon og Kvitsøy laks. Skuna Bay Salmon selges til gourmetrestauranter i amerikanske storbyer og Kvitsøylaksen blir hovedsakelig solgt til Spania og Italia (Grieg Seafood, «Ocean Quality», N.D).

Høykvalitetsproduktene er verdifulle da de møter en høyere betalingsvillighet, men de er verken sjeldne eller ikke-imiterbare. Dette vil si at det er mulig for resten av bransjen å tilegne seg tilsvarende ressurser og det kan dermed ikke være kilden til et varig konkurransefortrinn. Sett bort ifra de nevnte høykvalitetsproduktene har Grieg Seafood begrenset mulighet til å differensiere seg.

3.3.2 Oppsummering – VRIO:

Grieg Seafood har noen ressurser som kan klassifiseres som verdifulle. Dette er ferskvannsanlegget for smoltproduksjon, eggproduksjon, bruken av «big data» og kunstig intelligens i beslutningstaking, samt høykvalitetsproduktene deres. Ferskvannsanlegget og informasjonssystemet kan nok potensielt stå for signifikante kostnadsbesparelser. Egen eggproduksjon kan bidra til at de oppnår spesialkunnskap innenfor dette feltet. Dette er spesielt da majoriteten av konkurrentene kjøper denne tjenesten av andre. Høykvalitetsproduktene deres vil nok møte en høyere betalingsvillighet i markedet, noe som vil være profitabelt for selskapet så lenge Grieg klarer å holde kostnadene nede.

Vi anser ingen av ressursene som strategiske da ingen oppfyller samtlige krav for å kunne kategoriseres som det. Det er kravet om sjeldenhet og ikke-imiterbarhet som hindrer ressursene i å bli ansett som strategiske. Begge disse kravene handler om konkurrentenes mulighet til å skape en tilsvarende verdi. Ingen av ressursene til Grieg Seafood er slik at konkurrentene ikke kan skape den samme eller lik fordel. Det skal være nevnt at strategiske ressurser er vanskelig å identifisere og det er godt mulig at Grieg Seafood innehar ressurser vi ikke har avdekket. Dette gjelder spesielt immaterielle ressurser og knowhow da dette er særs vanskelig å oppdage for eksterne aktører.

Som følge av dette forventer vi at Grieg Seafood oppnår verdiskapning og lønnsomhet som ligger nært gjennomsnittet av bransjen og at lønnsomheten konvergerer mot bransjesnittet over tid.

3.4 SWOT-analyse av Oppdrettsnæringen og Grieg Seafood:

En SWOT-analyse inneholder fire hovedkomponenter: styrker, svakheter, muligheter og trusler. De to første komponentene tar for seg momenter representert ved bedriftens ressurser. Det fokuseres da på henholdsvis styrker og svakheter ved bedriftens ressurser. De to første momentene vil derfor være en del av bedriftens ressursanalyse. De to siste komponentene tar for seg elementer ved bedriftens omgivelser. De fokuserer dermed på muligheter og trusler representert i omgivelsene til bedriften. Ved å se bedriftens ressurser i sammenheng med omgivelsene vil man få et grunnlag til å vurdere hvorvidt bedriftens strategi er relevant og gjennomførbar i sammenheng med endringene i omgivelsene (Roos, Krogh & Roos, 2010, s. 128).

I SWOT-analysen vil vi kombinere resultatene fra de foregående analysene for å skape et helhetlig bilde. Vi ønsker å svare på primært to spørsmål. Først og fremst ønsker vi å svare på hvordan lønnsomheten i bransjen er sannsynlig å utvikle seg fremover. For å svare på dette bruker vi resultatene fra PESTEL- og Porteranalysen. Vi vil presentere de momentene vi mener påvirker dette spørsmålet mest og hvordan det er forventet at det vil påvirke Grieg Seafood. Det andre spørsmålet vi vil svare på er hvordan lønnsomheten til Grieg Seafood er sannsynlig å utvikle seg sammenlignet med lønnsomheten i bransjen. For å svare på dette tar vi primært utgangspunkt i VRIO-analysen, men bransjeanalysen vil også kunne brukes her. Det er sannsynlig at de faktorene som påvirker bransjen vil påvirke noen selskaper mer enn andre. Vi tar stilling til om Grieg Seafood er sannsynlig å bli påvirket av faktorer på en annerledes måte enn bransjesnittet.

Tabellen under illustrer resultatet av SWOT-analysen i punkter. Vi deler momentene inn i Styrker, svakheter, muligheter og trusler. Vi har ytterligere delt disse inn i tre kolonner som viser om momentet hovedsakelig påvirker inntekter, kostnader eller volum. Styrker og muligheter er positive momenter. Det vil si at for eksempel punkter under «styrker og kostnad» vil være momenter som peker på egenskaper Grieg Seafood innehar som kan gi kostnadsfordeler i forhold til bransjen. På samme måte vil et punkt under «trusler og

inntekter» peke på et moment som kan redusere bransjens inntekter i fremtiden. Noen momenter kan påvirke både inntekter og kostnader, vi har valgt å bare plassere et moment kun et sted, altså i den kolonnen vi mener momentet passer best bortsett fra konsesjoner som er plassert flere steder.

	Inntekt	Kostnad	Volum
Strengths	-To kvalitetsprodukter som er differensiert fra resten av markedet.	-Tidlig ute med sensorteknologi i kombinasjon med kunstig intelligens -Energieffektivt smoltanlegg -Smoltanlegg som tillater produksjon av større smolt	-Mye ledig kapasitet i form av uutnyttede konsesjoner
Weaknesses		-Lite utvikling av merder i forhold til konkurrentene	-Lite rettet arbeid mot lusreduksjon
Opportunities	- Økt kjøpekraft globalt -Miljøfokus bedrer fisken posisjon i markedet for mat fra dyr -Kostholdsfokus øker fiskens merverdi -Økonomisk vekst -Konsesjoner legger begrensninger på tilbudet	-Høy grad av teknologisk utvikling i bransjen -Utvikling av større smolt som reduserer tiden i havet	-Stabilt politisk landskap -Regulert vekst gjennom «grønne» konsesjoner
Threats	-Eventuell politisk innstramning angående miljøpolitikk -Politiske hendelser som reduserer	-Forventninger om økte lønninger -Økt styringsrente	-Sårbar mot miljøendringer i havet -Stor innvirkning på økosystem i havet

	eksportmuligheter -Produktet inneholder noe miljøgift -Potensiell reduksjon i markedspris	-Utbrudd av lakselus	-Regulert vekst gjennom konsesjoner
--	---	----------------------	-------------------------------------

Tabell 4 «Oppsummering Swot-analyse» (Egenprodusert)

Grieg Seafood har særlig fire styrker de kan dra nytte av sammenlignet med konkurrentene. Disse er: høykvalitetsproduktene, smoltanlegget, bruk av kunstig intelligens og mange uutnyttede konsesjoner. Vi har tidligere konkludert med at ingen av disse oppfyller kravene for en strategisk ressurs og dermed ikke kan være kilden til et komparativt fortrinn. Dette betyr ikke Grieg ikke vil nyte godt av dem. Det er å forvente at Grieg vil klare å skape mer verdi enn om de ikke hadde hatt disse ressursene. Skillet ligger i at de ikke over lang tid burde klare å holde en signifikant høyere lønnsomhet enn bransjesnittet.

Grieg Seafood har primært to svakheter: liten utvikling av nye typer merder og få tiltak rettet mot å redusere trusselen fra lakselus. Smoltanlegget er forventet å redusere presset fra lakselus da tiden i sjøen blir redusert i produksjon, det kan dermed gi noe av samme effekt som tiltak rettet direkte mot lusreduksjon. Bruken av kunstig intelligens er forventet å forbedre produksjonsprosessen i havet og kan dermed ses på som et substitutt til utvikling av bedre merder. Vi ser dermed at styrkene og svakhetene til Grieg Seafood bærer preg av at de fokuserer på å utvikle litt andre ressurser enn konkurrentene. Helhetlig anser vi ressursene til Grieg Seafood som nær bransjestandard når det gjelder potensiale for fremtidig verdiskapning.

Mulighetene Grieg Seafood møter i omgivelsene er primært knyttet til bransjens posisjon og bransjespesifikke faktorer. Det som peker seg ut er stabil økonomisk vekst, posisjon når det gjelder miljø- og helsefokus for bransjen, og en stabil politikk som skaper insentiver for teknologisk utvikling. Økt helse og miljøfokus er sannsynlig å øke etterspørselen etter laks, og den stabile økonomiske veksten vil være med å tillate dette. Den høye veksten i Asia er spesielt forventet å øke etterspørselen etter laks. Et sterkt regulert marked reduserer trusselen fra nyetableringer samtidig som stabiliteten i det politiske systemet skaper en trygghet for eksisterende aktører på kort sikt. Vi forventer at Grieg Seafood vil nyte like godt av disse mulighetene som resten av bransjen.

De mest prominente truslene er knyttet til politiske endringer som rammer eksportmulighetene til bransjen og på lang sikt innstramminger i politikk knyttet til miljøkonsekvensene til bransjen. De andre truslene vi anser som alvorlige er: endringer i økosystemet i havet som gjør at forholdene egner seg mindre, økt fokus på miljøgifter i matvarer, økt rente og lønnsvekst. Vi ser at truslene både omfatter faktorer som kan innskrenke produsert mengde og øke kostnadene. Samtlige momenter truer bransjen som en helhet og vi mener ikke at Grieg Seafood er noe mer utsatt mot noen av disse truslene.

Vi ser det ikke sannsynlig at Grieg Seafood vil ha en lønnsomhet som er signifikant høyere enn bransjen over tid. Vi tror at Grieg Seafood sin lønnsomhet kommer til å konvergere mot bransjesnittet da de har ressurser som vil skape lønnsomhet, men ingen strategiske ressurser. Bransjen som helhet er godt posisjonert og vi anser det som veldig sannsynlig at bransjen vil se både vekst og økt lønnsomhet fremover.

4. Teoridel – Verdsettelsesmodeller

Det finnes mange forskjellige måter å verdsette et selskap på. Vi vil nå introdusere ulike verdsettelsesmetoder, før vi presenterer vårt valg av verdsettelsesmetoder for Grieg Seafood og følgelig går mer detaljert inn på disse.

I utgangspunktet handler verdsettelse om teknikk og hvilke forutsetninger man legger til grunn. Dersom man gjør verdsettelsesteknikken grundig nok burde man i utgangspunktet få samme verdi uavhengig av hvilken metode man bruker. Felles for alle metodene er at de tar utgangspunkt i fremtidige estimerte kontantstrømmer, neddiskontert til nåverdi (Kinserdal, 2017, s. 54).

Det er fordeler og ulemper ved alle metodene, og hvilken metode som er mest hensiktsmessig å bruke styres ofte av formålet med verdsettelsen. Dette vil vi drøfte senere i kapitlet. Vi vil fokusere på tre hovedgrupper for verdsettelse: fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse.

4.1 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale tilnærmingen til verdsettelse tar utgangspunkt i hvilke fremtidige kontantstrømmer et selskap kan forvente å generere fremover. Formålet er å finne den underliggende verdien til selskapets drift. Det finnes flere varianter av denne tilnærmingen. Vi vil gå inn på henholdsvis dividendemodellen, diskontert kontantstrøm til egenkapital- og selskapsverdi, resultatbaserte modeller og residualmodellen.

Generelt sett er verdien av et selskap lik nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmene. Tilnærmingen baserer seg på tre trinn: 1) lage prognose på fremtidige kontantstrømmer, 2) estimere avkastningskrav, og 3) diskontere kontantstrømmene til dagens verdi basert på avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29). Overordnet kan formelen uttrykkes slik:

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

Der:

$T = \text{tid}$

Formel 1 «Verdi av selskapet i forenklet form» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29)

Dersom kontantstrømmen er konstant kan man beregne verdien ved hjelp av Gordons vekstformel:

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

Formel 2 «Gordons vekstformel i forenklet form» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30)

Det viktigste i en fundamental verdsettelse er at forutsetningene for estimatene er fornuftige, data innad er konsistente og selve modelloppbyggingen er riktig. Gitt at disse faktorene er oppfylt skal de ulike variantene gi samme verdiestimat (Kinserdal, 2017, s. 54). Vi vil nå gå nærmere inn på noen varianter av den fundamentale verdsettelsen.

4.1.1 Dividendemodellen

I dividendemodellen trekkes finansposter, inkludert opptak og nedbetaling av gjeld, inn i analysemodellen for å finne netto kontantstrøm til eierne. I perioder med finansieringsbehov kan denne dermed bli negativ. Man kan forutsette at fri kontantstrøm utbetales i sin helhet hvert år eller at en andel holdes tilbake. På den måten kan det tillates en akkumulering av kontanter, noe som vil påvirke fremtidig finansavkastning (Kaldestad & Møller, 2016, s. 37).

Matematisk vil man måtte estimere fremtidige utbytter og diskontere disse med estimert egenkapitalkostnad for å komme frem til verdien av egenkapitalen:

$$V_{0EQ} = \frac{D_1}{(1 + req)} + \frac{D_2}{(1 + req)^2} + \frac{D_3}{(1 + req)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1 + req)^n}$$

Der:

$D = \text{utbytte}$

$Req = \text{egenkapitalkostnaden}$

$N = \text{antall tidsperioder}$

Formel 3 «Dividendemodellen» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 37)

Dersom man forutsetter at veksten i utbytte er konstant kan modellen forenkles basert på Gordons vekstformel:

$$V0EQ = \frac{D}{req - g}$$

Der:

D = utbytte

Req = egenkapitalkostnaden

G = vekstrate

Formel 4 «Gordons vekstformel forenklet versjon for dividendemodellen» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 38)

Ettersom utbytte er den mest direkte form for avkastning man får som aksjonær kan dividendemodellen virke svært optimal. Dividendemodellen er faktisk den eneste teoretisk riktige modellen når verdien av en aksje skal beregnes. Dersom man eier en aksje evig er det kun utdelt utbytte som gir faktiske kontantstrømmer (Kinserdal, 2017, s. 54).

En fordel med denne metoden er at den tar hensyn til om deler av overskuddet må holdes tilbake for å finansiere regulatoriske krav til egenkapitalen dersom selskapet vokser. Dette er ofte tilfelle for finansinstitusjoner og banker. En ulempe er at metoden for å fastsette avkastningskravet forutsetter konstant gjeldsandel i selskapet. Dette er svært sjeldent tilfelle i praksis, og metoden blir derfor lett komplisert å anvende på en korrekt måte. Metoden egner seg derfor i all hovedsak for banker og finansinstitusjoner med spesifikke krav til kapitalstruktur (Kaldestad & Møller, 2016, s. 38).

4.1.2 Diskonterte kontantstrømmodeller

Diskonterte kontantstrøm er en svært populær og hyppig anvendt metode i praksis for verdsettelsesformål. Den kan ytterligere splittes opp i egenkapitalmetoden og selskapsmetoden (Knivsfå, 2019a).

Egenkapitalmetoden

Ved **egenkapitalverditilnærmingen** beregner man fri kontantstrøm til egenkapital direkte (FCFE), og diskonterer med investor sitt egenkapitalavkastningskrav for å komme frem til nåverdien av den frie kontantstrømmen. I denne metoden trekkes dermed finansposter til

kreditorer fra først, for å komme frem til kontantstrømmen tilgjengelig for aksjonærer. Formelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Market Value of Equity} = \sum \frac{FCFE}{(1 + re)^t}$$

Der:

FCFE = Free Cash Flow to Equity

Re = egenkapitalkostnaden

Formel 5 «Egenkapitalmetoden» (Kinserdal, 2017, s. 54)

Dersom man forutsetter at veksten i resultat er konstant kan også denne metoden forenkles basert på Gordons vekstformel:

$$\text{Market Value of Equity} = \sum \frac{FCFE}{(re - g)}$$

Der:

FCFE = Free Cash Flow to Equity

Re = egenkapitalkostnaden

Formel 6 «Egenkapitalmetoden Gordons vekstformel» (Kinserdal, 2017, s. 55)

Selskapsmetoden

Ved **selskapsverditilnæringen** beregner man først totalverdien av driften før man justerer for ikke-operasjonelle- og finansielle poster for å komme frem til egenkapitalverdien (Kinserdal, 2017, s. 55). Selskapsmetoden er en mer indirekte tilnærming enn egenkapitalmetoden og formelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Enterprise Value} = \sum \frac{FCFF}{(1 + wacc)^t}$$

Egenkapitalverdi = selskapsverdi (EV) – netto finansiell gjeld

Der:

FCFF = Free Cash Flow to Firm

$Wacc = \text{«Weighted Average Cost of Capital»/totalavkastningskravet}$

Formel 7 «Selskapsmetoden» (Kinserdal, 2017, s. 55)

Dersom man forutsetter at veksten i resultat er konstant kan også denne metoden forenkles basert på Gordons vekstformel:

$$\text{Enterprise Value} = \sum \frac{FCFF}{(wacc - g)}$$

$\text{Egenkapitalverdi} = \text{selskapsverdi (EV)} - \text{netto finansiell gjeld}$

Der:

$FCFF = \text{Free Cash Flow to Firm}$

$Wacc = \text{«Weighted Average Cost of Capital»/totalavkastningskravet}$

$G = \text{vekstrate}$

Formel 8 «Selskapsmetoden med Gordons vekstformel» (Kinserdal, 2017, s. 55)

Ved bruk av **diskontert kontantstrøm** metode tar man ofte utgangspunkt i estimert EBITDA og trekker så ifra investeringer i drift og arbeidskapital for å komme frem til den frie kontantstrømmen tilgjengelig for kreditorer og investorer. EBITDA er resultat før avskrivninger og amortiseringer, og er et godt estimat på kontantstrøm fra drift. Varianter av denne er mye anvendt i praksis.

Kontantstrømmodellen ligger tettest opp til dividendemodellen og representerer i så måte beste alternativ. Den er også hyppigst anvendt i praksis, blant annet fordi den er enklere å utføre enn dividendemodellen. Utfordringen er de forutsetningene som estimerte fremtidige kontantstrømmer bygges på. Normalt tar man utgangspunkt i historiske kontantstrømmer og markedsutsikter fremover. Sistnevnte er det imidlertid stor grad av usikkerhet knyttet til. Kontantstrømmer svinger i tillegg mye fra år til år grunnet tilfeldige inn- og utbetalinger. Det er derfor viktig å normalisere historiske regnskapstall og ta hensyn til dette i estimatene (Kinserdal, 2017, s. 55). Vi vil komme tilbake til dette under kapittel 5 «Regnskapsanalyse».

4.1.3 Resultatbaserte modeller

Noen verdsettelsesmetoder beregner selskapsverdi med utgangspunkt i regnskapsmessige resultater som substitutt til beregning av fri kontantstrøm. Det er ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 39) normalt bedre å ta utgangspunkt i historiske resultater enn historiske kontantstrømmer for analyseformål. I praksis brukes for eksempel «Nettoreultat» som substitutt for kontantstrøm til egenkapital, og «EBIT» som substitutt for fri kontantstrøm fra drift. Ettersom disse modellene ikke hensyntar investeringer i drift og arbeidskapital som medfører betydelige negative kontantstrømmer, blir resultatet ofte et overvurdert verdiesimat (Kinserdal, 2017, s. 55).

En variant er kontantstrøm til sysselsatt kapital med utgangspunkt i EBIT fratrukket skatt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 39). Verdien av driften er lik nåverdien av fremtidig driftsresultat (EBIT) fratrukket skatt. Formelen kan uttrykkes slik:

$$Enterprise\ Value = \frac{EBIT1 - skatt1}{(1 + wacc)^1} + \frac{EBIT2 - skatt2}{(1 + wacc)^2} + \dots + \frac{EBITn - skattn}{(1 + wacc)^n}$$

Der:

EBIT = *Earnings before interest and taxes*

Wacc = «*Weighted Average Cost of Capital*»/totalavkastningskrav

N = totalt antall år

Formel 9 «Resultatbaserte modeller» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 39)

Dersom man forutsetter at veksten i resultat er konstant kan også denne metoden forenkles basert på Gordons vekstformel:

$$Enterprise\ Value = \frac{EBIT - skatt}{(wacc - g)}$$

Formel 10 «Resultatbaserte modeller med Gordons vekstformel» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 39)

En betydelig ulempe med denne modellen er at den ikke tar hensyn til fremtidige vedlikeholdsinvesteringer som gjerne er høyere enn fremtidige avskrivninger. Den ignorerer også fremtidige kapasitetsinvesteringer og endring i arbeidskapital som medfører negative kontantstrømmer i driften. Dette er høyst relevante kontantstrømmer som burde inkluderes i

en verdsettelse. Det antas derfor at det er bedre å anvende selskapsmodellen for verdsettelsesformål.

4.1.4 Residualinntekt/Superprofitt

Residualinntekt er en modell der formålet er å hensynta alternativkostnaden av den investerte kapitalen. Metoden er svært populær innenfor akademia, ettersom den bygger en bro mellom finans (verdsettelse), strategi og regnskapsanalyse (Kaldestad & Møller, 2016, s. 42). Verdien av selskapet er summen av den investerte kapitalen og nåverdien av den mer- eller mindreavkastningen denne genererer. Formelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Enterprise Value} = IC + \sum \frac{Rit}{(1 + \text{avkastningskrav})^t}$$

Der:

IC = Investert kapital

Ri = Residual income, superprofitt, meravkastning på investering

$$\text{Der } Ri = \frac{Et}{r * IC}$$

Et = driftsresultat minus skatt

R = avkastningskravet til sysselsatt kapital (wacc)

Formel 11 «Superprofitt/Residualinntektsmetoden» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 42)

Meravkastningen i en periode er resultatet fratrukket alternativkostnaden på den investerte kapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 42).

En av fordelene med residualinntektsmetoden er at den unngår de største svakhetene ved det tradisjonelle resultatregnskapet, nemlig at resultat per aksje (EPS) delvis ignorerer kapitalkostnaden til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 44). Metoden reflekterer at vekst ikke er gratis og faktisk kan ødelegge verdier i selskapet dersom den ikke øker merinntekten. Modellen har sterk teoretisk forankring og gir en god forståelse av verdibegrepet ved å si at kun merinntekt utover avkastningskrav tilfører reell verdi til

selskapet. Modellen er også mindre følsom for feilkilder. Den egner seg imidlertid best for relativt modne og kapitalintensive selskaper, det vil si selskaper der de materielle eiendelene utgjør mesteparten av verdiene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 44).

Ulempen er at man benytter seg av bokførte verdier som en tilnærming til investert kapital og markedsverdi for egenkapitalen. Sett ifra et IFRS-regnskapsperspektiv så stemmer det sjeldent (Kinserdal, 2017, s. 54). Dette fører til utfordringer når man skal fastsette et konsistent kapitalkrav. Bruk av konsistent kapitalkrav i modellen er essensielt for at meravkastningen skal være reell. Fra et teoretisk perspektiv er verdsettelsesmetoden god, men den har vist seg å være vanskelig å anvende i praksis (Kaldestad & Møller, 2016, s. 45).

4.2 Markedsbasert tilnærming/komparativ verdsettelse

Ved en markedsbasert tilnærming tar man utgangspunkt i hva sammenlignbare selskaper omsettes for i markedet. I prosessen samler man inn priser for de sammenlignbare selskapene og justerer for forskjeller mellom selskapet man verdsetter og de sammenlignbare selskapene man tar utgangspunkt i. Man beregner og benytter seg av forholdstall, mest kjent som multipler, for å verdsette selskapet.

Eksempler på anvendte multipler i praksis er P/E, P/B, EV/Salg, EV/EBIT og EV/EBITDA. Det eksisterer også bransjespesifikke multipler. Hvilke multipler som egner seg varierer med bransje- og selskapsspesifikke faktorer. Metoden er relativt enkel, men forutsetter at man kan finne sammenlignbare selskaper. Dette har vist seg å være vanskelig og man må være forsiktig dersom man vurderer å ta i bruk markedsbasert verdsettelse. Feil valg av sammenlignbare selskaper kan føre til dårlige og feilaktige verdiestimer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31).

Ved nærmere undersøkelse kan en multiplikatormodell anses som en grov fundamental verdsettelsesmodell. En multipler sier noe om implisitt avkastningskrav og «evig» vekstforventning målt mot dagens eller neste års forventede resultat. Potensielle feilkilder er derfor de samme som for diskontert kontantstrømmetode.

Bruk av multipler kan være en egnet metode dersom estimerte fremtidige resultater forventes å være stabile og det er marginale forskjeller mellom resultater og kontantstrøm. Det er imidlertid viktig å ta hensyn til ytterligere feilkilder som kan forekomme ved valg av

sammenlignbare selskaper. Et potensiell feilkilde er å ikke justere for at det sammenlignbare selskapet har en kapitalstruktur eller historiske engangsposter som fraviker fra det selskapet man verdsetter. Tar man ikke hensyn til dette vil ikke multiplene være representative til å verdsette selskapet (Kinserdal, 2017, s. 56).

4.3 Opsjonsbasert tilnærming

Den opsjonsbaserte verdsettelsestilnærmingen er summen av fundamentalverdien til selskapet pluss verdien av eventuelle fleksibiliteter selskapet innehar til å iverksette tiltak som kan tilføre selskapet verdier. Man beregner verdien av slike fleksibiliteter ved såkalte realopsjoner. Denne metoden er lite anvendt i praksis (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32).

Den opsjonsbaserte tilnærmingen egner seg dersom slike fleksibiliteter eksisterer og den fundamentale verdsettelsen alene undervurderer verdien til selskapet. Modellen kan uttrykkes slik:

$$V_0 = V_{\text{«as is»}} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

Der:

$$V_{\text{«as is»}} = \text{normal verdi av selskapet}$$

Formel 12 «Opsjonsbasert verdsettelsesmetode» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32)

4.4 Hvilken verdsettelsesmetode egner seg best?

Hvilken verdsettelsesmetode som egner seg best varierer ut ifra hvilket selskap som skal verdsettes. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 33) avhenger det av tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet. Knivsflå (2019a) legger også vekt på selskapsesifikke faktorer som bransje og fase i livssyklus. Vi vil nå gå igjennom disse faktorene.

Tilgang på informasjon

Fundamental verdsettelse forutsetter at man utarbeider prognoser om fremtiden. For å ha godt nok grunnlag til å utarbeide disse er det essensielt med tilgang på både historisk regnskapsinformasjon og informasjon knyttet til markedsutsikter. Å få tilgang på den informasjonen man trenger er ikke alltid like lett, og man må typisk basere estimatene på fornuftige forutsetninger. Dette legger imidlertid begrensninger på verdiestimatet. Grad av tilgjengelig informasjon legger dermed basis for valg av verdsettelsesmetode.

Tid til disposisjon

Selv om mye data er tilgjengelig for den fundamentale verdsettelsen vil det være tidkrevende å bearbeide all informasjonen. Ofte har man knapt med tid og må enten gjøre grove estimater eller benytte seg av andre verdsettelsesteknikker som for eksempel multiplervurdering innenfor komparativ verdsettelse.

Krav til pålitelighet

I enkelte tilfeller vil det være godt nok med et grovt anslag på selskapsverdien, for eksempel dersom selskapet utgjør en liten andel av den totale porteføljen. Krav til pålitelighet påvirker hvilken verdsettelsesmetode som egner seg.

Fase i livssyklus og bransje

Bransje og fase i livssyklus vil også påvirke valg av verdsettelsesmetode for selskapet.

Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 33) har oppstartsselskaper gjerne kort historie og det foreligger følgelig sjeldent godt informasjonsgrunnlag til å gjøre en god fundamental verdsettelse. Dette gjør det vanskelig å vurdere langsiktig normalisert lønnsomhet, og ikke minst overbevise investorer om at investeringsobjektet er godt uten bevis. I slike tilfeller mener de derfor at bruk av multipler til børsnoterte sammenlignbare selskaper vil være et godt alternativ.

Multipler er imidlertid svært vanskelig å bruke dersom selskapet ikke har eksistert lenge og verdien blir ofte feilaktig ettersom det er vanskelig å ta hensyn til det fremtidige vekstpotensialet. I så måte blir gjerne fundamental verdsettelse ved bruk av diskonterte kontantstrømmer høyst relevant ettersom man da kan predikere fremtidige verdier.

For et selskap som sliter med tilbakegang og dårlige resultater kan likvidasjon som verdsettelsesmetode være like rasjonelt som fortsatt drift. I et slikt tilfelle vil den balansebaserte tilnærmingen være aktuell (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). Vi vil ikke gå mer inn på denne metoden da den ikke er relevant i vår oppgave.

Generelt **egner den fundamentale verdsettelsen seg alltid**. Teknikken er imidlertid best egnet når det er god tilgang på informasjon om selskapet og bransjen, og det er liten fare for avvikling. Dette er ofte tilfelle for modne selskap og bransjer. I praksis er likevel mange svært skeptiske til denne metoden. Dette er fordi metoden gir en selskapsverdi som er svært sensitiv for små endringer i viktige inputfaktorer som marginer, vekstrate og avkastningskrav. I tillegg er metoden svært arbeidskrevende. Metoden er imidlertid et indirekte utgangspunkt for alle verdsettelsesmetoder. Når man benytter seg av en multippel til et komparativt selskap for å verdsette et annet selskap er det bare en indirekte måte å beregne fremtidige kontantstrømmer til dette selskapet på. Man forutsetter at selskapene er så sammenlignbare, at multippelen til det komparative selskapet, for eksempel forholdstallet mellom selskapsverdien og EBITDA, er den samme for det selskapet vi verdsetter. Den fundamentale verdsettelsen er derfor essensiell for alle verdsettelsesteknikker (Knivsflå, 2019a).

Den **komparative verdsettelsesteknikken** er hyppig anvendt i praksis. Den bør likevel bare være hovedteknikk dersom det eksisterer lite fundamental informasjon om selskapet, man kan finne flere komparative bransjeselskaper, og det ikke foreligger spesielle selskapsfordeler (Knivsflå, 2019a).

Opsjonsbasert metode fungerer best som et supplement til de andre metodene. Dersom et selskap er tidlig eller seint i livssyklusen, og det eksisterer spesiell fleksibilitet av verdi knyttet til ekspansjon eller avvikling, kan denne metoden egne seg (Knivsflå, 2019a).

Generelt burde man anvende flere teknikker i en **verdsettelse**. Fundamental- og komparativ verdsettelse gir som oftest de mest pålitelige verdiene. I praksis vekter man ofte disse for å komme til endelig verdiestimat på selskapets aksje (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33).

4.5 Modell- og metodevalg

Formålet med valg av verdsettelsesmetode er å komme frem til et korrekt verdiestimat på selskapets egenkapital. Dette gjøres ved å finne den metoden som best reflekterer den underliggende verdien av selskapets drift. Vi vil belage oss på fem faktorer ved valg av verdsettelsesmetode: tilgang på informasjon, tid til disposisjon, krav til pålitelighet, bransje og fase i livssyklus.

For Grieg Seafood foreligger det rikelig med historisk informasjon om både selskap, bransje, regnskapstall og relevante størrelser som pris og volum. Grad av reliabilitet vurderes også som høy. Dette er viktige forutsetninger for, og peker i retning av en fundamental verdsettelse. Når det kommer til fremtidsanalyser som legger grunnlag for prognose og utarbeidelse av fremtidsregnskap er tilgangen mer begrenset. Dette svekker den fundamentale verdsettelsen.

Verdsettelsen gjøres som ledd i masteroppgave over en fem måneders periode, og legger ingen begrensning for kjernearbeidet. Tidsperioden vil imidlertid påvirke analyser av blant annet selskap og bransje som kan ha påvirkning på prognoser og fremtidig verdiestimat.

Det foreligger visse krav til pålitelighet i en masterutredning. Vi vil derfor se vekk fra grove anslag på verdiestimatet, og foreta en grundig analyse. Dette peker i retning av en fundamental verdsettelse, men også en kombinasjon av flere metoder.

Grieg Seafood opererer innenfor oppdrettsbransjen. Det finnes mange komparative, børsnoterte selskaper, noe som peker i retning av en komparativ verdsettelse. Bransjen er preget av sterke konjunkturer og sensitivitet knyttet til inputfaktorer som for eksempel laksepris. Det har også blitt et større fokus på viktige lønnsomhetsdrivere som kostnader, stordriftsfordeler og konsesjoner i bransjen. Dette peker i retning av grundige analyser og en kombinasjon av både fundamental- og komparativ verdsettelse.

Grieg Seafood som vi kjenner til i dag har tilgjengelig regnskapsmessig historie fra og med 2007. Ettersom bransjen er dynamisk anser vi de seneste syv årene som relevant for å predikere fremtidig lønnsomhet. Vi anser selskapet som modent ettersom det har eksistert i mange år og tilhører et konsern med mye kapital. Vi anser fremtidsmulighetene for fortsatt drift og vekst som høy.

Gitt faktorene drøftet ovenfor anser vi en grundig analyse av selskapet som nødvendig for et optimalt verdiestimat på Grieg Seafood sin egenkapital og aksje. Som utgangspunkt har vi valgt en fundamental verdsettelse, og videre vil vi supplere med en komparativ verdsettelse. Vi vil ta i bruk selskapsmodellen, dividendemodellen og relevante multipler. Dette er fordi vi anser disse metodene som best egnet til å fange opp den operasjonelle verdien av driften i selskapet. Grieg Seafood er også et selskap uten spesielle innslag av opsjoner av verdi, noe som gjør opsjonsmodellen irrelevant.

4.6 Rammeverk for fundamental og komparativ verdsettelse:

I denne oppgaven vil vi gjennomføre en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood. Formålet med det fundamentale verdsettelsesrammeverket er å lage et fundamentalt verdiestimat som speiler de underliggende økonomiske forholdene i det analyserte selskapet (Knivsflå, 2019a).

Vi tar utgangspunkt i teori fra Kaldestad & Møller (2016) sitt rammeverk for fundamental verdsettelse basert på diskontert kontantstrøm. Da vi begynte med verdsettelsen i praksis supplerte vi imidlertid med Kjell Henry Knivsflå sitt rammeverk fra hans forelesningsplansjer i faget «Verdivurdering med regnskapsanalyse» (2019). Dette var fordi vi innså at Kaldestad & Møller ikke går nok i dybde og detalj på de ulike trinnene i den fundamentale verdsettelsen.

Knivsflå presenterer den fundamentale verdsettelsen på et mer detaljert nivå, noe som er nødvendig for å få til en grundig analyse og et rimelig verdiestimat av selskapet sin aksje. Forfatterne presenterer metodene i litt ulike trinn, men i den store sammenheng går de ut på det samme.

Supplerende vil vi også gjennomføre en komparativ verdsettelse av selskapet, ved utarbeidelse og bruk av relevante multipler for Grieg Seafood.

Vi vil nå gå gjennomgå de ulike trinnene i den fundamentale verdsettelsen med to ulike tilnærminger, før vi går dypere inn på trinnene i den komparative verdsettelsen.

4.6.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse – metode 1:

Vi vil nå presentere stegene i rammeverket til Kaldestad & Møller (2016) i detalj. Rammeverket består av henholdsvis ni trinn og følger en to-periodisk diskontert kontantstrømmodell.

1. Analyse av historisk regnskapsinformasjon
 - Omgruppering og normalisering
 - Trendanalyser og nøkkeltall
2. Strategisk analyse av bransje og selskap
 - Intern og ekstern analyse
3. Utarbeiding av prognose for en eksplisitt periode
 - Valg av modell
 - Budsjettering og framskrivning
4. Estimering av terminalverdi for å ta hensyn til all verdiskapning etter denne perioden
 - Valg av «steady-state» vekstrate
5. Risikojustering av kontantstrøm
 - Scenario- og sensitivitetsanalyse
6. Estimering av avkastningskrav for å diskontere alle kontantstrømmer
7. Fra verdi av drift til verdi av egenkapital ved justering for netto finansiell gjeld
8. Eventuell justering av verdi med premier/rabatter
9. Rimelighetsvurdering av verdi

Trinn 1: Analyse av historisk informasjon

Formålet med den fundamentale verdsettelsen er å komme frem til et fornuftig verdiestimat på selskapets aksje. Utgangspunktet er å neddiskontere estimert fremtidig fri kontantstrøm. For å være i stand til å estimere fremtidige kontantstrømmer må en ta utgangspunkt i selskapets potensielle fremtidige lønnsomhet. Empiri viser at det i mange bransjer forekommer en normalisering av lønnsomheten over tid, noe som gjør at historisk lønnsomhetsanalyse blir relevant for å predikere selskapets fremtidige lønnsomhet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 46).

Det er flere problemstillinger å ta hensyn til når det gjelder analyse av historisk lønnsomhet. Blant annet hvordan man skal håndtere engangseffekter og poster som ikke vil være relevante i fremtiden, hvilke nøkkeltall man burde fokusere på i trendanalysen, samt usikkerhet knyttet til regnskapskvaliteten på det regnskapet man analyserer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 47).

Dersom man analyserer lønnsomheten over en lengre tidsperiode blir det enklere å gjøre seg opp en formening om hvilken langsiktig lønnsomhet som er realistisk for selskapet. Man kan undersøke hva lønnsomheten typisk ligger på i en høykonjunktur, lavkonjunktur og i et «normalt» år. Vi kan også finne ut hvordan selskapet gjør det relativt til sin bransje (Kaldestad & Møller, 2016, s. 47). Hvor mange år man skal gå tilbake i lønnsomhetsanalysen vil avhenge av en rekke faktorer. For et selskap som opererer i en relativt dynamisk bransje der endringer forekommer ofte vil det ikke være relevant å gå tilbake mer enn fem år for å si noe om selskapets fremtidige lønnsomhetspotensial.

En av verdsettelsens mange formål er å estimere selskapets langsiktige inntjening. Vi må da tenke over to essensielle spørsmål: hva er underliggende inntjening i dag, og vil underliggende inntjening bli sterkere eller svakere i fremtiden? For å svare på disse spørsmålene er regnskapsanalysen svært viktig (Kaldestad & Møller, 2016, s. 61). Den viser hvilke historiske resultater som er oppnådd, hvilke eiendeler bedriften har investert i, hvilke forpliktelser som eksisterer, historisk utvikling i kontantstrømmer, samt sammenhenger mellom operasjonell aktivitet og investeringer i anleggsmidler og arbeidskapital. For å komme frem til estimat på fremtidig inntjening er det viktig å se regnskapsanalysen i sammenheng med den strategiske analysen av makro- og markedsforhold.

Kontantstrøm eller driftsresultat?

Når det skal utarbeides prognoser for fremtiden er det mest relevant å ta utgangspunkt i kontantstrømmen eller driftsresultatet (EBIT). Kontantstrømoppstillingen sier noe om selskapets inn- og utbetalinger, og skal forklare hvorfor likviditeten har endret seg fra en periode til en annen. Resultatregnskapet sier noe om selskapets inntekter og kostnader, og skal forklare hvorfor egenkapitalen har endret seg. Periodiseringer i regnskapet gjør at resultat og kontantstrøm kan avvike betydelig. Etersom vi ønsker å komme frem til netto fri kontantstrøm generert av underliggende drift, tilgjengelig for investorer og kreditorer, kan det virke lurt å ta utgangspunkt i kontantstrømmen. Skal kontantstrømoppstillingen imidlertid være av betydning for verdsettelsesformål må den omformuleres for å unngå å

blande sammen kontantstrømmer fra operasjonelle og finansielle forhold (Kaldestad & Møller, 2016, s. 69).

Ulempen med å benytte seg av kontantstrømoppstillingen er at den i motsetning til det regnskapsmessige resultatet ikke gir noen indikasjon på om selskapet skaper verdier. De fleste prognoser tar derfor utgangspunkt i driftsresultat (EBIT) eller driftsresultat før avskrivninger (EBITDA), og justerer denne for å komme frem til den frie kontantstrømmen. Selv om EBITDA er positiv er det likevel fullt mulig at kontantstrømmen er negativ på grunn av økning i arbeidskapital og investeringer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 72).

Omgruppering og normalisering av regnskapene

Da regnskapet er utarbeidet på en kreditorvennlig måte er det nødvendig å justere denne for verdsettelse- og analyseformål.

Først og fremst er det hensiktsmessig å omgruppere balansen for å komme frem til den sysselsatte kapitalen, ettersom det er denne vi ønsker å verdsette. Den sysselsatte kapitalen består av operasjonelle eiendeler og gjeld. Vi må derfor dele inn eiendelene i operasjonelle og finansielle deler. Operasjonelle eiendeler og gjeld er produksjonsmidler og balanseposter som deltar i driften.

Vi ønsker også å undersøke det normaliserte resultatet til selskapet for å se hva vi kan forvente av kontantstrømmer i fremtiden på et normalisert nivå. Resultatregnskapet gir ikke alltid et godt bilde på underliggende inntjening i selskapet og vi er nødt til å normalisere det for analyseformål. De viktigste årsakene til dette er at det ofte inneholder poster som ikke gjentar seg, engangsposter, konjunktursvingninger eller andre former for syklikalitet. Det er derfor svært viktig å justere bort poster vi mener ikke er relevante i den løpende, underliggende inntjeningen, slik at man finner de normaliserte verdiene til selskapet for prognoseformål.

Typiske poster det gjerne justeres for er engangsposter, poster som ikke gjentar seg, sikringskontrakter, tap/gevinst fra driftsfremmede eiendeler, tap/gevinst ved endring til virkelig verdi, restruktureringskostnader, samt gevinst/tap ved salg og pensjoner (Kaldestad & Møller, 2016, s. 64).

En ulempe er at normaliseringen har en tendens til å forbedre resultatet. Dette er fordi de fleste engangspostene vi justerer for har negativ effekt på resultatet. For prognoseformål

burde en derfor la det ligge igjen et visst nivå av såkalte «ekstraordinære» kostnader i et normalisert resultat (Kaldestad & Møller, 2016, s. 66).

Analyse av kontantstrømelementer

Når det kommer til analyse av kontantstrøm er det hensiktsmessig å se på selskapets *investeringer, avskrivninger, arbeidskapital og skatt*.

I verdsettelse forutsetter man gjerne at virksomheten skal vare evig. Det er derfor viktig at kontantstrømmen også belastes med reinvesteringer tilstrekkelig nok til å vedlikeholde kapasiteten i det samme evighetsperspektivet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 74).

Ved å analysere selskapets historiske investeringsnivå og avskrivninger kan man forhåpentligvis få et bedre bilde på hva det fremtidige investeringsnivået bør ligge på. Det kan være spesielt nyttig å analysere forholdet mellom investeringer og omsetning over tid. Det eksisterer imidlertid flere årsaker til at historisk investeringsnivå ikke nødvendigvis gir et riktig bilde på fremtiden. Historiske investeringer er en blanding av vedlikeholdsinvesteringer og kapasitetsinvesteringer. Det at vedlikeholdsinvesteringene kan fluktuere, selskapet kan ha utsatt nødvendige investeringer, selskapet kan ha gjort sprangvise investeringer og at prisen på fysiske eiendeler kan fluktuere over tid, presenterer risikoelementer i denne analysen.

Generelt vil et selskap binde opp mer arbeidskapital etter hvert som det vokser. Arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld i balansen, og følgelig en del av selskapets driftskapital. Den inneholder elementer som blant annet varelager, kundefordringer og leverandørgjeld. Ved å analysere historisk nivå på arbeidskapitalen vil man få et bedre grunnlag til å prognostisere fremtidig utvikling. Ofte ser man på arbeidskapital som en prosentandel av inntekt. Det er imidlertid viktig å ta hensyn til sesongmessige variasjoner i løpet av året. Verdien på et selskap bør ikke påvirkes av når på året man gjør verdsettelsen, og det er derfor vanlig å justere verdien dersom arbeidskapitalen er unormalt høy eller lav på verdsettelsestidspunktet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 77).

Skatt

Det kan være stor forskjell på den regnskapsmessige skatten og den skatten selskapet faktisk betaler, noe som i hovedsak skyldes permanente- og midlertidige forskjeller mellom regnskapsmessig- og skattemessig resultat. For verdsettelsesformål er det imidlertid den

betalbare skatten som er relevant da det er denne som inngår i kontantstrømmen. Denne beregnes ut ifra det skattemessige resultatet.

Den effektive skattesatsen er den skattesatsen man får ved å dele betalbar skatt på regnskapsmessig resultat før skatt. Dersom man baserer prognosen på det regnskapsmessige driftsresultatet må man derfor ta utgangspunkt i den effektive skattesatsen til selskapet. Det er imidlertid en håpløs oppgave å beregne den effektive skattesatsen i detalj. Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 84) eksisterer det primært tre metoder for å behandle skatt i verdsettelse:

1. Man kan utføre en detaljert modellering av forskjellene mellom det skatte- og regnskapsmessige resultatet.
2. En annen variant er å trekke nominell skattesats fra forventet netto kontantstrøm og justere for eksisterende midlertidige forskjeller og fremførbart underskudd.
3. Eventuelt kan man trekke en forventet effektiv skattesats fra forventet netto kontantstrøm. I dette tilfellet vil reversering av eksisterende midlertidige forskjeller og oppbygging av nye være inkludert i den effektive skattesatsen. Dette er den «enkleste» og mest hyppig anvendte metoden i verdsettelse.

I det lange løp antar man at den nominelle og effektive skattesatsen konvergerer til den samme. I den eksplisitte perioden kan det imidlertid være et betydelig avvik mellom disse.

Er avviket mellom effektiv og nominell skattesats lite, kan den nominelle skattesatsen anvendes. Dette kan anses som en snarvei, og man burde forsikre seg om at forskjellene ikke er betydelige før man velger denne metoden.

For et selskap som vokser vil typisk effektiv skattesats være høyere enn nominell sats som følge av midlertidige forskjeller knyttet til avsetninger. Dersom inntektene er stabile vil den effektive og nominelle skattesatsen være lik. For kapitalintensive selskaper som vokser er effektiv skattesats typisk lavere enn nominell skattesats. Dette er fordi de skattemessige avskrivningene er høyere enn de regnskapsmessige i begynnelsen av levetiden på eiendelen.

Skattekostnaden er påvirket av både underliggende drift og finansielle poster. Nominell og effektiv skattesats på renteinntekter- og kostnader er lik, men kan variere på den underliggende driften. Vi kan derfor anta at betalbar skatt på underliggende drift tilsvarer selskapets totale betalbare skatt i tillegg til netto finansposter multiplisert med nominell

skattesats. Den effektive skattesatsen på selskapets underliggende drift kan derfor defineres som betalbar skatt på underliggende drift dividert på EBIT (Kaldestad & Møller, 2016, s. 83).

Trendanalyse og nøkkeltall

For å forstå lønnsomheten til selskapet er det hensiktsmessig å utføre en trendanalyse og se på relevante nøkkeltall over tid.

Basert på nøkkeltall knyttet til rentabilitet og fremtidig vekstpotensial kan vi analysere selskapets verdi. Ved å se på hvorvidt rentabiliteten overstiger avkastningskravet gir dette nøkkeltallet en indikasjon på om selskapet skaper merverdier eller ikke. Det er også nyttig å vite om selskapets vekst er organisk eller kommer som en følge av oppkjøp.

Et relevant nøkkeltall for lønnsomhet er avkastning på investert kapital, også kjent som ROIC («Return on Invested capital»). Formelen kan uttrykkes som følger:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Investert\ kapital} = \frac{EBITA \times (1 - skatt)}{AM + Netto\ arbeidskapital}$$

Formel 13 «Return On Invested Capital, nøkkeltall» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 88)

I formelen inkluderer investert kapital bokført verdi av driftsrelaterte eiendeler, og skatteleddet representerer den effektive skattesatsen og ikke den nominelle. Ettersom vi ønsker å måle rentabiliteten på eksisterende eiendeler og ikke verdien av fremtidig vekst, er det viktig å basere seg på bokførte verdier. Her er det viktig å være oppmerksom på at bransjer med høy grad av immaterielle eiendeler som ikke synes i balansen, og selskaper som vokser gjennom oppkjøp til markedsverdi, kan få overvurdert rentabilitet. ROIC måler verdiskapningen til selskapet og kan ytterligere dekomponeres i *omløpshastighet* og *margin*. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$ROIC = Omløpshastighet \times EBITA\ Margin = \frac{Inntekter}{Investert\ kapital} \times \frac{EBITA}{Inntekter (1 - skatt)}$$

Formel 14 «Dekomponering av Return On Invested Capital» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 89)

Omløpshastigheten måler hvor effektivt selskapet utnytter den investerte kapitalen i form av inntekter. Desto høyere omløpshastighet, desto mer får selskapet ut av hvert investerte middel. **Margin** er et mål på hvor mye fortjeneste selskapet sitter igjen med per omsatte

salgskrone. Marginen er også er et mye omtalt og relevant mål på lønnsomheten til en bransje. Det finnes mange varianter for å regne ut marginen, blant annet bruttomargin, EBITDA-margin, EBITA-margin og EBIT-margin. Det som skiller variantene er hvilke kostnader man velger å inkludere eller ekskludere, og nyttigheten av de enkelte varierer med bransje og selskapsspesifikke faktorer.

Hver enkelt bransje har også sine egne relevante nøkkeltall som sier noe om lønnsomheten knyttet til spesifikke faktorer i sin bransje. Disse skal gi ytterlige innsikt i hvor dyktige selskaper er på drift og hvor deres konkurransefortrinn ligger. I oppdrettsnæringen for eksempel er et bransjespesifikt nøkkeltall: *kostnad per produserte kg = driftskostnader/produsert volum*. Dette kan igjen sees opp mot *inntekt/produserte volum*, for å kunne si noe om lønnsomheten.

Det er viktig å analysere disse nøkkeltallene over tid for å kunne si noe om lønnsomheten til driften. Etersom vi ønsker å prognostisere fremtidig lønnsomhet er det viktig å ta utgangspunkt i normaliserte regnskapstall justert for enkelthendelser når man beregner nøkkeltallene.

Relevante nøkkeltall for vekst er blant annet organisk vekst og geometrisk vekst. Den geometriske veksten, også kjent som «Compounded Annual Growth Rate (CAGR)», ser på veksten totalt og kan defineres slik:

$$CAGR = \left(\frac{\text{tall år } n}{\text{tall år } 0} \right)^{\left(\frac{1}{n} \right)} - 1$$

Formel 15 «Compounded Annual Growth Rate, CAGR/Geometrisk vekst» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 91)

CAGR som mål på vekst er hyppig brukt blant analytikere for verdsettelsesformål. For å vite hvor veksten kommer fra er det imidlertid også essensielt å dele opp veksten i henholdsvis organisk vekst, vekst fra oppkjøp og vekst som følge av tilfeldigheter.

Den organiske veksten ser på økning i organisk inntekt fra eksempelvis økt volum eller pris i forhold til total inntekt. Formelen kan defineres slik:

$$\text{Organisk vekst} = \frac{\text{Økning i inntekt fra organisk vekst}}{\text{inntekt}}$$

Formel 16 «Organisk vekst» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 91)

Skal nøkkeltallene gi oss innsikt i hvor godt selskapet gjør det må de imidlertid sees i forhold til noe. Det er normalt å analysere de opp mot historiske trender/tidsserieanalyser, konkurrenter/bransjeanalyse, krav/måltall, eventuelt rimelighetssjekk av prognoser. Å sammenligne selskapets relevante nøkkeltall mot bransjesnittet er en hyppig anvendt sammenligningsmetode i praksis.

Ved å analysere den historiske utviklingen til viktige nøkkeltall kan man gjøre seg opp en mening om hvordan selskapet har gjort det over tid. Dette kan videre legge grunnlag for hvordan man tror selskapet vil kunne gjøre det i fremtiden. Denne delen er derfor svært viktig for utarbeidelse av fremtidige kontantstrømmer.

Regnskapskvalitet

Regnskapstall er viktige og noe av det analytikere benytter seg mest av for verdsettelsesformål. Man burde imidlertid være oppmerksom på at regnskapsmanipulasjon for å fremstille selskapets lønnsomhet på best mulig måte kan prege tallene. Et selskap kan for eksempel utføre regnskapsmanipulasjon for å påvirke aksjekursen, oppnå personlige fordeler knyttet til bonuser eller lure offentlige tilsynsorganer eller kreditorer.

Å måle nøkkeltall internt i selskapet over en lengre periode eller sammenligne nøkkeltall eksternt med andre selskaper i bransjen kan være med på å avdekke potensiell regnskapsmanipulasjon. Svak Cash Conversion rate kan også være et klart «rødt flagg» på at noe er galt i den underliggende driften.

Trinn 2: Strategisk analyse av bransje og selskap

Før man prognostiserer fremtidige kontantstrømmer må den historiske regnskapsanalysen sees i lys av den strategiske analysen som sier noe om makroforhold, markedsforhold- og utsikter. I likhet med den historiske lønnsomhetsanalysen er den strategiske analysen svært viktig for å predikere selskapets fremtidige lønnsomhet.

Et selskap skaper kun merverdi dersom det klarer å skape avkastning utover avkastningskravet. Mange selskaper klarer å skape en slik meravkastning over en viss periode, men det er få som klarer det til evig tid. Studier har vist at lønnsomheten over tid ofte konvergerer til bransjesnittet. Såkalt meravkastning, eller «superprofitt», kommer ofte av at selskapet besitter konkurransefortrinn. Hvorvidt meravkastningen holder seg over tid

avhenger at hvor varig konkurransefortrinnet er. Dersom det for eksempel er lett å kopiere, vil verken fortrinnet eller meravkastningen vedvare over tid.

En strategisk analyse tar gjerne utgangspunkt i en ekstern og en intern analyse. I den eksterne analysen ønsker man å forstå lønnsomhetspotensialet til bransjen som helhet, mens i den interne analysen ønsker man å forstå selskapets lønnsomhetspotensial relativt til bransjen. Fra et investorståsted bør et selskap ideelt sett ha en initiell strategisk fordel for å gjøre det godt relativt til bransjen. Skalafordeler, patenter og merkevarer er eksempler på konkurransefortrinn som bidrar til dette (Kaldestad & Møller, 2016, s. 49).

Eksempler på analyser som inngår i den strategiske analysen er eksterne analyser som PESTEL for makrofaktorer og Porters fem konkurransekrefter, samt den interne VRIO-analysen. Vi har gått nærmere inn på disse i kapittel 3 der vi utfører den strategiske analysen av oppdrettsbransjen og Grieg Seafood.

Den strategiske analysen er svært viktig for å utarbeide prognoser og predikere selskapet sitt lønnsomhetspotensial i fremtiden. Historisk har det imidlertid vært et undervurdert verktøy i verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2016, s. 49).

Trinn 3: Utarbeiding av prognose for en eksplisitt periode og verdsettelse

Når man skal utarbeide prognoser for fremtiden er det vesentlig å vite hvor selskapet befinner seg i livssyklusen, hva som kan forventes av selskapet de neste årene, samt hva som vil bli normalen på lang sikt.

Konkrete prognoser på fremtidige kontantstrømmer er utgangspunktet for selve verdsettelsen. Etter å ha utført både en historisk lønnsomhetsanalyse og en strategisk analyse av selskapet har man ideelt sett opparbeidet seg en grundig nok forståelse til å utarbeide fornuftige fremtidsestimater.

Kontantstrøm på kort og lang sikt

Man skiller mellom å estimere kontantstrøm på kort og lang sikt. I verdsettelsesteorien er dette omtalt som å estimere kontantstrømmen i den eksplisitte prognoseperioden, også kjent som budsjettperioden, og terminalverdien til selskapet. Etersom terminalverdien som oftest utgjør en stor del av verdien til selskapet er det svært viktig at driverne vurderes nøyaktig (Kaldestad & Møller, 2016, s. 113). Utgangspunktet for terminalverdien er kontantstrømmen

i den siste eksplisitte perioden. Dersom denne er for høy vil man følgelig fremskrive for høy lønnsomhet i all evighet. Prognostisering i den eksplisitte perioden er derfor svært viktig.

Den eksplisitte predikerte perioden skal dersom mulig dekke perioden frem til virksomheten er i «steady-state». I «steady-state» antas det at veksten til selskapet er stabil. Selv om det er vanskelig å predikere fremtidig inntjening utover 2-3 år, er det i mange tilfeller normalt å utarbeide prognoser for en lengre eksplisitt periode (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118).

Prognosemodeller

Man kan dele prognosemodellene inn i tre kategorier ut ifra hvor sofistikerte de er (Kaldestad & Møller, 2016, s. 115).

(1) Naive modeller. Ved bruk av naive modeller antar man at fjorårets kontantstrøm er beste anslag på årets kontantstrøm, eventuelt korrigert for trend. Et eksempel på en naiv modell er Gordons vekstformel, der man tar utgangspunkt i en normalisert inntjening som skal øke årlig med en viss estimert vekstrate. Denne metoden er selvsagt svært tidsbesparende, men mest relevant for svært enkle og stabile virksomheter. Mange selskaper er imidlertid preget av faktorer som kompleksitet og svingninger med innslag av en rekke faktorer som påvirker kontantstrømmene fra år til år. I så fall kan det lønne seg å utarbeide en mer detaljert eksplisitt prognosemodell. Den naive tilnærmingen beskytter imidlertid mot overoptimistiske forutsetninger som kan lede til feilaktige verdiestimer.

(2) Top-down-modeller. Ved bruk av top-down-modeller predikerer man de ulike linjene i resultat- og balanseregnskapet på et overordnet nivå. Her fokuserer man på viktige forholdstall som EBITDA-margin, avkastning på investert kapital og vekstrate. Omsetningen kan for eksempel prognostiseres ved bruk av forventet bransjeomsetning multiplisert med selskapets markedsandel. Man utarbeider også estimerte prognoser på de viktigste kostnadskomponentene for å komme frem til EBITDA. Deretter blir investeringer og arbeidskapital gjerne prognostisert som en prosentvis andel av omsetningen. I top-down-modeller er prediksjonsnivået høyere enn i naive modeller, i tillegg er modellen langt mindre arbeidskrevende enn bottom-up modeller. Ulempen er at man kan overse kritiske sammenhenger mellom inntekter, kostnader og investeringer som kan ha stor effekt på verdsettelsen. I så måte kan en detaljert bottom-up-verdsettelsesmodell gi et mer presist verdiestimat.

(3) **Bottom-up-modeller.** Ved utarbeidelse av bottom-up-modeller går analytikeren detaljert til verks og analyserer samtlige av selskapets ulike produktlinjer. Her er man så detaljert og nøyaktig som mulig og lager prognoser på elementer som solgte enheter, pris per enhet, samt volum og pris på de ulike innsatsfaktorene som inngår i produksjonsprosessen. Ved å bruke mye tid på å analysere selskapet og bransjen både historisk og framtidsutsikter, utvikler analytikeren svært god innsikt til å predikere fremtidige kontantstrømmer. Ulempen er at metoden er svært tidkrevende og ikke alltid gir den merverdien man hadde håpet på. Bottom-up modeller har også en tendens til å bli mer optimistiske enn top-down modeller. Det er også svært kritisk at analytikeren tar de dynamiske forholdene til virksomheten i betraktning, hvis ikke er det lett å komme frem til et feilaktig verdiestimat. Det er også en høy risiko rent teknisk knyttet til å utarbeide store modeller. En undersøkelse viser at langt over 90% av alle større Excel-modeller inneholder signifikante feil (Kaldestad & Møller, 2016, s. 120).

Prognosemodellen bør med fordel inkludere de samme type nøkkeltall som i analysen av historisk lønnsomhet. Dersom regnearket inneholder viktige og sentrale nøkkeltall for lønnsomhet, blir eventuell overoptimisme i regnearket enklere å fange opp (Kaldestad & Møller, 2016, s. 120).

Et kjent problem når det kommer til utarbeidelse av slike modeller er mangel på intern konsistens i parametersettingen. En typisk feil er at man predikerer utvikling i inntekt og marginer uavhengig av investeringsnivået til selskapet. En annen feil er mangel på sammenheng mellom realrente, inflasjon og realvekst ved bruk av Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 120).

Verdsettelsen

Generelt sett er verdien av et selskap lik nåverdien av fremtidige estimerte kontantstrømmer. I praksis består den av to deler, henholdsvis verdien fra den eksplisitte prognoseperioden og terminalverdien. Formelen kan uttrykkes slik:

$$Verdi = \sum \frac{Kontantstrøm \text{ år } t}{(1+r)^t} + \frac{1}{(1+r)^T} \times \frac{Kontantstrøm \text{ år } T+1}{(r-g)}$$

Der:

$R = \text{totalavkastningskrav (WACC)}$

$G = \text{vekstrate}$

$T = \text{terminalåret}$

Formel 17 «Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 114)

Den eksplisitte perioden må inneholde kontantstrømmen hvert år helt til det kommer en normalisering man forventer at kan opprettholdes i evig tid. Verdien til selskapet blir svært sensitiv til avkastningskravet og vekstraten man setter for terminalåret. Det er derfor viktig å bruke god tid på disse inputfaktorene.

Valg av lengde på prognoseperiode og selskapets inntjening

Den eksplisitte prognoseperioden skal dekke perioden frem til virksomheten er i «steady state» med normalisert kontantstrøm. I perioden etter «steady state» vil selskapet ikke lenger oppnå meravkastning på sine fremtidige ekspansjonsinvesteringer, og ettersom investeringene vil ha en netto nåverdi på null, kan disse utelates fra modellen når vi skal estimere terminalverdien til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118).

Når vi skal beregne terminalverdien er det viktig at EBITDA-marginen er på et langsiktig, normalisert nivå, vedlikeholdsinvesteringer er på et normalisert nivå, økning i arbeidskapital er normalisert og årlig vekst generert av eksisterende eiendeler ikke er høyere enn langsiktig vekstrate (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). Dette legger dermed grunnlag for hvor lang den eksplisitte perioden skal være.

Selv om mange forhold er vanskelig å predikere utover 2-3 år, er det i flere tilfeller normalt med en lengre eksplisitt prognoseperiode. Dette er gjerne tilfellet for sykliske bransjer, oppstartvirksomheter, virksomheter med behov for restrukturering, virksomheter med definert levetid, regulerte virksomheter, vekstbransjer, virksomheter som mottar stønad eller er underlagt særskilte skattebestemmelser, samt virksomheter/bransjer med stor superprofitt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118).

Behandling av skatt

Kaldestad & Møller anbefaler som utgangspunkt å beregne skatt av EBITDA pluss normalinvesteringer, samt å benytte en effektiv skattesats på nettostørrelsen. Den effektive

skattesatsen kan variere mellom bransjer og over tid. Som nevnt tidligere vil imidlertid den effektive skattesatsen normalt ikke være så veldig mye lavere enn den nominelle.

Kaldestad & Møller (2016, s. 121) presenterer noen tommelfingerregler knyttet til nivået på den effektive skattesatsen.

- For selskaper med normal vekst og kapitalintensitet = 23%
- For selskaper med høy vekst, kapitalintensivt = 20-22%
- For selskaper med tjenesteytende, negativ vekst = 25-28%

For Grieg Seafood som vi antar har en normal vekst og kapitalintensitet, burde den effektive skattesatsen ligge rundt 23%. Under steg 1 om analyse av lønnsomhet presenterte vi tre metoder for å beregne den effektive skatten på. En enkel metode er å benytte en forventet verdi av den effektive skattesatsen basert på historisk analyse.

Trinn 4: Estimering av terminalverdi for å ta hensyn til all verdiskapning etter den eksplisitte perioden

All verdiskapning etter den eksplisitte perioden omtales som «terminalverdien» til selskapet. Terminalverdien kan beregnes ved bruk av Gordons vekstformel og tar utgangspunkt i normalisert kontantstrøm (CF). Formelen kan uttrykkes slik:

$$Terminal\ Value = \frac{CF}{(r - g)}$$

Der:

CF = kontantstrøm

R = totalavkastningskrav (WACC)

G = vekstrate

Formel 18 «Terminalverdi» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 50)

Ettersom verdien fra formelen uttrykker verdien i terminalåret er vi videre nødt til å diskontere denne til i dag (Kaldestad & Møller, 2016, s. 50).

Selv om metoden virker tilsynelatende enkel er det en rekke fallgruver man må passe på. Blant annet antakelsen om når selskapet kommer i «steady-state», noe som naturlig vil

varierte fra selskap til selskap. Et annet element er hvorvidt kontantstrømmen i terminalåret faktisk er normalisert, her er det typisk å overvurdere lønnsomhet på lang sikt.

Vekstrate

En kritisk forutsetning i Gordons vekstformel er hvilken langsiktig vekstrate som legges til grunn.

Vi skiller mellom to former for vekst: resultatvekst og ekspansjonsvekst. Resultatvekst er vekst fra eksisterende eiendeler, dette tilsvarer som oftest inflasjonsnivået. Ekspansjonsvekst er vekst som skyldes nyinvesteringer. Når vi legger inn moderat vekst i Gordons vekstformel, tilsvarer altså ikke dette det vi mener er den langsiktige veksten i selskapets omsetning. Veksten er kun relatert til resultatvekst fra eksisterende eiendeler, så lenge nåverdi på nye investeringer er lik null (Kaldestad & Møller, 2016, s. 122).

Et selskap sin vekst kan på sikt ikke overgå forventet vekst for økonomien i landet der selskapet er lokalisert (Kaldestad & Møller, 2016, s. 122). Realvekst i bruttonasjonalprodukt (BNP) for velutviklede økonomier har historisk ligget på 2-3%, og ifølge Kaldestad & Møller er det få argumenter for at veksten i BNP skal bli høyere enn den har vært historisk. De mener veksten vil komme fra fremtidens selskaper, mens dagens selskaper vil trekke ned gjennomsnittet. Dette taler for at selskapets vekstrate normalt bør settes lavere enn nominell vekst i BNP, noe som sjeldent er høyere enn inflasjonsnivået. For å sikre konsistens i estimatene kan være lurt å ta utgangspunkt i inflasjonsnivået for estimering av både avkastningskrav og vekstrate (Kaldestad & Møller, 2016, s. 122).

Mange bedrifter setter vekstraten lik inflasjonsnivået, men spesielt for bedrifter i modne industrier kan den virkelige vekstraten i all overskuelig fremtid være negativ. Man kan også vurdere hvorvidt man tror selskapet vil kunne skape superprofitt i all overskuelig fremtid eller ei (Kaldestad & Møller, 2016, s. 51).

Alternative metoder

Det finnes også andre alternative metoder for å estimere terminalverdien, blant annet bruk av multipler eller bokført verdi's metode.

Multipelmetoden er spesielt populær og hyppig anvendt i praksis innenfor Investment banking og Private Equity. Her bruker man en multipel istedenfor Gordons vekstformel til å verdsette terminalleddet, for eksempel EV/EBITDA. En av fordelene ved bruk av multipler

er at man reduserer sannsynligheten for inkonsistent behandling av realrente, vekst og inflasjon. Normale ulemper med multipler gjelder imidlertid også her, for eksempel utfordringer med å finne direkte sammenlignbare selskaper og at multiplene kan endres over tid (Kaldestad & Møller, 2016, s. 125).

En annen alternativ variant er å verdsette terminalverdien ved å ta utgangspunkt i bokførte verdier. Metoden er imidlertid ikke like hyppig anvendt i praksis og vi velger derfor å ikke gå nærmere inn på denne metoden.

Trinn 5: Risikojustering av kontantstrøm

Kontantstrømmen som diskonteres i en verdsettelse skal være lik forventningsverdien. Det vil si et sannsynlighetsveid gjennomsnitt av alle mulige predikerbare scenarier for kontantstrømmen.

En fallgrube mange gjør er å basere verdsettelsen på én prognose, og ett mulig utfall. Dersom man opererer med flere sannsynlighetsvektede scenarier får man frem den reelle usikkerheten rundt verdiestimatet på en mer optimal måte. Dersom verdien til selskapet avhenger av et fåtall verdidrivere kan det være gunstig å ha en slik tilnærming til verdsettelsen. Man kan da jobbe med simulering, ved å enten endre på enkeltparametre, eller ett sett av parametre, og se effekten på verdiestimatet. Det vil si utføre sensitivitets- eller scenarioanalyser.

Simuleringer kan ha flere formål. Ofte ønsker vi å undersøke hvor sensitiv verdiestimatet vårt er til endring i en spesifikk eller flere spesifikke parametre, som for eksempel laksepris eller produsert volum. Normalt sett er det et par kritiske faktorer som varierer sammen, og i slike tilfeller kan en scenarioanalyse være svært hensiktsmessig. En tilnærming kan være å etablere et antall scenarier der man setter sammen realistiske kombinasjoner av de tre til fem mest kritiske forutsetningene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 129).

Ved å illustrere verdiestimatet som en sannsynlighetsvekting av ulike scenarier får man frem den reelle usikkerheten knyttet til selskapet i fremtiden. For verdsettelsen burde man minst ha et «best»-, «base»- og «worst» case scenario (Kaldestad & Møller, 2016, s. 129). Der «base»-case er det scenarioet analytikeren anser som mest sannsynlig utfall.

En annen tilnærming er å la et stort antall av de budsjetterte postene variere som stokastiske variabler samtidig. Dette kan gjøres gjennom en Monte Carlo simulasjon der man setter en

rekke variabler som stokastiske variabler og lar de tilfeldig variere innenfor et intervall. Monte Carlo simulasjonen velger «tilfeldige» tall fra intervallet som til sammen gir et nytt verdiesimat. Simulasjonen gjør denne prosessen veldig mange ganger og resultatet blir fordelingen av de estimerte selskapsverdiene. På denne måten ser man hvilke budsjettposter som påvirker verdiesimatene. En annen fordel er at fremfor å få en «best», «base» og «worst» case ser man en jevn fordeling av verdiesimater. Dermed vil man se hvordan verdiesimatene fordeler seg i forhold til base-caset.

Trinn 6: Estimering av avkastningskrav for å diskontere alle kontantstrømmer

For å diskontere estimerte fremtidige kontantstrømmer til dagens verdi anvender man et avkastningskrav. Avkastningskravet skal representere risikoen til selskapet, samt tidsverdien av penger (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152).

Et selskap kan finansiere virksomheten via ulike kilder til egenkapital og gjeld. Ulike finansieringskilder innehar forskjellig risiko, og følgelig vil den forventede avkastningen variere. Avkastningen til de ulike finansieringskildene må sees opp mot hva man kunne tjent på en alternativ investering med samme risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152).

Den mest anvendte modellen for å estimere avkastningskrav er ***total kapitalavkastningskravet***, på engelsk kjent som «Weighted Average Cost of Capital (WACC)». WACC representerer selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Vi ser på avkastningskravet til total kapitalen ettersom det er den frie kontantstrømmen som skal brukes til å betjene både kreditorer og aksjonærer vi skal neddiskontere.

For å komme frem til totalavkastningskravet må man estimere henholdsvis egenkapitalkravet og gjeldskostnaden, før man vekter disse med deres respektive verdier. Formelen kan uttrykkes slik:

$$WACC = Re \frac{E}{E + D} + Rd * (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Der:

E = markedsverdi av egenkapital

D = markedsverdi av gjeld

Re = selskapets egenkapitalkostnad

$Rd = \text{selskapets gjeldskostnad}$

$T = \text{selskapsskatt}$

Formel 19 «Totalkapitalavkastningskrav, Weighted Average Cost of Capital, WACC» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 153)

Kapitalverdimodellen, på engelsk kjent som «Capital Asset Pricing Model (CAPM)», er den mest anvendte modellen til å beregne selskapets egenkapitalkostnad. Den bygger på en kritisk forutsetning om at investor er veldiversifisert, det vil si at man i beregning av avkastningskravet ikke inkluderer bedriftsspesifikk risiko. Bedriftsspesifikk risiko knytter seg til forhold som kun påvirker det spesifikke selskap (Kaldestad & Møller, 2016, s. 155). Formelen kan uttrykkes slik:

$$Re = Rf + \beta EK * (Rm - Rf)$$

Der:

$Re = \text{egenkapitalkostnad}$

$Rf = \text{risikofrirente}$

$Rm = \text{avkastning på en markedsportefølje eller indeks}$

$Rm - Rf = \text{forventet meravkastning utover risikofri rente ved å investere på børsen (markedspremie)}$

$\beta EK = \text{selskapets egenkapitalbeta}$

Formel 20 «Kapitalverdimodellen» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156)

De viktigste faktorene som påvirker egenkapitalkostnaden er risikofri rente, egenkapitalbeta, markedets risikopremie og potensielle andre premier. Vi vil nå skrive mer utfyllende om disse faktorene.

Som et minimum må alle risikable investeringer gi bedre avkastning enn den **risikofrie renten**. Det er ulike måter å velge nivået på risikofri rente. Mange praktikere legger til grunn den tiårige statsobligasjonen som risikofri rente. Dette er hensiktsmessig under normale omstendigheter, men dersom yieldkurven er bratt eller en stor andel av kontantstrømmen kommer tidlig, kan det være bedre med en mer nøyaktig tilnærming (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Ettersom vi anser omstendighetene som «normale» for Grieg Seafood, vil vi ta utgangspunkt i den tiårige statsobligasjonen for vårt verdiestimat.

Egenkapitalbeta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til markedet, og uttrykker hvor eksponert aksjen er for den generelle markedsrisikoen. Markedsrisiko knytter seg til utvikling i forhold som påvirker alle selskaper, for eksempel konjunkturutvikling, rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon (Kaldestad & Møller, 2016, s. 155). Avkastningskravet øker med økt beta. Dersom et selskap sin beta er lik 1 betyr det at aksjen svinger helt i takt med aksjemarkedet, og i snitt vil beta naturlig nok være lik 1 (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Matematisk sett vil et selskaps beta bestemmes av aksjekursens relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet.

Vi kan estimere selskapets egenkapitalbeta ved å dele kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen til aksjemarkedet. Formelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Egenkapitalbeta, } \beta E = \left(\frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}} \right)$$

Formel 21 «Egenkapitalbeta» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160)

Ulempen med formelen ovenfor er at den forutsetter at historisk samvariasjon og volatilitet vil være lik fremtidig samvariasjon og volatilitet. Det finnes ulike varianter for å beregne egenkapitalbetaen på. Man kan for eksempel ta utgangspunkt i betaverdien til sammenlignbare selskaper og justere for ulik kapitalstruktur, eller foreta en fundamental analyse. Fordelen med en fundamental analyse er at den ikke blindt tar utgangspunkt i historiske verdier. Regresjonsanalyse anses som langt mindre manipulerbart enn en fundamental/subjektiv vurdering.

I praksis er den «justerte betaen» hyppig anvendt for å beregne selskapets egenkapitalbeta. Justeringen består av å trekke betaen inn mot en. Justeringen kan være så enkel som: $1 \times (1-j) + \text{observert beta} \times j$, der j settes mellom 1/3 og 2/3 avhengig av hvor mye man vil vektlegge 1. En slik justering kan begrunnes med en generell antakelse om at selskapers betaverdier vil konvergere mot markedsbetaen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 164).

Markedets risikopremie er den meravkastningen utover risikofri rente investor forventer å få ved å investere i aksjemarkedet. Det finnes mange metoder for å estimere denne. Mest anvendt er metoden som baserer seg på utregning av historisk premie. Her sammenligner man markedsindeksens avkastning med den risikofrie renten over en relevant tidsperiode, og benytter seg så av ulike gjennomsnittsmetoder (aritmetisk & geometrisk) for å estimere dagens markedspremie. Ulempen med denne metoden er usikkerhet knyttet til hvorvidt

historiske markedspremier vil være representativt nok for fremtiden. Kaldestad og Møller legger vekt på argumenter som tilsier at risikopremien fremover vil bli lavere enn hva den har vært historisk. Blant annet som følge av at det har vært et historisk høyt nivå på markedets risikopremie.

En alternativ metode er å beregne en implisitt premie basert på dagens aksjekurs. Fordelen med denne metoden er at den representerer en markedsdrevet og fremtidsrettet modell. Metoden er imidlertid både usikker og sensitiv, der små justeringer i inntjeningsestimaterne vil gi store utslag på den estimerte premien (Kaldestad & Møller, 2016, s. 168).

En siste metode presentert av Kaldestad & Møller er bruk av spørreundersøkelse blant investorer og akademikere. Fordelen med denne metoden er at den er markedsbasert og uavhengig av historisk data. Ulempen er blant annet faren for at deltakerne er påvirket av markedssentimentet eller historiske tall i sine anslag (Kaldestad & Møller, 2016, s. 169).

Det eksisterer også andre premier som kan tillegges egenkapitalavkastningskravet, for eksempel illikviditetspremie, småselskapspremie og landrisikopremie. Her er det viktig å unngå dobbelttelling.

Selskapets *gjeldskostnad* er normalt lettere å estimere ettersom man forventer at den over tid vil konvergere til dagens markedsrente. Gjeldskostnaden består hovedsakelig av lånerente pluss tapspremie, der størrelsen på tapspremien avhenger av sannsynligheten for mislighold og hvilke verdier kreditor sitter igjen med dersom selskapet misligholder. Kredittratingbyråer som Standard & Poor's og Moody's rater selskapers lån basert på forventet konkurssannsynlighet. En høy rating betyr at forventet konkurssannsynlighet til selskapet er lav. Banker og obligasjonsinvestorer benytter seg av ratingene når de låner ut penger (Kaldestad & Møller, 2016, s. 173).

Praktiske årsaker taler imidlertid for at selskapets reelle lånerente normalt kan benyttes til å estimere gjeldskostnaden i WACC (Kaldestad & Møller, 2016, s. 175). Avkastningskravet justerer da ikke for kreditors forventede tap, men det er sjeldent at kontantstrømmen justeres for dette uansett. Kaldestad & Møller presenterer hovedsakelig tre metoder for å estimere relevant lånerente:

1. Benytte seg av den renten selskapet betaler på lån i dag, tilgjengelig i notene.
2. Benytte seg av renten på selskapets børsnoterte obligasjonslån.

3. Utføre en syntetisk kredittrating ved å først anslå en kredittrating på selskapet, og deretter se hvilken yield det er på obligasjonslån til selskaper med tilsvarende kredittrating.

Når det gjelder lånets løpetid er det viktig å være konsistent. Dersom vi benytter oss av en 10 årig statsobligasjon for risikofri rente, må vi tilsvarende benytte oss av en 10 års rente for gjelden i WACC-en. Det er viktig å justere gjeldskostnaden med nominell skattesats for å få frem skattefordelen rentekostnaden presenterer. I WACC skal derfor selskapets gjeldskostnad etter skatt benyttes, og denne kan uttrykkes slik:

$$\text{Gjeldskostnad} = \text{Gjeldskostnad} \times (1 - \text{nominell skattesats})$$

Formel 22 «Gjeldskostnad» (Kaldestad & Møller, 2016, s.153)

Etter å ha estimert egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden vektet så disse basert på markedsverdien til henholdsvis gjeld og egenkapital i selskapet. Her er det viktig at det er konsistens mellom vektene i WACC-en og egenkapitalbeta-beregningen.

Kaldestad & Møller (2016, s. 180) anbefaler å benytte seg av forventet fremtidig optimal kapitalstruktur i beregningen av totalavkastningskravet. Denne kan avvike fra dagens struktur, men det er antatt at selskapet gjennom ulike tiltak på sikt vil nærme seg det optimale nivået. I praksis antar mange analytikere at dagens kapitalstruktur er optimal, og tillegger ikke stor vekt på å justere denne. Konsistens i de ulike beregningene med kapitalstruktur som input er essensielt her for å få en korrekt verdsettelsesmodell.

Avslutningsvis vil vi problematisere sammenhengen mellom risikofri rente og skatt. I teorien vi har brukt regnes avkastningskravet med risikofri rente etter skatt. Risikofri rente leddet som blir brukt blir dermed risikofri rente multiplisert med 1 fratrukket skattesatsen. Dette skyldes at kontantstrømmen som blir diskontert er etter skatt og diskonteringsfaktoren burde følgelig også være etter skattekostnad. På den andre siden kan det sies at de lærde strides om denne praksisen. Slik vi forstår det er det i praksis vanlig å diskontere kontantstrømmen med risikofri rente før skatt, mens teoretikere har talt for å trekke fra skatt i den risikofrie renten. (Gunnar A. Dahl 2010).

Trinn 7: Justering for netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser

For å komme frem til verdien av selskapets egenkapital må vi justere totalverdien for netto finansiell gjeld, samt minoritetsinteresser. Dette gjøres ved å legge til verdien av finansielle

eiendeler og trekke fra rentebærende gjeld, samt justere for estimert verdi av minoritetsinteresser. Når vi har justert for nødvendige poster har vi estimert den underliggende verdien på egenkapitalen på selvstendig basis.

I dette trinnet er det en rekke forhold å ta hensyn til. Blant annet sesongmessige variasjoner i arbeidskapital og sammenblanding av operasjonelle og finansielle poster. Bankinnskudd og gjeld kan ofte svinge betydelig på grunn av sesongmessige variasjoner i arbeidskapital. Her er det viktig å benytte seg av balansen på et normalisert tidspunkt der arbeidskapitalen er på et normalisert nivå. Sannsynligheten for dobbelttelling øker dersom man ikke har full kontroll på forskjellen mellom operasjonelle og finansielle poster (Kaldestad & Møller, 2016, s. 55).

Det er derfor viktig at man kategoriserer de vanlige balansepostene som enten finansiell eiendel eller gjeld, arbeidskapital eller andre driftsrelaterte eiendeler. En finansiell eiendel er en eiendel som genererer inntekt til virksomheten, men ikke påvirker den underliggende driftsverdien til selskapet. For eksempel kan selskapet eie en aksje eller et obligasjonspapir som skaper verdier til selskapet gjennom avkastning. Finansielle gjeldsposter er rentebærende forpliktelser. De finansielle eiendelene skal legges til, og de finansielle gjeldspostene skal trekkes fra virksomhetsverdien, for å komme frem til egenkapitalverdien. De driftsrelaterte eiendelene skal være verdsatt gjennom virksomhetsverdien.

Eksempel på en grov kategorisering av potensielle usikre balanseposter:

Finansielle eiendeler

Utsatt skattefordel – fremførbart underskudd

Ikke-driftsrelaterte eiendeler

Finansielle investeringer

Pensjonsmidler

Andre fordringer

Bankinnskudd/konter o.l.

Finansiell egenkapital

Minoritetsaksjonærer

Preferanseaksjer

	Utbytte
	Opsjoner
<i>Finansielle forpliktelser</i>	Pensjonsforpliktelser
	Andre avsetninger for forpliktelser
	Leasing
<i>Finansiell langsiktig gjeld</i>	Obligasjonslån, gjeld til kredittinstitusjoner
<i>Finansiell kortsiktig gjeld</i>	Kassakreditt, betalbar skatt, utbytte

Tabell 5 «Kategorisering av potensielle usikre balanseposter» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 193)

Bankinnskudd passer potensielt inn under både arbeidskapital og finansiell eiendel, der eventuell overskuddslikviditet kategoriseres som en finansiell eiendel. Overskuddslikviditeten er det som gjenstår fra bankinnskudd når man har trukket fra skattetrekksmidler og nødvendig driftslikviditet.

Ikke-driftsrelaterte eiendeler relaterer seg til eiendeler selskapet har, men som ikke benyttes i den daglige driften. Det vil si at selskapet kan kvitte seg med eiendelene uten å skade resultatet og kontantstrømmen fra driften. Dersom disse postene har direkteavkastning reflektert under for eksempel «andre inntekter» er dette nødt til å korrigeres for i kontantstrømmen.

Rentebærende gjeld er lån til banken eller obligasjonslån man har tatt opp i finansmarkedet. Den rentebærende gjelden skal i utgangspunktet være konsistent med den gjelden som ble benyttet til å beregne selskapets totalavkastningskrav (WACC) i steg 6. I prinsippet skal man benytte seg av markedsverdien til gjelden, men i mange tilfeller er den bokførte verdien et godt estimat på dette. Noen årsaker til at det er avvik mellom bokført verdi og markedsverdi på gjeld kan være at man har fastrentelån og markedsrenten har endret seg, selskapets kredittrating har endret seg eller at lånet er tatt opp i utenlandsk valuta (Kaldestad & Møller, 2016, s. 196). I slike tilfeller må man justere for disse elementene slik at man kommer frem til et mer korrekt estimat på markedsverdien til gjelden.

Rentebærende gjeld kan være vanskelig å estimere da noen elementer kan skjule seg i andre balanseposter eller være vanskelige å behandle på riktig måte. Et vanskelig element er behandlingen av forpliktelsen «forskudd fra kunder», som i enkelte tilfeller kan føre til en finansinntekt. En «quick fix» for dette er å redefinere gjeldsposten som rentebærende.

Trinn 8: Justering av verdi med premier/rabatter

Det er sjeldent at aksjen omsettes for den underliggende prisen vi kommer frem til ved å beregne egenkapitalen på selvstendig basis. Det kan være ulike årsaker til dette. Investorer kan for eksempel være villige til å betale en høyere pris på grunn av synergier ved oppkjøp eller lignende. Det kan også være tilfelle at aksjen omsettes for en lavere pris, dersom det for eksempel er lite likviditet knyttet til aksjen. Hvis man skal estimere en salgsverdi er det derfor viktig at man justerer den underliggende verdien til selskapet for eventuelle premier eller rabatter.

Trinn 9: Rimelighetsvurdering av verdi

Etter å ha kommet frem til et verdiestimat på aksjen er det hensiktsmessig å utføre en rimelighetsvurdering av det. Ved å se kritisk på verdsettelsesprosessen og selve verdiestimatet, kan man gjøre seg opp en vurdering av hvor rimelig man mener verdiestimatet faktisk er.

Her det viktig å vurdere forutsetningene for verdiestimatet man kommer frem til ved den fundamentale verdsettelsen, men også se på verdiestimatet fra de alternative verdsettelsesmetodene. Når det kommer til multippelvurderinger må vi se på hvordan sammenlignbare selskaper er priset relativt til vårt eget. Dersom vårt selskap prises til høyere multipler enn resten av bransjen, må vi finne ut av om det foreligger gode grunner til dette eller ikke. Årsaker kan eksempelvis være bedre vekstmuligheter eller at selskapet sitter på konkurransefortrinn konkurrentene ikke klarer å kopiere på kort sikt.

Konklusjon:

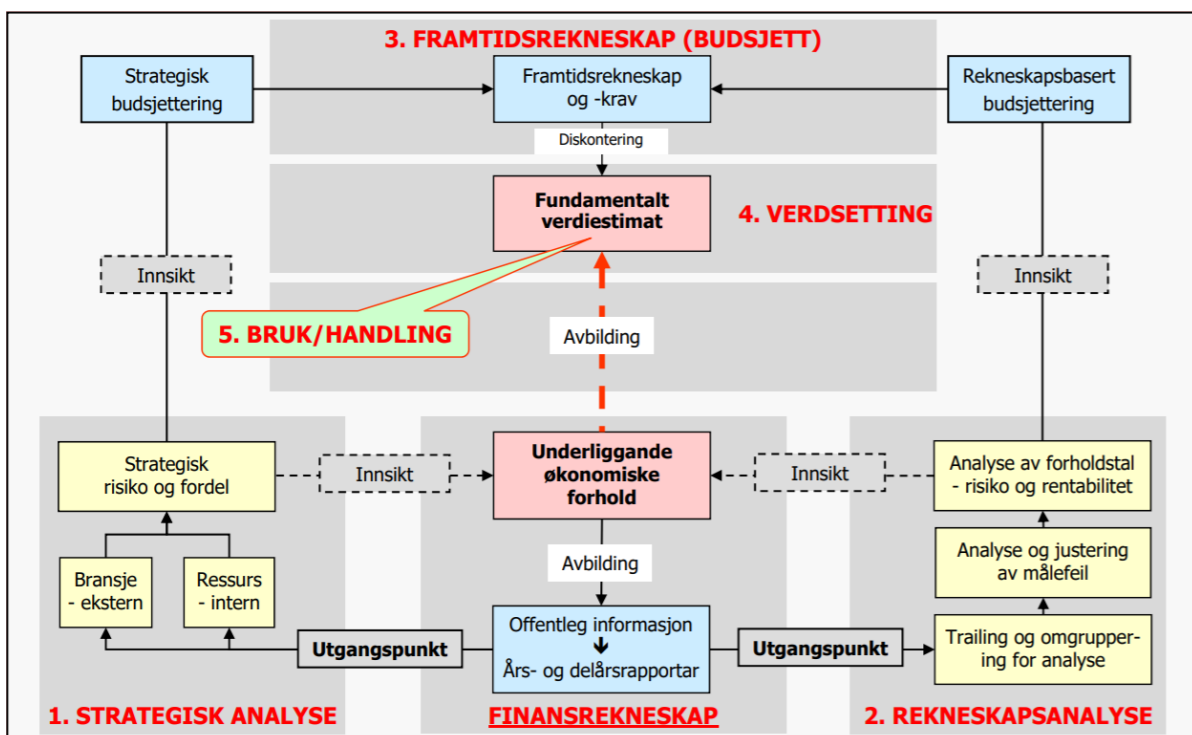
Etter å ha kommet frem til egenkapitalverdien av selskapet kan man beregne verdiestimatet per aksje ved å dele den totale egenkapitalverdien på antall utestående aksjer. Ved å sammenligne det endelige verdiestimatet per aksje med markedsprisen på Oslo Børs på verdsettelsestidspunktet kan man videre komme med en handelsstrategi. Basert på om man

mener aksjen enten er over-, under- eller «fair» priset i markedet, kan man følgelig anbefale enten selg, kjøp eller hold av aksjen.

4.6.2 Rammeverket for fundamental verdsettelse – metode 2:

Vi vil nå presentere Knivsflå sitt rammeverk for fundamental verdsettelse. Det er mange likheter mellom rammeverket til Knivsflå og det nylig presenterte rammeverket til Kaldestad & Møller, men det eksisterer også noen forskjeller. Knivsflå går som tidligere nevnt mer i detalj på noen av stegene sine, spesielt relatert til fremtidsregnskap- og krav. Dette er viktige deler av den fundamentale verdsettelsen. Han inkluderer også elementer som Kaldestad & Møller ikke går inn på i sitt rammeverk.

Rammeverket til Knivsflå består av fem steg inkludert strategisk analyse, regnskapsanalyse, utarbeidelse av fremtidsregnskap- og krav, fundamental verdsettelse og bruk av verdiesimatet. All informasjon i oppgaven knyttet til dette rammeverket er hentet fra hans forelesningsplansjer i faget «Verdivurdering med regnskapsanalyse» (Knivsflå, 2019). Nedenfor er rammeverket illustrert:



Figur 6 «Rammeverk for fundamental verdsettelse» (Knivsflå, 2019)

Steg 1: Strategisk analyse

Det første steget i rammeverket er en kvalitativ analyse av selskapet og bransjen. Her analyserer man selskapets interne forhold, samt bransjens mer eksterne rammebetingelser som kan påvirke fremtidig lønnsomhet. Her utfører man gjerne en Vrio-analyse for å avdekke de interne forholdene i selskapet, samt PESTEL- og Porter-analyser for å avdekke de eksterne forholdene i bransjen. Til sammen ender disse analysene gjerne opp i en SWOT-analyse som skal legge til rette for å avdekke lønnsomhetspotensialet til selskapet i fremtiden. Resultatene skal gi en indikasjon på om selskapet har en strategisk fordel eller ulempe. Dersom selskapet har en strategisk fordel betyr det at det klarer å generere en rentabilitet utover avkastningskravet, og visa versa.

Steg 2: Regnskapsanalyse

Det andre steget i rammeverket er en kvantitativ regnskapsanalyse. Her er formålet å avdekke de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. I dette steget må regnskapene omgrupperes og normaliseres. Formålet med omgrupperingen er å omgjøre regnskapene som i utgangspunktet er utarbeidet på en kreditorvennlig måte slik at de blir investororienterte. Her skiller man i all hovedsak mellom drifts- og finansrelaterte poster. Man normaliserer fordi man ønsker å finne den underliggende normaliserte kontantstrømmen til selskapet. Her må man gå igjennom postene i regnskapet og skille mellom de normale og unormale postene. Siste del av regnskapsanalysen går ut på å bruke de omgrupperte og normaliserte regnskapene til å utføre en forholdstallsanalyse av risiko og rentabilitet.

Steg 3: Utarbeidelse av fremtidsregnskap- og krav

Steg tre i den fundamentale verdsettelsen går ut på å utarbeide et fremtidsregnskap- og krav for selskapet. Disse er basert på analysene utført og innsikten man har opparbeidet seg i steg én og to. Første del går ut på å analysere utviklingen til ulike budsjett drivere, som for eksempel inntekt og netto driftseiendeler, og videre bruke dette til prediksjon for å kunne budsjettere fremtidig økonomisk utvikling i selskapet. Her skilles det mellom en eksplisitt budsjettperiode, der man estimerer utviklingen på et detaljert nivå, og en «steady state» periode, som er den tilstanden man antar at selskapet vil ha i all overskuelig fremtid etter den budsjetterte perioden er over. Fremtidsregnskapet danner grunnlaget for estimerte fremtidige avkastningskrav som vil bli benyttet i steg fire, der den fundamentale verdsettelsen utføres teknisk. Siste del av steg tre går ut på å fremskrive den strategiske fordel til selskapet.

Steg 4: Fundamental verdsettelse

I steg fire beregnes verdien til selskapets egenkapital ved bruk av diskonterte kontantstrømmer basert på utarbeidet fremtidsregnskap- og krav fra steg tre. Her kan man benytte seg av to metoder, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Disse deles igjen inn i flere modeller. Vi vil komme nærmere inn på valg av disse for Grieg Seafood i kapittel 11 «Fundamental verdsettelse». Neste del av steg fire går ut på å utføre en konvergensprosedyre som skal vise at de to metodene gir samme verdiestimat. For å komme frem til likt verdiestimat i denne delen er det viktig å være konsistent. Ettersom det knytter seg en viss usikkerhet til den fundamentale verdsettelsen er det hensiktsmessig å utføre en supplerende sensitivitetsanalyse. Her kan man eksempelvis utføre en Monte Carlo simulering for å se på hvordan verdiestimatet endrer seg ved å endre på viktige inputvariabler.

Steg 5: Bruk av verdiestimat

Det siste steget i rammeverket til Knivsflå handler om hvordan man kan benytte seg av verdiestimatet. Det kan benyttes både internt i selskapet for styringsformål eller eksternt, for eksempel som grunnlag for aksjehandel eller oppkjøp.

Vi vil benytte oss av rammeverket eksternt som grunnlag for å kunne utarbeide en handlingsstrategi til potensielle investorer for selskapet ved å sammenligne endelig verdiestimat med børskursen på verdsettelsestidspunktet.

4.6.3 Rammeverk for komparativ verdsettelse

Vi introduserte multipelvurdering som verdsettelsesmetode tidligere i oppgaven. Vi vil nå gå mer detaljert til verks ettersom dette er en metode vi vil supplere den fundamentale verdsettelsen vår med for å komme frem til endelig verdiestimat for Grieg Seafood sin aksje.

Metoden er kjent under flere navn, blant annet som «relativ verdsettelse», «multiplikatormetoden», «komparativ verdsettelse» og «peer-group analyse». Her benytter man seg av markedsverdiene til sammenlignbare selskaper som basis for verdsettelsen (Dyrnes, 2004).

Å verdivurdere et selskap ved hjelp av multipler gjøres ved å ta utgangspunkt i et tall i resultatoppstillingen eller balansen, og så multiplisere med en faktor (Kaldestad & Møller,

2016, s. 221). Dette kan gjøres fordi man vet hvilke multipler som er normale for bransjen eller sammenlignbare selskaper. Ved å se på denne sammenhengen hos andre sammenlignbare selskaper kan man få et estimat på verdien av det selskapet man verdsetter. Man antar da at sammenhengen i det selskapet man verdsetter er tilnærmet lik sammenhengen man ser hos sammenlignbare selskaper.

Bruk av multipler som verdsettelsesmetode innebærer dermed innhenting av relevant datamateriale fra sammenlignbare selskaper, og potensielt nødvendige justeringer for å gjøre multiplene representative for det selskapet man verdsetter. Multiplene kan enten være direkte tilgjengelige eller så må man utarbeide forholdstallene selv ved bruk av datamateriale tilgjengelig i regnskap. Hvilke multipler som er best egnet til å si noe om selskapets verdi varierer fra bransje til bransje og selskap til selskap. Det finnes også ikke-finansielle og bransjespesifikke multipler som kan gi verdifull informasjon. I slike tilfeller sees virksomhetsverdien som oftest opp mot et mål på en kritisk ressurs i selskapet som for eksempel antall ansatte eller antall oljereserver (Dyrnes, 2004).

Tabellen under viser de multiplene som benyttes mest i praksis (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221). Multiplene i seg selv sier oss ingenting og man er nødt til å sette de i sammenheng før de gir mening.

1) Resultat- og kontantstrømorienterte multipler

<i>Multippel:</i>	<i>Definisjon:</i>
EV/Salg	(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)/Salg
EV/EBIT	(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)/Driftsresultat
EV/EBITA	(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)/Driftsresultat før amortisering
EV/EBITDA	(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)/Driftsresultat før avskrivninger
Price/Earnings (P/E)	Markedsverdi EK/Resultat etter skatt

*Der EV = Enterprise Value, *EBIT(DA) = Earnings Before Interest Taxes (Depreciation and Amortization)*

2) *Balanseorienterte multipler*

Pris/Bok	Markedsverdi EK/Bokført verdi EK
Pris/Net Asset Value	Markedsverdi EK/Salgsverdi av eiendeler minus gjeld

3) *Ikke-finansielle multipler*

EV/Antall ansatte	(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)/Antall ansatte
EV/Antall kunder	(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)/Antall kunder
EV/Produsert volum	(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)/Produsert volum
EV/Reserver	(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)/Reserver

Tabell 6 «Multipler» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221)

Ved komparativ verdsettelse estimerer vi nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte (Kaldestad & Møller, 2016, s. 222). Vi tar utgangspunkt i prisingen på andre selskaper, der markedet allerede har estimert en verdi på fremtidig kontantstrøm, og antar at det samme forholdet mellom verdien av fremtidig kontantstrøm og faktoren vi ser på også gjelder for det selskapet vi verdsetter.

Ettersom vi baserer oss på markedets verdsettelse av andre selskaper for å verdsette eget selskap er det en rekke hensyn vi må ta. Det er for eksempel ikke sikkert at de underliggende verdidriverne til det sammenlignbare selskapet er de samme og direkte overførbare til selskapet vi verdsetter. Komparativ verdsettelse har en rekke fordeler, men også noen ulemper. Det er viktig å ta hensyn til dette i verdsettelsen.

Praktisk bruk (rammeverk):

I praksis følger gjerne verdsettelse ved bruk av multipler tre steg (Kaldestad & Møller, 2016, s. 222). Vi vil nå gå inn på de ulike stegene.

Steg 1: Estimer multipler for selskapet

Først estimerer man relevante multipler for det selskapet man verdsetter. Dette gjøres ved bruk av tallinnhenting fra de omgrupperte regnskapene til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 222).

Steg 2: Finn sammenlignbare selskaper og estimer multipler for disse

Deretter må man finne sammenlignbare selskaper og estimere de samme multiplene utarbeidet i steg én for disse. Sammenlignbare selskaper kan finnes på for eksempel Oslo børs. Regnskapsmateriale er offentlig tilgjengelig på selskapets egne hjemmesider, mens nyhetstjenester som Bloomberg, Reuters og rapporter fra meglerhus publiserer multiplene direkte (Kaldestad & Møller, 2016, s. 223).

Steg 3: Estimer et verdiintervall basert på ulike multipler og sammenlign eventuelt med verdien fra kontantstrømanalysen

Steg tre er todelt. Først skal man estimere et verdiintervall for aksjen basert på ulike relevante multipler. Deretter skal man sammenligne verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen med verdiestimatet fra kontantstrømanalysen i den fundamentale verdsettelsen.

Multiplene fra steg én og to kan brukes til å rimelighetssjekke de implisitte verdiene man får fra kontantstrømanalysen. Er det stort avvik mellom disse er det gjerne indikasjon på feil i en av analysene.

Det er normalt å regne ut verdien av eget selskap direkte ved å kombinere regnskapstallene fra eget selskap med multiplene fra de sammenlignbare selskapene.

Man kan illustrere verdiintervallet med de minimums- og maksimumsverdiene man får på de enkelte multiplene, i kombinasjon med DCF-verdien. En god illustrasjon vil kunne vise hvorvidt det er store spenn i multiplene og verdiene eller ikke. Dersom det er stort spenn er det viktig å vurdere hvilke multipler man skal vektlegge mest for å komme frem til endelig verdiestimat (Kaldestad & Møller, 2016, s. 224).

Ved bruk av multipler står man ovenfor flere valgmuligheter med hensyn til hvordan man skal benytte seg av de innhentede multiplene. Kaldestad & Møller (2016, s. 225) skriver at man for eksempel kan benytte seg av ulike gjennomsnittsmetoder eller velge det mest sammenlignbare selskapet i sitt estimat. Fordelen med et ujustert gjennomsnitt er at man

også inkluderer de ekstreme utliggerne, forutsatt at de ekstreme verdiene ikke skyldes engangsposter eller lignende. Dersom man er ute etter det «typiske» brukes gjerne median eller justert gjennomsnitt som metode. Det mest sammenlignbare selskap er mest egnet dersom man finner en god match til selskapet man verdsetter. Hvilken metode som er best vil variere fra bransje til bransje og selskap til selskap.

Fordeler og ulemper med multipler:

Som tidligere nevnt finnes det både fordeler og ulemper med komparativ verdsettelse.

Fordeler:

For det første er metoden svært enkel og lite tidkrevende sammenlignet med den fundamentale verdsettelsen.

Dersom man benytter seg av multipler direkte tilgjengelig på for eksempel Bloomberg baseres verdiene som fremkommer på det markedet er villig til å betale for denne type selskap i dag. Det kan være interessant å se hva man kan få solgt selskapet for i dag og ikke når markedet en gang i fremtiden eventuelt korrigerer for potensielle feilprisinger som fremkommer av den fundamentale analysen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 227).

En annen fordel er at multiplene representerer en god benchmark til det fundamentale verdierestimater. Dersom verdiene skulle avvike mye er det en indikasjon på at man burde prøve å identifisere årsaker til at selskapet skal prises annerledes enn de sammenlignbare selskapene i bransjen. Dersom man ikke kommer frem til gode årsaker burde man se over inputfaktorene i den fundamentale verdsettelsen. Vi vet fra tidligere at den kontantstrømbaserte verdsettelsen er svært sensitiv for små endringer i inputfaktorer som vekst, avkastningskrav og lignende. Multipler benyttes også mye i forhandlinger når man skal fastsette pris på selskaper. Det er derfor viktig å kunne noe om dette (Kaldestad & Møller, 2016, s. 227).

Ulemper:

Sammenlignet med de direkte observerbare forutsetningene som gjøres i en fundamental verdsettelse tas det i den komparative verdsettelsen en rekke forutsetninger man har lite kontroll på. Forutsetninger om at faktorer som for eksempel størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko for selskapene er like er sjeldent oppfylt i praksis (Kaldestad & Møller, 2016, s. 227).

Bruk av multipler kan også medføre et kortsiktig fokus i verdsettelsen, noe som kan gi et feilaktig bilde på verdien. I utarbeidelsen av multipler for sammenlignbare selskaper er man avhengig av prognoser på fremtidige kontantstrømmer. Det publiseres imidlertid sjeldent prognoser på børsnoterte selskaper lenger enn tre til fire år frem i tid. For de fleste selskaper ligger mesteparten av verdien i kontantstrømmene som kommer lenger ut i tid enn dette (Kaldestad & Møller, 2016, s. 227). Dette kan bidra til feilaktige verdiestimer.

En annen kritisk ulempe er at det er enkelt å manipulere verdien til selskapet. Det kan generelt sett også være svært vanskelig å finne sammenlignbare selskaper som gir fornuftige multipler for det selskapet man ønsker å verdsette. Dersom man først finner noenlunde sammenlignbare selskaper kan problemet ligge i å kvantifisere de individuelle forskjellene mellom selskapene. Følgelig blir det utfordrende å gjøre nødvendige justeringer for å komme frem til representative multipler for det selskapet man verdsetter. Det blir derfor viktig å vurdere hvor mye de ulike forskjellene har å si for prisingen. Videre kan det være vanskelig å estimere hvor mye rabatt et selskap skal ha for eksempelvis lavere vekstmuligheter, større investeringsbehov eller færre konkurransefortrinn (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228). Plutselig kan den «enkle» metoden vise seg å bli mer tidkrevende og komplisert enn mange skal ha det til.

I **beste praksis ved bruk av multipler** må man være konsistent, normalisere resultatene og korrigere for ulikheter mellom selskaper, dersom mulig anvende fremtidsestimater, samt velge referanseselskaper med omhu. Når det gjelder konsistens er det svært viktig at multippelen er beregnet på samme måte i de sammenlignbare selskapene som i det selskapet man verdsetter (Dyrnes, 2004).

Det er også viktig å være **forsiktig** med å **sammenligne historiske multipler**. Det finnes en rekke faktorer som gjør at multippelen til et selskap naturlig forandres over tid: nye forventninger til fremtiden, endring i rentenivået, endring i risikopremie, endring i skattenivået eller endring i sammensetning av selskaper på børsen. Dette gjør at det blir feil å si at et selskap er «dyrere» eller «billigere» i dag enn det var før kun fordi de handles til andre multipler enn tidligere (Kaldestad & Møller, 2016, s. 238). Som nevnt ovenfor kan det være naturlige faktorer som gjør at multiplene endrer seg over tid, uten at det nødvendigvis innebærer at et selskap har blitt relativt «dyrere» eller «billigere».

Gjennomgåelse av de vanligste multiplene:

Multiplene måler ulike aspekter ved selskapet og har åpenbart ulik relevans i forskjellige situasjoner. Det at noen multipler er svært grove, og andre bygger på en rekke forutsetninger det er vanskelig å kontrollere, legger grobunn for en rekke potensielle fallgruver. Vi vil nå gå igjennom de vanligste multiplene vi mener er relevante i verdsettelsen av Grieg Seafood. Vi vil se på både anvendelsen av, samt fordeler og ulemper med de ulike metodene.

P/E:

For selskaper som har nådd en stabil vekstfase, det vil si at blant annet årlige investeringer og avskrivninger er omtrent like og det antas moderat vekst, kan resultatet være et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen, og følgelig P/E være en god multiplenummer å anvende for verdsettelsesformål. Alt annet likt burde et selskap med forventet høy vekst i resultat prises til en høyere multiplenummer enn et selskap med lav eller negativ vekst (Kaldestad & Møller, 2016, s. 230). P/E er en svært hyppig anvendt multiplenummer i praksis, men bærer med seg noen ulemper.

For det første ignorerer multiplenummeret forskjeller i risiko og kapitalbehov mellom selskaper. To selskaper med samme verdi på underliggende drift kan likevel ha forskjellig P/E-multiplenummer dersom de har ulik gjeldsgrad eller lånebetingelser (Kaldestad & Møller, 2016, s. 229). Det blir da feil å anta at forholdet mellom egenkapitalverdi og resultat før skatt i det sammenlignbare selskapet er likt i det selskapet vi verdsetter. Et annet poeng er at resultatet som oftest vil inneholde tilfeldige inntekter og kostnader som ikke forventes i fremtiden. Dermed vil ikke multiplenummeret være representativt og kan gi feilaktige verdiestimer. Kaldestad & Møller foreslår som følge av dette at multiplenummeret brukes som sekundærkilde. Dette skyldes spesielt at metoden ikke hensyntar forskjeller i kapitalstruktur mellom selskaper. Denne ulempen kan man unngå ved å benytte seg av eksempelvis EV/EBITDA som alternativ (Kaldestad & Møller, 2016, s. 229).

Dersom man antar at resultat og kontantstrøm i selskapet er det samme, kan man finne implisitt avkastningskrav ved bruk av Gordons vekstformel. Avhengig av risikoprofilen til selskapet kan man finne ut av om prisingen av selskapet synes rimelig eller ei (Kaldestad & Møller, 2016, s. 230). Formelen kan uttrykkes slik:

$$\text{"Price"} = \frac{\text{Earnings}}{r - g}$$

Der:

Earnings = resultat før skatt

g = vekstrate

r = egenkapitalkostnaden

Formel 23 «Implisitt avkastningskrav ved bruk av Gordons vekstformel» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 230)

Dersom man for eksempel vet at selskapet priset til P/E på 10 og antar en forventet vekst lik inflasjonsnivået på 2.5%, vil det ved å inkorporere kjente tall inn i formelen ovenfor gi et implisitt avkastningskrav på egenkapitalen på $r = 12.5\%$ (Kaldestad & Møller, 2016, s. 230). Dersom dette fremstår som rimelig kan man også anta at prisingen er fornuftig.

EV/EBITDA:

EV/EBITDA-multippelen er en av de mest anvendte i forbindelse med kjøp og salg av selskaper. Ettersom multippelen ikke påvirkes av selskapets kapitalstruktur og finansieringsgrad er den både lett å anvende og sammenlignbar på tvers av selskaper. Den gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften mellom selskapene. Ved at man måler driftsresultat før avskrivninger ekskluderes potensielle forskjeller som oppstår mellom selskapene på grunn av ulik avskrivningsprofil, goodwill og tilfeldige finansinntekter. Metoden gjør det også mulig å sammenligne selskaper som går med underskudd (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). Formelen kan uttrykkes slik:

$$EV/EBITDA = \frac{(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)}{Driftsresultat før avskrivninger}$$

Der:

EV = Enterprise Value

Formel 24 «EV/EBITDA-multippel» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231)

En ulempe med metoden er at den ignorerer vesentlige elementer som forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov (CapEx). Dersom for eksempel to selskaper har samme EBITDA, men det ene selskapet innehar behov som vil medføre store kapitalutgifter i fremtiden, burde dette selskapet prises til en lavere EV/EBITDA-multippel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 232). Det er derfor viktig at multippelen brukes sammen med andre multipler for å kompensere for at investeringsbehovet ignoreres.

EV/EBIT:

EV/EBIT-multippelen er svært lik EV/EBITDA-multippelen presentert ovenfor. Her ser man imidlertid på driftsresultat etter avskrivninger. På den måten tar den til en viss grad hensyn til investeringsbehovet. Metoden ignorerer i likhet med EV/EBITDA-multippelen forskjell i risiko, og dersom det er avvik mellom dagens avskrivninger og fremtidig investeringsbehov kan man argumentere for at fremtidig kapitalbehov blir ignorert på samme måte som for EV/EBITDA. Ettersom EBIT er resultat etter avskrivninger, kan også forskjeller i avskrivninger og nedskrivning av goodwill og andre eiendeler være med å påvirke multippelen, og videre gjøre den vanskelig å anvende mellom noenlunde sammenlignbare selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 232).

En variant av multippelen er å holde nedskrivninger generelt og avskrivninger på eiendeler som ikke skal gjenanskaffes (amortisering) utenfor. Her deles EV (Enterprise Value) på driftsresultat før amortisering, og omtales som EV/EBITA-multippelen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 232).

P/B:

P/B-multippelen ser på forholdet mellom markedsverdien og den bokførte verdien av egenkapitalen til selskapet. Metoden er svært enkel å anvende og brukes hyppig i praksis. Formelen kan uttrykkes slik:

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Formel 25 «P/B-multippel» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233)

Multippelen kan gi en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning, der en høy P/B-ratio over én indikerer at markedet forventer at selskapet er i stand til å skape merverdier på selskapets eiendeler, og en ratio under én indikerer at markedet forventer at selskapet vil ødelegge verdier gjennom svak lønnsomhet. En annen tilnærming er at det foreligger et nedskrivningsbehov dersom ratioen er under én, ettersom markedsverdien overstiger den bokførte verdien av selskapets egenkapital. En klar fordel med metoden er at den kan benyttes på selskaper med negative resultater (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233).

Den største svakheten ved metoden er at den blir svært lite relevant for selskaper med stor andel immaterielle eiendeler. Problemet er da at den bokførte egenkapitalen ikke inkluderer

verdien av eiendeler som eksempelvis opparbeidet strukturkapital, arbeidsstyrke og varemerke (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233).

Det er også viktig å merke seg forskjellen mellom selskaper som har hatt organisk vekst, sammenlignet med dem som har vokst gjennom fusjoner og oppkjøp. For selskaper som vokser organisk er eiendelene bokført til historisk kost, og egenutviklet goodwill, merkenavn og andre immaterielle eiendeler er kostnadsført. For et selskap som vokser gjennom fusjoner og oppkjøp derimot vil disse eiendelene være i balansen til virkelig verdi (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233).

Det er viktig å ha kontroll på disse faktorene når man benytter seg av P/B-multippelen på tvers av selskaper. For selskaper som er ulike basert på det ovenfor nevnte må man huske å gjøre nødvendige justeringer for at multiplene skal ha noen relevans eller være sammenlignbare mellom selskaper.

Valg av multipler for Grieg Seafood:

Vi har valgt å inkludere Pris/Bok, Pris/Fortjeneste, EV/EBITDA og EV/EBIT multiplene i vår komparative verdsettelse av Grieg Seafood senere i oppgaven. Vi vil komme inn på argumenter for valg av disse i kapittel 12 «Komparativ verdsettelse».

5. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen er en svært viktig del av den fundamentale verdsettelsen og dreier seg om å analysere de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Ved å analysere regnskapstallene til selskapet opparbeider man seg innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold ved å se på blant annet rentabilitets- og risikoforhold. Ettersom regnskapsanalysen i denne oppgaven utføres for verdsettelsesformål vil vi gjennomføre en investor- og kreditororientert regnskapsanalyse. Innsikten vi opparbeider oss i regnskapsanalysen vil danne grunnlag for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9 og generelt den fundamentale verdsettelsen av Grieg Seafood.

Først vil vi presentere rammeverket for regnskapsanalysen, etterfulgt av en gjennomgang av noen fundamentale valg som danner utgangspunkt for selve regnskapsanalysen. Deretter vil vi presentere de omgrupperte regnskapene som danner grunnlag for den strategiske regnskapsanalysen. Avslutningsvis vil vi presentere rammeverket for forholdstallsanalysen som kommer i det påfølgende kapittelet i oppgaven.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

For å gjennomføre regnskapsanalysen til Grieg Seafood har vi valgt å kombinere ulike rammeverk. Vi benytter oss av en kombinasjon av henholdsvis rammeverket til Kaldestad & Møller (2016), Knivsflå (2019) og McKinsey sitt, skrevet av Koller, Goedhart og Wessels (2015). Tidligere i oppgaven presenterte vi både rammeverket til Kaldestad & Møller og Knivsflå. Da Kaldestad & Møller ikke går nok i dybde og detalj, valgte vi å komplementere med Knivsflå sitt rammeverk. McKinsey sin teori har også god input til enkelte verdsettelsesemner.

Vi har valgt å utføre de trinnene vi mener er hensiktsmessig for å kunne verdsette Grieg Seafood sin aksje. Utgangspunktet og grunnlaget for regnskapsanalysen er finansregnskapet, herunder hovedsakelig resultat- og balanseregnskap. De videre stegene er omgruppering og normalisering av resultat- og balanseregnskap, før vi går over på analyse av strategiske forholdstall og risiko. Først er vi imidlertid nødt til å foreta noen praktiske valg for regnskapsanalysen.

5.2 Praktiske valg til regnskapsanalysen

Før vi kan utføre regnskapsanalysen av Grieg Seafood er vi nødt å foreta noen praktiske valg som danner utgangspunkt for analysen av selskapet (Knivsflå, 2019). Først vil vi gjøre rede for valg av analysenivå, deretter analyseperiode og komparative selskap.

5.2.1 Valg av analysenivå

Før man utfører en verdsettelse må man ta stilling til om man skal analysere selskapet samlet som én enhet eller om potensielle ulike forretningsområder skal analyseres hver for seg. Dette danner utgangspunkt for om man skal ta utgangspunkt i konsernregnskapet eller morselskapets selskapsregnskap for analyse.

Det foreligger flere faktorer som påvirker hvorvidt et selskap bør analyseres hver for seg eller som én samlet enhet. Ved analyse av et selskap med mange ulike forretningsområder anbefales det å analysere forretningsområdene separat (Kaldestad & Møller, 2016, s. 85). Det at Grieg Seafood opererer innenfor en rekke ulike virksomhetsområder, inklusive alt fra produksjon, slakting, salg og distribusjon, taler isolert sett for å analysere enhetene separat. Aktivitetene knyttet til de ulike virksomhetsområdene er imidlertid alle en del av Grieg Seafood sin vertikalt integrerte verdikjede og henger tett sammen.

Dersom virksomhetene innenfor selskapet er tett driftsmessig integrert innenfor et virksomhetsområde anbefaler Kaldestad & Møller (2016, s. 85) å analysere selskapet samlet. Det at Grieg Seafood's aktiviteter er tett knyttet sammen, og er gjensidig avhengig av hverandre, taler for å analysere Grieg Seafood's samtlige forretningsområder samlet som én enhet.

Tilgang på regnskapsinformasjon er også en avgjørende faktor for hvorvidt man analyserer selskapet samlet som én enhet eller separat (Kaldestad & Møller, 2016, s. 85). Det at Grieg Seafood har mangelfull regnskapsinformasjon om de ulike forretningsområdene sine taler også for at selskapet burde analyseres samlet som én enhet.

Dersom selskapet har operasjoner lokalisert i flere ulike land kan blant annet faktorer som forskjellig valuta skape komplikasjoner. I slike tilfeller burde man ideelt sett analysere virksomhetene hver for seg, med relevant avkastningskrav for hver valuta. I praksis kan dette

bli komplisert, og en tyr gjerne til en samlet vurdering av selskapet. Ettersom Grieg Seafood har lokalisert sine segmenter i ulike land kan dette tale for å analysere enhetene hver for seg.

For Grieg Seafood som består av ulike forretningsområder, lokalisert i ulike land, burde en optimalt sett analysere disse hver for seg. Selskapet er imidlertid tett driftsmessig integrert rundt oppdrettslaks og regnskapsinformasjonen er gitt i en valuta, NOK. Alt i alt ser vi det derfor som hensiktsmessig å analysere selskapets forretningsområder samlet sett som én enhet.

Videre må man bestemme hvorvidt det er selskapets konsernregnskap eller morselskapets selskapsregnskap som skal analyseres. Formålet med konsernregnskapet er å vise resultat- og balanseregnskap for konsernselskapene som om de utgjorde én økonomisk enhet. Dette betyr at man regnskapsfører og analyserer mor og datterselskaper som ett selskap. I morselskapet sitt selskapsregnskap inkluderes heller investeringer i datterselskap som egne poster i regnskapene. Ettersom vi ønsker å analysere selskapets forretningsområder samlet sett som én enhet blir det derfor naturlig å ta utgangspunkt i konsernregnskapet for analyse i oppgaven.

5.2.2 Valg av analyseperiode

Valg av historisk analyseperiode avhenger av hvor stabil virksomheten har vært over tid, det vil si hvorvidt selskapet har vært igjennom store endringer (Knivsflå, 2019b). Dersom et selskap har vært gjennom store endringer, vil historiske regnskapstall bli mindre relevante, noe som taler for en kortere analyseperiode. For bransjer som er sykliske, kan det argumenteres for en lengre analyseperiode for å få et normalisert snitt som jevner ut svingningene (Knivsflå, 2019b).

Grieg Seafood har vært gjennom en del oppkjøp og opprettelse av nye virksomhetsområder de senere årene. Dette har naturlig ført til at Grieg Seafood har vært gjennom store endringer, ekspandert og vokst mye. Videre taler dette for en kortere analyseperiode for Grieg Seafood ettersom virksomheten ikke har vært stabil over tid. I tillegg har Grieg Seafood tilegnet seg en rekke konsesjoner opp gjennom den siste tiden. Dette har også bidratt til at selskapet har vært igjennom endringer, som tilsier at eldre regnskapstall blir mindre relevante.

Det at Grieg Seafood opererer i en syklisk bransje, hovedsakelig som følge av sin sensitivitet ovenfor lakseprisen, kan gjøre det usikkert å benytte seg av en kort analyseperiode, ettersom denne kan være sterkt preget av enten oppgangs- eller nedgangskonjunkturer. Dette kan videre føre til at man enten over- eller undervurderer bransjens framtidssutsikter.

Vi har likevel valgt en kort historisk analyseperiode for Grieg Seafood ettersom relevansen synker for hvert historiske år. For å ta hensyn til bransjens syklikalitet, inkorporerer vi heller estimert utvikling i laksepris i våre fremtidsestimater. Vi mener at så lenge man er bevisst på at estimatene kan være påvirket av sykliske trender, og tar hensyn til dette i estimatene, vil det ikke være problematisk med en kortere analyseperiode. Det ville i så måte vært verre å inkludere en rekke regnskapstall i analysen som ikke er relevante lenger grunnet endringer i omgivelser og selskapets drift. Mer spesifikt analyserer vi regnskapstall i tidsperioden 2012-2018. Vi baserer oss på offentlig tilgjengelig informasjon fra årsrapportene til Grieg Seafood.

Analysen av de historiske regnskapstallene, samt markedsutsikter for bransjen og selskaps-spesifikke faktorer vil være utgangspunkt for våre estimater i fremtidsregnskapet.

5.2.3 Valg av komparative selskap

For å kunne si noe om Grieg Seafood sine finansielle prestasjoner må vi ha noe å sammenligne med. Vi har derfor valgt fire komparative selskaper vi vil sammenligne Grieg Seafood med. Vi ønsker også å sammenligne Grieg Seafood sine prestasjoner med bransjesnittet. Ved valg av komparative selskaper la vi følgende kriterier til grunn: laks som kjernevirksomhet, børsnotert og hovedkontor i Norge. Basert på disse faktorene kom vi frem til at bransjen består av henholdsvis Mowi, Lerøy, SalMar, Norway Royal Salmon og Grieg Seafood.

Basert på et vektet snitt av markedsverdier utgjør Grieg Seafood 6%, Mowi 47%, Lerøy 20%, Norway Royal Salmon 4% og SalMar 24%. Det at Mowi utgjør hele 47% av bransjen gjør at man kan være kritisk til å inkludere selskapet. Ved å inkludere Mowi vil bransjesnittet være sterkt preget av selskapet. På den andre siden vil det å ekskludere selskapet gi et feilaktig bilde av bransjen ettersom Mowi er en så dominerende aktør. Vi har derfor valgt å inkludere Mowi i bransjesnittet for vår analyse. Det er også verdt å nevne at vi

inkluderer Grieg Seafood i bransjesnittet. Ettersom Grieg Seafood utgjør en så liten andel av markedet mener vi dette ikke vil skape problemer for sammenligningen.

5.3 Presentasjon av resultat og balanse

Nedenfor er resultat- og balanseregnskapene til Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018 illustrert.

Resultat:

NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Konsolidert Resultatregnskap							
Salgsinntekter	2 050 065	2 404 215	4 099 543	4 608 667	6 545 187	7 017 456	7 500 316
Andre inntekter	28 217	20 041	2 819	44 921	41 019	21 771	25 853
Andre gevinster/tap	53	786	59 122	15 218	17 386	1 514	26 157
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	12 744	5 645	3 576	6 994	569	550	2 328
Varekostnader	1 202 314	968 978	2 293 279	2 738 926	3 287 159	3 724 200	3 852 885
Lønns- og personalkostnader	276 103	302 223	359 529	409 432	483 473	482 827	541 047
Andre driftskostnader	642 374	675 156	1 028 434	1 235 695	1 491 867	1 724 604	1 821 623
EBTIDA før verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	29 818	484 330	483 818	261 311	1 341 662	1 105 532	1 334 443
Avskrivninger varige driftsmidler	157 075	133 468	135 495	162 211	175 352	196 237	230 262
Avskrivninger konsesjoner og andre immaterielle eiendeler	4 270	2 569	5 222	5 163	5 036	4 895	5 393
Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler	-	-	-	46 195	6 472	-	-
EBIT før verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	191 163	348 293	343 101	47 742	1 167 746	904 400	1 098 788
Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	98 063	267 450	123 737	33 209	515 741	91 463	256 097
EBIT etter verdijustering tilknyttet biologiske eiendeler	93 100	615 743	219 364	80 951	1 683 487	812 937	1 354 885
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	913	2 244	2 865	3 142	12 083	-	-
Finansinntekter	3 173	33 381	57 245	38 056	20 479	42 333	18 874
Finanskostnader	111 520	106 437	107 521	131 357	155 213	56 789	96 865
Netto finansposter	108 347	73 056	50 276	93 301	134 734	14 456	77 991
Resultat før skattekostnad	202 360	544 931	171 953	9 208	1 560 836	798 481	1 276 894
Skattekostnad	55 170	113 945	27 561	13 574	338 505	197 581	279 805
Årsresultat	147 190	430 986	144 392	4 366	1 222 331	600 900	997 089
Henføres til:							
Kontrollerende eierinteresser	147 190	430 986	138 806	6 626	1 186 032	570 537	972 506
Ikke-kontrollerende eierinteresser	-	-	5 586	10 992	36 299	30 363	24 615

Tabell 7 «Resultatregnskap til Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Knivsflå, 2019b)

Balanse:

NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EIENDELER							
Anleggsmidler							
Goodwill	105 108	107 310	108 708	110 647	108 595	109 038	109 013
Utsatt skattefordel	-	-	2 180	10 317	-	3 574	1 718
Konsesjoner	976 740	994 066	1 066 184	1 093 338	1 060 622	1 068 552	1 121 662
Andre immaterielle eiendeler	3 800	4 545	11 517	16 993	17 598	18 384	25 175
Varige driftsmidler	1 141 317	1 204 207	1 424 952	1 534 770	1 510 379	1 871 804	2 292 912
Investering i andre aksjer og tilknyttede selskaper	49 229	41 190	22 379	25 947	-	9 450	37 122
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	1 337	1 392	1 518	1 426	1 445	1 150	1 160
Andre langsiktige fordringer	1 073	1 275	67	2 667	4 167	167	167
Totale anleggsmidler	2 278 604	2 353 985	2 637 505	2 796 105	2 702 806	3 082 119	3 588 929
Omløpsmidler							
Varelager	65 692	74 015	91 016	90 867	89 164	92 262	126 092
Biologiske eiendeler	1 310 142	1 766 332	1 844 097	1 929 115	2 459 625	2 698 352	3 195 142
FV biologiske eiendeler	-	-	-	-	-	-	-
Kundefordringer net	124 657	177 814	504 110	581 904	800 591	761 407	925 232
Andre kortsiktige fordringer	51 299	54 015	93 371	145 767	163 246	198 527	166 432
Derivater og andre finansielle instrumenter	-	518	-	-	48 994	48 232	2 743
Kontanter og kontantekvivalenter	239 885	163 913	181 498	392 020	503 613	271 715	137 920
Totale omløpsmidler	1 791 675	2 236 607	2 714 092	3 139 673	4 065 233	4 070 495	4 553 561
Totale eiendeler	4 070 279	4 590 592	5 351 597	5 935 778	6 768 039	7 152 614	8 142 490

NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EGENKAPITAL OG GJELD							
<i>Egenkapital</i>							
Aksjekapital	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648
Eqne aksjer	5 000 -	5 000 -	5 000 -	5 000 -	5 000 -	5 000 -	4 914
Annen egenkapital - ikke resultatført	46 523 -	2 181	93 095	139 993	63 098	87 892	84 152
Opptjent egenkapital	1 118 105	1 549 090	1 687 351	1 625 521	2 645 935	2 774 824	3 308 166
Sum kontrollerende eierinteresser	1 513 230	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 052
Ikke-kontrollerende eierinteresser	-	-	19 357	30 349	56 270	43 541	49 458
Sum egenkapital	1 513 230	1 988 557	2 241 451	2 237 511	3 206 951	3 347 905	3 883 510
<i>Gjeld</i>							
Utsatte skatteforpliktelse	426 781	557 350	560 320	539 040	674 684	721 689	877 639
Pensjonsforpliktelse	1 110	610	198	109	-	-	-
Kontantopsjoner	9 267	-	2 334	4 389	11 360	8 848	8 493
Lån	951 043	850 646	958 828	1 518 261	979 874	1 191 688	1 298 713
Annen langsiktig gjeld	24 801	24 056	23 640	21 425	15 963	15 353	14 047
Forpliktelse finansielle leiekontrakter	156 150	170 251	236 430	272 968	250 452	201 899	292 358
Sum langsiktig gjeld	1 569 152	1 602 913	1 781 750	2 356 192	1 932 333	2 139 477	2 491 250
Kortsiktige lånefasiliteter	500 000	425 000	-	-	-	-	46 597
Kortsiktig del av langsiktige lån	109 542	111 060	487 664	101 922	98 490	98 873	107 109
Kortsiktig del av forpliktelse finansielle leiekontrakter	44 730	46 149	53 231	61 008	67 116	58 353	68 083
Factoring gjeld	-	-	195 560	338 231	502 535	500 976	573 377
Kontantopsjoner	-	9 567	929	1 250	-	6 746	9 010
Leverandørgjeld	246 119	317 753	360 358	653 083	493 534	585 378	649 352
Betalbar skatt	-	1 471	56 975	24 545	172 057	157 244	130 287
Skyldig lønn og offentlige avgifter	19 720	21 731	14 232	12 134	48 819	16 486	29 346
Derivater og andre finansielle instrumenter	13 805	11 631	27 932	27 104	23 990	28 462	5 905
Annen kortsiktig gjeld	53 982	54 761	131 515	122 795	222 213	212 717	148 663
Sum kortsiktig gjeld	987 898	999 123	1 328 396	1 342 072	1 628 754	1 665 235	1 767 729
Sum gjeld	2 557 050	2 602 036	3 110 146	3 698 264	3 561 087	3 804 712	4 258 979
Sum egenkapital og gjeld	4 070 280	4 590 593	5 351 597	5 935 775	6 768 038	7 152 617	8 142 489

Tabell 8 «Balanseregnskap til Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Knivsfå, 2019b)

5.4 Omgruppering av resultat- og balanseregnskap

Ettersom regnskapene i utgangspunktet er utviklet på en kreditorvennlig måte er vi nødt til å omgruppere både resultat- og balanseregnskap for å gjøre de investorvennlige og egnet til analyse for verdsettelsesformål. Dette er viktig for å blant annet kunne regne ut lønnsomhetstall, finne normalisert underliggende inntjening i selskapet og utarbeide fremtidsregnskap. Dette er tre essensielle elementer i en verdsettelse for å komme frem til et fornuftig verdiestimat på selskapets aksje. Dette er gjort for årsregnskapene i tidsperioden 2012-2018.

5.5 Omgruppering av resultatregnskapet:

Det fremstilte resultatregnskapet i årsrapportene kan gi et unøyaktig bilde av selskapets underliggende inntjening på grunn av innslag av ulike faktorer som bruk av virkelig verdi, regnskapsmanipulasjon og innslag av unormale poster. En annen sentral faktor er at det rapporterte resultatet blander resultat som relaterer seg til drift med resultat som relaterer seg til finansiering.

For verdsettelsesformål ønsker man å basere analysene av resultatet på den faktiske underliggende inntjeningen fra selskapets drift. Vi kategoriserer derfor resultatpostene som enten drifts- eller finansrelaterte, og normaliserer deretter resultatregnskapet, der blant annet unormale komponenter fjernes ettersom de ikke påvirker estimatene i fremtidsregnskapet. Vi har valgt å bruke rammeverket til Knivsflå for omgrupperingen ettersom han går langt mer detaljert til verks enn det Kaldestad & Møller gjør. Vi benytter oss av tilsendte forelesningsplansjer i faget «Verdivurdering med regnskapsanalyse», oppdatert i 2019, fra Knivsflå selv. Alle utregninger er gjort i Excel.

Oppsettet til Knivsflå består av en rekke trinn illustrert nedenfor i tabell 9. Først må man skille mellom det normaliserte og unormale driftsresultatet, før man går over på å finne det normaliserte og unormale finansresultatet. For å gjøre dette er man nødt til å kategorisere alle underposter som enten normale eller unormale. Man antar at stabile, gjentakende poster, som er mulige å predikere er «normale». Poster med lite informasjon, høy volatilitet, som sjeldent forekommer og som ikke innehar noen åpenbar trend er lite relevant å predikere og antas å være «unormale». Knivsflå har en liste over typiske unormale driftsrelaterte- og finansielle poster. Disse vil vi anvende i vår kategorisering av postene til Grieg Seafood.

Vi må også utarbeide den driftsrelaterte skattesatsen for å komme frem til driftsrelatert skatt i egen virksomhet som skal trekkes fra for å komme frem til netto driftsresultat i egen virksomhet. Minoritetsresultat og netto betalt utbytte må også identifiseres, for å komme gjennom alle stegene til endring i egenkapital.

Vi vil nå gå igjennom de ulike stegene i omgrupperingen av resultatregnskapet.

Driftsinntekt
-Driftskostnad
=Driftsresultat i egen virksomhet
-Driftsrelatert skatt i egen virksomhet
=Netto driftsresultat i egen virksomhet
+Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter
=Netto driftsresultat

+Netto finansinntekt
=Netto resultat til sysselsatt kapital
-Netto finanskostnad
-Netto minoritetsresultat
=Nettoresultat til egenkapital
+Unormalt netto driftsresultat
+Unormalt netto finansresultat
-Unormalt netto minoritetsresultat
=Fullstendig nettoresultat til egenkapital
-Netto betalt utbytte
=Endring i egenkapital

Tabell 9 «Omgruppering av resultatregnskap» (Knivsflå, 2019b)

5.5.1 Steg 1: Identifisering av normale og unormale driftsrelaterte poster

Gruppering av driftsrelaterte poster

Typisk unormale driftsrelaterte poster er nedskrivninger, restruktureringsavsetninger, uvanlig gevinst eller tap ved salg, verdiendring biologiske eiendeler, unormal driftsskatt, ekstraordinære driftsposter, driftsrelaterte andre fullstendige nettoresultat, samt driftsrelatert «dirty surplus» (Knivsflå, 2019b). Vi vil nå gå igjennom vår kategorisering av de driftsrelaterte postene i Grieg Seafood sitt resultatregnskap.

Salgsinntektene i sin helhet er driftsrelaterte og anses som normale. Varekostnader, lønns- og personalkostnader, og andre driftskostnader antas i sin helhet å være driftsrelaterte, normale kostnadsposter. Her har vi imidlertid trukket fra kostnadsposten «operasjonell leasing», som behandles i delkapittel 5.6.2 «Leasing». Avskrivninger varige driftsmidler/avskrivninger konsesjoner og andre immaterielle eiendeler viser en stabil og stigende trend og antas i sin helhet som en del av driften og som normale poster. Postene i resultatregnskapet «resultat fra

tilknyttede selskaper» er begge å anse som nært knyttet til konsernets drift og er dermed å anse som driftsrelaterte, normale poster.

Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler representerer kostnadsføring av uforutsette hendelser, og oppstår således sporadisk. Vi observerer også at nedskrivningene ikke følger noen trend, og blir således lite relevante for framskrivning. Vi anser derfor denne posten i sin helhet som unormal, og inkluderer den i utarbeidelsen av det unormale driftsresultatet. Andre gevinster/tap inkluderer salg av aksjer og driftsmidler, samt verdiendringer på valutaterminkontrakter som føres til virkelig verdi over resultatet. Dette er engangshendelser for selskapet, og anses følgelig i sin helhet som unormale poster.

Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler er gevinst/tap knyttet til prisendring på fisken Grieg Seafood har på varelager. Grieg Seafood følger IAS 41 Landbruk knyttet til den regnskapsmessige behandlingen av selskapets levende fisk (Grieg Seafood, «årsrapport 2017», 2018). Som hovedregel skal beholdningen av levende fisk vurderes til virkelig verdi slik at inntektsføringen skjer løpende gjennom hele vekstfasen (Bernhoft & Fardal, 2007). Dette innebærer at eventuelle endringer i den virkelige verdien må resultatføres løpende hvert år (Grieg Seafood, «Årsrapport 2017», 2018). Det er flere faktorer som påvirker den virkelige verdien, og en sentral faktor er lakseprisen. Denne er som tidligere nevnt kjent for å være svært volatil, noe som gjør det vanskelig å predikere prisen. Å inkludere posten verdijustering knyttet til biologiske eiendeler i det normaliserte resultatet i fremtidsregnskapet basert på skjønnsmessig vurdering av laksepris anser vi dermed å gi lite representative verdier. Vi velger derfor å anse denne posten i sin helhet som unormal.

Nedenfor i tabell 10 kan man se verdien av biologiske eiendeler som vi har justert for i normaliseringen av resultatregnskapet. Det er denne justeringen som utgjør størst effekt på resultatregnskapet i omgrupperingen. Vi ser at for 2018 er denne verdien positive 256 097 000, og gir følgelig en negativ effekt på det normaliserte resultatet. Effektene varierer imidlertid fra år til år.

NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	98 063	267 450 -	123 737	33 209	515 741 -	91 463	256 097

Tabell 10 «Justering for biologiske eiendeler i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

For å komme frem til netto normalisert driftsresultat i egen virksomhet må vi trekke estimert driftsselskapsskatt fra det normale driftsresultatet. Vi snakker mer om estimeringen av denne i delkapittel 5.1.3 «Steg 3: Utarbeidelse av driftsrelatert skatt».

Nedenfor i tabell 11 er resultatet fra utregningen av unormalt driftsresultat illustrert.

NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftskostnader:							
Andre gevinster/tap	- 53	786	59 122 -	15 218	17 386 -	1 514	26 157
Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler	-	-	- -	46 195	6 472	-	-
Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	98 063	267 450 -	123 737	33 209	515 741 -	91 463	256 097
Unormalt driftsresultat	98 010	268 236 -	64 615 -	28 204	539 599 -	92 977	282 254
dss% skatt på unormalt driftsresultat	- 22 950 -	62 389	14 381	16 329 -	130 179	22 377 -	66 118
<i>Unormalt nettoresultat fra driftstilknyttede selskaper</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>Driftsrelatert annet fullstendig resultat</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>Driftsrelatert "dirty surplus"</i>	-	-	-	-	-	-	-
Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	- 20	519	3 239 -	15 813 -	7 106 -	5 746	-
<i>Unormal skatt på normalt og unormalt (direkte gruppert)</i>	- 1 163	963	1 168	1 323	6 662 -	15 374 -	15 574
Unormalt netto driftsresultat	73 876	207 329 -	45 827 -	26 365	408 977 -	92 319	200 162

Tabell 11 «Unormalt netto driftsresultat i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

5.5.2 Steg 2: Identifisering av normale og unormale finansielle poster

Gruppering av finansrelaterte poster

Typiske unormale finansposter inkluderer verdiendring på finansielle instrumenter, uvanlig gevinst eller tap ved salg, nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet, ekstraordinære finansposter, finansielt annet fullstendig nettoresultat, samt finansielt «dirty surplus». Vi vil nå gå igjennom vår kategorisering av de finansielle postene i Grieg Seafood sitt resultatregnskap.

Andre inntekter er hovedsakelig oppgjør av forsikringer og andre tjenester som ikke er direkte produksjonsrelatert, og anses dermed som en finansrelatert post. Den er imidlertid stabil og anses derfor som en normal post. Vi antar at «renteinntekt fra tilknyttede selskaper» og «andre renteinntekter» representerer normale finansinntekter. Utbytte, netto endring i virkelig verdi på derivater, netto valutagevinster og andre finansinntekter er unormale finansinntektsposter og inkluderes i sin helhet under «netto unormalt finansresultat». Rentekostnader banklån og leasing, samt andre rentekostnader antas å være normale finanskostnadsposter. Netto valutatap, netto endring i virkelig verdi på derivater, samt andre finanskostnader antas å være unormale, og inkluderes i sin helhet under «netto unormalt finansresultat» i det omgrupperte resultatet.

For å komme frem til netto normalisert finanskostnad trekker vi fra selskapsskatten. Dette gjør vi fordi man får skattefordel på finanskostnadene. Selskapsskatten settes av Stortinget hvert år, og var på 23% i 2018.

For å komme frem til netto normalisert finansinntekt trekker vi fra finansinntektsskatten, kjent under forkortelsen «fiss». Utbytte og aksjegevinst er ikke skattlagt på selskapsnivå. Dette vil redusere den effektive skattesatsen på normal finansinntekt og unormalt finansresultat. En tommelregel for å beregne finansinntektsskatten er å ta to tredjedeler av selskapsskatten.

Nedenfor i tabell 12 er resultatet fra kategoriseringen av normale og unormale finansrelaterte poster illustrert:

NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Finansinntekter:							
Renteinntekt fra tilknyttede selskaper	40	-	-	-	-	-	-
Andre renteinntekter	2 169	2 686	9 965	5 002	11 129	16 563	18 864
Utbytte	296	468	474	446	-	-	-
Netto endring i virkelig verdi på derivater	-	4 276	-	4 024	9 287	4 578	-
Netto valutagevinster	666	25 885	45 994	28 584	-	20 554	-
Andre finansinntekter	2	66	812	-	63	639	-
Andre inntekter	28 217	20 041	2 819	44 921	41 019	21 771	-
Sum finansinntekter	31 390	53 422	60 064	82 977	61 498	64 105	18 864
<i>Sum normale finansinntekter</i>	30 426	22 727	12 784	49 923	52 148	38 334	18 864
<i>Sum unormale finansinntekter</i>	964	30 695	47 280	33 054	9 350	25 771	-
Finanskostnader:							
Rentekostnader banklån og (finansiell) le	76 047	89 729	89 076	117 959	74 873	44 661	54 077
Andre rentekostnader	24 869	8 443	6 038	7 969	8 976	9 940	11 873
Rentekostnad operasjonell leasing*	2 271	4 528	5 534	9 033	29 000	33 109	-
Netto valutatap	-	-	-	-	69 926	-	23 199
Netto endring i virkelig verdi på derivater	5 919	-	10 968	-	-	-	5 490
Andre finanskostnader	4 685	8 265	1 439	5 430	1 438	2 188	2 226
Sum finanskostnader	113 791	110 965	113 055	140 391	184 213	89 898	96 865
<i>Sum normale finanskostnader</i>	103 187	102 700	100 648	134 961	112 849	87 710	65 950
<i>Sum unormale finanskostnader</i>	10 604	8 265	12 407	5 430	71 364	2 188	30 915
Unormalt finansresultat	- 9 640	22 430	34 873	27 624	- 62 014	23 583	- 30 915
<i>Skatt (fiss)</i>	- 1 799	4 187	6 277	4 972	- 10 336	3 773	- 4 740
Unormalt netto finansresultat	- 7 841	18 243	28 596	22 652	- 51 678	19 810	- 26 175

Tabell 12 «Unormalt netto finansresultat i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

5.5.3 Steg 3: Utarbeidelse av driftsrelatert skatt

Driftsskattesatsen kan avvike kraftig fra selskapsskatten. Årsaker til dette er blant annet faktorer som særskatt, fremførbart underskudd, permanente forskjeller, skattefunn og skatter i utlandet. Skattekostnaden i resultatregnskapet består av både normal og unormal skattekostnad. Den unormale skattekostnaden består av korreksjon for betalbar skatt, definert som «betalbar skatt ikke avsatt i fjor», uinnregnede skattemessige underskudd til fremføring og tidligere ikke innregnet anvendelse av underskudd til fremføring. Vi justerer for dette når vi skal finne den normale skattekostnaden for året, som videre benyttes i formelen for driftsskattesats.

Formelen for driftsskattesats tar utgangspunkt i en rekke resultatposter, samt selskapsskattesatsen og finansinntektsskattesatsen. Selskapsskattesatsen settes av stortinget hvert år, og finansinntektsskattesatsen kan som nevnt ovenfor beregnes som 2/3 av denne.

For å komme frem til «Driftsrelatert skatt i egen virksomhet» benytter vi oss av Knivsflå (2019b) sin formel og tommelfingerregel. I telleren beregnes den driftsrelaterte normale skatten. Denne tar utgangspunkt i rapportert skattekostnad fratrukket unormal skattekostnad, med andre ord den rapporterte normale skattekostnaden. For så å komme til den driftsrelaterte skattesatsen trekker man fra finansinntektsskatten og legger til skattefordelen på finanskostnadene, som begge tar utgangspunkt i selskapsskattesatsen. Nevneren består av driftsresultat samt unormalt driftsresultat. For å komme frem til driftsskattesatsen deles den beregnede normale driftsskatten på totalt driftsresultat. Denne brukes videre til å beregne normal driftsskattesats («ndss»). Formelen kan uttrykkes som følger:

$$dss = \frac{NSK - \left(\frac{2}{3}\right) * sss * (FI + UFR) + sss * FK}{DR + UDR}$$

Der:

NSK = rapportert skattekostnad (SK) - unormal skattekostnad (SK)

FI = normale finansinntekter har normal skattesats f_{iss}

UFR = unormalt finansresultat (=UFI-UFK) har skattesats u_{frss}

FK = normale finanskostnader har normal skattesats f_{kss}

DR = normalt driftsresultat (=DI-DK)

UDR = unormalt driftsresultat (=UDI-DK)

Formel 26 «Utrekning av driftsrelatert skatt» (Knivsflå, 2019b)

Normal driftsskattesats («ndss») brukes til å beregne «driftsrelatert skatt i egen virksomhet» som videre trekkes fra normalt driftsresultat. Denne kan avvike mye fra den historisk rapporterte skattekostnaden grunnet forskjeller knyttet til unormalt driftsresultat og unormal skattekostnad. For å få konsist omgruppert resultat må vi bruke driftsskattesatsen til å utarbeide formel for normal og unormal driftsskattesats, og deretter finne to avvik: normal skatt på unormalt driftsresultat og unormal skatt på normalt driftsresultat. Etter justering for dette ender vi opp med tre skatteverdier knyttet til det totale driftsresultatet.

For det første får vi en skattefordel som trekkes fra normal finanskostnad. I tillegg får vi en skattekostnad som trekkes fra normal finansinntekt, samt en skattekostnad som trekkes fra unormalt finansresultat. Skattefordelen er beregnet på selskapsskattesatsen, mens de to sistnevnte er beregnet på finansinntektsskattesatsen.

5.5.4 Steg 4: Identifisering av nettoresultat til sysselsatt kapital

For å komme fra netto driftsresultat i egen virksomhet til netto resultat til sysselsatt kapital legger vil til resultat fra driftstilknyttede virksomheter, samt netto finansinntekt. Når det gjelder resultat fra driftstilknyttede virksomheter anser vi alle investeringer og derav resultater fra tilknyttede virksomheter å være driftsrelaterte. Nettoresultat til sysselsatt kapital representerer netto resultat tilgjengelig for kreditorer, minoriteter og aksjonærer.

5.5.5 Steg 5: Identifisering av netto minoritetsresultat

Grieg Seafood investerer i flere ulike selskaper. Når det kommer til å identifisere minoritetsresultat må vi først sjekke om Grieg Seafood har minoritetsinteresser i noen av disse selskapene. Et selskap har minoritetsinteresser dersom utenforstående aksjonærer har eierandel i datterselskaper som selskapet er eier av. For at noe skal betegnes som et datterselskap må selskapet ha bestemmende innflytelse over det, normalt ved en eierandel over 50%. Siden 2010 har Grieg Seafood hatt 60% eierskap i Ocean Quality (OQ), OQ representerer i så måte en minoritetsinteresse. Minoritetsresultat representerer vanligvis en normal post i resultatregnskapet (Knivsflå, 2019b). Grieg Seafood har 16.67% eierskap i Tytland AS, 49.9% i Finnmark Brønnbåtrederi AS og 34% i Salten Stamfisk AS. Disse representerer med andre ord ikke minoriteter for Grieg.

I årsrapporten til Grieg Seafood for 2017 står det at dersom selskapet eier mer enn 50%, men mindre enn 100% av datterselskapene, blir minoritetens andel av resultat etter skattekostnad og andel av egenkapitalen presentert på egne linjer.

Ettersom Grieg Seafood eier 60% i Ocean Quality har de minoritetsandeler det må tas hensyn til i omgrupperingen av regnskapet. Netto minoritetsresultat i omgrupperingen består av den andelen av Ocean Quality sitt årsresultat som tilhører Bremnes Fryseri, som eier 40% av selskapet. I årsregnskapet for 2018 står det at: «Konsernet får ikke noe av inntjeningen på salget av Bremnes Fryseri sin fisk, da resultatet er skjevdelt basert på inntjening på det

leverte volum fra aksjonærene. Andel resultat og andel egenkapital i Bremnes Fryseri AS er presentert som ikke-kontrollerende eierinteresser» (2018, note 1).

Tallene i «netto minoritetsresultat» er altså hentet fra posten «ikke-kontrollerende eierinteresser» i resultatregnskapet. Denne andelen trekkes ut av resultatet for å komme frem til Grieg Seafood sitt eget nettoresultat til egenkapital. Posten representerer altså minoritetene i Ocean Quality sin andel av resultatet.

5.5.6 Steg 6: Identifisering av fullstendig nettoresultat til egenkapital

For å komme oss fra nettoresultat til sysselsatt kapital til fullstendig nettoresultat til egenkapital trekker vi først fra netto finanskostnad og netto minoritetsresultat. Deretter korrigerer vi for unormale poster ved å legge til unormalt netto drifts- og finansresultat, samt trekker fra unormalt netto minoritetsresultat.

5.5.7 Steg 7: Justering for netto betalt utbytte

Netto betalt utbytte er hentet direkte fra årsrapportene, og posten «betalt utbytte» for året i noten knyttet til «endring i egenkapital» for året. Det forekommer ingen justeringer som gjør at vi ikke må nette posten med andre poster. Vi observerer at Grieg Seafood ikke begynte å utbetale utbytte før i 2015.

5.5.8 Steg 8: Justering for diskontinuerlig resultat og «dirty surplus»

Nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet er nettoresultat fra virksomhet som skal selges eller avvikles (Knivsflå, 2019b). Da Grieg Seafood ikke har virksomhet som skal selges eller avvikles blir denne linjen irrelevant i omgrupperingen.

I omgruppering av resultatregnskap for verdsettelsesformål kan det forekomme et såkalt «dirty surplus». Det kommer som følge av brudd på kongruensprinsippet om at inntekter og kostnader skal resultatføres (Knivsflå, 2019b). Dette fører til at kostnader og inntekter blir ført direkte mot egenkapitalen. Siden Grieg Seafood følger IFRS og IFRS opererer med annet fullstendig resultat, skal de i utgangspunktet ha en dirty surplus lik null. Dette gjelder for både finansielt og driftsrelatert «dirty surplus».

Noen inntekter og kostnader blir likevel ført direkte mot egenkapital, eksempelvis emisjonskostnader og diverse «justeringer» og «prinsippendringer» (Knivsflå, 2019b). Grieg

Seafood har imidlertid ikke gjort noen emisjoner i analyseperioden. Sistnevnte kan imidlertid representere potensielle feilkilder, men er vanskelig å identifisere. Unntak fra regelen er eksempelvis virkningen av å regne om utenlandske datterselskap fra utenlandsk valuta til norske kroner ved konsolidering.

I 2014 oppstod det en valutaomregningsdifferanse i forbindelse med investeringer i datterselskap som førte til brudd på kongruensprinsippet. Da dette imidlertid representerer et unntak fra regelen finner vi ingen tilfeller av «Dirty Surplus» for Grieg Seafood.

5.5.9 Steg 9: Identifisering av endring i egenkapital

For å komme oss fra driftsresultat til endring i egenkapital korrigerer vi fullstendig nettoresultat til egenkapital med netto betalt utbytte.

Avslutningsvis i omgrupperingen av resultatregnskapet vil vi fremstille vårt resultat i tabell 13 nedenfor.

NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekt	2 050 065	2 404 215	4 099 543	4 608 667	6 545 187	7 017 456	7 500 316
Driftskostnad	- 2 281 832	- 2 091 024	- 3 822 291	- 4 562 793	- 5 530 288	- 6 123 611	- 6 451 210
Driftsresultat i egen virksomhet (DR)	- 231 767	313 191	277 252	45 874	1 014 899	893 845	1 049 106
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	54 291	- 73 365	- 64 946	- 10 746	- 237 739	- 209 382	- 245 752
Netto driftsresultat i egen virksomhet	- 177 476	239 826	212 306	35 128	777 159	684 462	803 354
Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	11 831	7 889	6 441	10 136	12 652	550	2 328
Netto driftsresultat	- 165 645	247 715	218 747	45 264	789 811	683 912	801 026
Netto finansinntekt	24 746	18 485	10 483	40 937	43 457	32 201	15 972
Nettoresultat til sysselsatt kapital	- 140 899	266 200	229 230	86 201	833 268	716 113	816 997
Netto finanskostnad	- 74 294	- 73 944	- 73 473	- 98 522	- 84 637	- 66 660	- 50 782
Netto minoritetsresultat	-	-	5 586	10 992	36 299	30 363	24 615
Netto resultat til egenkapital	- 215 193	192 256	150 171	23 313	712 333	619 090	741 601
Unormalt netto driftsresultat	73 876	207 329	- 45 827	- 26 365	408 977	- 92 319	200 162
Unormalt netto finansresultat	- 7 841	18 243	28 596	22 652	51 678	19 810	26 175
Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	- 149 157	417 828	132 940	27 026	1 069 631	546 580	915 588
Netto betalt utbytte	-	-	-	- 55 206	- 165 618	- 441 648	- 441 647
Endring i egenkapital	- 149 157	417 828	132 940	82 232	904 013	104 932	473 941

Tabell 13 «Omgruppert resultatregnskap, Grieg Seafood 2012-2018» (Egenprodusert)

5.6 Omgruppering av balanse:

Balanseregnskapet i årsrapporten til Grieg Seafood gir verken god innsikt i selskapets underliggende drift eller verdiskapning. Dette skyldes at organiseringen av årsrapportene ikke er investororienterte. Balansen blander for eksempel driftsrelaterte og finansrelaterte eiendeler og finansieringskilder. Vi vil derfor omgruppere balanseregnskapet for å legge til rette for analysen av selskapets økonomiske lønnsomhet. Vi deler balansepostene inn i henholdsvis driftsrelaterte og finansrelaterte poster. Slik vil vi kunne knytte det driftsrelaterte

overskuddet opp mot de driftsrelaterte eiendelene og få et bedre bilde av lønnsomheten til selve driften (Koller, Goedhart og Wessels, 2015, s. 142).

Målet med omgrupperingen er å gjøre balansen mer investororientert. Vi skiller mellom eiendeler som bidrar til selve driften av selskapet og kapital som finansierer driftseiendelene.

Det første steget dreier seg om å klargjøre og kategorisere hva som er henholdsvis driftsrelaterte og finansrelaterte poster i balansen. Det neste steget er å gå fra total kapital til sysselsatt kapital. Avslutningsvis går vi fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.

Driftsrelaterte eiendeler er definert som eiendeler som inngår i driftssyklusen eller representerer infrastruktur til driftssyklusen (Knivsfå, 2019c). Driftsrelatert gjeld defineres som lån som er tatt opp som del av driftssyklusen og som det derfor ikke betales rente på.

Finansielle eiendeler er pengeplasseringer og driftsfremmede eiendeler. Finansiell gjeld defineres som gjeld som tas opp i finansmarkedene som finansierer virksomheten og som det betales rente på. Hvorvidt et lån betales rente på er en veldig god indikator på hvorvidt det er finansrelatert eller driftsrelatert, men man må også se nøye på hva slags lån det er da dette er bestemmende.

5.6.1 Steg 1: Kategorisering av de ulike balansepostene

Majoriteten av eiendelspostene har noter der det kommer klart frem hvorvidt momentet er drifts- eller finansrelatert. I det påfølgende delkapittelet vil vi liste opp postene med en kort forklaring for omgrupperingen, samt gå grundigere igjennom de momentene som krever en mer avansert tilnærming.

Først vil vi se på driftsrelaterte anleggs- og omløpsmidler, før vi går inn på driftsrelatert kortsiktig og langsiktig gjeld. Deretter vil vi se på finansrelaterte anleggs- og omløpsmidler, før vi går inn på finansrelatert kortsiktig og langsiktig gjeld.

Driftsrelaterte anleggsmidler:

Goodwill relaterer seg til oppkjøp av bedrifter. Bedriftene Grieg Seafood har kjøpt opp er alle sterkt knyttet opp mot driftssyklusen og relaterer seg til blant annet post-smolt strategien deres og distribusjon. Goodwill blir derfor gruppert i sin helhet som en driftsrelatert eiendel.

Utsatt skattefordel klassifiseres som en immateriell eiendel som inngår i selskapets driftsrelaterte anleggsmidler. Dette skyldes at utsatt skatt tas opp som en del av driftssyklusen og det betales ikke rente på denne gjelden.

Konsesjoner kreves for å drive oppdrett i sjøen og er en kritisk del av driftssyklusen. Vi klassifiserer dermed denne balanseposten som en driftsrelatert eiendel.

Andre immaterielle eiendeler omfatter i hovedsak software. Da softwaren brukes i driftssyklusen klassifiseres hele posten som driftsrelatert.

Varige driftsmidler er en post som i hovedsak er knyttet til anleggsmidler som brukes i drift. Bortsett fra delene som er direkte knyttet til drift inkluderer posten noen bygninger, men det står ingenting i notene som tyder på at disse bygningene er adskilt fra driften. Posten klassifiseres dermed som driftsrelatert.

Investering i aksjer og tilknyttede selskaper er vanligvis en driftsrelatert post og bør derfor grupperes som driftsrelaterte anleggsmidler (Knivsflå, 2019c). Fra notene til Grieg Seafood kommer det tydelig frem at disse selskapene er direkte knyttet til drift. Posten klassifiseres derfor i sin helhet som driftsrelatert.

Andre langsiktige fordringer er en usikker post da den ikke har en tilknyttet note og vi mangler informasjon til å avdekke om posten er driftsrelatert eller finansrelatert. På den andre siden går posten ikke under finansieringsaktivitet i selskapets kontantstrøm og vi bruker dermed dette som argumentasjon for at posten er driftsrelatert. Dette er et noe svakt argument, men som følge av mangel på andre tilnærminger valgte vi å omgruppere denne posten som driftsrelatert på bakgrunn av hvor posten fremkommer i kontantstrømmen.

Driftsrelaterte omløpsmidler:

Varelageret til Grieg Seafood inkluderer fôr, rogn og «annet» (frossen fisk supplement produkter). Dette er direkte knyttet opp mot driften og posten klassifiseres derfor i sin helhet som driftsrelatert.

Biologiske eiendeler er verdien av fisk selskapet eier og klassifiseres dermed som en driftsrelatert post. Vi har imidlertid valgt å ikke inkludere verdijustering knyttet til biologiske eiendeler i det omgrupperte resultatregnskapet vårt. Verdijustering knyttet til biologiske endringer er den urealiserte resultateffekten som skyldes at varelageret endres i

verdi som følge av prisendring på laks. Dette skyldes at regnskapet er gjennomført etter IFRS som sier at biologiske eiendeler skal bokføres til virkelig verdi. Vi mener at dette vil gi et feilaktig inntrykk av lønnsomheten til selskapet. Dette skyldes at lakseprisen varierer i stor grad. Dersom man ser for seg en situasjon der lakseprisen er eksepsjonell høy i slutten av året og varelageret er veldig stort så vil ikke dette gi positiv effekt på lønnsomheten da fisken ikke realiseres i denne perioden, men er avhengig av prisenivået i perioden der laksen faktisk selges. Dermed er posten «verdijustering knyttet til biologiske eiendeler» en faktor som ikke påvirker kontantstrøm. Posten sier heller ingenting om selskapets effektivitet da den utelukket kommer som følge av pris som er en eksogen faktor.

Kundefordringer er fordringer påløpt som følge av salg av oppdrettsfisk og posten grupperes dermed som driftsrelatert.

Andre kortsiktige fordringer har en tilknyttet note hvor det fremkommer at posten er knyttet til forhåndsbetalinger av tjenester knyttet til drift eller ytelser man skal få godtgjørelse fra. Posten grupperes dermed i sin helhet som driftsrelatert.

Selskaper har ofte mer tilgjengelig **kontanter** enn hva som er nødvendig for driften. Dersom posten i sin helhet inkluderes i driftsmidler vil sysselsatt kapital bli større enn hva som faktisk er sysselsatt, og avkastningen på sysselsatt kapital blir kunstig lave (Koller, Goedhart og Wessels, 2015, s. 181). Vi bruker dermed metoden foreslått av Koller, Goedhart og Wessels i boken *Valuation* for å finne hvor stor andel av kontantene som burde anses som driftsrelaterte og inngå i sysselsatt kapital. De har basert seg på historiske analyser som ser at selskaper med minst kontantbeholdning har kontanter som utgjør i underkant av 2% av omsetningen til selskapet. Følgelig foreslår de å bruke 2% av omsetningen som en god proxy på driftsrelaterte kontanter. Vi har valgt å anse 2% av omsetning som kontanter krevd i sysselsatt kapital. Alle tilgjengelige kontanter over denne mengden blir dermed en del av de finansielle eiendelene.

Derivater og andre finansielle instrumenter. Knivsflå uttrykker i sine forelesningsplansjer (2019c) at dersom derivater er knyttet til å sikre en driftsposisjon er det driftsrelatert. Er det knyttet til spekulasjon eller til å sikre en finansiell posisjon er det finansrelatert. Det fremkommer av note 7 (Grieg Seafood, «årsrapport 2017», 2018) at derivatene og de finansielle instrumentene til Grieg Seafood er knyttet til finansielle laksederivater. Vi argumenterer derfor at dette er knyttet til å sikre en driftsposisjon i form av at de sikrer salg

av oppdrettsfisk som er varen produsert i driftssyklusen. Vi har derfor valgt å klassifisere denne posten som driftsrelatert.

Driftsrelatert langsiktig gjeld:

Utsatt skatt klassifiseres som en driftsrelatert langsiktig gjeld. Dette skyldes at utsatt skatt tas opp som en del av driftssyklusen og det betales ikke rente på denne gjelden.

Pensjon. Grieg Seafood har praktisert innskuddsbasert pensjon som finansieres og administreres av et forsikringsselskap siden 2012. De har dermed ingen eiendeler eller gjeld knyttet til dette fra og med 2016. Mellom 2012 og 2016 hadde de en gjeldspost knyttet til pensjon. Vi går ut ifra at dette var et restbeløp fra den tidligere pensjonsordningen som ble betalt ned frem til 2016. Pensjon er en kostnad som er forbundet med personell og dermed å anse som driftsrelatert (Knivsflå, 2019c). Vi klassifiserer dermed posten som driftsrelatert. Det kan være noe avvik da overflødig avsetning skal behandles som finansielt. Vi finner imidlertid ingen slik avvik og pensjon grupperes som en driftsrelatert langsiktig gjeld.

Kontantopsjonene er belønning til ledelsen og derfor å anse som en type lønn. Kontantopsjoner klassifiseres derfor som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Annen langsiktig gjeld fremkommer i regnskapet som ikke-rentebærende. I mangel på mer detaljert informasjon om posten grupperes posten som langsiktig driftsrelatert gjeld da den ikke er rentebærende.

Driftsrelatert kortsiktig gjeld:

Den *kortsiktige delen av kontantopsjonene* klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld med samme argumentasjon som den langsiktige delen av kontantopsjonene.

Leverandørgjelden blir tatt opp som en del av driftssyklusen og er ikke-rentebærende. Posten grupperes derfor som en driftsrelatert kortsiktig gjeld.

Betalbar skatt blir også tatt opp som en del av driftssyklusen og er ikke-rentebærende. Posten grupperes derfor som driftsrelatert kortsiktig gjeld.

Skyldig lønn og offentlige avgifter blir også tatt opp som en del av driftssyklusen og er ikke-rentebærende. Posten grupperes dermed som driftsrelatert kortsiktig gjeld.

Annen kortsiktig gjeld er driftsrelatert, noe som kommer frem i note 25 i årsregnskapet til Grieg Seafood. Posten grupperes dermed som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Derivater og andre finansielle instrumenter klassifiseres som driftsrelatert med samme argumentasjon vi brukte for den tilsvarende eiendelen ovenfor.

Finansrelaterte anleggsmidler:

Finansrelaterte anleggsmidler inkluderer kun posten *finansielle eiendeler for salg*. Da eiendelene kategoriseres som finansielle og er lagt ut for salg inngår de ikke i driftssyklusen og grupperes dermed som finansrelaterte.

Finansrelaterte omløpsmidler:

Restbeløpet av tilgjengelig kontanter plasseres her, da dette er mengden tilgjengelige kontanter som overstiger hva som er nødvendig for driften.

Finansrelatert langsiktig gjeld:

Lån er et rentebærende lån i form av gjeld til kredittinstitusjoner og langsiktige trekkfasiliteter og tatt opp for finansiering av driften. Posten grupperes derfor som langsiktig finansrelatert gjeld.

Leasing. For å få et riktig innsyn i lønnsomheten til selskapet er det nødvendig å korrigere for eventuelle leasingavtaler. En leasingavtale er en ordning der selskapet betaler en periodevis sum for å bruke utstyret som eies av de som utsteder leasing-kontrakten. Ulempen med dette er at det ikke får en balanseeffekt. Følgene av en leasingkontrakt vil derfor være at balansen ikke vil vise alle midlene som brukes i driften og avkastningen til eiendelene blir unaturlig høy. Løsningen på dette er å estimere verdien av eiendelene som blir leaset og føre de som eiendeler, samt en tilsvarende post på gjeldssiden.

Det som kostnadsføres blir da avskrivningen på de estimerte eiendelene og rentene på det estimerte lånet. Her forutsettes det at avskrivningene er lineære og at leasingperioden er like lang som levetiden på eiendelen. Dette fører til at kostnadsføringen blir like stor som den faktisk betalte leasingkostnaden. Dette skyldes at de som utsteder leasingkontrakten må få betalt for kapitalbindingen som forekommer ved eierskap av driftsmidler og verditapet på disse eiendelene som forekommer ved bruk.

Grieg Seafood har to typer leasingavtaler, operasjonell leasing og finansiell leasing. Disse er i hovedsak forskjellige på den måten at en leasingkontrakt føres som finansiell når en signifikant andel av risikoen blir overført til den parten som leaser. Hvordan man bestemmer om en leasingkontrakt behandles som operasjonell eller finansiell er noe regnskapsteknisk og heller ikke relevant for denne oppgaven. Det som er viktig er følgene av det. En finansiell leasingkontrakt må føres som en eiendel på samme måte som beskrevet ovenfor, men en operasjonell leasingkontrakt påvirker bare regnskapet gjennom den periodevise summen som betales. Kort fortalt er arbeidet som kreves for å «rette» for en leasing allerede gjort av selskapet når det kommer til finansielle leasingkontrakter. Vi må dermed bare rette for den operasjonelle leasingen. **Forpliktelser finansiell leiekontrakt** føres dermed som en finansrelatert langsiktig gjeld.

Finansrelatert kortsiktig gjeld:

Kortsiktig del av langsiktig lån er den kortsiktige delen av gjeldsposten «lån». Vi har valgt å omgruppere dette lånet som finansrelatert og argumentasjonen finnes ovenfor. Da posten lån er finansrelatert er nødvendigvis også den kortsiktige delen av det samme lånet også finansrelatert. Kortsiktig del av langsiktig lån grupperes derfor som finansrelatert kortsiktig gjeld.

Kortsiktig del av forpliktelser finansiell leiekontrakt er den kortsiktige delen av forpliktelser finansiell leiekontrakt. Da forpliktelser finansiell leiekontrakt omgrupperes som finansrelatert grupperer vi den kortsiktige delen som finansrelatert kortsiktig gjeld.

Factoring gjeld kommer av at Ocean Quality har overført kredittsikrede kundefordringer til et factoringsselskap for å sikre tidlig oppgjør på kundefordringene. Finansiering som mottas fra factoringsselskapene før motparten har betalt regnskapsførers som factoring-gjeld. Dette kommer frem i note 10 i årsregnskapet til Grieg Seafood for 2017. Det kommer også frem at dette er en finansieringsordning. Det betales også rente på lånet og er tatt opp i finansmarkedene. Vi følger dermed definisjonen fra Knivsflå (2019c) som er nevnt ovenfor og grupperer denne posten som finansrelatert kortsiktig gjeld.

Kortsiktig lånefasilitet er en post som fremkommer i årsregnskapet i 2012 og 2013. Dette er en kortsiktig gjeld som er tatt opp i finansmarkedene og som er rentebærende. Posten grupperes derfor som en finansrelatert kortsiktig gjeld.

5.6.2 Steg 2: Leasing

Som tidligere nevnt er Grieg Seafood sin regnskapsføring av den finansielle leasingen i tråd med et investorperspektiv da eiendelene som brukes gjennom leasingen blir balanseført. Vi utfører en tilsvarende endring når det gjelder operasjonell leasing av anleggsmidler. Vi endrer regnskapet med det formål at regnskapet skal reflektere den underliggende driften til selskapet.

For å gjøre nødvendige endringer ved operasjonell leasing valgte vi å følge fremgangsmåten i boken til McKinsey (Koller, Goedhart og Wessels, 2015, s. 438). Vi erstatter leasingkostnaden med en estimert rentekostnad og en estimert avskrivningskostnad. Alternativet til å lease er å eie anleggsmidlene selv. Vi behandler leasingen som om selskapet tar opp en gjeld for å kjøpe tilsvarende eiendeler. Dette øker eiendelssiden med verdien av anleggsmidlene og gjeldssiden tilsvarende med å øke langsiktig gjeld med verdien av anleggsmidlene. Dersom selskapet skulle eid eiendelene fremfor å lease dem ville de betalt en rentekostnad på lånet. De ville også fått en avskrivningskostnad på resultatet. Vi vil estimere alle disse momentene og erstatte leasingkostnaden med disse.

$$Rental\ Expense_t = Asset\ Value_{t-1} \left(k_d + \frac{1}{Asset\ Life} \right)$$

Formel 27 «Utrekning av Rental Expense» (Koller, Goedhart og Wessels, 2015, s. 438)

Formelen ovenfor estimerer verdien av eiendelene som leases ved å løse for $Asset\ Value_{t-1}$. $Rental\ Expense_t$ tilsvarer den periodevise leasing kostnaden. Vi ser dermed at formelen foreløpig har tre ukjente verdier: $Asset\ Value_{t-1}$, k_d og $Asset\ Life$. $Asset\ Value_{t-1}$ er det formelen skal løse for, vi må dermed finne k_d og $Asset\ Life$ først.

$Asset\ Life$ er antall år man forventer at den aktuelle eiendelen kommer til å vare. Altså den økonomiske levetiden til eiendelen. McKinsey (Koller, Goedhart og Wessels, 2015, s. 438) presenterer en tilnærming der man deler anleggsmidlene med årlig avskrivning. Ved denne metoden får vi en gjennomsnittlig økonomisk levetid på ni år. I årsregnskapet til Grieg Seafood har de oppgitt levetidsintervaller for de ulike anleggsmidlene. Det minste av intervallene er for merder med en levetid på 5 til 25 år, og det største intervallet er på bygninger/fast eiendom med en forventet levetid på 10 til 50 år. Vi ser at vårt estimat på 9 år

faller innenfor intervallene, men er godt under midten av intervallene. Vi antar fortsatt at ni år er et rimelig estimat og bruker dette videre. Dette understøttes også av en forskning gjort på medianlevetiden av anleggsmidler gjort på 7000 selskaper over 20 år, der de fant medianene til å være 10.9 år. Dette funnet er gjort av Lim, C Steve. Mann, C Steven. Mihov, T, Vassil (2003, s. 17).

k_d er rentekostnaden vi kan forvente at selskapet betaler på gjelden. Vi brukte AA-yields for Norge som en Proxy for forventet rentekostnad fra 2012 til 2018 (S&P Dow Jones Indices, «S&P Norway AA Investment Grade Corporate Bond Index», N.D). Vi tok dermed et gjennomsnitt av disse for å finne en rentesats (kapitalkostnad) vi bruker i utregningen.

Vi brukte formel 27 ovenfor for å kalkulere verdien av eiendelen for årene vi bruker i analysen. Da vi finner $Asset\ Value_{t-1}$ får vi verdien av eiendelene for 2011 til 2016, da de opprinnelige dataene var fra 2012 til 2017. For å finne asset value for 2017, bruker vi leasingkostnaden oppgitt i Grieg Seafood sin årsrapport for 2018.

Deretter brukte vi rentesatsen vi regnet ut og multipliserte den med estimert verdi av eiendelene for å finne rentekostnaden knyttet til eierskapet av eiendelene. Etter dette tok vi verdien av anleggsmidlene og delte på gjennomsnittlig økonomisk levetid for å finne de årlige avskrivningskostnadene ved en lineær avskrivningsmetode. Summen av avskrivningskostnad og rentekostnaden blir lik den tidligere leasingkostnaden. Det fremkommer en forskjell som skyldes at vi regner ut $Asset\ Value_{t-1}$ og ikke $Asset\ Value_t$.

Dette fører til at summen av avskrivninger og rentekostnaden vi får for 2012 vil være lik leasingkostnaden vi finner i regnskapet i 2013. Dette vil gjøre at vi får en fundamental forskjell i resultat fra årsregnskapet til Grieg Seafood.

NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Leasing expense</i>	11 270	13 237	26 395	32 261	52 660	169 061	193 019

Tabell 14 «X for Grieg Seafood 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabellen ovenfor illustrerer leasingkostnaden for den historiske perioden vår. Da vi har ført en rentekostnad og en avskrivningskostnad som til sammen blir lik leasingkostnader vil ikke justeringen vår gi resultateffekt.

5.6.3 Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Neste steg i omgrupperingen av balanseregnskapet er å komme frem til sysselsatt kapital. For å komme frem til sysselsatt kapital summerte vi netto driftsrelaterte anleggsmidler, driftsrelatert arbeidskapital og finansielle eiendeler. Netto driftsrelaterte anleggsmidler er driftsrelaterte anleggsmidler fratrukket langsiktig driftsrelatert gjeld. Driftsrelatert arbeidskapital er driftsrelaterte omløpsmidler fratrukket kortsiktig driftsrelatert gjeld. Finansielle eiendeler er summen av finansielle anleggsmidler og finansielle omløpsmidler. Tabellen under viser et utsnitt fra Excel-filen der vi har gjort utregningen.

Sysselsatt kapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 914 771	1 957 943	2 270 037	2 598 676	3 226 051	3 645 359	2 687 590
Driftsrelatert arbeidskapital	1 259 165	1 703 864	2 022 644	1 998 915	2 731 911	2 932 096	3 580 998
Netto driftseiendeler	3 173 936	3 661 807	4 292 681	4 597 591	5 957 961	6 577 455	6 268 588
Finansielle eiendeler	200 221	117 221	101 025	301 273	374 154	132 516	1 160
Sysselsatt kapital	3 374 157	3 779 028	4 393 706	4 898 864	6 332 116	6 709 971	6 269 748

Tabell 15 «Sysselsatt kapital for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Det er verdt å merke seg at i praksis defineres ofte sysselsatt kapital som netto driftskapital. Rammeverket vi følger definerer sysselsatt kapital på en annen måte, dermed gjør vi også dette. Rammeverket definerer sysselsatt kapital som netto driftseiendeler pluss finansielle eiendeler som vist over i tabell 15.

5.6.4 Steg 4: Netto driftskapital

Det siste steget i omgrupperingen av balanseregnskapet er å komme frem til netto driftskapital. Netto driftskapital er summen av netto driftsrelaterte anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital som vist over. Det som skiller netto driftskapital fra sysselsatt kapital er at netto driftskapital ikke inkluderer finansielle eiendeler.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapital	1 513 230	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681	3 304 364	3 834 052
Minoritetsinteresser	-	-	19 357	30 349	56 270	43 541	49 458
Netto finansiell gjeld	1 660 707	1 673 251	2 051 230	2 360 077	2 751 009	3 229 553	2 385 077
Netto driftskapital	3 173 937	3 661 808	4 292 681	4 597 588	5 957 960	6 577 458	6 268 587

Tabell 16 «Netto driftskapital for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

5.7 Rammeverk for forholdstallsanalyse

De omgrupperte og normaliserte regnskapene til Grieg Seafood og bransjen danner grunnlaget for forholdstallsanalysen vi vil utføre. Forholdstallsanalysen er basert på rammeverket til Knivsflå (2019d). I påfølgende kapittel vil vi analysere risikoen til Grieg

Seafood. Denne vil baseres på en analyse av henholdsvis likviditet og soliditet som danner grunnlag for den syntetiske ratingen til selskapet. Deretter vil vi i kapittel 8 utføre en strategisk lønnsomhetsanalyse av Grieg Seafood, ved å se på henholdsvis drifts- og egenkapitalrentabiliteten til selskapet. Her vil vi dekomponere rentabilitetene for å finne kildene til prestasjonene. Avslutningsvis vil vi analysere selskapets strategiske fordel, ved å se på differanser mellom rentabiliteter og historisk avkastningskrav som beregnes i kapittel 7.

Knivsflå (2019d) definerer et forholdstall som et relativt forhold mellom to regnskapstall som gir god innsikt i underliggende risiko eller rentabilitet i selskapet. For å avdekke hva forholdstallet faktisk forteller oss kan man analysere de ut ifra en tidsserie- og en bransjeanalyse (Knivsflå, 2019d).

Tidsserieanalyse innebærer at forholdstallene til selskapet blir analysert bakover i tid, det vil si historisk. Dette kan gjøres ved enten observasjon av tidsutvikling, finne tidstrenden, eller sammenligne med tidsvektet gjennomsnitt. Det kan være nyttig å benytte seg av et tidsvektet snitt dersom forholdene har endret seg for selskapet historisk. Da burde man legge mest vekt på de seneste regnskapsårene dersom disse er mest relevante for å predikere fremtiden (Knivsflå, 2019d). Vi benytter et tidsvektet snitt for Grieg Seafood for å ta hensyn til at oppdrettsbransjen har vært påvirket av endringer i løpet av analyseperioden. Dette medfører at de senere årene vil være mer relevante for prediksjon og tillegges følgelig mer vekt. Der vi vil se på utvikling over tid vil vi henholdsvis vekte 2012 – 5%, 2013 – 5 %, 2014 – 10%, 2015 – 10%, 2016 – 20%, 2017 – 25% og 2018 – 25%. En viktig egenskap ved forholdstall er at de er tilbakevendende til snittet. Det vil si at et relativt høyt forholdstall i en periode tenderer å være lavere i neste periode, og visa versa (Knivsflå, 2019d). Tidsserieanalyse er hensiktsmessig for å kunne si noe om selskapet utvikler seg i positiv retning eller ei.

Bransjeanalyse innebærer at forholdstallene til selskapet blir sammenlignet med bransjen (Knivsflå, 2019d). Dette er hensiktsmessig for å kunne si noe om kvaliteten på selskapet sine prestasjoner. Man sammenligner da med bransjesnittet, som består av prestasjonene til de utvalgte komparative selskapene til selskapet man ønsker å analysere. Vi har valgt å gjøre dette med samtlige av Grieg Seafood sine forholdstall da vi anser denne analysen svært viktig for verdsettelsesformål.

Det er generelt positivt at forholdstall knyttet til risiko faller over tid, og forholdstall knyttet til lønnsomhet øker over tid. For å unngå potensielle ustabile forholdstall er det hensiktsmessig å normalisere balanse og resultat. Normaliserte forholdstall er mer framoverskuende, og dermed mer relevante for fremtidsregnskap og prediksjon. Dette indikerer at for verdsettelsesformål er normaliserte forholdstall mer egnede, sammenlignet med fullstendige forholdstall som egner seg for kredittvurdering. Vi har normalisert regnskapene til Grieg Seafood.

Rentabilitet er det eneste forholdstallet som også har en teoretisk målestokk, avkastningskravet. Vi har valgt å sammenligne rentabiliteten til Grieg Seafood med avkastningskravet, samt utføre en sammenligning med bransjesnittet. Totalt sett får rentabilitetstallene da to målestokker, der målestokk én blir å sammenligne rentabilitet med avkastningskrav, og målestokk to å sammenligne rentabiliteten til selskapet med rentabiliteten til bransjesnittet. Vi gjør dette i kapittel 8 «strategisk lønnsomhetsanalyse».

6. Analyse av risiko

Forskjellen i analyse av likviditet og soliditet kan forklares ved tidsperspektivet. Analyse av likviditet fokuserer på kortsiktig kredittrisiko, det vil si om virksomheten har likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling. Analyse av soliditet fokuserer på langsiktig kredittrisiko, det vil si om virksomheten er finansiert slik at den har evne til å stå imot en relativt lang periode med tap (Knivsflå, 2019d). Analysen av likviditet og soliditet legger grunnlag for den syntetiske ratingen til selskapet.

Kredittrisikoen blir oppsummert gjennom syntetisk rating der virksomheten får tildelt en karakter i henhold til underliggende selskapsspesifikk risiko, der AAA er best. Videre har man AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, og D som er dårligst.

Den totale risikoen til en investering eller en portefølje av investeringer blir målt med variansen til den realiserte avkastningen, og består henholdsvis en systematisk og en usystematisk del (Knivsflå, 2019d). For veldiversifiserte investorer er det kun den systematiske risikoen som blir relevant. Systematisk risiko er det samme som markedsrisiko, det vil si den risikoen man innehar ved å investere i markedet. Usystematisk risiko er den selskapsspesifikke risikoen, og er irrelevant for perfekt diversifiserte investorer (Knivsflå, 2019d). Selskapsspesifikk risiko blir imidlertid relevant ved markedssvikt. Markedssvikt er imperfeksjoner som kan føre til at full diversifisering ikke er optimalt. Eksempler på dette er transaksjonskostnader og asymmetrisk informasjon. Ved markedssvikt kan selskapsspesifikk risiko bli relevant.

Relevant risiko varierer også fra kapitalinnskyter til kapitalinnskyter. For kreditor er kredittrisiko relevant risiko. Kredittrisiko er den faren som långiver har for at lånet samt avtalt rentebetaling helt eller delvis blir misligholdt, og slik påfører långiver tap gjennom gjeldsforhandling eller konkurs (Knivsflå, 2019d). Ettersom kredittrisiko ikke kan diversifiseres bort, anses denne som systematisk, og følgelig blir all selskapsspesifikk risiko relevant for kreditor. Kredittrisiko er også en spesiell risiko ettersom den kun har en nedside.

Regnskapstallene skal fungere som faresignal eller «røde flagg» som kan varsle kreditor eller investor om at selskapet er på vei inn i en finansiell krise eller konkurs.

Vi vil nå utføre en analyse av kredittrisikoen til Grieg Seafood ved hjelp av rammeverket til Knivsflå. Den består av tre steg. Først vil vi utføre en analyse av kortsiktig kredittrisiko

gjennom likviditetsanalyse, deretter utføre en soliditetsanalyse for den langsiktige kredittrisikoen i selskapet. Til slutt oppsummeres selskapets kredittrisiko gjennom syntetisk rating.

6.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen skal kartlegge Grieg Seafood sin evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser etterhvert som de forfaller, og sannsynligheten for at selskapet kommer i en «likviditetsskvis» på kort sikt med fare for konkurs. Den generelle sammenhengen kan uttrykkes gjennom det relative forholdet mellom likviditet og kortsiktige finansielle krav. Desto mer likviditet selskapet har til å dekke krav som forfaller til betaling, desto lavere er likviditetsrisikoen. Følgelig vil høyere likviditetsgrad være bedre for selskapet. Vi bygger som tidligere nevnt på rammeverket til Knivsflå i analysen.

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 sier noe om evnen til å dekke forpliktelser på kort sikt, mens selskapets finansielle gjeldsdekningsgrad har et langsiktig perspektiv og sier noe om selskapet har nok finansielle eiendeler til å dekke sin finansielle gjeld. Videre analyseres selskapets gjeldsdekning via resultat. Dette gjøres ved å regne ut rentedekningsgraden til selskapet (Knivsflå, 2019d).

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 regner ut forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Knivsflå, 2019d). Forholdstallet forteller oss selskapets evne til å dekke inn sine kortsiktige forpliktelser.

Formelen kan uttrykkes slik:

$$LG1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

Der:

OM = omløpsmidler

KG = kortsiktig gjeld

DOM = driftsrelaterte omløpsmidler

FOM = finansielle omløpsmidler

KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG = kortsiktig finansiell gjeld

Formel 28 «Likviditetsgrad 1» (Knivsflå, 2019d)

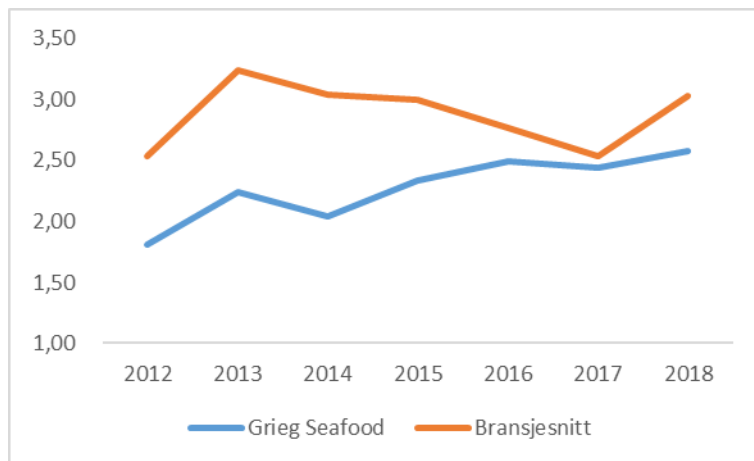
Ifølge Gunnar A. Dahl (N.D), medforfatter til lederkilden, burde likviditetsgrad 1 være 2 eller høyere for å kategorisere som god, 1-2 for å kategoriseres som middels, og under en for å kategoriseres som dårlig. Den beste målestokken er imidlertid bransjesnittet, der en likviditetsgrad over vil anses som god (Knivsflå, 2019d).

Det at de biologiske eiendelene til selskapene i bransjen utgjør den største andelen av totale omløpsmidler gjør at likviditeten til selskapene kan bli under- eller overvurdert i henhold til variasjon mellom selskapene i denne posten. Produksjonssyklusen til oppdrettslaksen er på to til tre år, og vil derfor i sin helhet ikke kunne omgjøres til likvide midler på kort sikt. For å vurdere om et selskap har god eller dårlig likviditet vil det derfor være mer hensiktsmessig å sammenligne med bransjesnittet. Dette gjelder også for likviditetsgrad 2, da biologiske eiendeler verken er fratrukket her eller for likviditetsgrad 1.

Tabell 17 og graf 5 nedenfor viser at Grieg Seafood har en likviditetsgrad lavere enn bransjesnittet gjennom hele analyseperioden. Ser vi på tidsvektet snitt ligger også Grieg Seafood under bransjesnittet. Dette kan indikere at selskapet har en likviditetsulempe sammenlignet med de komparative selskapene. Det at raten ligger jevnt over 2 over nesten hele perioden indikerer imidlertid at Grieg Seafood ikke har likviditetsproblemer, men de gjør det tydelig svakere enn bransjesnittet på dette området. Vi ser likevel her en positiv utvikling for likviditeten til Grieg Seafood som er på vei oppover. Ser vi på forholdstallet opp mot tommelfingerregelen synes verken bransjen eller Grieg Seafood å slite med likviditet. Det må nevnes her at de driftsrelaterte omløpsmidlene til selskapet og bransjen har en overvekt av biologiske eiendeler som ikke er likvide på kort sikt. Det er derfor begrenset hva vi kan konkludere med ut ifra denne analysen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet
Grieg Seafood	1,81	2,24	2,04	2,34	2,50	2,44	2,58	2,40
<i>Mowi</i>	2,94	3,15	3,22	3,37	3,04	2,74	3,69	3,18
<i>Salmar</i>	2,08	4,24	3,05	2,89	2,29	1,94	2,02	2,36
<i>NRS</i>	1,54	1,94	1,94	2,34	2,19	1,76	2,35	2,07
<i>LSG</i>	2,51	2,74	3,12	2,54	2,90	2,98	2,99	2,90
Bransjesnitt	2,53	3,24	3,04	3,00	2,77	2,54	3,03	2,84

Tabell 17 «Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2017» (Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)



Graf 5 «Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

En betydelig svakhet med dette forholdstallet er det inkluderer mindre likvide omløpsmidler som ikke er i stand til å betale ned kortsiktig gjeld, som for eksempel biologiske eiendeler. Dermed blir vi nødt til å analysere flere forholdstall for å kunne si noe om likviditetssituasjonen i selskapet. Likviditetsgrad 2-1 og 2-2 tar hensyn til hvor likvide omløpsmidlene er.

Det er også viktig å påpeke at sesongsvingninger kan ha effekt på likviditetsgraden ettersom forholdstallet kun gir indikasjon på likviditetssituasjonen på et gitt tidspunkt, balansedagen 31.12 det gjeldende året.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Vi har valgt å regne ut to type likviditetsgrader innenfor likviditetsgrad 2. Først vil vi regne ut den originale likviditetsgraden før vi går inn på en justert likviditetsgrad 2.

Likviditetsgrad 2-1

Likviditetsgrad 2 skal få frem forholdet mellom omløpsmidler som raskt kan omsettes til likvide midler og kortsiktig gjeld (Knivsflå, 2019d). Kontantbeholdningen er normalt å anse som den mest likvide posten, mens varelager er å anse som minst likvid. I likviditetsgrad 2 trekkes derfor varelageret fra omløpsmidler med formålet å sitte igjen med de mest likvide midlene til selskapet. Formelen kan uttrykkes slik:

$$LG2, \text{ Quick Ratio} = \frac{FOM}{KG} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{KG}$$

Der:

FOM = finansielle omløpsmidler

KG = kortsiktig gjeld

Formel 29 «Likviditetsgrad 2-1» (Knivsflå, 2019d)

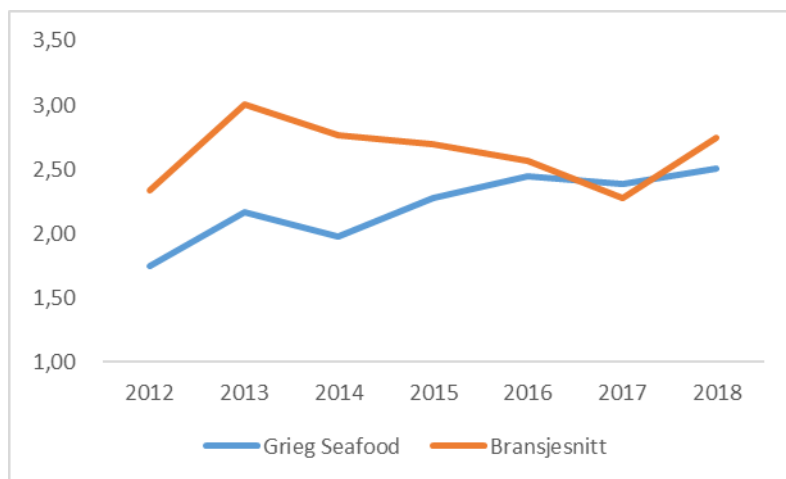
Ifølge Gunnar A. Dahl (N.D), medforfatter til lederkildens artikler, bør likviditetsgrad 2 være 1 eller høyere for å kategorisere som god, 0.5-1 for å kategoriseres som middels, og lavere enn 0.5 for å kategoriseres som dårlig. Den beste målestokken er imidlertid bransjesnittet, der en likviditetsgrad over vil anses som god (Knivsflå, 2019d).

Tabell 18 og graf 6 nedenfor viser at Grieg Seafood har en likviditetsgrad lavere enn bransjesnittet gjennom hele analyseperioden, med unntak av 2017, der Grieg har en noe høyere rate enn bransjesnittet. Ser vi på tidsvektet snitt ligger også Grieg Seafood under bransjesnittet. Dette kan som for likviditetsgrad 1 indikere at selskapet har en likviditetsulempe sammenlignet med de komparative selskapene. Det at raten ligger jevnt over 2 over hele perioden, med unntak av 2012 og 2014, indikerer imidlertid at Grieg Seafood ikke har likviditetsproblemer, men de gjør det tydelig svakere enn bransjesnittet på dette området. Vi ser likevel en positiv utvikling for likviditeten til Grieg Seafood som er på vei oppover. Ser vi forholdstallet opp mot tommelfingerregelen synes verken bransjen eller Grieg Seafood å slite med likviditet. Det må også nevnes her at de driftsrelaterte omløpsmidlene til selskapet og bransjen har en overvekt av biologiske eiendeler som ikke er likvide på kort sikt. Det er derfor begrenset hva vi kan konkludere med ut ifra denne analysen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet
Grieg Seafood	1,75	2,16	1,97	2,27	2,44	2,39	2,50	2,33
<i>Mowi</i>	2,69	2,81	2,79	2,92	2,74	2,35	3,28	2,80
<i>Salmar</i>	1,89	4,10	2,91	2,70	2,21	1,85	1,88	2,24
<i>NRS</i>	1,50	1,90	1,89	2,28	2,09	1,68	2,25	1,99
<i>LSG</i>	2,35	2,59	2,89	2,37	2,73	2,72	2,68	2,67
Bransjesnitt	2,33	3,01	2,76	2,70	2,57	2,28	2,74	2,58

Tabell 18 «Likviditetsgrad 2-1 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»

(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)



Graf 6 «Likviditetsgrad 2-1 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2017» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Vi observerer at forskjellen mellom «likviditetsgrad 1» og «likviditetsgrad 2-1» ikke er særlig stor. Det skyldes nok hovedsakelig at posten varelager som trekkes fra i «likviditetsgrad 2-1» utgjør en liten andel av totale omløpsmidler. Varelager består av fôr, rogn, frossen fisk og andre tilleggsprodukter. Det er de biologiske eiendelene som klart utgjør den største andelen av omløpsmidlene. Jamfør det vi tidligere skrev om produksjonssyklusen til oppdrettslaksen ovenfor vil det først være når vi trekker ut de biologiske eiendelene at vi får frem de mest likvide kortsiktige midlene Grieg Seafood sitter med. Derfor har vi valgt å regne med en tilleggsrate som Knivsfå introduserer i sitt rammeverk, her omtalt som «likviditetsgrad 2-2».

Likviditetsgrad 2-2

Det å trekke ut varelager fra omløpsmidlene for å fremstille de mest likvide midlene til selskapet kan gi et feilaktig bilde av likviditeten til selskapet. Ifølge Knivsfå kan man også

regne ut dette forholdstallet på en litt mer utradisjonell måte, ved å se på forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

I den tradisjonelle formelen for likviditetsgrad 2 trekker man ut varelager, for å kun sitte igjen med de mest likvide midlene til selskapet. Det finnes imidlertid en rekke andre mindre likvide midler blant de kortsiktige eiendelene til selskapet også. Derfor ønsker man å regne ut en rate som kun ser på forholdet mellom de aller mest likvide midlene, de finansielle omløpsmidlene, og kortsiktig gjeld. For Grieg Seafood består finansielle omløpsmidler kun av overflødig kontanter, og utgjør generelt en liten post hos samtlige selskaper i oppdrettsbransjen.

$$\text{Likviditetsgrad 2.2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 30 «Likviditetsgrad 2-2» (Knivsflå, 2019d)

For å kunne kategorisere likviditeten til selskapet som god, er tommelfingerregelen her som for likviditetsgrad 2-1, at raten må være høyere enn én. Dersom raten er én eller høyere, betyr det at selskapets finansielle omløpsmidler dekker den kortsiktige gjelden til selskapet. Det betyr også at dersom raten er lavere enn én, har ikke selskapet nok likvide finansielle midler til å dekke inn den kortsiktige gjelden. I likhet med analysen av likviditetsgrad 1 og 2-1 er det mest hensiktsmessig å sammenligne med bransjesnittet.

Tabell 19 og graf 7 nedenfor viser at likviditetsgraden til Grieg Seafood sammenlignet med bransjen følger en litt «random walk», og det tidsvektede snittet viser at de ligger omtrent likt. Både Grieg Seafood og bransjen viser svake tall som ligger nærmere null enn én. Dette betyr for det første at selskapene sine mest likvide omløpsmidler ikke er store nok til å dekke den kortsiktige gjelden, og indikerer videre at bransjen har likviditetsproblemer.

Den lave likviditetsraten kan ha en naturlig sammenheng med at bransjen omfatter selskaper i stor vekst. Vekststrategier medfører gjerne økte driftsrelaterte omløpsmidler og reduserte finansrelaterte omløpsmidler. Dette er fordi den frie likviditeten skal investeres forløpende i driften for å vokse.

Vi ser at Grieg Seafood har gjort det varierende i løpet av analyseperioden sammenlignet med bransjen. I perioden 2012-2014 falt likviditeten og selskapet lå godt under bransjesnittet. Dette viser et tydelig «rødt flagg» for situasjonen til selskapet i denne

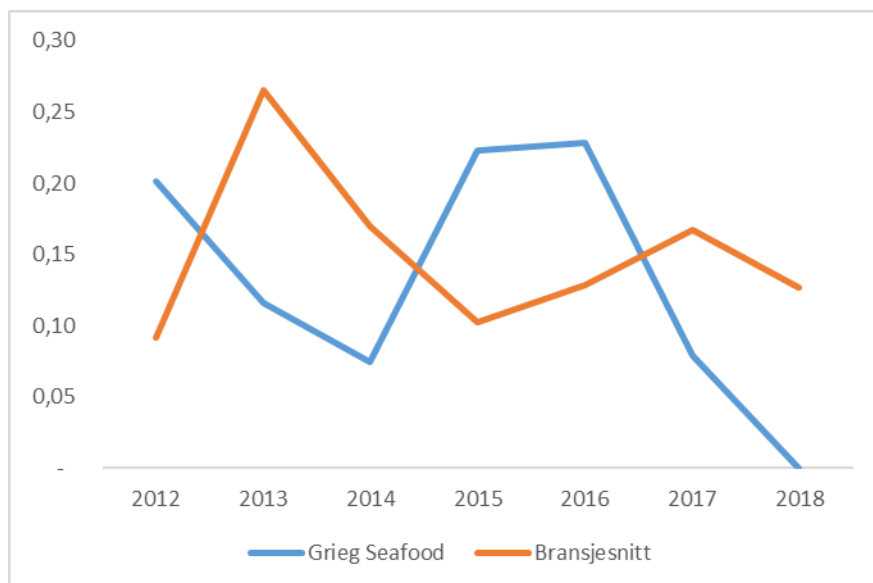
perioden. Fra 2014 av bedret imidlertid situasjonen seg i positiv retning, og likviditeten lå over bransjesnittet i 2015-2016. Den positive utviklingen har sammenheng med en økning i kontantbeholdningen til selskapet i perioden. I 2017 ser vi imidlertid at den positive utviklingen avtok, noe som resulterte i en lavere likviditetsgrad sammenlignet med bransjen. I 2017 var raten nesten tilbake på samme bunnivå som i 2014, og i 2018 har den gått ytterligere ned, noe som indikerer et «rødt flagg» om dårlig likviditetssituasjon i Grieg Seafood. Dette skyldes i hovedsak en reduksjon i kontantbeholdningen på 230 millioner i perioden, som har sammenheng med utbetalt utbytte og driftsinvesteringer i perioden. Kortsiktig gjeld har vokst med en «Compounded Annual Growth rate (CAGR)» på 9.09%, imens kontantbeholdningen har hatt en tilsvarende CAGR på 2.10%. Dette bidrar på samme måte til en tidsvektet gjennomsnittlig lav likviditetsrate.

Vi ser også at den tilbakevendende egenskapen til forholdstall generelt er svært gjeldene for likviditetsgrad 2-2, der lave forholdstall i en periode tenderer i en høyere i neste periode, og visa versa.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,20	0,12	0,07	0,22	0,23	0,08	-	0,11
<i>Mowi</i>	0,01	0,04	0,16	0,01	0,04	0,00	-	0,03
<i>Salmar</i>	-	0,02	0,77	0,02	0,07	0,03	0,00	0,05
<i>NRS</i>	-	0,04	0,00	0,01	0,19	0,02	0,07	0,04
<i>LSG</i>	0,42	0,27	0,45	0,31	0,46	0,82	0,63	0,57
Bransjesnitt	0,09	0,27	0,17	0,10	0,13	0,17	0,13	0,14

Tabell 19 «Likviditetsgrad 2-2 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»

(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)



Graf 7 «Likviditetsgrad 2.2 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

6.1.3 Finansiell gjeldsdekning

Analyse av gjeldsdekning handler om å se om selskapet har nok midler til å dekke gjelden sin. Den omhandler henholdsvis to perspektiv, ett kortsiktig og et langsiktig. Likviditetsgradene drøftet ovenfor sier noe om selskapets kortsiktige gjeldsdekning.

For å se om selskapet har nok med finansielle eiendeler til å dekke all finansiell gjeld må vi regne ut og analyse selskapets finansielle gjeldsdekningsgrad. Formelen for finansiell gjeldsdekningsgrad kan uttrykkes som følger:

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

Formel 31 «Finansiell gjeldsdekningsgrad» (Knivsflå, 2019d)

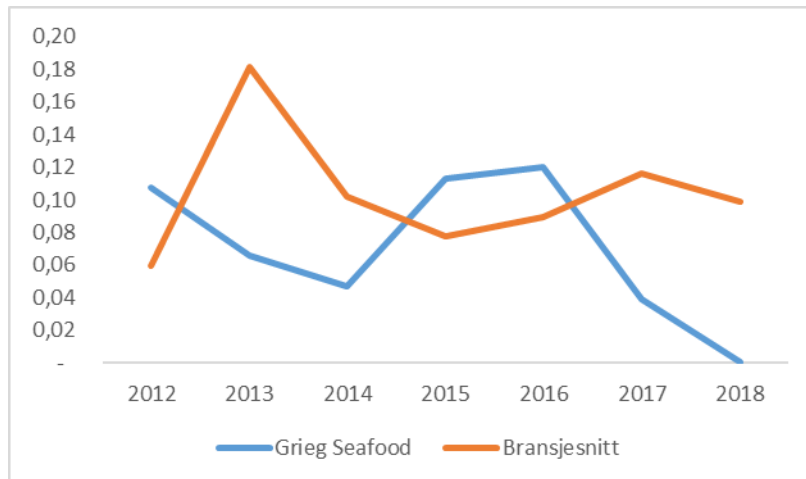
Faren for likviditetskrise øker desto mindre finansielle eiendeler selskapet besitter (Knivsflå, 2019d). Som tidligere nevnt i den strategiske analysen er oppdrettsbransjen en svært kapitalintensiv bransje. Dette resulterer naturlig i økt finansiell gjeld og følgelig en lavere finansiell gjeldsdekningsgrad enn andre bransjer som er mindre kapitalintensive. Som følge av dette vil bransjesnittet også her være beste målestokk for å si noe om Grieg Seafood sin likviditetssituasjon.

Tabell 20 og graf 8 nedenfor viser utviklingen i finansiell gjeldsdekningsgrad for Grieg Seafood og bransjesnittet. Vi ser at forholdstallet generelt er lavt både for bransjen og Grieg Seafood. Vi ser også at utviklingen samsvarer med utviklingen for likviditetsgrad 2 ovenfor. I perioden 2012-2014 ser vi en negativ utvikling for Grieg Seafood, som snur i 2014 til og med 2016. Den positive endringen her skyldes nedbetaling av gjeld og økt kontantbeholdning. I årene etter går raten ned igjen grunnet redusert beholdning av finansielle eiendeler. Tidsvektet snitt viser at bransjen har en høyere gjeldsdekning sammenlignet med Grieg Seafood i løpet av analyseperioden. Differansen er imidlertid så marginal at vi ikke anser det som et «rødt flagg» for selskapets likviditetssituasjon.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,11	0,07	0,05	0,11	0,12	0,04	0,0005	0,06
<i>Mowi</i>	0,01	0,12	0,07	0,01	0,02	0,01	0,00	0,02
<i>Salmar</i>	-	0,01	0,01	0,04	0,04	0,00	0,01	0,03
<i>NRS</i>	-	0,04	0,02	0,19	-	0,04	0,07	0,05
<i>LSG</i>	0,28	0,22	0,33	0,26	0,34	0,54	0,47	0,41
Bransjesnitt	0,06	0,18	0,10	0,08	0,09	0,12	0,10	0,10

Tabell 20 «Finansiell gjeldsdekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»

(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)



Graf 8 «Finansiell gjeldsdekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»

(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden sier noe om selskapets evne til å dekke rentebetalinger gjennom nettoresultat fra sysselsatt kapital. Formelen kan uttrykkes slik:

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

Formel 32 «Rentedekningsgrad» (Knivsflå, 2019d)

En rentedekningsgrad på én indikerer at overskuddet fra driften og finansinntekten i sin helhet går med til å betale rentekostnader. Hvilket nivå som kan kategoriseres som bra eller dårlig er avhengig av forhold som rentenivå og kapitalintensitet, men også her finnes det tommelfingerregler. For at rentedekningsgraden skal kunne kategoriseres som god må den være over 3, for å kategoriseres som middels mellom 1.5-3, og dårlig lavere enn 1.5 (Dahl, N.D.). Disse tommelfingerreglene er imidlertid basert på rentenivå rundt 5-6%, noe som øker forventningen til rentedekningsgradnivået, ettersom dagens rentenivå er langt lavere.

En svakhet ved forholdstallet er at det kun ser på dekning av netto finanskostnader, og ikke avdrag (Knivsflå, 2019d).

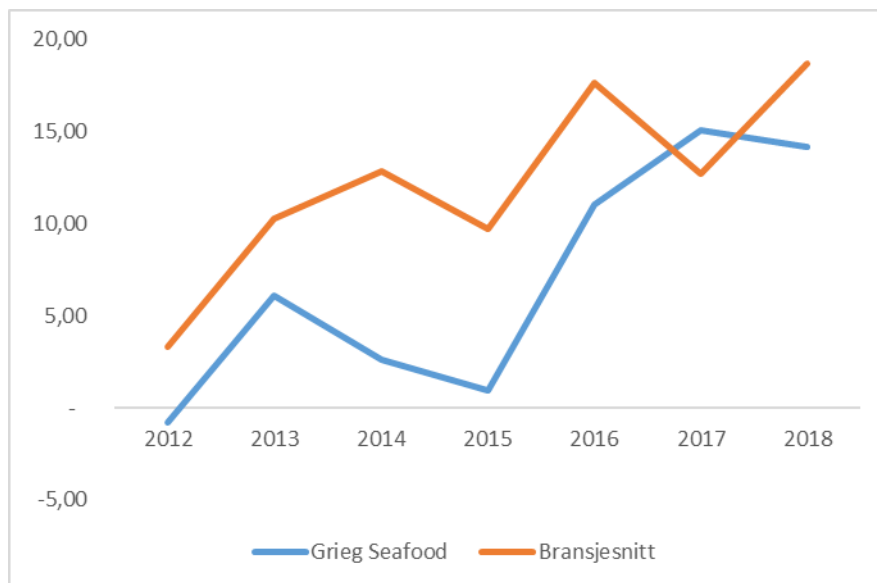
Tabell 21 og Graf 9 nedenfor viser at rentedekningsgraden til Grieg Seafood har ligget under bransjesnittet gjennom hele analyseperioden, med unntak av 2017. Vi ser imidlertid at rentedekningsgraden har fulgt samme trend som bransjen gjennom analyseperioden, og grafen viser en positiv utvikling for selskapet fra 2015 av. I 2012 var dekningen negativ. Dette kan forklares med at forholdstallet bygger på nettoresultat, som naturlig også korrelerer med utviklingen i laksepris. 2012 var generelt et dårlig år for oppdrettsnæringen og lakseprisen var svært lav. Vi ser også en svært lav rentedekningsgrad i 2015. Dette har sammenheng med et utfordrende år for selskapet med lave prisnivåer på laks i Nord-Amerika blant annet (Grieg Seafood, «Årsrapport for 2016», 2017). Den positive utviklingen vi ser for selskapet fra 2015 av til og med 2017 kommer som følge av gode år for oppdrettsnæringen med høye laksepriser (Grieg Seafood, «Årsrapport for 2017», 2018).

Resultatene kan tyde på at Grieg Seafood har en høyere likviditetsrisiko sammenlignet med resten av bransjen. Gitt den positive utviklingen vi ser i rentedekningsgraden fra 2015 av virker det ikke som at selskapet har store likviditetsproblemer. Det er imidlertid verdt å nevne at perioden er preget av svært lave renter, noe som i prinsippet øker forventningene til raten. Det at forholdstallet er konjunkturavhengig gjør at det er vanskelig å anslå fremtidig rentedekningsgrad. Noe som er sikkert er imidlertid at den vil følge utviklingen til lakseprisen, som vi predikerer i eget kapittel 9.4.1. Ifølge sentralbanksjef, Øystein Olsen, skal også renten opp fremover, noe som vil senke forventningene til raten (Winther og Christensen, 2019).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet	
Grieg Seafood	-	0,81	6,12	2,60	0,93	11,06	15,06	14,18	10,14
<i>Mowi</i>	2,12	3,87	1,69	3,52	3,91	10,41	4,79	5,40	
<i>Salmar</i>	4,43	14,69	14,02	14,24	30,44	19,30	38,74	24,38	
<i>NRS</i>	2,01	12,94	14,61	10,89	68,66	2,98	44,64	28,94	
<i>LSG</i>	6,11	21,04	40,98	21,40	26,74	11,33	23,44	21,63	
Bransjesnitt	3,29	10,31	12,89	9,73	17,68	12,71	18,69	14,33	

Tabell 21 «Rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»

(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)



Graf 9 «Rentedeckningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

6.2 Soliditetsanalyse

Analyse av soliditet har som mål å kartlegge om selskapet har tilstrekkelig med økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap (Knivsflå, 2019d). Ifølge Knivsflå blir tap ført mot egenkapitalen, og på den måten fungerer egenkapitalen til selskapet som en «støtpute» mot fremtidige tap og konkurs. Soliditetsrisiko kan videre defineres som faren for at selskapet ikke har finansiering nok til å stå imot en lengre periode med tap (Knivsflå, 2019d).

Vi vil nå analysere soliditetsrisikoen til Grieg Seafood gjennom en analyse av henholdsvis egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet og kapitalstruktur.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent er omtalt som forholdstall nummer én ved utførelse av soliditetsanalyse. Forholdstallet uttrykker hvordan selskapets eiendeler er finansiert med henholdsvis gjeld og egenkapital. Følgelig sier det også noe om selskapets finansielle risiko. Sikkerheten til selskapets kreditorer vil påvirkes av selskapets egenkapitalprosent, og det foreligger som oftest en «covenant» knyttet til et minimumsnivå på selskapets egenkapitalprosent. I årsrapportene til Grieg Seafood står det at lånevilkårene blant annet inneholder en egenkapitalprosent på minimum 35% (Grieg Seafood, «Årsrapport 2017», 2018).

Desto mer egenkapital et selskap har i forhold til total kapital, desto mer skjermet blir långiverne for tap. Her vil en høy egenkapitalprosent naturligvis være bra, og økt egenkapitalprosent vil øke soliditeten til selskapet.

Formelen til egenkapitalprosent kan uttrykkes slik:

$$EK\% - \text{konsern} = \frac{EK + \text{minoritetsinteresse}}{\text{Total kapital}}$$

Der:

$EK = \text{egenkapital}$

Formel 33 «Egenkapitalprosent» (Knivsfå, 2019d)

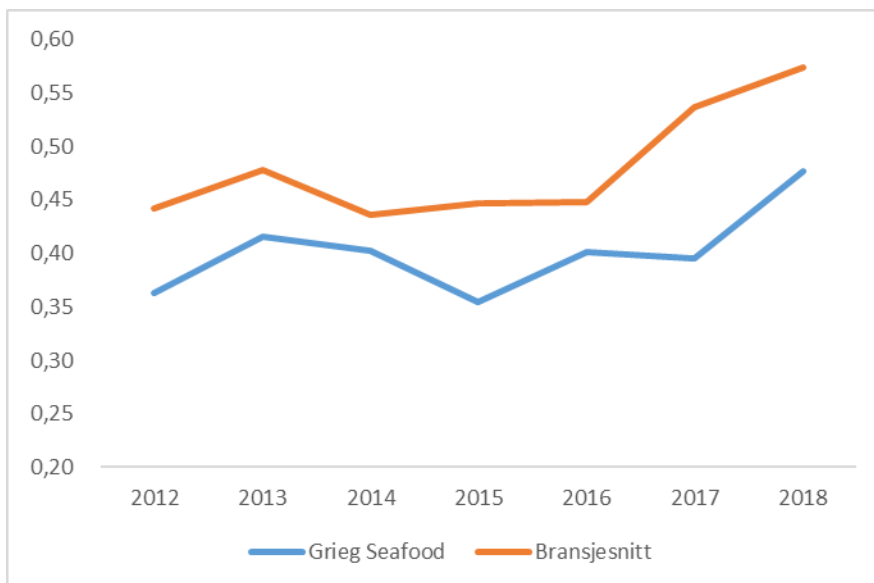
Tabell 22 og graf 10 nedenfor viser at egenkapitalprosenten ligger under bransjesnittet gjennom hele analyseperioden. Det tidsvektede snittet viser også at Grieg Seafood med sine 41% ligger under bransjen på 50%. Dette kan indikere at soliditeten til selskapet er svak relativt til bransjen. På et generelt plan er egenkapitalprosenten god, og har vært relativt stabil i analyseperioden, mellom 35 og 48%, noe som også er i tråd med lånevilkårene til selskapet som er på 35%. Vi ser at i 2015 var egenkapitalprosenten på sitt laveste nivå. Dette skyldes at 2015 var et utfordrende år for selskapet, med dårlig resultat og nye låneopptak som bidro til redusert egenkapitalprosent. Nivået tok seg imidlertid opp igjen i 2016, og ligger stabilt på 48% i 2018. Selskapets soliditet har med andre ord økt siden bunnivået i 2015.

Totalt sett synes den positive utviklingen og stabiliteten i raten å tale for en god soliditet i selskapet, og det er ingen «røde flagg» her for Grieg Seafood. Selskapet synes imidlertid ikke å ha noen fortrinn når det gjelder soliditet sammenlignet med bransjen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet
Grieg Seafood	0,36	0,42	0,40	0,35	0,40	0,40	0,48	0,41
<i>Mowi</i>	0,46	0,45	0,36	0,41	0,38	0,52	0,56	0,47
<i>Salmar</i>	0,39	0,51	0,51	0,48	0,50	0,59	0,60	0,54
<i>NRS</i>	0,34	0,39	0,36	0,38	0,54	0,47	0,56	0,48
<i>LSG</i>	0,51	0,54	0,54	0,55	0,54	0,56	0,60	0,56
Bransjesnitt	0,44	0,48	0,44	0,45	0,45	0,54	0,57	0,50

Tabell 22 «Egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»

(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)



Graf 10 «Egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er et mål på lønnsomhet og viser hvor mye selskapets netto driftskapital kaster av seg i form av avkastning (Sander, 2016). Lønnsomhetsanalyse blir en viktig del av soliditetsanalysen da en svak lønnsomhet vil kunne påvirke egenkapitalen i negativ retning, og følgelig også selskapets soliditet. Formelen for netto driftsrentabilitet kan uttrykkes som følger:

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

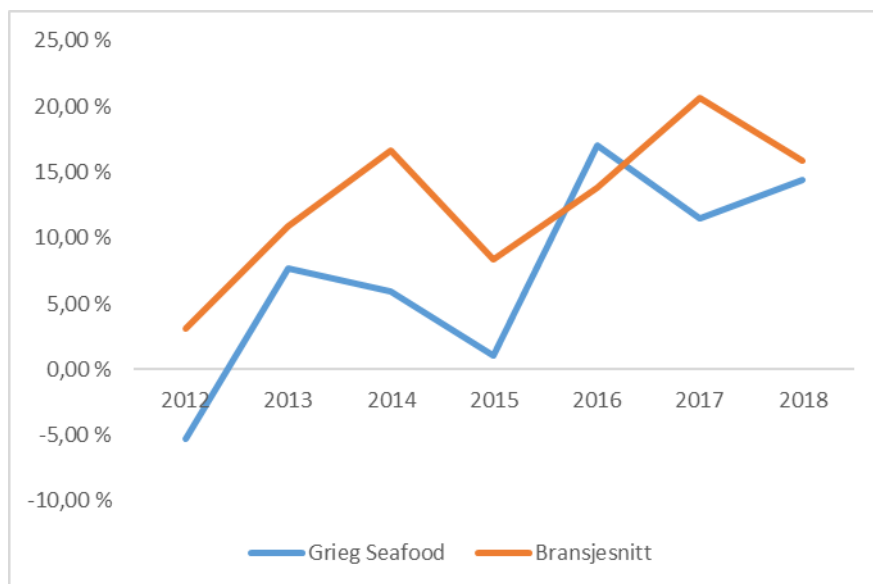
Formel 34 «Netto driftsrentabilitet» (Knivsfå, 2019d)

Tabell 23 og graf 11 nedenfor viser at også netto driftsrentabilitet ligger under bransjesnittet gjennom hele analyseperioden, med unntak av 2016. Det tidsvektede gjennomsnittet tilsier også en lavere lønnsomhet for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen. Som for rentedekningsgraden svinger også dette forholdstallet i takt med konjunktorene og utvikling i lakseprisen. Vi ser at i 2012 og 2015 som var dårlige år for oppdrettsbransjen var netto driftsrentabilitet svak både for selskapet og bransjen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet	
Grieg Seafood	-	0,05	0,08	0,06	0,01	0,17	0,11	0,14	0,11
<i>Mowi</i>	0,02	0,07	0,09	0,06	0,10	0,19	0,12	0,11	
<i>Salmar</i>	0,06	0,16	0,19	0,13	0,21	0,28	0,25	0,22	
<i>NRS</i>	0,02	0,16	0,08	0,10	0,22	0,21	0,18	0,17	
<i>LSG</i>	0,05	0,14	0,36	0,10	0,12	0,20	0,15	0,17	
Bransjesnitt	0,03	0,11	0,17	0,08	0,14	0,21	0,16	0,15	

Tabell 23 «Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»

(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)



Graf 11 «Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»

(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

6.2.3 Kapitalstruktur

I analysen av selskapets soliditet inngår en statisk finansieringsanalyse. Den statiske finansieringsanalysen går ut på å avdekke hvordan selskapets eiendeler er finansiert med henholdsvis kortsiktig og langsiktig gjeld, samt egenkapital og minoritetsinteresser, på et gitt tidspunkt, her 31.12.2018. Analysen er gjerne uttrykt i form av en finansieringsmatrise (Knivsflå, 2019d). Denne kan man se vi har utarbeidet for både Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene i bransjen i tabell 24 nedenfor. Vi vil først introdusere relevant teori knyttet til finansieringsmatrisen, før vi drøfter resultatene for Grieg Seafood og bransjen.

I finansieringsmatrisen er eiendelene rangert etter illikviditet og kapitalen etter langsiktighet. På den måten blir analysen også nært knyttet opp mot likviditetsanalyse. Matrisen viser hvor mye av henholdsvis selskapets driftsrelaterte anleggsmidler (DAM), finansielle anleggsmidler (FAM), driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) og finansielle omløpsmidler

(FOM) som er finansiert med henholdsvis egenkapital (EK), minoritetsinteresser (MI), langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG), langsiktig finansiell gjeld (LFG), kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG) og kortsiktig finansiell gjeld (KFG). Egenkapital- og langsiktig finansiering er minst risikabelt, mens kortsiktig gjeldsfinansiering er mest risikabelt. Dette indikerer videre at desto fortere kurven går i bunn desto mindre risikabel og mer solid er finansieringen til selskapet (Knivsflå, 2019d).

Dersom selskapet klarer å finansiere omløpsmidlene med langsiktig kapital vil det være et «grønt flagg» for selskapets soliditet. I kontrast vil det være et «rødt flagg» dersom selskapets anleggsmidler må finansieres med kortsiktig kapital. Dette henger sammen med at desto mer kortsiktig gjeld et selskap innehar, desto større er sjansen for å komme i en likviditetskrise, sammenlignet med langsiktig finansiering via kilder som egenkapital og langsiktig gjeld (Knivsflå, 2019d).

Nedenfor i tabell 24 er finansieringsmatrisen for henholdsvis Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene i bransjen illustrert. Vi ser at Grieg Seafood klarer å finansiere 61% av sine driftsrelaterte omløpsmidler med langsiktig kapital, og videre er 39% finansiert med kortsiktig gjeld. Dette indikerer et «grønt flagg» for selskapet ettersom de klarer å finansiere en stor andel av sine driftsrelaterte omløpsmidler med langsiktig kapital. 40% av de driftsrelaterte omløpsmidlene er imidlertid finansiert med kortsiktig gjeld, og utgjør omkring 1.7 millioner. Selskapets anleggsmidler er i sin helhet finansiert med egenkapital. Alt i alt viser dette tegn til god soliditet for selskapet, og vi ser ingen faretegn.

Dersom vi sammenligner med bransjen ser vi at samtlige av de sammenlignbare selskapene til Grieg Seafood også klarer å finansiere en andel av sine driftsrelaterte omløpsmidler med langsiktig kapital. Mer spesifikt klarer Mowi å finansiere 73%, SalMar 50.5%, NRS 59% og Lerøy hele 84% av sine driftsrelaterte omløpsmidler med langsiktig kapital. Ingen av selskapene finansierer anleggsmidlene sine med kortsiktig gjeld, noe som gjør at vi kan utelukke «røde flagg» for bransjens kapitalstruktur. Vi ser at både Lerøy og Mowi skiller seg ut med svært god soliditet. Sammenlignet med bransjen gjør Grieg Seafood det godt i den statiske finansieringsanalysen, og det er ingen «røde flagg» eller tegn til bekymring for selskapets soliditet.

Samlet sett gjør oppdrettsbransjen det godt når det gjelder kapitalstruktur og soliditet. Vi anser finansieringsstrukturen til Grieg Seafood og resten av bransjen som god per 31.12.2018, og risikoen for likviditetskrise på kort sikt anses som lav.

Grieg Seafood		EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler	
DAM		kr 3 587 769,00						kr	3 587 769
%		100,00 %							44,06 %
FAM		1 160,00						kr	1 160
%		100,00 %							0,01 %
DOM		245	49	900	1 591	972			
%		123,00	458,00	179,00	071,00	563,00	795 166,00	kr	4 553 560
FOM							kr -	kr	-
%							-		0,00 %
TK		kr 3 834 052	kr 49 458	kr 900 179	kr 1 591 071	kr 972 563	kr 795 166	kr	8 142 489
%		47,09 %	0,61 %	11,06 %	19,54 %	11,94 %	9,77 %		100,00 %

Mowi		EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler	
DAM		kr 21 088,75						kr	21 089
%		100,00 %							49,71 %
FAM		3,30						kr	3
%		100,00 %							0,01 %
DOM		2 631,04	14,02	500,91	420,14	5 764,22	0,82	kr	21 331
%		12,38 %	0,07 %	16,48 %	44,33 %	27,13 %	0 %		50,28 %
FOM							-	kr	-
%							-		-
TK		kr 23 723	kr 14	kr 3 501	kr 9 420	kr 5 764	kr 1	kr	42 423
%		55,92 %	0,03 %	8,25 %	22,21 %	13,59 %	0,00 %		100,00 %

SALMAR		EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler	
DAM		kr 8 203 618,00						kr	8 203 618
%		100,00 %							54,20 %
FAM		7 324,00						kr	7 324
%		100,00 %							0,05 %
DOM		837	91	1 541	1 019	2 686			
%		172,00	729,00	431,00	117,00	987,00	734 617,76	kr	6 911 054
FOM							13 570,24	kr	13 570
%							100,0 %		0,09 %
TK		kr 9 048 114	kr 91 729	kr 1 541 431	kr 1 019 117	kr 2 686 987	kr 748 188	kr	15 135 566
%		59,78 %	0,61 %	10,18 %	6,73 %	17,75 %	4,94 %		100,00 %

NRS		EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler	
DAM		kr 2 156 418,00						kr	2 156 418
%		100,00 %							52,71 %
FAM		18 601,00						kr	18 601
%		100,00 %							0,45 %
DOM		104	41	404	551	711			
%		224,00	542,00	759,00	054,00	722,00	48 111,12	kr	1 861 412
FOM							54 036,88	kr	54 037
%							100,00 %		1,32 %
TK		kr 2 279 243	kr 41 542	kr 404 759	kr 551 054	kr 711 722	kr 102 514	kr	4 090 834
%		55,72 %	1,02 %	9,89 %	13,47 %	17,40 %	2,51 %		100,00 %

Lerøy	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler
DAM	kr 15 870 667						kr 15 870 667
%	100,00 %						55,94 %
FAM	7 247,00						kr 7 247
%	100,00 %						0,03 %
DOM	274 975,00	981 401,00	2 510 366,00	4 550 698,00	1 537 976,74		kr 9 855 417
%	2,79 %	9,96 %	25,47 %	46,17 %	15,61 %		34,74 %
FOM					kr 1 607 533,3	1 031 868,00	kr 2 639 401
%					60,91 %	39,09 %	9,30 %
TK	kr 16 152 889	kr 981 401	kr 2 510 366	kr 4 550 698	kr 3 145 510	kr 1 031 868	kr 28 372 732
%	56,93 %	3,46 %	8,85 %	16,04 %	11,09 %	3,64 %	100,00 %

Tabell 24 «Kapitalstruktur for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

6.3 Syntetisk rating

Likviditets- og soliditetsanalysen utført i de foregående delkapitlene kan oppsummeres i en syntetisk rating av Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene i bransjen. Den syntetiske ratingen tar utgangspunkt i rammeverket til Knivsflå (2019d).

Rammeverket er utarbeidet med utgangspunkt i ratingmodellene til kredittvurderingsselskapet S&P Global Ratings, men bruker bare fire av forholdstallene, henholdsvis: likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Vi kan dermed bruke resultatene fra de foregående delkapitlene til å finne kredittratingen til Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene i bransjen. Likviditetspremien som tillegges avkastningskravet i kapittel 7 er basert på den syntetiske ratingen til selskapet.

Karakterskalaen går fra AAA til D, der AAA er den beste karakteren og uttrykker at selskapet har minimal likviditetsrisiko. Tabell 25 nedenfor, utarbeidet av Knivsflå (2019d), viser kravene for karaktersettingen og konkurssansynligheten knyttet til karakteren.

Syntetisk rating:					
Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	EK-prosent	Netto driftsrentabilitet	Konkurssansynlighet
AAA	11,6-8,9	16,9-11,6	0,94-0,895	0,35-0,308	0
AA	6,2-4,6	6,3-4,825	0,85-0,755	0,266-0,216	0,0002
A	3-2,35	3,35-2,755	0,66-0,55	0,166-0,131	0,0008
BBB	1,7-1,45	2,16-1,69	0,44-0,38	0,096-0,082	0,0026
BB	1,20-1,05	1,22-1,06	0,32-0,27	0,068-0,054	0,0097
B	0,9-0,75	0,9-0,485	0,22-0,175	0,04-0,026	0,0493
CCC	0,6-0,55	0,07-(-0,345)	0,13-0,105	0,012-(-0,016)	0,1261

CC	0,5-0,45	(-0,76-(-1,17))	0,08-0,03 (-0,02-(-	(-0,02-(-0,03))	0,2796
C	0,4-0,35	(-1,58-(-1,995))	0,10))	(-0,044-(-0,058))	0,5099
D	0,3-0	(-2,41)	(-0,18)	(-0,072)	0,8554

Tabell 25 «Syntetisk rating» (Knivsflå, 2019d)

Selv om rammeverket er et godt utgangspunkt for å vurdere kredittrisikoen til selskapet, innehar det også en del svakheter. Bransjespesifikke forhold er blant annet ikke hensyntatt.

Som diskutert i den strategiske delen er oppdrettsbransjen en svært kapitalintensiv bransje, kjennetegnet ved at biologiske eiendeler utgjør en stor andel av omløpsmidlene. Sistnevnte medfører som tidligere nevnt at bare en liten andel av omløpsmidlene til selskapene er likvide på kort sikt, grunnet den lange produksjonsprosessen i oppdrettsbransjen. Dette er ikke justert for i rammeverket, noe som medfører at grensene for kredittratingen til S&P og Knivsflå ikke blir like representative for selskapene i oppdrettsbransjen. Dette kan igjen gi et feilaktig bilde av risikoen forbundet med selskapet.

Grunnet oppgavens omfang velger vi å ikke gjøre noe ytterligere for å justere for dette i den syntetiske ratingen. Dette representerer følgelig en svakhet ved oppgaven vår. Vi har imidlertid utarbeidet et justert nøkkeltall for likviditetsgrad 2, «likviditetsgrad 2-2», for å ta hensyn til dette, og nøkkeltallet er med i den samlede vurderingen av selskapets likviditet.

En annen svakhet ved rammeverket til Knivsflå er at det bygger på relativt få forholdstall. Dette betyr at ratingen til selskapet kan inneholde feilkilder. Vi anser likevel ratingen vi kommer frem til som rimelig.

Resultat:

Tabell 26, illustrert nederst i delkapitlet, viser ratingen til Grieg Seafood og bransjesnittet. Basert på de fire forholdstallene får Grieg Seafood en tidsvektet rating på A og bransjen en tidsvektet rating på AA. Ettersom ratingen skal brukes videre i oppgaven, blant annet til å fastsette avkastningskravet i kapittel 7, er det viktig at ratingen synes rimelig også ut ifra den strategiske risikoanalysen utført i kapittel 3.4.

I den eksterne bransjeanalysen kom vi frem til at oppdrettsnæringen har vært svært lønnsom de siste årene, hovedsakelig forårsaket av høye inngangsbarrierer som følge av konsesjonsavhengigheten til selskapene og høyt kapitalbehov. I SWOT-analysen kom vi frem til at volatil laksepris og biologiske utfordringer utgjør betydelige risikoelementer for

fremtidig lønnsomhet i bransjen. Relevante forholdstall fra risikoanalysen vår er som tidligere nevnt sterkt påvirket av svingninger i laksepris og varierer i takt med konjunktorene i bransjen. Dette utgjør et risikoelement for både likviditeten og soliditeten til selskapet.

Ettersom vi vurderer konkurrisikoen til selskapet som lav anser vi en A i kredittrating for selskapet som rimelig. De biologiske utfordringene bransjen står ovenfor representerer imidlertid en sentral usikkerhetsfaktor. Følgelig velger vi å anta at selskapet og bransjen samlet sett ligger i nedre sjikt av ratingene sine.

Ut ifra denne kredittvurderingen synes Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene å være godt rustet for eventuell fremtidig nedgang i oppdrettsnæringen som følge av potensiell mislykket håndtering av de biologiske utfordringene eller reduksjon i lakseprisen.

Likviditets- og soliditetsanalysen til Grieg Seafood indikerer en høyere finansiell risiko knyttet til selskapet på kort sikt enn på lang sikt. Likviditetsgrad 2-2, som også hensyntar den store andelen illikvide biologiske eiendeler i selskapet, er spesielt svak. Vi ser likevel ingen bekymringsverdige tegn for øyeblikket. Sammenlignet med bransjen gjør Grieg Seafood det dårligere på samtlige forholdstall som inngår i risikoanalysen, noe som indikerer at selskapet ikke sitter med noen likviditets- eller soliditetsfordeler relativt til bransjen. Dette er i tråd med den strategiske ressursanalysen, der vi konkluderer med at selskapet ikke sitter med noen ressursfordel sammenlignet med bransjen. I fremtiden antar vi imidlertid at Grieg Seafood sin kredittrisiko vil fortsette å konvergere mot bransjesnittet på samtlige områder, noe som er positivt for selskapet.

Alt i alt taler dette for at Grieg Seafood burde ha en lavere ratingkarakter enn bransjen ettersom de presterer svakere på samtlige forholdstall i analysen. Både den tidsvektede ratingen og den mest oppdaterte ratingen for 2018 viser en rating for Grieg Seafood på A og bransjen AA. Ratingen indikerer en lav konkurssannsynlighet for Grieg Seafood på 0.08 prosent. Vi forsøkte å finne kredittratingen til selskapet hos en av de store kredittratingbyråene, deriblant S&P, Moody's eller Fitch. Ingen av selskapene har imidlertid utført rating av Grieg Seafood. Dette gjør det vanskelig for oss å sammenligne ratingen vi kommer frem til. Andre offentlig publiserte verdsettelsler av Grieg Seafood har dog kommet i nærheten av vår rating.

Gitt vår analyse av kredittrisikoen til selskapet og bransjen i de foregående kapitlene anser vi ratingen av både Grieg Seafood og bransjen som rimelig. Videre i oppgaven vil vi ta utgangspunkt i disse ratingene for å vurdere kredittrisikoen til selskapet og bransjen.

Grieg Seafood	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet	
Likviditetsgrad 1	1,81 -	BBB 2,24	A A	2,04 A	2,34 A	2,50 A	2,44 A	2,58 A	2,40
Rentedekningsgrad	0,81	CC 6,12	AA 2,60	A 0,93	B 11,06	AAA 15,06	AAA 2,50	A 10,14	
Egenkapitalprosent	0,36 -	BBB 0,42	BBB 0,40	BBB 0,35	BBB 0,40	BBB 0,40	BBB 0,48	BBB 0,41	
Netto driftsrentabilitet	0,05	C 0,08	BBB 0,06	BB 0,01	CCC 0,17	A 0,11	BBB 0,14	A 0,11	
Gjennomsnittsrating		B	A	A	B	AA	A	A	A

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet	
Likviditetsgrad 1	2,53	A 3,24	A 3,04	A 3,00	A 2,77	A 2,54	A 3,03	A 2,84	
Rentedekningsgrad	3,29	A 10,31	AAA 12,89	AAA 9,73	AAA 17,68	AAA 12,71	AAA 18,69	AAA 14,33	
Egenkapitalprosent	0,44	BBB 0,48	BBB 0,44	BBB 0,45	BBB 0,45	BBB 0,54	A 0,57	A 0,50	
Netto driftsrentabilitet	0,03	B 0,11	A 0,17	A 0,08	BBB 0,14	A 0,21	AA 0,16	A 0,15	
Gjennomsnittsrating		A	A	A	A	A	AA	AA	AA

Tabell 26 «Syntetisk rating for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

7. Historiske avkastningskrav

I dette kapitlet vil vi beregne historiske avkastningskrav for Grieg Seafood basert på inputvariabler fra tidsperioden 2012-2018.

Som nevnt i kapittel 4 er avkastningskrav en alternativkostnad som skal representere hvilken avkastning investorer kan oppnå ved en alternativ plassering av kapitalen med samme risiko. Et selskap kan finansiere virksomheten via ulike kilder til egenkapital og gjeld. Ulike finansieringskilder innehar forskjellig risiko, og følgelig vil den forventede avkastningen og avkastningskravet blant selskap variere (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152).

I teoridelen ga vi en forenklet presentasjon av hvordan man kan estimere totalavkastningskravet til selskapet. I de påfølgende delkapitlene vil vi gå mer detaljert til verks. For å komme frem til det mest fornuftige avkastningskravet for Grieg Seafood har vi valgt å benytte oss av en kombinasjon av rammeverket til Knivsflå, McKinsey, samt Kaldestad & Møller.

Det finnes to måter å anvende avkastningskravet på. Først og fremst kan det benyttes som en målestokk for rentabilitet for å si noe om selskapets evne til å generere merverdi. Da vil en rentabilitet utover avkastningskravet indikere at selskapet har en avkastning i forhold til risiko som overstiger forholdet mellom avkastning og risiko i markedet, og dermed får man en positiv netto nåverdi og såkalt «superprofitt». Kravet kan også benyttes som diskonteringsrente ved beregning av verdien til et selskap (Knivsflå, 2019e). Ettersom vi utarbeider avkastningskravet for verdsettelsesformål benytter vi den til begge deler.

I første delkapittel vil vi gi en kort presentasjon av sentral teori knyttet opp til emnet, herunder kapitalverdimodellen og vektet kapitalavkastningskrav.

De resterende delkapitlene omhandler teori knyttet opp mot og estimering av sentrale inputvariabler og ulike avkastningskrav som inngår i totalkapitalverdimodellen. Vi vil beregne historisk egenkapitalkrav, minoritetskrav, finansielle gjeldskrav og totalavkastningskrav for Grieg Seafood. Avslutningsvis vil også avkastningskravene til selskapet sammenlignes med bransjesnittet.

7.1 Vektet kapitalavkastningskrav

Ifølge Knivsflå (2019e) defineres kravet til netto driftskapital eller sysselsatt kapital som selskapets gjennomsnittlige kapitalkostnad, også kjent som WACC, «Weighted Average Cost of Capital».

Kravet beregnes ved å vekte kostnaden til selskapets finansieringer med deres tilhørende markedsverdier. Med finansiering menes hovedsakelig egenkapital, minoriteter og finansiell gjeld. Det faktum at det er knyttet ulik risiko og dermed ulik forventet avkastning til de ulike finansieringskildene gjør at vi er nødt til å foreta en vektning for å komme frem til gjennomsnittlig kapitalkostnad. Gitt denne sammenhengen kan selskapets gjennomsnittlige kapitalkostnad også defineres som den gjennomsnittlige risikoen knyttet til selskapets finansieringer.

Modellen for beregning av selskapets gjennomsnittlige kapitalavkastningskrav kan uttrykkes på to måter, i form av sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav:

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

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

Der

Ekk = egenkapitalkrav

EK = egenkapital

SSK = sysselsatt kapital

Mik = minoritetskrav

MI = minoritet

Fgk = finansielt gjeldskrav

FG = finansiell gjeld

NDK = netto driftskapital

Nfgk = netto finansielt gjeldskrav

NFG = netto finansiell gjeld

Formel 35 «Formel for beregning av total kapitalavkastningskravene» (Knivsflå, 2019e)

7.1.1 Finansielle krav

I totalavkastningskravet inngår to finansielle krav, herunder finansielt gjeldskrav og netto finansielt gjeldskrav. De finansielle avkastningskravene som inngår i totalavkastningskravene kan i stor grad relateres til risikoen forbundet med selskapet. Sammenhengen er at dersom det innebærer høy risiko å investere i et selskap, vil det finansielle kravet, for å eksempelvis ta opp lån eller utstede obligasjoner, være høyere, og visa versa.

Netto finansielt gjeldskrav beregnes ved å vekte finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Det finansielle gjeldskravet er summen av risikofri rente etter skatt og relevant kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien blir satt basert på ratingen til selskapet og det finansielle eiendelskravet beregnes ut ifra en vektning av selskapets finansielle kontant-, fordring- og investeringskrav (Knivsflå, 2019e). Modellen for beregning av selskapets netto finansielle gjeldskrav kan uttrykkes slik:

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

$$\text{Finansielt gjeldskrav (fgk)} = rf * (1 - s) + krp$$

Finansielt eiendelskrav (fek)

$$= \text{kontantkrav} * \frac{KON}{FE} + \text{fordringskrav} * \frac{FOR}{FE} + \text{investeringskrav} * \frac{INV}{FE}$$

Der:

FG = finansiell gjeld

NFG = netto finansiell gjeld

FE = finansielle eiendeler

KON = kontanter

FOR = fordringer

INV = investering

Formel 36 «Formel for beregning av finansielle krav» (Knivsflå, 2019e)

7.1.2 Kapitalverdimodellen

Den mest anvendte modellen i praksis for å estimere avkastningskravet til selskapets egenkapital er kapitalverdimodellen, også kjent som CAPM («Capital Asset Pricing Model»). Modellen gir uttrykk for forholdet mellom risiko og forventet avkastning.

Egenkapitalkravet skal gjenspeile hvor risikabel en investering i selskapet er sammenlignet med en investering i markedsindeksen. Betakoeffisienten i formelen er den inputfaktoren som reflekterer hvorvidt en investering i selskapet er mer eller mindre risikabelt enn en investering i markedsindeksen, ettersom denne uttrykker investeringens sensitivitet for markedsrisiko. Egenkapitalkravet øker naturlig i takt med betakoeffisienten. Vi vil komme nærmere inn på de sentrale inputfaktorene i modellen i egne delkapitler senere i oppgaven.

En sentral forutsetning som ligger til grunn i kapitalverdimodellen er effisiente kapitalmarkeder og veldiversifiserte investorer (Knivsflå, 2019e). Som følge av dette gir avkastningskravet kun kompensasjon for systematisk markedsrisiko og ikke for usystematisk, selskapsspesifikk risiko. Kompensasjonen er uttrykt ved betakoeffisienten. Disse forutsetningene er imidlertid sterkt kritisert av mange ettersom de anses som urealistiske.

I praksis er kapitalmarkedene ineffisiente og den usystematiske, selskapsspesifikke risikoen relevant. Kapitalmarkedene er preget av en viss markedssvikt som gjør at full diversifisering ikke er optimalt (Knivsflå, 2019e). Som følge av dette legger man til en illikviditetspremie i formelen, med formål om å få et avkastningskrav som reflekterer den totale risikoen knyttet til å investere i selskapet. Illikviditetspremien kan anses som en ekstra faktorpremie som tillegges markedspremien og reflekterer faktorer som forutsetningene i kapitalverdimodellen i utgangspunktet ikke tar hensyn til (Knivsflå, 2019e). Modellen for beregning av selskapets egenkapitalkrav kan uttrykkes slik:

$$Egenkapitalkrav (ekk) = rf * (1 - s) + Bek * mrp + ILPek$$

Der:

Rf = risikofri rente

$Bek = \text{egenkapitalbeta}$

$Mrp = \text{markedspremien}$

$ILP = \text{illikviditetspremie}$

$S = \text{skattesats}$

Formel 37 «Formel for beregning av egenkapitalkrav» (Knivsflå, 2019e)

I tillegg til det opprinnelige egenkapitalkravet er vi nødt til å beregne krav for minoritetene. Minoritetsinteresser (ikke-kontrollerende interesser) er egenkapital i konsernet gjennom at minoriteten eier fra 0 til 50% av datterselskapene i konsernet. Forskjellen mellom minoritets- og egenkapitalsinvesteringer er at minoritetene har en mye større innlåsningsrisiko. Som følge av dette vil minoriteten kreve en ekstra illikviditetspremie som kompensasjon for denne risikoen (Knivsflå, 2019e). Modellen for beregning av selskapets minoritetskrav kan uttrykkes slik:

$$\text{Minoritetskrav (mik)} = \text{ekkCAPM} + \text{ilpMI}$$

Der:

$\text{EkkCAPM} = \text{egenkapitalkravet beregnet med kapitalverdimodellen}$

$\text{ilpMI} = \text{illikviditetspremie til minoritet}$

Formel 38 «Formel for beregning av minoritetskrav» (Knivsflå, 2019e)

7.2 Krav til egenkapital og minoritet

I dette delkapittelet vil vi gå mer detaljert inn på de sentrale inputfaktorene som trengs for å beregne egenkapital- og minoritetskravene ved bruk av kapitalverdimodellen. Først vil vi gå inn på beregning av risikofri rente, deretter egenkapitalbeta, markedets risikopremie og illikviditetspremie.

7.2.1 Beregning før og etter skatt

Siden egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt er sammenligningsgrunnlaget nødt til å være en nominell rente etter skatt. Dette gjelder både for beregning av risikofri

rente, egenkapitalbeta og markedspremie. Der skatt er lik selskapsskattesatsen (Knivsflå, 2019e).

7.2.2 Kreditrisiko

For selskaper som innehar en viss konkurs- eller misligholdsrisiko må det beregnes en kreditrisiko. Kreditrisiko er den faren som långiver har for at lånet pluss avtalt rentebetaling helt eller delvis blir misligholdt, og på den måten påfører långiver tap gjennom gjeldsforhandling eller konkurs. Etersom kreditrisikoen ikke kan diversifiseres bort er den dermed å anse som systematisk for kreditor.

7.2.3 Risikofri rente

Kaldestad & Møller definerer den risikofrie renten som avkastningen på verdipapirer som verken har konkurs- eller misligholdsrisiko. Den risikofrie renten reflekterer med andre ord avkastningen man kan oppnå på sikre investeringer. Følgelig må alle risikable investeringer gi en avkastning høyere enn den risikofrie renten. Det finnes flere måter å beregne den risikofrie renten på.

Ifølge McKinsey (Koller, Goedhart og Wessels, 2015, s. 289) er det i utgangspunktet kun statsobligasjoner som oppfyller kravene for å være risikofrie verdipapirer. Følgelig kan den norske statsobligasjonsrenten benyttes som utgangspunkt ved estimering av den risikofrie renten. Det er da den tiårige statsobligasjonen som normalt benyttes. Knivsflå (2019e) argumenterer for at det imidlertid fortsatt vil 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. Dette kan være tilfellet for mange statsobligasjoner, men vi antar at den norske stat er risikofri ettersom sannsynligheten for konkurs er tilnærmet lik null, og dermed mener vi det verken er relevant eller nødvendig å trekke fra noen risikopremie her.

Alternativt kan man benytte en tre måneders (3M) Nibor-rente ved estimering av den risikofrie renten. Nibor-renten er den kortsiktige lånerenten mellom banker. Her er det imidlertid viktig å trekke fra en kortsiktig risikopremie knyttet til gjennomsnittlig rating for banker (Knivsflå, 2019e).

Valget mellom disse to tilnærmingene avhenger av ulike faktorer. Dersom man velger den kortsiktige Nibor-renten vil det føre til et mer ustabil avkastningskrav ettersom en kortsiktig

rente svinger mer enn en langsiktig rente. Kaldestad & Møller (2016, s. 157) påstår at ulempen med en langsiktig statsobligasjon er at den i prinsippet ikke er risikofri ettersom den inneholder en viss likviditets- og inflasjonsrisikopremie. PwC og Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) utførte en undersøkelse knyttet til risikopremien i det norske aksjemarkedet. Her skriver de blant annet at det i praksis er mest vanlig å benytte den tiårige statsobligasjonen som risikofri rente (PwC, «Risikopremien i det norske markedet», 2017).

I utarbeidelsen av egenkapitalbeta for Grieg Seafood har vi valgt å benytte oss av den tiårige statsobligasjonen som risikofri rente. For et mest mulig presist avkastningskrav er det viktig med konsistente utregninger som baserer seg på de samme tallene. Det at den tiårige statsobligasjonen også er mest anvendt i praksis taler for å benytte oss av denne som estimat på den risikofrie renten til selskapet. Selv om rammeverket til Knivsflå anbefaler å bruke 3M Nibor-rente, velger vi på bakgrunn av nevnte faktorer å benytte oss av den tiårige statsobligasjonen til Norge som risikofri rente. Resultatene for risikofri rente i tidsperioden 2012-2018 er illustrert nedenfor i tabell 27.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gjennomsnittlig bankrating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Skattesats	28,00 %	28,00 %	27,00 %	27,00 %	25,00 %	24,00 %	23,00 %
10 årig norsk statsobligasjon	2,10 %	2,58 %	2,52 %	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,90 %
- Kort kredittrisikopremie	0	0	0	0	0	0	0 %
Risikofri rente før skatt	2,10 %	2,58 %	2,52 %	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,90 %
- Skatt	0,59 %	0,72 %	0,68 %	0,42 %	0,33 %	0,39 %	0,44 %
Risikofri rente etter skatt	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,46 %

Tabell 27 «Risikofri rente for Grieg Seafood i tidsperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Vi ser en fallende risikofri rente etter 2013 med ett bunnpunkt i 2016. Gjennomsnittet av risikofri rente etter skatt for hele perioden er 1,44%. Vi vil benytte oss av disse risikofrie rentene videre i analysen av selskapets historiske avkastningskrav.

7.2.4 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen kan defineres som den systematiske markedsrisikoen knyttet til en aksje sammenlignet med markedsporteføljens risiko. Med andre ord bestemmes egenkapitalbetaen av hvor volatil aksjekursen er sammenlignet med aksjemarkedet. Markedsporteføljens beta er satt til én, ettersom det er den forventede betaverdien til bransjen. Dersom betaverdien til selskapet er høyere enn én betyr det at selskapets aksje er mer utsatt for systematisk markedsrisiko enn markedsporteføljen, og visa versa.

Matematisk estimerer vi selskapets egenkapitalbeta ved å dividere kovariansen mellom aksjen, r , og aksjemarkedet (OSEBX), rm , med variansen til aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160). Formelen kan uttrykkes slik:

$$\beta_{EK} = \frac{\text{kov}(r, rm)}{\text{var}(rm)}$$

Formel 39 «Egenkapitalbetaen til egenkapitalkravet» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160)

Da Grieg Seafood er notert på børs er det mest nærliggende å benytte historisk kursdata for å estimere egenkapitalbetaen til selskapet. Vi har ved bruk av formler i Excel regnet på kovariansen mellom Grieg Seafood sine historiske aksjekurser og hovedindeksen til Oslo Børs (OSEBX), samt variansen til OSEBX, for å videre ende opp med den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen til Grieg Seafood. Analysen er basert på ukentlige observasjoner av aksjekursene og markedsindeksen seks år tilbake i tid: 2013 til 2018, innhentet fra Amadeus.

Da empirisk teori tilsier at betaestimatet på sikt vil tendere mot den gjennomsnittlige betaen på én, gjør vi en justering av estimatene for å normalisere betaene. Dette gjøres ved bruk av følgende vektning: $(2/3) * \text{beta} + (1/3) * 1$. I tabellen nedenfor presenteres den estimerte og justerte egenkapitalbetaen for Grieg Seafood i 2018.

	GSF
Egenkapitalbeta	0,81
Justert EK-beta*	0,88

Tabell 28 «Egenkapitalbeta for Grieg Seafood i 2018» (Egenprodusert, basert på tall hentet fra Amadeus)

Den historiske justerte egenkapitalbetaen til Grieg Seafood for 2018 estimeres til 0.88. En beta under én indikerer som nevnt at selskapet har hatt en lavere volatilitet enn markedet gjennom analyseperioden, og følgelig er mindre utsatt for systematisk markedsrisiko enn markedsporteføljen. Etersom den benyttede markedsindeksen som nevnt har en skjevfordeling mot oljeindustrien og oljeaksjer, virker betaestimatet for bransjen rimelig med tanke på at det har vært betydelig svingninger i oljeprisen gjennom analyseperioden som i stor grad har påvirket markedsindeksen. Oppdrettsbransjen på sin side er sterkt påvirket av svingninger i lakseprisen, men denne har ikke vært like volatil som oljeprisen i løpet av perioden.

Vi har også gjort en regresjon mellom den logaritmiske avkastningen til Grieg Seafood og OSEBX som en annen tilnærming for å finne egenkapitalbetaen. Vi brukte ukentlige kurser

fra 2013 til 2018 og gjennomførte regresjonen i Excel. Resultatet fra regresjonen er vist nedenfor i tabell 29. Dette gjorde vi i hovedsak for å få frem forklaringskraften i regresjonen som regner ut egenkapitalbetaen. Regresjonen gir en betaverdi på 0.813, som er lik metoden vist ovenfor. Regresjonen gir oss en forklaringskraft på 0.095. Dette er en lav verdi og vitner om at Grieg Seafood møter mye selskaps-spesifikk risiko ettersom markedsvariasjonen bare forklarer 9.5% av avkastningen for Grieg Seafood.

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,308
R-kvadrat	0,095
Justert R-kva	0,092
Standardfeil	0,052
Observasjon	365

<i>Variansanalyse</i>					
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,101	0,101	38,093	0,000
Residualer	363	0,964	0,003		
Totalt	364	1,065			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Vederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspur	0,007	0,003	2,647	0,008	0,002	0,012	0,002	0,012
X-variabel 1	0,813	0,132	6,172	0,000	0,554	1,072	0,554	1,072

Tabell 29 «Regresjon for å finne egenkapitalbetaen til Grieg Seafood for 2018» (Egenprodusert)

7.2.5 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie utgjør meravkastningen investor forventer å få ved en investering i markedsporteføljen kontra en risikofri plassering. Risikopremien vil reflektere investors toleranse for systematisk markedsrisiko. Som nevnt tidligere i oppgaven vil markedets risikopremie alltid være etter skatt (Knivsflå, 2019e).

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

R_m = markedets avkastning

R = risikofri rente

S = skattesats

Formel 40 «Markedets risikopremie» (Knivsflå, 2019e)

Den mest anvendte metoden i praksis for å estimere markedets risikopremie er å sammenligne historisk avkastning på markedsindeksen med risikofri rente. Estimater er

basert på gjennomsnittet av den gjennomsnittlige geometriske- og aritmetiske avkastningen utover den risikofrie renten gjennom tidsperioden 1985-2017.

Tabell 30 nedenfor viser at gjennomsnittlig normalisert risikopremie i analyseperioden 2012 til 2017 er estimert til 5%. 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 2012-2017.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Årlig risikopremie kort 95-t	0,04	0,05	0,05	0,04	0,05	0,05	0,05
Vekt	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Årlig risikopremie lang 58-t	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Vekt	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
Markedsrisikopremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06	0,06	0,05

Tabell 30 «Markedets risikopremie etter skatt for Grieg Seafood i perioden 2012-2017» (Egenprodusert)

Da vi ikke fant kurser for Oslo børs sin indeks tilbake tidligere enn 1997, valgte vi å bruke kilde på «årlig risikopremie på lang sikt». Her har vi brukt tallene vi finner i forelesningsnotatene til Knivsflå (2019e). Det at vi får andre tall knyttet til den kortsiktige risikopremien skyldes at vi bruker en 10-årig norsk statsobligasjon, mens Knivsflå bruker 3-måneders NIBOR. Årsaken til at vi ikke har regnet ut markedsrisikopremien for 2018 er at vi ikke fant årlig risikopremie på lang sikt for 2018 i forelesningsnotatene til Knivsflå.

7.2.6 Illikviditetspremie

Grunnet kapitalverdimodellen sine urealistiske forutsetninger om et perfekt kapitalmarked, tillegges det en ekstra risikopremie til egenkapitalkravet. Denne premien omtales som en illikviditetspremie. Ulike imperfeksjoner i praksis vil gjøre at investorene krever en kompensasjon utover det å bære markedsrisiko. Ettersom det er lite teori for fastsettelse av illikviditetspremien vil estimatet gjerne baseres på en skjønnsmessig vurdering (Knivsflå, 2019e). Faktorer som gjerne tas med i vurderingen er eksempelvis graden av markedssvikt og innlåsing i den aktuelle aksjen, samt selskapsspesifikk risiko og eventuelle vridningseffekter av eierskatter (Knivsflå, 2019e).

Det at Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene er blant de mest omsatte aksjene på Oslo Børs tilsier en lav illikviditetspremie generelt i bransjen. Grieg Seafood har en eierstruktur med én dominerende aksjonær, Grieg Holding, som kontrollerer 49.97% av

aksjene (Grieg Seafood, «Årsrapport 2017», 2018). Til sammenligning kontrollerer den største aksjonæren i Mowi omtrent 16%, hvilket tilsier at innlåsningsrisiko er langt større for aksjonærene i Grieg Seafood enn i Mowi (Marine Harvest, «Integrated Annual Report 2017», 2018).

Den lave forklaringskraften vi fikk i regresjonen i delkapittel 7.2.4 vitner om høy grad av selskapsspesifikk risiko da vi fikk en R i annen på 0.095. Vi velger å la dette komme til uttrykk gjennom illikviditetspremien og dette momentet øker premien betydelig. Finansiell teori fastslår at selskapsspesifikk risiko kan diversifiseres bort og følgelig ikke burde øke avkastningskravet. Risikoen knyttet til selve kontantstrømmen skal dermed komme frem i selve budsjetteringen av kontantstrømmen. Dette perspektivet taler for å ikke øke illikviditetspremien som følge av en lav forklaringskraft på regresjonen som er gjennomført. Vi leser imidlertid fra en artikkel skrevet av Gunnar A. Dahl (2010) at det viser seg at man ofte ikke får tatt hensyn til denne risikoen i tilstrekkelig grad. Vi velger derfor å øke illikviditetspremien som følge av lav R i annen.

Etter en skjønnsmessig vurdering settes som følge av dette illikviditetspremien for majoriteten til 1%, særlig på grunn av høy grad av usystematisk risiko. Dette kan virke som en noe høy illikviditetspremie. Denne vurderingen ble tatt i sammenheng med at vi mener avkastningskravet blir for lavt ved å følge rammeverket uten å ta med en slik illikviditetspremie.

Minoriteten er mer innelåst enn den dominerende majoriteten og følgelig vil illikviditetspremien normalt være høyere. Basert på skjønnsmessig vurdering fastsettes minoritetens illikviditetspremie således til 2%.

7.3 Finansielle krav

I dette delkapitlet vil vi estimere det finansielle gjeldskravet, netto finansielt gjeldskrav, samt nødvendige inputvariabler for Grieg Seafood. Estimaten vil bli benyttet til beregning av henholdsvis sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav senere i kapitlet.

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet skal reflektere kostnaden ved å låne penger i kredittmarkedet, og er sammensatt av den risikofrie renten og en kredittrisikopremie (Knivsflå, 2019e). Premien øker naturlig i takt med risikoen forbundet med selskapet. Med risiko mener vi sannsynligheten for konkurs og tapsprosenten ved konkurs. Ifølge Knivsflå er kredittrisiko en forventet, systematisk kostnad for kreditor som må legges til lånerenten for å komme frem til det finansielle gjeldskravet. Formelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Finansielt gjeldskrav etter skatt} = \text{risikofri rente etter skatt} + \text{kredittrisikopremie}$$

Formel 41 «Finansielt gjeldskrav etter skatt» (Knivsflå, 2019e)

Estimatene for normal kredittrisikopremie etter skatt med utgangspunkt i syntetisk rating er presentert i tabell 31. Disse er hentet fra Knivsflå sine forelesningsplansjer. Premien til selskapet fastsettes basert på den syntetiske ratingen til selskapet. Det er mest relevant 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	0,20 %	0,40 %	0,60 %
AA	0,40 %	0,40 %	0,80 %
A	0,60 %	0,40 %	1,00 %
BBB	1,00 %	0,40 %	1,40 %
BB	2,70 %	0,40 %	3,10 %
B	4,00 %	0,40 %	4,40 %
CCC	7,90 %	0,40 %	8,30 %
CC	14,50 %	0,40 %	14,90 %
C	21,00 %	0,40 %	21,40 %
D	27,60 %	0,40 %	28,00 %

Tabell 31 «Estimat på kredittrisikopremie, utarbeidet av Knivsflå»

For Grieg Seafood som har en A i syntetisk rating basert på Knivsflå sitt rammeverk, vil det være mest nærliggende å benytte en kredittrisikopremie på 1% i 2018. Følgelig blir det finansielle gjeldskravet til Grieg Seafood estimert til 2.46%. Nedenfor i tabell 32 er kredittrisikopremie og finansielt gjeldskrav for tidsperioden 2012-2018 illustrert.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Syntetisk rating	B	BBB	AA	B	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,46 %
Kredittrisikopremie	4,40 %	1,40 %	0,80 %	4,40 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Finansielt gjeldskrav	5,91 %	3,26 %	2,64 %	5,55 %	2,00 %	2,25 %	2,46 %

Tabell 32 «Finansielt gjeldskrav etter skatt» (Egenprodusert)

Vi anser det estimerte finansielle gjeldskravet som noe lavt ettersom selskapets rentekostnader i perioden tilsier et gjennomsnittlig rentenivå omkring fire-fem prosent. Som følge av dette kan man si at det fundamentale rammeverket undervurderer risikoen knyttet til selskapet. Det kan være mer realistisk å benytte seg av gjennomsnittsverdier til rentekostnaden selskapet betaler. Vi velger likevel å følge rammeverket og modellen til Knivsflå. Det er imidlertid viktig å understreke at det lave finansielle gjeldskravet kan påvirke det totale avkastningskravet til selskapet og følgelig den videre analysen.

Finansiell gjeldsbeta

Implisitt finansiell gjeldsbeta er lik kredittrisikopremien dividert på markedsrisikopremien multiplisert med den delen av kredittrisikopremien som er markedsrelatert. Den siste delen er den delen av kredittrisikoen som oppstår i økonomien generelt og ligger mellom null og én (Knivsflå, 2019e). Mer definert utgjør den finansielle gjeldsbetaen den systematiske risikoen til kreditor. Formelen kan uttrykkes slik:

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

Der:

Mrd = markedsdelen av kredittrisikopremien

Krp = kredittrisikopremie

Mrp = markedsrisikopremie

Formel 42 «Finansiell gjeldsbeta» (Knivsflå, 2019e)

For å finne markedsrisikodelen kan man benytte seg av R i annen tallet fra regresjonsanalysen utført i kapittel 7.2.4 og multiplisere med en justeringsfaktor på 1/3 for å reflektere gjeldsavkastningen (Knivsflå, 2019e). Dette gir oss en markedsrisikodel på 0.0317 for 2018. Den langsiktige kredittrisikopremien og markedspremien ble utredet tidligere i kapittelet. Nedenfor i tabell 33 er resultatene for historisk finansiell gjeldsbeta presentert. Den finansielle gjeldsbetaen for 2018 er 0.006, og vi ser at den har holdt seg relativt lav gjennom hele analyseperioden. Dette er i tråd med vår analyse ovenfor om finansielt gjeldskrav som ble lavt grunnet stor andel risikofrie kontanter.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Langsiktig kreditrisikopremie	4,40 %	1,40 %	0,80 %	4,40 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Markedspremie	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %
Markedsrisikodel FG	3,17 %	3,17 %	3,17 %	3,17 %	3,17 %	3,17 %	3,17 %
Finansiell gjeldsbeta	0,028	0,009	0,005	0,028	0,006	0,006	0,006

Tabell 33 «Finansiell gjeldsbeta til Grieg Seafood i tidsperioden 2012-2017» (Egenprodusert)

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler består av kontanter, finansielle fordringer og finansielle investeringer (Knivsflå, 2019e). Videre er det finansielle eiendelskravet lik det vektete kravet mellom kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet. Formelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Finansielt eiendelskrav (fek)} = rf * (1 - s) * \frac{KON}{FE} + (rf * (1 - s) + \beta INV * mrp + ilpINV) * \frac{INV}{FE}$$

Der:

KON = kontanter

Rf = risikofri rente

βINV = investeringsbeta

FE = finansielle eiendeler

Krp = kreditrisikopremie

Mrp = markedsrisikopremie

FOR = fordringer

S = skattesats

INV = investeringer

Ilp = illikviditetspremie

Formel 43 «Formel for beregning av finansielt eiendelskrav» (Knivsflå, 2019e)

Kontanter antas å være tilnærmet risikofrie, noe som tilsier at avkastningen er lik den risikofrie renten. Ettersom finansielle fordringer innebærer en risiko for tap, tillegges denne en kreditrisikopremie på den risikofrie renten. I Grieg Seafood sitt tilfelle anses imidlertid alle fordringene å være driftsrelaterte, og følgelig blir denne delen av det finansielle eiendelskravet lik null. De finansielle investeringene tillegges også en illikviditetspremie og

kravet samsvarer med kravet til investeringer i aksjemarkedet, det vil si markedspremien (Knivsflå, 2019e).

Det ligger tre forutsetninger til grunn for beregning av det finansielle eiendelskravet. For det første forutsettes det at investeringsbetaen settes lik den gjennomsnittlige betaen på én, og at illikviditetspremien settes lik null ettersom at de finansielle investeringene anses som lett omsettelige (Knivsflå, 2019e).

I tabell 34 nedenfor kan man se utregningen av det finansielle eiendelskravet for Grieg Seafood i tidsperioden 2012-2018. Det gjennomsnittlige kravet i 2018 er 6.5%. Vi ser at Grieg Seafood kun hadde finansielle investeringer i denne perioden, og følgelig blir det finansielle eiendelskravet likt investeringskravet i 2018.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kontantkrav	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,46 %
Kontantvekt (KON/FE)	99 %	99 %	98 %	100 %	100 %	99 %	0 %
Fordringskrav	0	0	0	0	0	0	0
Fordringsvekt (FOR/FE)	0	0	0	0	0	0	0
Investeringskrav	6,54 %	6,89 %	6,87 %	6,18 %	6,03 %	6,28 %	6,50 %
Investeringsvekt(INV/FE)	1 %	1 %	2 %	0 %	0 %	1 %	100 %
Finansielt eiendelskrav	1,55 %	1,92 %	1,92 %	1,17 %	1,02 %	1,29 %	6,50 %

Tabell 34 «Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Finansiell eiendelsbeta

Betaen til finansielle eiendeler bygger på forutsetningen om at kontanter er risikofrie, slik at betaverdien til kontanter settes lik null. Videre settes investeringsbetaen slik vi gjorde i estimering av finansielt eiendelskrav lik én. Til slutt ender vi da opp med å måtte estimere betaverdien til finansielle fordringer før vi kan komme frem til utregningen av finansiell eiendelsbeta (Knivsflå, 2019e).

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

Der:

KON = kontanter

FOR = fordringer

INV = investeringer

Formel 44 «Finansiell eiendelsbeta» (Knivsflå, 2019e)

Videre er formelen for beregning av fordringsbetaen uttrykt slik:

$$\beta_{FOR} = \frac{krpFOR * mrd}{mrp}$$

Der:

β_{FOR} = fordringsbeta

Mrp = markedsrisikopremie

Mrd = markedsrisikodel

$KrpFOR$ = kredittrisikopremie for fordringer

Formel 45 «Finansiell fordringsbeta» (Knivsflå, 2019e)

Man beregner fordringsbetaen på samme måte som for finansiell gjeldsbeta. Forskjellen er at vi nå naturligvis tar kredittrisikopremien til fordringer og ikke den generelle kredittrisikopremien. Som tidligere nevnt er kredittrisikopremien til fordringer lik én prosent. Markedsrisikopremien og markedsrisikodelen er den samme som for beregning av finansiell gjeldskrav i kapittel 7.3.1. Nedenfor i tabell 35 er både fordringsbetaen og finansiell eiendelsbeta presentert. Vi ser at gjennomsnittlig finansiell eiendelsbeta i analyseperioden 2012-2018 er lik 0.15 og for 2018 er den på 1.0. Dette skyldes at Grieg Seafood hadde en kontantbeholdning som var mindre enn 2% av omsetningen. Grieg Seafood hadde dermed ingen finansrelaterte omløpsmidler. Den finansielle eiendelsbetaen vil kun bestå av investeringer for 2018. Da investeringsbetaen er lik 1 vil følgelig den finansielle eiendelsbetaen for 2018 også være lik 1.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kredittrisikopremie	4,4 %	1,4 %	0,8 %	4,4 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Markedsrisikopremie	4,9 %	5,3 %	5,4 %	5,0 %	5,6 %	5,9 %	5,0 %
Markedsrisikodel	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032
Fordringsbeta	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,006
Fordringsvekt	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
Kontantvekt (KON/FE)	99,33 %	98,81 %	98,50 %	99,53 %	99,61 %	99,13 %	0,00 %
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1
Investeringsvekt	0,67 %	1,19 %	1,50 %	0,47 %	0,39 %	0,87 %	100,00 %
Finansiell eiendelsbeta	0,007	0,012	0,015	0,005	0,004	0,009	1,000

Tabell 35 «Finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood i perioden 2012-2018» (Egenprodusert)

7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Ved å vekte utregningene våre for finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav i de foregående kapitlene med deres respektive andeler av netto finansiell gjeld kommer vi frem til netto finansielt gjeldskrav for selskapet. Vi ser at kravet blir 2.46% i 2018. Resultatene er illustrert nedenfor i tabell 36.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Finansielt gjeldskrav	5,91 %	3,26 %	2,64 %	5,55 %	2,00 %	2,25 %	2,46 %
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,121	1,070	1,049	1,128	1,136	1,041	1,000
Finansielt eiendelskrav	1,55 %	1,92 %	1,92 %	1,17 %	1,02 %	1,29 %	6,50 %
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,121	0,070	0,049	0,128	0,136	0,041	0,000
Netto finansielt gjeldskrav	6,44 %	3,35 %	2,68 %	6,10 %	2,13 %	2,29 %	2,46 %

Tabell 36 «Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Vi ser en nedgang i netto finansielt gjeldskrav i løpet av perioden. Det er i hovedsak reduksjonen i finansielt gjeldskrav som fører til dette da vi ser en betydelig nedgang fra 2012 til 2018. Denne nedgangen skyldes forskjellen i syntetisk rating. Den syntetiske ratingen har bedret seg i perioden. Her kunne det vært interessant å sammenligne utviklingen med den faktiske rentekostnaden selskapet betaler for å se om beregningen vår av syntetisk rating er konsis med faktisk renteutbetaling. Det kunne også vært nyttig og brukt flere nøkkeltall for å bestemme den syntetiske ratingen.

Det finansielle eiendelskravet viser motsatt utvikling og når et høyt nivå i 2018. Dette skyldes i hovedsak at selskapet ikke har en beholdning av finansielle kontanter og kravet til finansielle investeringer blir en betydelig større del av kravet for finansielle eiendeler.

Netto finansiell gjeldsbeta

For å beregne netto finansiell gjeldsbeta må vi vekte betaverdiene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, med deres respektive andeler av netto finansiell gjeld. Formelen kan uttrykkes som følger:

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

Der:

NFG = netto finansiell gjeld

FG = finansiell gjeld

FE = finansielle eiendeler

Formel 46 «Netto finansiell gjeldsbeta» (Knivsflå, 2019e)

Resultatene fra estimeringen er presentert i tabell 37 nedenfor. Netto finansiell gjeldsbeta for 2018 var 0.006.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Finansiell gjeldsbeta	0,028	0,009	0,005	0,028	0,006	0,006	0,006
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	112,1 %	107,0 %	104,9 %	112,8 %	113,6 %	104,1 %	100,0 %
Finansiell eiendelsbeta	0,007	0,012	0,015	0,005	0,004	0,009	1,000
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	12,1 %	7,0 %	4,9 %	12,8 %	13,6 %	4,1 %	0,0 %
Netto finansiell gjeldsbeta	0,030	0,009	0,005	0,031	0,007	0,006	0,006

Tabell 37 «Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2012-2017» (Egenprodusert)

7.3.4 Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta

Tidligere i oppgaven kom vi frem til en justert egenkapitalbeta på 0.88 for Grieg Seafood. For å kunne beregne de fremtidig årlige egenkapitalkravene til selskapet må imidlertid den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen justeres til årlige størrelser (Knivsflå, 2019e). Slik man kan se i formel 47 nedenfor må betaverdien til både netto driftskapital og netto finansiell gjeld være kjent for å kunne estimere denne egenkapitalbetaen (Knivsflå, 2019e). Vi estimerte nylig netto finansiell gjeldsbeta, og vil i det følgende estimere netto driftsbeta.

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

Der:

β_{EK} = egenkapitalbeta

β_{NDK} = netto driftsbeta

β_{NFG} = netto finansiell gjeldsbeta

EK = egenkapital

NFG = netto finansiell gjeld

MI = minoritet

Formel 47 «Egenkapitalbeta» (Knivsflå, 2019e)

For å estimere netto driftsbeta tar man utgangspunkt i Modigliani og Miller sin teori om at verdien til et selskap ikke påvirkes av kapitalstrukturen i et perfekt marked. I kontrast vil

egenkapitalbetaen være avhengig av gjeldsgraden til selskapet, der kravet øker i takt med økt gjeldsgrad. Dette er fordi opptak av gjeld medfører økt risiko for selskapets investorer, noe som tilsier en høyere forventet avkastning. Dette indikerer at selskapets netto driftsbeta vil være konstant over tidsperioden ettersom den er uavhengig av selskapets kapitalstruktur, mens egenkapitalbetaen vil øke i takt med selskapets gjeldsgrad.

Netto driftsbeta beregnes så ved å vekte selskapets egenkapital- og netto finansielle gjeldsbeta. Formelen er uttrykt nedenfor:

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

Der:

β_{EK} = egenkapitalbeta

β_{NFG} = netto finansiell gjeldsbeta

NFG = netto finansiell gjeld

NDK = netto driftskapital

EK = egenkapital

MI = minoritet

Formel 48 «Netto driftsbeta» (Knivsflå, 2019e)

I tabell 38 nedenfor er resultatene presentert for analyseperioden 2012-2018. Egenkapital- og netto driftsbeta for 2018 er henholdsvis 0.752 og 0.468.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	0,949	0,855	0,893	0,930	0,864	0,914	0,752	0,875
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	47,7 %	54,3 %	51,8 %	48,0 %	52,9 %	50,2 %	61,2 %	52,3 %
Egenkapitalbeta	0,949	0,855	0,893	0,930	0,864	0,914	0,752	0,875
Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,0 %	0,0 %	0,5 %	0,7 %	0,9 %	0,7 %	0,8 %	0,5 %
Netto finansiell gjeldsbeta	0,030	0,009	0,005	0,031	0,007	0,006	0,006	0,013
Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	52,3 %	45,7 %	47,8 %	51,3 %	46,2 %	49,1 %	38,0 %	47,2 %
Netto driftsbeta	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468

Tabell 38 «Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta for Grieg Seafood i perioden 2012-2018» (Egenprodusert)

7.4 Egenkapital-, minoritets- og selskapskrav

I dette delkapitlet vil vi presentere estimerte egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood. Vi har som tidligere nevnt benyttet oss av kapitalverdimodellen presentert i kapittel

7.1.2. Videre vil vi presentere estimerte avkastningskrav for totalkapitalen, i form av både netto driftskapital og sysselsatt kapital.

7.4.1 Egenkapital- og minoritetskrav

Da vi nå har estimert alle nødvendige inputfaktorer i kapitalverdimodellen kan de historiske egenkapital- og minoritetskravene til Grieg Seafood beregnes. De estimerte kravene er illustrert i tabell 39 nedenfor. Kravene vil benyttes til å beregne superrentabilitet, samt fungere som målestokk i rentabilitetsanalysen vår i kapittel 8. Det estimerte egenkapitalkravet for 2018 ligger på 6.25%. For å beregne minoritetskravet har vi som nevnt tidligere lagt til en ekstra illikviditetspremie på 2%, og det estimerte minoritetskravet for 2017 er følgelig estimert til 8.25%.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Risikofri rente etter skatt	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,46 %
Justert egenkapitalbeta	0,949	0,855	0,893	0,930	0,864	0,914	0,752
Markedsrisikopremie	4,88 %	5,26 %	5,41 %	4,98 %	5,57 %	5,89 %	5,03 %
Egenkapitalkrav CAPM	6,14 %	6,36 %	6,66 %	5,78 %	5,81 %	6,63 %	5,25 %
Illikviditetspremie majoritet	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Egenkapitalkrav	7,14 %	7,36 %	7,66 %	6,78 %	6,81 %	7,63 %	6,25 %
Illikviditetspremie minoritet	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
Minoritetskrav	9,14 %	9,36 %	9,66 %	8,78 %	8,81 %	9,63 %	8,25 %

Tabell 39 «Estimert egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood i tidsperioden 2012-2018»
(Egenprodusert)

Estimatene våre viser et egenkapitalkrav som varierer noe rundt 7% i perioden 2012 til 2018. Intuitivt virker disse estimatene å være i det lavere sjiktet av hva som er naturlig å anta. Særlig et egenkapitalkrav på 6.25% i 2018 kan grense mot å være urimelig lavt.

Fra vår strategiske analyse kommer det frem at bransjen er særlig risikoutsatt mot pris på laks og lovgivning knyttet til miljøet. Bransjen er også preget av teknologiske utviklinger. Dette taler for et høyt avkastningskrav da bransjen er utsatt mot en del risikofaktorer. I denne sammenheng kan egenkapitalkravet grense mot å være urimelig lavt. På tross av at vi er klar over dette velger vi fortsatt å basere oss på rammeverket og vil bruke disse estimatene videre i analysen.

7.4.2 Selskapskrav/totalavkastningskrav

Avslutningsvis har vi estimert totalavkastningskravet til Grieg Seafood, i form av krav til sysselsatt kapital og netto driftskapital. Formlene uttrykkes som følger:

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

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Der:

Ssk = sysselsatt krav

Ndk = netto driftskrav

Ekk = egenkapitalkrav

EK = egenkapital

SSK = sysselsatt kapital

Mik = minoritetskrav

MI = minoritetsinteresser

Fgk = finansielt gjeldskrav

FG = finansiell gjeld

Nfgk = netto finansielt gjeldskrav

NFG = netto finansiell gjeld

NDK = netto driftskapital

Formel 49 «Utregning av sysselsatt- og netto driftskrav» (Knivsflå, 2019e)

Som tidligere nevnt er selskapskravet et vektet avkastningskrav av selskapets egenkapital-, minoritets- og (netto) finansielle gjeldskrav. Vi benytter oss av balanseførte vekter slik at kravene kan fungere som målestokk i rentabilitetsanalysen i kapittel 8.

Netto driftskrav er presentert i tabell 40 nedenfor. Kravet er vektet med finansieringskildenes verdi i forhold til netto driftskapital. Ved måling av selskapets driftsfordel i kapittel 8.3.1 vil netto driftskrav bli benyttet som målestokk i forhold til netto driftsrentabilitet.

Netto driftskravet varierer noe mer enn egenkapitalkravet og ligger på et generelt lavt nivå. Et netto driftskrav på 4.82% i 2018 virker særlig lavt. Dette skyldes i hovedsak at

egenkapitalkravet er lavt. Vi anser netto driftskravet som lavt i hele perioden og særlig i 2016 og 2018 virker estimatene noe urimelige. På tross av dette velger vi å basere oss på rammeverket. Vi ser stor variasjon i netto finansielt gjeldskrav, dette skyldes primært forskjeller i kredittrisikopremien. De årene der selskapet har fått en A rating som er de tre seneste årene ser vi et netto finansielt gjeldskrav på rundt 2%. Her kunne det vært ønskelig å supplert med andre mål for syntetisk rating da vi ser en stor effekt på netto driftskrav.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalkrav	7,14 %	7,36 %	7,66 %	6,78 %	6,81 %	7,63 %	6,25 %
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,477	0,543	0,518	0,480	0,529	0,502	0,612
Minoritetskrav	9,14 %	9,36 %	9,66 %	8,78 %	8,81 %	9,63 %	8,25 %
Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,000	0,000	0,005	0,007	0,009	0,007	0,008
Netto finansielt gjeldskrav	6,44 %	3,35 %	2,68 %	6,10 %	2,13 %	2,29 %	2,46 %
Netto finansielt gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,523	0,457	0,478	0,513	0,462	0,491	0,380
Netto driftskrav	6,77 %	5,53 %	5,29 %	6,45 %	4,67 %	5,02 %	4,82 %

Tabell 40 «Netto driftskrav for Grieg Seafood i tidsperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

I tabell 41 nedenfor er kravet vektet i forhold til sysselsatt kapital, og følgelig er sysselsatt kapitalkrav til Grieg Seafood estimert til 4.82% i 2018.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalkrav	7,14 %	7,36 %	7,66 %	6,78 %	6,81 %	7,63 %	6,25 %
Egenkapitalvekt (EK/SSK)	0,448	0,526	0,506	0,451	0,498	0,492	0,612
Minoritetskrav	9,14 %	9,36 %	9,66 %	8,78 %	8,81 %	9,63 %	8,25 %
Minoritetsvekt (MI/SSK)	0,000	0,000	0,004	0,006	0,009	0,006	0,008
Finansielt gjeldskrav	5,91 %	3,26 %	2,64 %	5,55 %	2,00 %	2,25 %	2,46 %
Finansiell gjeldsvekt (FG/SSK)	0,552	0,474	0,490	0,543	0,494	0,501	0,381
Sysselsatt kapitalkrav	6,46 %	5,42 %	5,21 %	6,12 %	4,45 %	4,95 %	4,82 %

Tabell 41 «Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood i tidsperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

De estimerte avkastningskravene for totalkapitalen er noe lave. Dette skyldes hovedsakelig at det beregnede finansielle gjeldskravet er såpass lavt og at finansiell gjeld utgjør rundt 50% av selskapets eiendeler. Dette drar følgelig ned totalkapitalavkastningskravene.

7.5 Oppsummering – historiske avkastningskrav:

Avslutningsvis har vi beregnet avkastningskrav for de sammenlignbare selskapene til Grieg Seafood, for å komme frem til bransjesnittet i 2018. Vi har brukt samme metode som for utarbeidelse av avkastningskravene til Grieg Seafood, og vektet disse med selskapene sine respektive markedsverdier for å komme frem til bransjesnittet. Resultatene er presentert i tabell 42 nedenfor:

Bransjen:	Vektet snitt bransjen	GSF
Egenkapitalkrav	4,42 %	6,25 %
Minoritetskrav	6,20 %	8,25 %
Finansielt gjeldskrav	2,25 %	2,46 %
Finansielt eiendelskrav	0,77 %	6,50 %
Netto finansielt gjeldskrav	2,47 %	2,46 %
Netto driftskrav	3,95 %	4,82 %
Sysselsatt kapitalkrav	3,85 %	4,82 %

Tabell 42 «Oppsummering av de historiske avkastningskravene for Grieg Seafood og bransjen i 2018»
(Egenprodusert)

Det fremkommer av tabell 42 at Grieg Seafood har høyere selskapskrav sammenlignet med bransjesnittet. Dette impliserer at aksjonærer og kreditorer mener det er en høyere risiko forbundet med å investere i selskapet sammenlignet med resten av bransjen. Forskjellen er imidlertid liten. Netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav er begge omtrent 1% høyere for Grieg Seafood. Dette kommer hovedsakelig av at både egenkapital- og minoritetskravet er høyere for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen, noe som igjen henger sammen med at selskapet har en noe høyere egenkapitalbeta enn bransjesnittet. Dette indikerer at avkastningen til Grieg Seafood har vært mer volatil sammenlignet med markedsindeksen, enn det bransjen har vært. Følgelig blir også minoritetskravet til Grieg Seafood høyere enn bransjen. Forskjellen ligger omkring 2%.

Finansielt gjeldskrav er utarbeidet ved bruk av analyse av illikviditet og kredittrisiko i selskapene. Da Grieg Seafood har en høyere innlåsningsrisiko enn bransjesnittet, og oppnår en noe lavere syntetisk rating basert på rammeverket til Knivsflå, resulterer dette i et høyere finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen. Det finansielle eiendelskravet til Grieg Seafood er også høyere enn for bransjen. Det at bransjen har et så lavt eiendelskrav kommer av Mowi sitt svært lave krav, og dets store effekt på bransjesnittet. Netto finansielt gjeldskrav er marginalt lavere for Grieg Seafood sammenlignet med bransjen. Totalt sett resulterer dette i et høyere netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav for selskapet sammenlignet med bransjen.

Resultatene for historisk avkastningskrav er i tråd med risikoanalysen vår i kapittel 6 som indikerer en høyere likviditets- og soliditetsrisiko for selskapet sammenlignet med resten av bransjen.

Det er viktig å nevne at inputverdier som risikofri rente, illikviditetspremie og kredittrisikopremie har stor effekt på estimeringen av avkastningskravene i oppgaven. Potensielle feil her vil følgelig ha stor betydning for tallene. Videre er kredittrisikopremien

avhengig av at den syntetiske ratingen gir et rettvisende bilde på kredittrisikoen til selskapet og bransjen. Dersom ratingen overvurderes vil avkastningskravene bli for lave i forhold til faktisk risiko og visa versa. Den syntetiske ratingen basert på rammeverket til Knivsflå bygger hovedsakelig på fire nøkkeltall som ikke nødvendigvis reflekterer den reelle risikoen knyttet til selskapet. Det eksisterer med andre ord en risiko for at de beregnede historiske avkastningskravene til Grieg Seafood og bransjen er feilvurdert, og dette vil følgelig kunne påvirke den videre analysen vår.

8. Strategisk lønnsomhetsanalyse

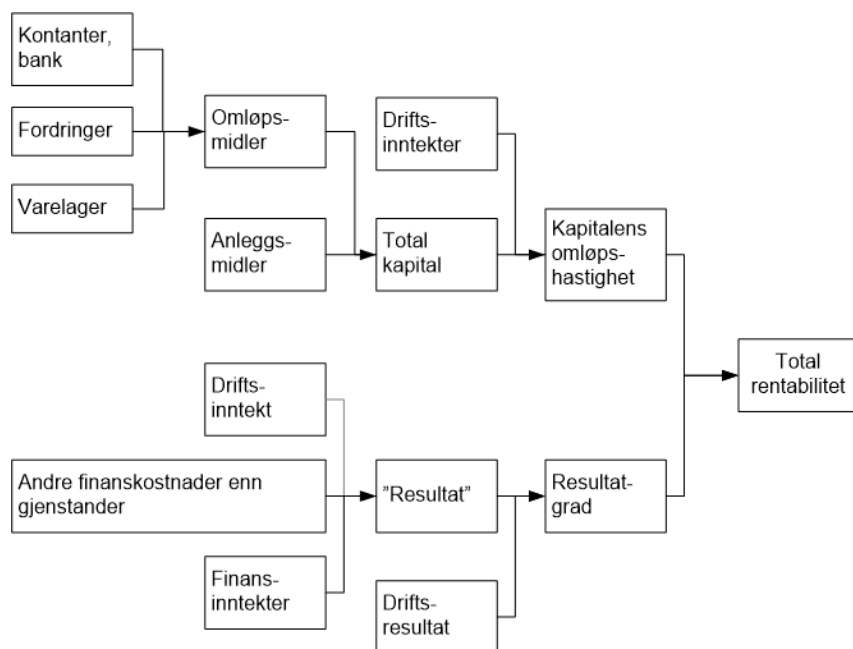
Vi vil nå foreta en strategisk lønnsomhetsanalyse av Grieg Seafood. Resultatene vi kommer frem til i den historiske regnskapsanalysen vil gi input til fremtidsregnskapet vi utarbeider for selskapet.

Vi vil først se på netto driftsrentabilitet, før vi går over på egenkapitalrentabilitet. Disse lønnsomhetstallene vil vi dekomponere ytterligere ned i flere nivåer, for å finne ut av hvilke økonomiske drivere som påvirker rentabilitetene og i hvilken retning. Deretter vil vi analysere selskapets strategiske fordeler under vår strategiske rentabilitetsanalyse. Her vil vi henholdsvis gå inn på bransjefordel, ressursfordel, gearingfordel og finansieringsfordel. Her vil vi også dekomponere elementene ytterligere, og sammenligne med bransjen.

8.1 Netto driftsrentabilitet:

Netto driftsrentabilitet er et lønnsomhetsmål som sier noe om hvilken avkastning selskapet har på den investerte kapitalen. For å forstå dette lønnsomhetstallet er det nyttig å dekomponere det i flere deler. På den måten kan man forstå driverne bak tallet og hvilke faktorer som påvirker det.

Vi har valgt å dekomponere netto driftsrentabilitet til Grieg Seafood ved bruk av DuPont modellen. Figuren nedenfor viser fremgangsmåten for dekomponeringen. Vi dekomponerer driftsrentabiliteten først i henholdsvis resultatgrad og kapitalens omløpshastighet. Først vil vi fortelle om strukturen i dekomponeringen, og hvordan delene henger sammen, før vi kommenterer resultatene våre. Vi vil først gå inn på resultatgrad, før vi går over på omløpshastighet.



Figur 7 «Dekomponering av netto driftsrentabilitet, Du-Pont Modellen» (Sander, 2017)

8.1.1 Resultatgrad/EBIT-margin:

Resultatgrad ser på forholdet mellom resultat og omsetning og sier noe om lønnsomheten til selskapet. Formelen for resultatgrad illustreres under, legg merke til at formelen viser før skatt, men vi har regnet etter skatt.

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{Resultat før skattekostnad} + \text{finanskostnad}}{\text{Omsetning}}$$

Formel 50 «Resultatgrad» (Dahl, N.D.)

Vi har vi dekomponert dette nøkkeltallet inn i fire deler: varekostnad/inntekt, lønn og personalkostnad/inntekt, andre driftskostnader/inntekt og avskrivninger/inntekt. Kostnadene som påvirker resultatgraden er alle med i summen av de presenterte kostnadene. Resultatgraden er 1 minus summen av de fire delene. På denne måten kan vi se hvordan resultatgraden blir påvirket av de ulike kostnadene, samt hvordan de har endret seg over tid.

Det hadde vært hensiktsmessig å ytterligere dekomponere delene inn i en pris og mengde del. Dette er imidlertid bare mulig for Lønn og personalkostnad/inntekt, da vi har informasjon om antall ansatte. Varekostnad består av flere komponenter og det er ikke gitt en mengde i årsregnskapet. Andre driftskostnader er en samlepost og har heller ikke en

tilknyttet mengde. Avskrivninger kunne vært knyttet opp med verdien på anleggsmidler, men vi anser dette som verken nyttig eller nødvendig.

De fire delene som tilsammen gir resultatgrad er videre dekomponert inn i minst to undergrupper. Varekostnad/inntekt er lik Varekostnad/produisert kilo delt på inntekt/produisert kilo. De andre tre momentene følger samme logikk. For eksempel er Avskrivninger/Inntekt lik Avskrivninger/produisert kilo delt på inntekt/produisert kilo. Lønn og personalkostnad/inntekt har i tillegg en ytterligere dekomponering der Lønn og personalkostnad/inntekt er lik Lønn/produisert kilo delt på Inntekt/produisert kilo og Lønn og personalkostnad/produisert kilo er lik Lønn og personalkostnad/antall ansatte delt på produisert kilo/ansatte.

Vi ser at denne dekomponeringen tillater oss å se på potensielle endringer i lønnsnivået (lønn og personalkost/ansatte) og produktiviteten til de ansatte (produisert kilo/ansatte). For de momentene vi bare har dekomponert i to deler kan vi fortsatt knytte kostnaden opp mot produisert kilo og se hvordan dette forholdet har utviklet seg. Vi har også inntekt/produisert kilo som viser forholdet mellom produisert mengde og inntekt.

Vi vil nå gå nærmere inn på de ulike komponentene og kommentere resultatene.

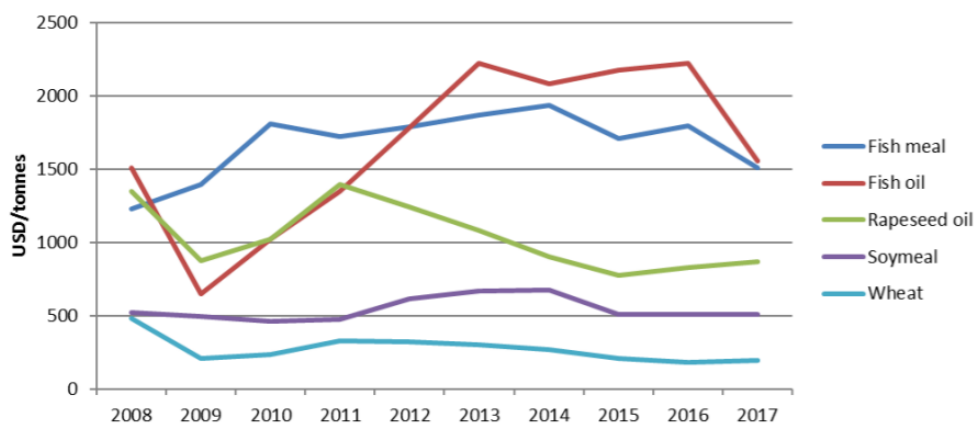
Varekostnad:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Varekost/inntekt	58 %	40 %	56 %	59 %	50 %	53 %	51 %
Varekost/prod kilo	17	17	35	42	51	59	52
Inntekt/prod kilo	29	42	63	71	101	112	100

Tabell 43 «Varekostnad/inntekt» (Egenproduisert)

Vi ser at Varekostnad/inntekt varierer noe over tid, med en fallende trend i løpet av perioden. En reduksjon av varekostnad/inntekt er et godt tegn, men for å fastslå hvorvidt utviklingen er god eller ei er vi nødt til å se på forholdstallene under: Varekostnad/prod kilo og inntekt/prod kilo.

Varekostnad/prod kilo forteller hvor mye varekostnad som inngår i å produsere ett kilo laks. Vi ser en sterkt økende trend, noe som kan indikere at Grieg Seafood har blitt mindre produktive med hensyn til varekostnad. I årsrapporten formidler Grieg Seafood (2018) at varekostnad består hovedsakelig av fôr, rogn og kostnadsført unormal dødelighet samt eksternekjøp av fisk hos salgsselskapet Ocean Quality.



Graf 12 «Prisutvikling på fiskefôr» (Mowi, «Salmon Farming Industry Handbook», 2018)

Grafen over viser prisutviklingen til ulike typer fiskefôr. I 1990 var 59% av fôrforbruket i globalt oppdrett «fish meal». I 2017 hadde den blitt redusert til bare 13% «fish meal». Vi ser en overgang til andre typer fôr og det har vært en fremvekst i bruken av «veg meal». Denne fôrtypen var ikke-eksisterende i 1990, men i dag står den for hele 49% av fôrkonsumet. Vi ser av grafen over at både «fish meal» og «fish oil» har økt betydelig i pris, men vi ser også en overgang til langt billigere fôrtiler, da spesielt «soymeal» og hvete. Veksten i varekostnad/inntekt ser dermed ikke ut til å kunne forklares med økning i fôrpriser.

Årsaken til at Varekostnad/inntekt viser en nøytral til positiv utvikling skyldes utelukkende at inntekt/prod kilo viser en svært positiv utvikling og opphever hele den negative effekten til økningen i varekostnad/prod kilo.

Lønn- og personalkostnad:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lønn og personalkost/inntekt	13 %	13 %	9 %	9 %	7 %	7 %	7 %
Lønn/prod kilo	3,94	5,21	5,55	6,26	7,47	7,71	7,25
Lønnskost/ansatte prod kilo/ansatte	431 109	483 93	524 94	601 96	739 99	683 89	704 97
Inntekt/prod kilo	29	42	63	71	101	112	100

Tabell 44 «Lønn- og personalkostnad/inntekt» (Egenprodusert)

Lønn og personalkostnad/inntekt viser en synkende trend. Dette er en positiv utvikling for selskapet da det påløper mindre lønnskostnader per inntektskrone enn tidligere. Dette tallet er imidlertid vanskelig å tolke, da en prisøkning på laks vil gi samme effekt vi så under varekostnad, da prisøkning fører til økt inntekt uten en tilsvarende økning i personalkostnadene.

Lønn/produsert kilo:

For å finne ut hvorvidt Grieg Seafood har hatt en positiv eller negativ utvikling med hensyn til lønn og personalkostnader er det nødvendig å knytte kostnaden opp mot produsert mengde da dette er kostnadsdriveren og prisen på laks vil ikke lenger påvirke resultatet. Lønn/prod kilo viser en sterkt økende trend. Dette betyr at lønnskostnadene til selskapet er blitt mindre «produktive». Det vil si at selskapet bruker mer penger på lønn for hver inntektskrone enn de gjorde tidligere. Dette er en negativ utvikling for selskapet og kan skyldes endring i lønnsnivå eller endring i produktivitetsnivå hos de ansatte.

Forholdstallet lønnskostnad/ansatte viser hvor mye selskapet har i lønnskostnader per ansatt. Vi ser en jevn økning i dette forholdstallet og konkluderer derfor med at lønnsnivået i selskapet har økt. Det kan også være tilfellet at selskapet har ansatt et annet type personell enn tidligere og derfor har fått høyere lønnskostnader per person, selv om dette nødvendigvis ikke representerer en negativ utvikling for selskapet.

Produsert kilo/ansatte viser effektiviteten til de ansatte i selskapet. Dette forholdstallet viser en negativ trend og vi kan konkludere med at produktiviteten til de ansatte har blitt redusert.

At produktiviteten til de ansatte viser en synkende trend samtidig som lønnskostnader per ansatt viser en økende trend bidrar tilsammen til at lønnskostnader/prod kilo får en sterk vekst. Dette er en veldig negativ utvikling for selskapet da lønnen øker samtidig som man produserer mindre per ansatt.

Inntekt/produsert kilo:

Årsaken til at lønn og personalkostnad/inntekt viser en positiv trend skyldes den sterke økningen i inntekt/prod kilo, med andre ord får selskapet solgt en kilo fisk for mer enn tidligere. Denne effekten er større enn den negative utviklingen relatert til lønnskostnad.

Andre driftskostnader:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Andre driftskostnader/inntekt	31 %	27 %	24 %	26 %	22 %	22 %	22 %
Andre driftskostnader/prod kilo	9	11	15	18	22	25	22
Inntekt/prod kilo	29	42	63	71	101	112	100

Tabell 45 «Andre driftskostnader/inntekt» (Egenprodusert)

Andre driftskostnader/inntekt viser en negativ trend. Dette er en positiv utvikling da selskapet påløper mindre andre driftskostnader per inntektskrone enn tidligere. For å se om

selskapet har hatt en negativ eller positiv utvikling med hensyn til andre driftskostnader er det viktig at vi knytter de opp mot produsert kilo da dette er kostnadsdriveren. Prisendring på laks påvirker ikke Andre driftskostnader/prod kilo og vil dermed vise produktivitetsutviklingen.

Andre driftskostnader/prod kilo viser en økende trend. Dette er en negativ utvikling da selskapet påløper mer andre driftskostnader per produsert kilo enn tidligere. Årsaken til at Andre driftskostnader/inntekt er fallende skyldes at inntekt/prod kilo øker. Grieg Seafood får mer inntekt per produserte kilo enn tidligere, men bruker også mer andre driftskostnader per produserte kilo enn tidligere. Inntekt/prod kilo har størst effekt noe som fører til at andre driftskostnader/inntekt viser en positiv utvikling.

Disse resultatene viser en negativ utvikling da produktiviteten knyttet til andre driftskostnader er redusert og økningen i lønnsomhet har vært drevet av sterk prisvekst.

Avskrivninger:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Avskrivninger/inntekt	8 %	7 %	4 %	5 %	5 %	5 %	3 %
Avskrivninger/prod kilo	2,46	2,72	2,59	3,23	4,95	5,77	3,16
Inntekt/prod kilo	29	42	63	71	101	112	100

Tabell 46 «Avskrivninger/inntekt» (Egenprodusert)

Avskrivninger/inntekt viser en fallende trend. Dette er en positiv utvikling da selskapet påløper mindre avskrivningskostnad per inntektskrone enn tidligere. Selv om verdien av anleggsmidler er kostnadsdriveren til denne posten velger vi å se den opp mot produsert kilo da dette er den indirekte kostnadsdriveren og er mer direkte knyttet opp mot lønnsomhet.

Avskrivninger/prod kilo visert en økende trend. Dette er en negativ utvikling da selskapet påløper mer avskrivningskostnader per produserte kilo enn tidligere.

Igjen ser vi at inntekt/prod kilo viser en økende trend, og denne positive effekten overstiger den negative effekten til avskrivninger/prod kilo slik at avskrivninger/inntekt totalt sett viser en positiv utvikling.

Angående avskrivninger har selskapet hatt en negativ utvikling da forholdet mellom avskrivninger og produsert kilo er økende.

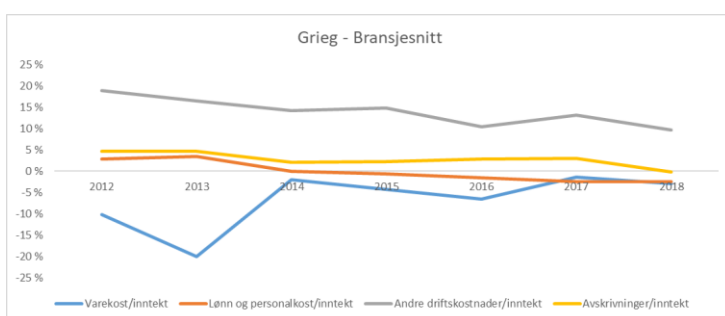
Konklusjon – resultatgrad:

Grieg Seafood ser ut til å ha en positiv utvikling i resultatgrad over perioden. Dette skyldes hovedsakelig en fordelaktig utvikling i forholdet mellom inntekt og produsert kilo. Forholdet mellom kostnadene og produsert mengde ser ut til å være utelukkende negativt, og det vitner om et produktivitetstap jevnt over. Det virker som interne faktorer har hatt negativ utvikling over perioden da kostnadseffektiviteten er redusert samtidig som den eksterne faktoren pris har påvirket selskapet i en veldig fordelaktig retning. Vi vil nå se på utviklingen Grieg Seafood har hatt i sammenheng med bransjen og se litt nærmere på forholdet mellom inntekt og produsert kilo.

Dekomponering netto driftsrentabilitet, EBIT-margin – bransjesnitt:

Vi har gjort en tilsvarende dekomponering for sammenlignbare selskaper for å se hvordan Grieg Seafood har utviklet seg i forhold til bransjen. Selskapene vi har valgt å sammenligne med er Lerøy Seafood Group, Mowi ASA, SalMar ASA og Norway Royal Salmon.

Vi har foretatt en omgruppering av de ulike regnskapene for perioden 2012-2018 på tilsvarende måte som vi gjorde for Grieg Seafood. Deretter dekomponerte vi netto driftsrentabilitet på tilsvarende måte som for Grieg Seafood. Dette gjorde vi for å få et sammenligningsgrunnlag og for å se utviklingen i bransjen. Vi vil i hovedsak ta snittet av nøkkeltallene for de sammenlignbare selskapene og kalle dette bransjesnittet, selv om det bare er snittet av utvalgte selskaper. I grafen under ser vi differansen mellom Grieg Seafood sine nøkkeltall og bransjesnittet.



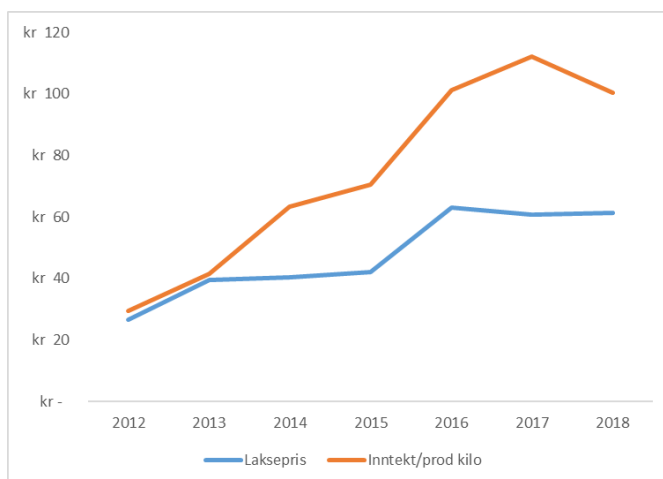
Graf 13 «Grieg Seafood nøkkeltall mot bransjesnitt» (Egenprodusert)

Grafen over viser at Grieg Seafood er svært nærme bransjesnittet for de fire sammenlignbare selskapene når det gjelder lønn/inntekt og avskrivninger/inntekt. Vi ser at Grieg Seafood er dårligere tilpasset sammenlignet med markedet særlig med hensyn på andre driftskostnader og avskrivninger per produserte kilo. Andre driftskostnader inkluderer blant annet kostnader

som relaterer seg til markedsføring og avlusing. Begge disse kostnadspostene kan avvike signifikant fra bransjesnittet. Vi velger å ikke gå dypere inn på andre driftskostnader da vi ikke anser en ytterligere dekomponering som hensiktsmessig.

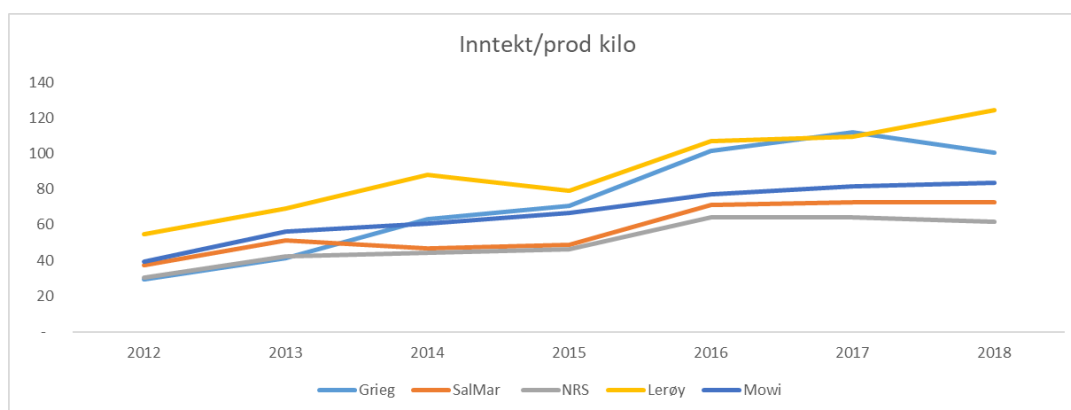
Både varekostnad/inntekt og andre driftskostnader/inntekt ser ut til å konvergere mot bransjesnittet. Dette er i tråd med vår strategiske analyse der vi ikke fant noen konkurransefordel relatert til de nevnte postene. I perioden 2014 til 2018 stiller Grieg Seafood seg noe dårlig i forhold til bransjen da andre driftskostnader/inntekt er høyere enn bransjesnittet, mens de andre nøkkeltallene ligger svært nærme bransjesnittet. Det er dermed å forvente at Grieg Seafood vil ha en lavere EBIT enn bransjen i denne perioden.

Inntekt/produisert kilo:



Graf 14 «Gjennomsnittlig laksepris og Grieg Seafood inntekt per kilo» (Egenproduisert)

Grafen over viser laksepris og inntekt/produisert kilo. Lakseprisen er regnet ut ved å ta gjennomsnittet av laksepriser oppgitt per uke. Vi ser en interessant utvikling her, nemlig at inntekt/produisert kilo øker mer enn lakseprisen. Dette vitner om at Grieg Seafood klarer å selge laksen sin for en høyere pris enn den gjennomsnittlige lakseprisen. Dette kan skyldes at de ikke fordeler volumet jevnt utover året, men heller selger større volum i perioder med høy laksepris. Det kan også være tilfellet at laksen til Grieg Seafood oppnår en pris som er høyere enn markedsprisen.

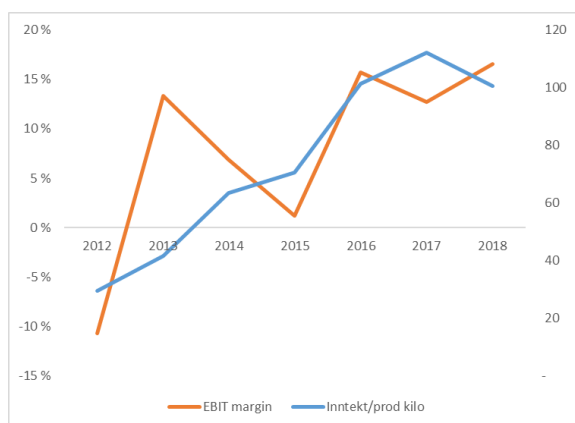


Graf 15 «Inntekt over produsert kilo» (Egenprodusert)

Grafen over viser inntekt/produsert kilo for Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene. Vi ser en positiv utvikling for Grieg ettersom inntekt per produsert kilo har økt. Per 2018 har de det høyeste nivået sammen med Lerøy. Dette kan vitne om at Grieg Seafood og Lerøy er klarer å oppnå en høyere pris enn konkurrentene eller at de er flinkere til å distribuere salget til perioder med høy pris.

EBIT-margin – Grieg Seafood – konklusjon:

Vi ser at alle kostnadspostene til Grieg Seafood har økt i forhold til produsert kilo. Dette viser en svært negativ utvikling på kostnadssiden og selskapet har redusert produktiviteten. Inntekt/prod kilo har vært sterkt økende og er det eneste momentet som trekker EBIT-marginen opp. Dette skyldes en sterk prisøkning i markedet. Dette er et svært viktig forholdstall men pris er en eksogen variabel for selskapet, noe som betyr at de verken kan påvirke eller kontrollere prisen. Det ser ikke ut som selskapet har klart å gjøre tiltak for å øke EBIT-marginen og de faktorene som selskapet har innflytelse på har hatt en negativ trend og lagt negativt press på EBIT-marginen.



Graf 16 «EBIT-margin og inntekt over produsert kilo» (Egenprodusert)

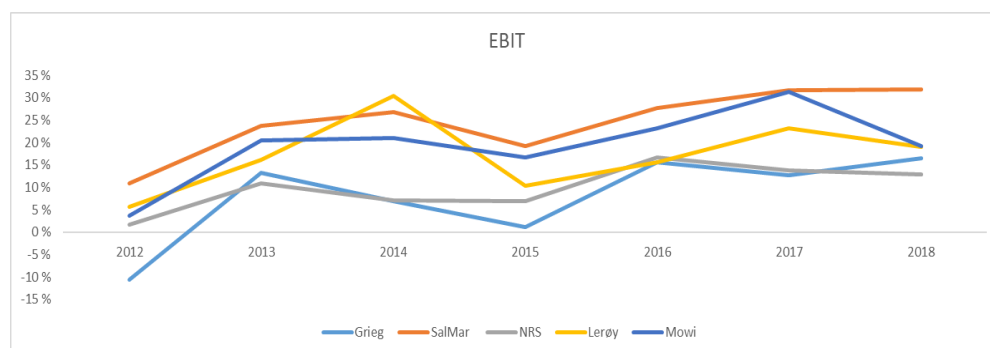
Grafen over viser utviklingen i EBIT-margin for Grieg Seafood med inntekt/produsert kilo på høyre akse. Vi ser en jevn vekst i inntekt/produsert kilo. Det som bidrar til at EBIT-marginen ikke får en tilsvarende jevn vekst er økningene i kostnad per produserte kilo som vi nettopp gikk gjennom. EBIT-marginen er volatil, men det ser ut som et normalnivå er rundt 10%.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Laksepris	kr 27	kr 40	kr 40	kr 42	kr 63	kr 61	kr 61

Tabell 47 «Laksepris» (Egenprodusert i excel med tall hentet fra ssb)

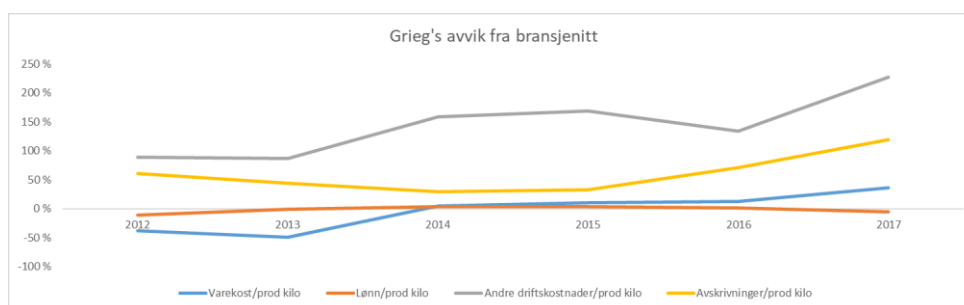
Lakseprisen er gjennomsnittet av priser som er oppgitt per uke for året. Økning i lakseprisen forklarer økningen i EBIT-marginen til Grieg Seafood i 2013 og 2016.

Graf 17 nedenfor viser EBIT-marginene til Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene vi har valgt å se på. Vi ser at Grieg har den laveste EBIT-marginen i utvalget over perioden. NRS er på omtrent samme nivå, men med mindre volatilitet. En viktig observasjon er at Grieg generelt har en lav EBIT-margin, men samtidig også en rimelig volatil EBIT-margin sammenlignet med konkurrentene.



Graf 17 «EBIT-margin» (Egenprodusert)

Graf 18 nedenfor viser avviket Grieg Seafood har mot bransjesnittet for de ulike kostnadspostene over produsert kilo. Bransjesnittet er null, er verdi over null viser at Grieg Seafood har større kostnader per produserte enhet enn bransjesnittet, og tilsvarende vil en verdi under null vise at Grieg Seafood har lavere kostnader per produserte kilo enn bransjesnittet.



Graf 18 «Avvik basert på prod kilo» (Egenprodusert)

8.1.2 Konklusjon EBIT-margin:

Grieg Seafood sin økning i EBIT-margin skyldes økning i inntekt/produsert kilo. Dette skyldes økning i laksepris samt at Grieg Seafood oppnår en laksepris som er høyere enn gjennomsnittlig årlig pris. Dette kan skyldes fordelaktig distribusjon av salgene, eller at de faktisk klarer å oppnå en høyere pris på sine produkter enn den prisen som eksisterer i markedet ved salgstidspunktet. På kostnadssiden har Grieg Seafood hatt en dårlig utvikling da alle kostnadene har økt i forhold til produsert kilo. Grieg Seafood har en lav EBIT-margin sammenlignet med konkurrentene, noe som hovedsakelig skyldes høye andre driftskostnader og avskrivninger.

8.1.3 Omløpshastighet:

Vi vil nå se på dekomponeringen av kapitalens omløpshastighet. Omløpshastighet er et effektivitetsmål som sier noe om hvor effektivt selskapet klarer å utnytte selskapets kapital, og måler virksomhetens evne til å skape driftsinntekter per krone investert. Formelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Omløpshastighet} = \frac{\text{Omsetning}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Formel 51 «Omløpshastighet» (Dahl, N.D)

Kapitalens omløpshastighet er videre dekomponert inn i effektiviteten til netto driftsrelaterte anleggsmidler og effektiviteten til driftsrelatert arbeidskapital. Gjennom denne dekomponeringen får vi en oversikt over hvordan omløpshastigheten til henholdsvis anleggsmidler og arbeidskapital påvirker kapitalens omløpshastighet, samt hvordan momentene har endret seg over tid. Vi ser det ikke som hensiktsmessig å dekomponere momentene ytterligere.

For å utføre dekomponeringen av omløpshastighet har vi valgt å heller finne kapitalens omløpshastighet som et produkt av to formler. Dette har vi gjort for å kunne se hva som påvirker omløpshastigheten. Dekomponeringen består av Driftsrelatert arbeidskapital effektivitet (DAE) og Netto driftsrelatert anleggsmidler effektivitet (NDAE). Netto driftseiendeler sin omløpshastighet er lik 1 over summen av DAE og NDAE.

Driftsrelatert arbeidskapitals effektivitet er driftsrelatert arbeidskapital over inntekt. Netto driftsrelatert anleggsmidlers effektivitet er Netto driftsrelaterte anleggsmidler over inntekt. Det er verdt å merke seg at ingen av tallene er omløpshastigheter ettersom omløpshastigheter er inntekt over kapital. Formelen for kapitalens omløpshastighet snur imidlertid brøkene ved å ta en over summen. På den måten kommer vi frem til «omløpshastighet netto driftseiendeler».

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsrelatert arbeidskapital effektivitet	0,61	0,52	0,42	0,44	0,31	0,39	0,39
Netto driftsrelatert anleggsmidler effektivitet	0,93	0,80	0,48	0,49	0,40	0,46	0,49
Omløpshastighet netto driftseiendeler	0,65	0,76	1,12	1,07	1,42	1,18	1,14

Tabell 48 «Omløpshastighet netto driftseiendeler» (Egenprodusert)

I tabell 48 ovenfor kan vi se at netto driftseiendeler sin omløpshastighet har en sterkt voksende trend, fra 65% til 114% på seks år. Dette viser god utvikling for Grieg og vitner om bedret kapitalutnyttelse.

Den positive utviklingen er knyttet til både arbeidskapital og netto driftsrelaterte anleggsmidler. Ut ifra formelen ser vi at desto lavere en av effektivitetene er desto mer påvirker den delen kapitalens omløpshastighet i positiv retning. Dette skyldes at formelen vi bruker for effektivitet er de inverse av omløpshastigheten. Dette var nødvendig for at kapitalens omløpshastighet kunne bli et produkt av to formler.

Arbeidskapital:

Når det gjelder arbeidskapitalens effektivitet ser vi en synkende trend, noe som trekker omløpshastigheten i positiv retning. Dette tyder på at Grieg Seafood klarer å utnytte arbeidskapitalen bedre enn tidligere. Prisstigning på laks relativt til innsatsfaktorer vil forklare en signifikant del av denne utviklingen

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsrelatert arbeidskapital/Prod kilo	18	22	26	31	31	44	39

Tabell 49 «Driftsrelatert arbeidskapital/produsert kilo» (Egenprodusert)

En interessant utvikling vi ser er at forholdet mellom arbeidskapital og produsert kilo er økende i perioden. Vi kan dermed konkludere med at årsaken til nedgangen i Driftsrelatert arbeidskapital/inntekt skyldes at forholdet mellom inntekt og produsert kilo har økt. Vi ser dermed en negativ utvikling i form av at selskapet bruker mer arbeidskapital per produserte kilo enn før, noe som kan kategoriseres som ett produktivitetstap.

Anleggsmidler:

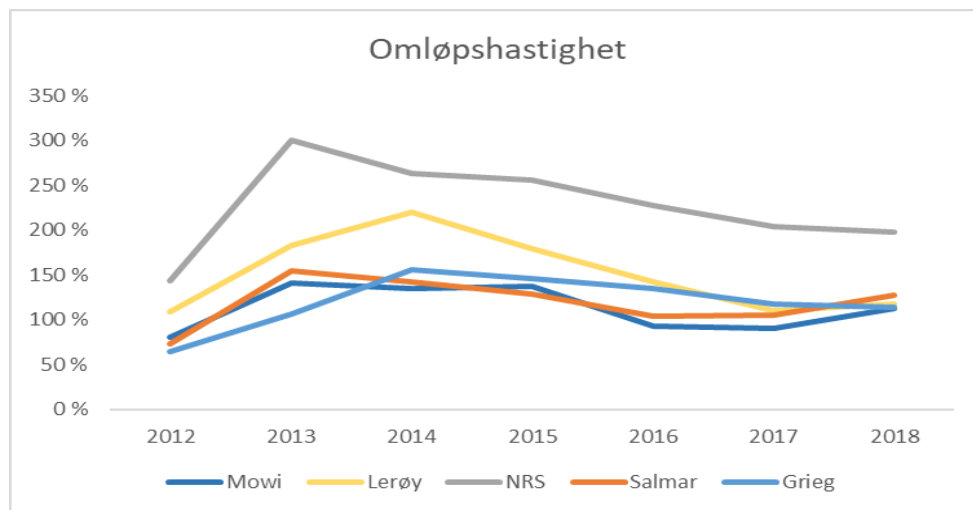
Netto driftsrelatert anleggsmiddel effektiviteten viser også en synkende trend, noe som trekker omløpshastigheten i positiv retning.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsrelatert anleggsmidler/Prod kilo	27	33	30	35	40	52	49

Tabell 50 «Netto driftsrelatert anleggsmidler/produsert kilo» (Egenprodusert)

I tabell 50 ovenfor ser vi samme utvikling som for arbeidskapital, nemlig at selv om forholdet mellom netto driftsrelatert anleggsmidler og inntekt har beveget seg i en fordelaktig retning, Vi ser at netto driftsrelatert anleggsmidler/produsert kilo har økt, noe som betyr at Grieg Seafood låser mer kapital i anleggsmidlene sine per produserte mengde enn tidligere. Denne utviklingen kan kategoriseres som et produktivitetstap.

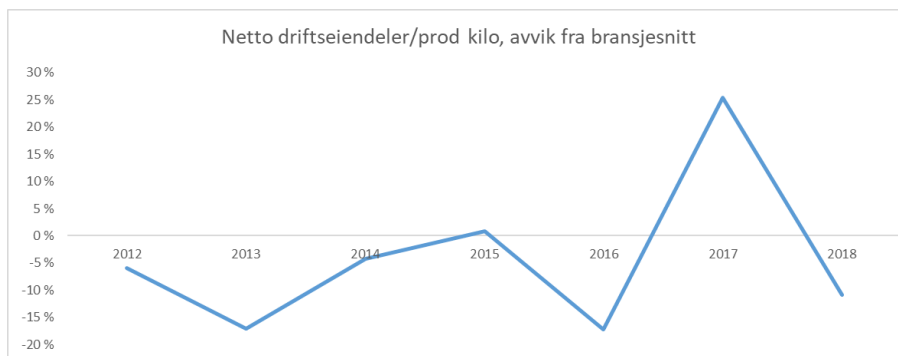
Bransjesnitt:



Graf 19 «Omløpshastighet, sammenlignbare selskaper» (Egenprodusert)

Graf 19 ovenfor viser omløpshastigheten til netto driftseiendeler for Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene. Vi ser at Grieg Seafood ligger på et generelt normalt nivå sammenlignet med bransjesnittet i slutten av perioden. Det er særlig NRS som trekker opp bransjesnittet i tillegg til Lerøy som trekker opp snittet på starten av perioden. Fra 2015 til

2018 har bransjen samlet seg rundt en omløpshastighet rundt 1 med unntak av NRS som ligger på et høyere nivå.

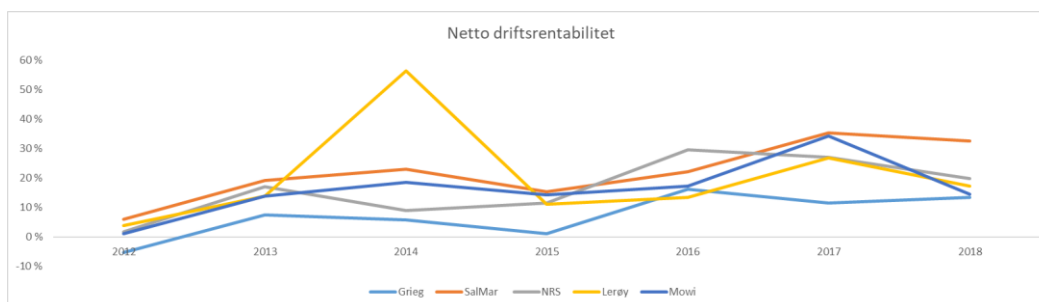


Graf 20 «Grieg Netto driftseiendeler/prod kilo, avvik fra sammenlignbare selskaper» (Egenprodusert)

Graf 20 ovenfor viser Grieg Seafood sitt avvik i Netto driftseiendeler/prod kilo i prosent fra gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene. At Grieg Seafood har en forskjellig omløpshastighet på netto driftseiendeler enn de sammenlignbare selskapene kan skyldes to forhold. For det første kan det skyldes at Grieg Seafood har en forskjell i forholdet mellom inntekt og produsert kilo. For det andre kan det skyldes at Grieg har en forskjell i forholdet mellom driftseiendeler og produsert kilo. Det er den sistnevnte forskjellen vi illustrerer i grafen over. Vi ser at Grieg Seafood klarer produsere en større mengde laks per netto driftseiendel i alle år bortsett fra i 2017. Dette betyr at de har en større kapitaleffektivitet i forhold til de sammenlignbare selskapene.

Vi kan dermed konkludere med at årsaken til at Grieg Seafood har en omløpshastighet som er høyere enn bransjesnittet i slutten av perioden skyldes at de oppnår en gjennomsnittlig høyere pris og at de har en lavere kapitalbinding per produsert kilo.

8.1.4 Netto driftsrentabilitet – overordnet konklusjon:



Graf 21 «Netto driftsrentabilitet til selskapene i bransjen» (Egenprodusert)

Graf 21 ovenfor viser netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene. Vi ser at Grieg har lavest netto driftsrentabilitet i perioden. Dette er ikke overraskende da de hadde lavest EBIT-margin og ligger på et lavt nivå når det gjelder omløpshastighet. Det kan se ut som at et normalisert nivå for bransjen ligger noe over 10%.

8.2 Egenkapitalrentabilitet:

Egenkapitalrentabilitet er et lønnsomhetsmål som sier noe om hvilken avkastning selskapet klarer å oppnå på egenkapitalen som er investert. Vi har valgt å regne ut egenkapitalrentabiliteten i tråd med rammeverket presentert av Knivsflå (2019f). Han presenterer en dekomponering som ender i brekkstangformelen med et ekstra ledd for minoritetsinteresser som vist nedenfor:

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

Der:

ndr = netto driftsrentabilitet

nfgr = netto finansiell gjeldsrente

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

mir = minoritetsrentabilitet

mig = minoritetsgrad

Formel 52 «Egenkapitalrentabilitet» (Knivsflå, 2019g)

Denne formelen tar utgangspunkt i netto driftsrentabilitet som er den grunnleggende avkastningen på driftseiendelene. Ved en krone investert i driften vil dette være en grunnleggende avkastning.

I tillegg vil avkastningen til egenkapitalen øke ved at investert kapital fra andre kilder gir et «overskudd». Dette er tilfellet dersom et selskap tar opp gjeld og oppnår en større avkastning på de lånte pengene enn de tilbakebetaler til långiveren i form av renter. Dette overskuddet vil da gå som avkastning til egenkapitalen. Dette kommer frem i det andre leddet i formelen: $(ndr - nfgr) * nfgg$.

Her ser vi netto driftsrentabilitet fratrukket netto finansiell gjeldsrente, og hver lånte krone påvirker egenkapitalen med dette tallet. Dersom det er positivt vil avkastningen på egenkapital øke per lånte krone. For å finne effekten på egenkapitalavkastningen multipliserer vi med netto finansiell gjeldsgrad. Dette er den klassiske brekkstangsformelen og vi ser at det lønner seg for eierne å ta opp lån så lenge driftsrentabiliteten er høyere enn lånerenten. Dersom dette ikke er tilfelle vil eierne tape på hver lånt krone.

Knivsflå inkluderer ett ledd til som viser hvordan minoritetsinteressene påvirker avkastningen på egenkapital. Dette leddet er helt tilsvarende til det forrige leddet som viser effekten av gjeld, bortsett fra at tallene angående gjeld er byttet ut med tilsvarende tall for minoriteter. Dersom netto driftsrentabilitet er større enn minoritetsrentabiliteten øker avkastningen på egenkapital desto flere minoritetsinteresser selskapet har. $(ndr - mir)$ ganges med minoritetsgrad, mig, og tilsammen får vi hvor mye minoritetsinteressene påvirker avkastningen på egenkapital.

I tabell 51 nedenfor ser vi at netto driftsrentabilitet var negativ i 2012, men har holdt seg positiv i påfølgende år. Vi ser særlig lave verdier i 2012, 2014 og 2015.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ndr	-5 %	8 %	6 %	1 %	16 %	12 %	13 %
nfgr	3 %	3,4 %	3 %	3 %	2 %	1 %	1 %
nfgg	110 %	84 %	92 %	107 %	87 %	98 %	62 %
mir	0 %	0 %	81 %	57 %	144 %	87 %	72 %
mig	0 %	0 %	1 %	1 %	2 %	1 %	1 %
ndr-nfgr	-8 %	4 %	2 %	-2 %	15 %	10 %	12 %
ndr-mir	-5 %	8 %	-75 %	-56 %	-128 %	-76 %	-59 %

Tabell 51 «Momenter i egenkapitalrentabilitet» (Egenprodusert)

Både nfgr og nfgg viser en fallende utvikling. Det er rimelig å anta at gjeldsrenten vil være noe lavere ved et lavt gjeldsnivå. Grieg hadde ingen minoritetsinteresser før 2014. Vi ser en lav minoritetsgrad på en til to prosent. Minoritetsrentabiliteten er varierende fra 81% i 2014 til 72% i 2018.

$(ndr - nfgr)$ har negative verdier i 2012 og 2015, og vi ser at dette skyldes de lave verdiene for netto driftsrentabilitet da gjeldsrenten er rimelig stabil. Dette betyr at avkastningen til egenkapital blir negativt påvirket av gjeld i årene 2012 og 2015, men positivt påvirket de andre årene. Gjeldsgraden vil være «giret» som bestemmer den nominelle økningen i avkastningen til egenkapitalen. Vi ser at nedgangen i gjeld i årene 2016 og 2018 gjorde at avkastningen til egenkapitalen ble lavere enn den potensielt kunne vært.

Minoritetsrentabiliteten er svært høy, og mye høyere enn netto driftsrentabilitet i alle årene Grieg Seafood har hatt minoritetsinteresser. Dette betyr at avkastningen til egenkapitalen er blitt redusert som følge av at minoritetsinteresser.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ndr	-5 %	8 %	6 %	1 %	16 %	11,5 %	13,3 %
(ndr - nfggr) * nfggr	-9 %	3 %	2 %	-2 %	13 %	10 %	7 %
(ndr - mir) * mir	0 %	0 %	-1 %	-1 %	-2 %	-1 %	-1 %
Egenkapitalrentabilitet	-14 %	11 %	7 %	-2 %	27 %	21 %	20 %

Tabell 52 «Fortsettelse av momenter i egenkapitalrentabiliteten» (Egenprodusert)

Tabellen ovenfor viser de ulike delene av egenkapitalrentabiliteten med summen av momentene nederst. Selv om minoritetsrentabiliteten har vært mye høyere enn netto driftsrentabilitet er effekten på egenkapitalrentabiliteten liten da minoritetsgraden er såpass lav. Gjeld bidrar generelt til å øke egenkapitalrentabiliteten. De lave verdiene i egenkapitalrentabiliteten skyldes i hovedsak lav netto driftsrentabilitet, da minoritetsgraden er liten og gjeldsrenten stabil.

8.3 Strategisk fordel:

Superrentabilitet er et mål på den strategiske fordel en selskap innehar, og utgjør differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet. Dersom et selskap har høyere egenkapitalrentabilitet enn egenkapitalkrav, indikerer det at de klarer å opprettholde en lønnsomhet som er høyere enn resten av markedet ved samme risikonivå. Differansen betegnes som superrentabilitet og kan bare oppstå dersom selskapet innehar en strategisk fordel. Vi vil først sammenligne egenkapitalrentabiliteten til Grieg Seafood med egenkapitalkravet. Deretter vil vi dekomponere denne differansen for å finne kilden til differansen. Vi benytter oss av rammeverket til Knivsflå (2019f) i dekomponeringen.

Vi vil estimere den strategiske fordel (SF) til Grieg Seafood for tidsperioden 2012-2018, og dekomponere denne ned i en bransjefordel (BFD), ressursfordel (RFD), gearingfordel (GFD) og finansieringsfordel (FF).

Rammeverket vi følger deler den strategiske fordel ytterligere inn i to deler, henholdsvis driftsfordel (DF) og finansieringsfordel (FF). Driftsfordelen er ytterligere dekomponert i en strategisk driftsfordel (SDF) og en gearingfordel (GFD). Den strategiske driftsfordelen består av bransjefordelen (BFD) og ressursfordelen (RFD). Til slutt er ressursfordelen

dekomponert inn i en marginfordel (MF) og en omløpsfordel (OF). Dekomponeringen kan uttrykkes via formel på følgende måte:

$$SF = ekr - ekk$$

$$SF = BFD + RFD + GFD + FF$$

$$DF = BFD + RFD + GFD$$

$$SDF = BFD + RFD$$

$$RFD = MF + OF$$

Der:

SF = Strategisk fordel

Ekr = egenkapitalrentabilitet

Ekk = egenkapitalkrav

BFD = bransjefordel

RFD = ressursfordel

GFD = gearingfordel

FF = finansieringsfordel

DF = driftsfordel

SDF = Strategisk driftsfordel

MF = marginfordel

OF = omløpsfordel

Formel 53 «Strategisk fordel/superrentabilitet» (Knivseflå, 2019g)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet gjennomsnitt
Strategisk fordel	-21,4 %	3,6 %	-0,6 %	-8,3 %	19,8 %	13,0 %	13,8 %	8,9 %
Bransjefordel drift	-4,5 %	9,2 %	19,9 %	6,6 %	13,4 %	26,5 %	14,3 %	15,8 %
+ Ressursfordel drift	-7,5 %	-7,2 %	-19,6 %	-12,0 %	-1,9 %	-19,9 %	-5,8 %	-10,7 %
+ Gearignfordel drift	-13,2 %	1,5 %	0,5 %	-5,0 %	10,3 %	6,6 %	5,4 %	4,0 %
+ Finansieringsfordel	3,8 %	0,1 %	-1,5 %	2,1 %	-2,0 %	0,0 %	0,4 %	-0,1 %
Strategisk fordel	-21,4 %	3,6 %	-0,6 %	-8,3 %	19,8 %	13,0 %	13,8 %	8,9 %

Tabell 53 «Strategisk fordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 53 ovenfor viser de ulike elementene som inngår i den strategiske fordelene, og vi ser at den strategiske fordelene er lik differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet.

Den strategiske fordelene består som sagt i hovedsak av to deler, en driftsfordel og en finansieringsfordel. Vi vil nå gå igjennom de ulike delene, og begynner med driftsfordel.

8.3.1 Driftsfordel

Driftsfordelene betegnes som DF:

$$DF = BFD + RFD + GFD$$

Der:

DF = driftsfordel

BFD = bransjefordel

RFD = ressursfordel

GFD = gearingfordel

Formel 54 «Driftsfordel» (Knivsflå, 2019g)

Driftsfordelene er selskapets viktigste kilde til strategiske fordeler da det er svært vanskelig å opprettholde en strategisk fordel gjennom finansmarkedene. Vi vil gjennomgå en grundig dekomponering av driftsfordelene for å avdekke elementene som ligger bak. Driftsfordelene har en ren strategisk del som består av bransjefordelene og ressursfordelene som kalles den strategiske driftsfordelene. Den andre delen av driftsfordelene er gearingfordelene. Dette er ekstrafordelene knyttet til å låne kapital til drift. Vi vil nå gå gjennom hver av disse delene, samt dele ressursfordelene inn i en marginfordel og en omløpsfordel. Vi har også utarbeidet strategisk driftsfordel for bransjen, for å kunne sammenligne hvordan Grieg Seafood gjør det relativt til bransjen.

Strategisk driftsfordel

Den strategiske driftsfordelene er lik netto driftsrentabilitet fratrukket netto driftskrav og er vist i figuren under:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	-5,2 %	7,5 %	5,7 %	1,0 %	16,2 %	11,5 %	13,3 %	10,2 %
Netto driftskrav	6,8 %	5,5 %	5,3 %	6,4 %	4,7 %	5,02 %	4,82 %	5,2 %
Strategisk driftsfordel	-12,0 %	2,0 %	0,4 %	-5,4 %	11,5 %	6,5 %	8,48 %	5,0 %

Tabell 54 «Strategisk driftsfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Grieg Seafood har en tidsvektet gjennomsnittlig strategisk driftsfordel på 5% og ligger noe under bransjesnittet. Vi forventer dermed at Grieg Seafood har en lavere ressursfordel enn bransjesnittet. Den strategiske driftsfordelen er den andelen av strategisk fordel som kommer av ren drift, her er det altså ikke tatt hensyn til gearing og finansiering. Vi har valgt å sette netto driftskravet for konkurrentene lik netto driftskrav til Grieg Seafood (Knivsflå, 2019g). Vi ser dermed at forskjellen i strategisk driftsfordel stort sett skyldes forskjeller i netto driftsrentabilitet.

Bransjefordel:

Som nevnt tidligere består den strategiske driftsfordelen av henholdsvis en bransjefordel og en ressursfordel. Fra tabell 55 ser vi at Grieg har en bransjefordel på 15.8%. Alle de sammenlignbare selskapene har samme bransjefordel da denne fordelen kommer som følge av at man opererer i den gjeldende bransjen og ikke er selskapsspesifikk. At bransjefordelen er høy stemmer godt overens med vår strategiske analyse der vi kom frem til at bransjen er svært attraktiv og lønnsom.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet i bransjen	2,3 %	14,7 %	25,2 %	13,0 %	18,1 %	31,5 %	19,1 %	21,0 %
Netto driftskravet i bransjen	6,77 %	5,53 %	5,29 %	6,45 %	4,67 %	5,02 %	4,82 %	5,2 %
Bransjefordel drift	-4,5 %	9,2 %	19,9 %	6,6 %	13,4 %	26,5 %	14,3 %	15,8 %

Tabell 55 «Bransjefordel i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Vår makroanalyse tilsier at det burde være en signifikant bransjefordel i oppdrettsbransjen. Dette skyldes primært etableringsbarrierer gjennom konsesjoner, at produktet er godt stilt i forhold til kostholdstrender og miljøfokus, samt at distributører har vist liten evne til å kapre merverdi ved prisstigning. Makroanalysen tilsier dermed at det burde være en signifikant bransjefordel tilstede. Grieg Seafood har en bransjefordel på 15.8%, noe som hovedsakelig er i tråd med makroanalysen, selv om det kan virke noe høyt.

Ressursfordel:

En ressursfordel skapes av at selskapet innehar interne særegne ressurser som tillater de å skape en høyere differanse mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav enn bransjen. Dette kommer klart frem i formelen nedenfor.

$$RFD = (ndr - ndr_b) + (ndk_b - ndk)$$

Formel 55 «Ressursfordel» (Knivsflå, 2019g)

Dersom vi ser på tabell 55 ovenfor ser vi at Grieg har en signifikant lavere netto driftsrentabilitet sammenlignet med bransjen, med 10.2% versus 21%.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ressursfordel	-7,5 %	-7,2 %	-19,6 %	-12,0 %	-1,9 %	-19,9 %	-5,8 %

Tabell 56 «Ressursfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 56 ovenfor viser Grieg Seafood sin ressursfordel i analyseperioden 2012 til 2018. Vi ser at ressursfordelen er negativ i hele analyseperioden, med spesielt negative verdier i årene 2014 og 2017.

Som vi har sett på i VRIO-analysen vår er ikke Grieg Seafood i besittelse av noen ressurser som kan kategoriseres som strategiske. Det er dermed ikke overraskende at de ikke har en negativ ressursfordel. Da de har en negativ ressursfordel på i alle årene tolker vi det slik at andre aktører i bransjen er i besittelse av ressurser som gjør at de kan skape en lønnsomhet som er større enn det Grieg Seafood klarer. Dette resultatet er i tråd med den strategiske analysen da den tilsier at Grieg kan skape god lønnsomhet gjennom de fordelene de har gjennom å være en del av bransjen, men at de ikke burde ha en lønnsomhet som er høyere enn bransjesnittet.

Margin- og omløpsfordel:

Vi vil nå dekomponere ressursfordelen inn i henholdsvis en margin- og en omløpsfordel. Merk at netto driftsmargin ikke er lik EBIT-marginen fra de tidligere analysene. Dette skyldes at netto driftsmargin er korrigert for skatt, noe EBIT naturligvis ikke er.

Omløpshastigheten vi har regnet i ut i denne dekomponeringen er heller ikke helt lik omløpshastigheten vi har regnet ut tidligere. Dette skyldes problematikk knyttet til utregning av bransjegjennomsnitt. Da vi regnet netto driftsrentabilitet for bransjen brukte vi et vektet snitt for de sammenlignbare selskapene og Grieg Seafood. For å dekomponere ned til omløpsfordel og marginfordel regnet vi ut et vektet snitt av marginene og omløpshastighetene til selskapene. Problemet er at gjennomsnittlig netto driftskapital ikke er lik produktet av gjennomsnittlig driftsmargin og omløpshastighet. Dette skyldes gjennomsnittet til et produkt ikke er lik produktet av gjennomsnittet av faktorene. Vi brukte et implisitt snitt for omløpshastigheten til bransjen og Grieg Seafood for å løse dette

problemet. Dette gjør at vi får en tilnærming til omløpsfordel og marginfordel. Summen er imidlertid lik den tidligere utregnede ressursfordelen. I tabellene nedenfor presenteres resultatene:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	-5,22 %	7,52 %	5,66 %	1,02 %	16,18 %	11,54 %	13,30 %	10,2 %
Netto driftsrentabilitet i bransjen	2,29 %	14,74 %	25,22 %	13,05 %	18,08 %	31,49 %	19,14 %	21,0 %
Rentabilitetsfordel drift	-7,51 %	-7,22 %	-19,56 %	-12,03 %	-1,91 %	-19,94 %	-5,84 %	-10,7 %

Tabell 57 «Rentabilitetsfordel drift for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Marginfordel

Vi har dekomponert ressursfordelen inn i en marginfordel og en omløpsfordel. Tabell 58 nedenfor viser marginfordelen til Grieg Seafood i analyseperioden 2012 til 2018. Vi ser at de har en negativ marginfordel i samtlige av årene, med særlig negative verdier i 2014 og 2017.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsmargin	-8 %	7 %	4 %	1 %	12 %	10 %	12 %
Netto driftsmargin i bransjen	3 %	10 %	15 %	9 %	17 %	32 %	16 %
= "Uvektet" marginfordel	-11 %	-3 %	-12 %	-8 %	-5 %	-22 %	-4 %
Omløpet til netto driftskapital	65 %	106 %	156 %	147 %	135 %	118 %	114 %
=Marginfordel	-7 %	-2 %	-19 %	-12 %	-6 %	-24 %	-5 %

Tabell 58 «Marginfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Vi har tidligere sett på de ulike kostnadspostene i sammenheng med produsert kilo. Den negative marginfordelen skyldes i hovedsak at Grieg Seafood har veldig høy andel «Andre driftskostnader» og «avskrivninger» sammenlignet med bransjen. Vi ser at det er primært disse to faktorene som gjør at Grieg har en marginulemppe fremfor en marginfordel relativt til bransjen.

Omløpsfordel

Tabell 59 nedenfor viser Grieg Seafood sin omløpsfordel i analyseperioden 2012 til 2018. Vi ser at omløpsfordelen er noe varierende, med negative verdier i 2012, 2013 og 2018. Vi ser imidlertid positive verdier i 2013, 2016 og 2017. Dette er i tråd med tidligere analyser i kapittel 8.1.3 om omløpshastighet som viser at Grieg Seafood har en omløpshastighet som ligger rundt bransjenivået.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omløpet til netto driftskapital	65 %	106 %	156 %	147 %	135 %	118 %	114 %
- Omløpet til bransjen	86 %	156 %	158 %	148 %	112 %	104 %	120 %
= "Uvektet" omløpsfordel	-21 %	-50 %	-2 %	-2 %	23 %	14 %	-6 %
* Netto driftsmargin i bransjen	3 %	10 %	15 %	9 %	17 %	32 %	16 %
=Omløpsfordel	-1 %	-5 %	0 %	0 %	4 %	4 %	-1 %

Tabell 59 «Omløpsfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Oppsummering Strategisk driftsfordel:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bransjefordel drift	-4,5 %	9,2 %	19,9 %	6,6 %	13,4 %	26,5 %	14,3 %
Marginfordel	-7,0 %	-2,4 %	-19,3 %	-11,9 %	-5,7 %	-24,4 %	-4,86 %
+Omløpsfordel	-0,6 %	-4,8 %	-0,3 %	-0,1 %	3,8 %	4,4 %	-1 %
=Rentabilitetsfordel	-7,5 %	-7,2 %	-19,6 %	-12,0 %	-1,9 %	-19,9 %	-5,84 %
+Kravfordel	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0 %
= Ressursfordel drit	-7,5 %	-7,2 %	-19,6 %	-12,0 %	-1,9 %	-19,9 %	-5,84 %
= Strategisk driftsfordel	-12,0 %	2,0 %	0,4 %	-5,4 %	11,5 %	6,5 %	8,5 %

Tabell 60 «Strategisk driftsfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Grieg Seafood har en positiv strategisk driftsfordel i alle årene bortsett fra i 2012 og 2015. Det er primært bransjefordelen på som løfter den strategiske driftsfordelen positivt, men den negative ressursfordelen trekker den strategiske driftsfordelen ned. Ressursfordelen er summen av marginfordelen og omløpsfordelen. Marginfordelen er den faktoren som påvirker ressursfordelen mest og bidrar jevnt over til å redusere den strategiske fordelen signifikant. Omløpsfordelen varierer noe, den har en signifikant negativ effekt i 2013 og en signifikant positiv effekt i både 2016 og 2017. De positive bidragsyterne for den strategiske driftsfordelen er altså bransjefordelen og omløpsfordelen, mens marginfordelen trekker ned. Vi har tidligere sett at Grieg klarer å få en pris for produktene sine som er høyere enn bransjesnittet. Grieg må derfor ha en stor ulempe i kostnader per produserte kilo sammenlignet med bransjesnittet. Oppsummerende kan vi si at bransjen er attraktiv, Grieg Seafood har grei kapitaleffektivitet, de selger til gode priser, men har høye kostnader per produserte kilo.

Gearingfordel:

Den siste delen av driftsfordelen til selskapet er gearingfordelen. Dette er en fordel som kommer av at selskapet benytter seg av andre kilder til finansiering enn egenkapital. Som tidligere forklart øker gearing egenkapitalrentabiliteten dersom den gjennomsnittlige gjeldsrenten er lavere enn avkastningen på totalkapitalen. Dette er sammenhengen gearingfordelen eksplisitt viser. Minoritetsgraden inkluderes også i formelen for gearingfordel ettersom minoritetsinteresser er en form for finansiering som skaper samme mekanisme som lån (Knivsflå, 2019g).

Formelen for gearingfordel er vist under og vi ser at det første leddet avgjør hvorvidt gearingen er lønnsom, mens det andre leddet avgjør hvor stor påvirkningen er på den strategiske fordelen (Knivsflå, 2019g).

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

Der:

$GFD = \text{Gearingfordel}$

$Ndr = \text{netto driftsrentabilitet}$

$Ndk = \text{netto driftskrav}$

$Nfgg = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$

$Mig = \text{minoritetsgrad}$

Formel 56 «Gearingfordel» (Knivsflå, 2019g)

Bransjefordelen og ressursfordelen er rimelig rett frem når det gjelder tolkning, der mer vil tilføre verdi til selskapet og være bedre for aksjonærene. Gearingfordelen skiller seg imidlertid fra disse da det ikke er opplagt hvorvidt denne «fordelen» skaper verdi for aksjonærene i selskapet. Klassisk økonomisk teori tilsier at risikoen øker proporsjonalt med økningen i egenkapitalrentabilitet ved gjeldsøkning. Gjeldsøkning burde dermed ikke ha verdi for aksjonærene. Miller og Modigliani er noen av teoretikerne som tar utgangspunkt i at kapitalstruktur ikke påvirker verdien av selskapet.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsrentabilitet	-5,2 %	7,5 %	5,7 %	1,0 %	16,2 %	11,5 %	13,3 %
-Netto driftskrav	6,8 %	5,5 %	5,3 %	6,4 %	4,7 %	5,0 %	4,8 %
= Strategisk driftsfordel	-12,0 %	2,0 %	0,4 %	-5,4 %	11,5 %	6,5 %	8,5 %
*Gearing (nfgg+mig)	109,7 %	76,8 %	142,1 %	91,4 %	89,2 %	100,7 %	63,5 %
=Gearingfordel drift	-13,2 %	1,5 %	0,5 %	-5,0 %	10,3 %	6,6 %	5,4 %

Tabell 61 «Gearingfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

MM Proposition 1:

Dette utsagnet fra Modigliani & Miller's «Proposition 1» impliserer at gearing ikke øker verdien til selskapet og følgelig ikke verdien til aksjonærene heller: "In a perfect capital market, the total value of a firm is equal to the market value of the free cash flows generated by its assets and is not affected by its choice of capital structure" (1958, s. 269). Årsaken til dette er at økt gearing kan føre til økt egenkapitalrentabilitet, men også økt selskapsrisiko. Teorien tilsier at forholdet vil være det samme og at økt gearing bare fører til en tilpasning med høyere forventet avkastning og risiko.

Teorien forutsetter imidlertid at man opererer i et «perfect capital market», noe som sjelden er tilfelle i praksis, da selskapet blant annet får skattefordeler fra gjeld. «Trade-off theory» sier også at selskapet kan velge en optimal gjeldsgrad der oppsiden representeres av

skattefordeler fra økt gjeld og nedsiden representeres av konkurskostnader (Eckbo, B. E., 2008, *Handbook of Empirical Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, s. 141).

Det er omdiskutert hvorvidt gearing kan føre til økt verdi for eierne (Knivsflå, 2019g). Grieg Seafood har imidlertid en varierende gearingfordel med positive verdier i både 2016, 2017 og 2018, som i hovedsak skyldes at netto driftsrentabilitet er høyere enn netto driftskrav, og at netto finansiell gjeldsgrad er over null. En lav minoritetsgrad gjør at minoritetsandelene bidrar minimalt til gearingfordelen.

8.3.2 Oppsummering – Driftsfordel:

Ved bruk av rammeverket til Knivsflå har vi har dekomponert driftsfordelen til Grieg Seafood inn i de ulike kildene. Vi ser at Grieg Seafood nyter godt av bransjefordelen og ytterligere øker driftsfordelen gjennom gearing. Resultatet er i tråd med den strategiske analysen vår, da Grieg Seafood i hovedsak har en høy bransjefordel og en negativ ressursfordel.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bransjefordel drift	-4,5 %	9,2 %	19,9 %	6,6 %	13,4 %	26,5 %	14,3 %
+ Ressursfordel drift	-7,5 %	-7,2 %	-19,6 %	-12,0 %	-1,9 %	-19,9 %	-5,8 %
=Strategisk driftsfordel	-12,0 %	2,0 %	0,4 %	-5,4 %	11,5 %	6,5 %	8,5 %
+Gearingfordel drift	-13,2 %	1,5 %	0,5 %	-5,0 %	10,3 %	6,6 %	5,4 %
=Driftsfordel	-25,2 %	3,5 %	0,9 %	-10,4 %	21,8 %	13,1 %	13,86 %

Tabell 62 «Driftsfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

8.3.3 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen kommer på bakgrunn av differansen mellom kapitalkravet til gjelden og gjeldsrenten. Finansieringsfordelen er positiv dersom netto finansielt gjeldskrav er større enn netto finansiell gjeldsrente. Årsaken til dette er at selskapet får en finansieringsfordel dersom de betaler mindre på gjelden sin enn det gjelden sitt risikonivå tilsier. Formelen for finansieringsfordel kan uttrykkes som følger:

$$FF = (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

Der:

FF = finansieringsfordel

$Nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav

$Nfggr$ = netto finansiell gjeldsrente

Nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

Mik = minoritetskrav

Mir = minoritetsrentabilitet

Mig = minoritetsgrad

Formel 57 «Finansieringsfordel» (Knivsflå, 2019g)

Netto finansielt gjeldskrav er hva markedet forventer av avkastning på den spesifikke gjelden selskapet har opparbeidet seg. Dersom selskapet betaler en lavere gjeldsrente enn dette vil de ha en finansieringsfordel da de har tilgang på «billigere» kapital enn markedet. Det samme gjelder for kapital som kommer fra minoriteter.

Å oppnå en slik fordel i finansmarkedene er vanskelig ettersom markedet er preget av stor konkurranse. Dersom et selskap innehar en slik fordel er det også tvilsomt at de klarer å opprettholde den over tid. Finansieringsfordelen er derfor forventet å utgjøre en liten andel av den totale strategiske fordel. Vi har regnet ut finansieringsfordelen til finansiell gjeld og finansielle eiendeler for å komme frem til finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	5,9 %	3,3 %	2,6 %	5,5 %	2,0 %	2,2 %	2,5 %	2,9 %
Finansiell gjeldsrente	4,0 %	4,0 %	4,1 %	4,6 %	3,2 %	2,1 %	1,5 %	2,8 %
=Finansiell gjeldsrentefordel	1,9 %	-0,7 %	-1,5 %	1,0 %	-1,2 %	0,1 %	1,0 %	0,0 %
* Finansiell gjeldsgrad	123,0 %	123,0 %	90,0 %	96,9 %	120,6 %	99,2 %	101,7 %	105,3 %
=Finansieringsfordel finansiell gjeld	2,4 %	-0,9 %	-1,3 %	0,9 %	-1,4 %	0,1 %	1,0 %	0,02 %

Tabell 63 «Finansieringsfordel finansiell gjeld for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 63 ovenfor viser utregningen av Grieg Seafood sin finansieringsfordel på finansiell gjeld over analyseperioden 2012 til 2018. Vi ser at finansieringsfordelen varierer rundt null i hele tidsperioden, noe som er å forvente. Det tidsvektede gjennomsnittet ligger på 0.02%. Det historiske resultatet støtter opp under antakelsen om at det ikke vil forekomme en signifikant finansieringsfordel i fremtiden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	12,4 %	9,2 %	8,9 %	40,5 %	14,4 %	8,6 %	12,1 %	14,1 %
-Finansielt eiendelskrav	1,5 %	1,9 %	1,9 %	1,2 %	1,0 %	1,3 %	6,5 %	2,6 %
=Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	10,8 %	7,3 %	7,0 %	39,4 %	13,4 %	7,3 %	5,6 %	11,4 %
* Finansiell eiendelsgrad	13,2 %	13,2 %	5,9 %	4,5 %	13,6 %	11,9 %	4,0 %	9,1 %
=Finansieringsfordel finansielle eiendeler	1,4 %	1,0 %	0,4 %	1,8 %	1,8 %	0,9 %	0,2 %	0,98 %

Tabell 64 «Finansieringsfordel finansielle eiendeler for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 64 ovenfor viser Grieg Seafood sin finansieringsfordel på finansielle eiendeler i analyseperioden 2012 til 2018. Vi ser at utviklingen er veldig lik som den var for finansiell gjeld. Finansieringsfordelen varierer noe rundt null med et tidsvektet gjennomsnitt på 0.98%.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto finansiell gjeldskrav	6,4 %	3,4 %	2,7 %	5,8 %	2,1 %	2,4 %	2,3 %	2,9 %
-Netto finansiell gjeldsrente	3,0 %	3,3 %	3,8 %	2,8 %	1,7 %	1,3 %	1,1 %	1,9 %
=Netto finansiell gjeldsrentefordel	3,5 %	0,1 %	-1,1 %	3,0 %	0,4 %	1,1 %	1,2 %	1,0 %
*Netto finansiell gjeldsgrad	109,7 %	109,7 %	84,1 %	92,3 %	106,9 %	87,3 %	97,7 %	96,3 %
=Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	3,8 %	0,1 %	-0,9 %	2,7 %	0,4 %	1,0 %	1,2 %	1,0 %

Tabell 65 «Finansieringsfordel netto finansiell gjeld for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018»
(Egenprodusert)

Vi kan nå finne finansieringsfordelen for netto finansiell gjeld, illustrert ovenfor i tabell 65. Finansieringsfordelen for netto finansiell gjeld er et produkt av de to tidligere finansieringsfordelene. Vi ser at finansieringsfordelen varierer rundt null og det er bare i 2012 og 2015 vi finner en betydelig finansieringsfordel. Det tidsvektede gjennomsnittet er imidlertid på 1%. Dette vitner om at Grieg Seafood ikke har noen betydelig varig finansieringsfordel på netto finansiell gjeld.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet gjennomsnitt
Minoritetskrav	9,1 %	9,4 %	9,7 %	8,8 %	8,8 %	9,6 %	8,2 %	9,0 %
-Minoritetsrentabilitet	0,0 %	0,0 %	81,1 %	56,8 %	144,3 %	87,4 %	72,0 %	82,5 %
=Minoritetsrentabilitetsfordel	9,1 %	9,4 %	-71,5 %	-48,0 %	-135,5 %	-77,8 %	-63,7 %	-73,5 %
*Minoritetsgrad	0,0 %	0,0 %	0,9 %	1,4 %	1,8 %	1,3 %	1,3 %	1,2 %
=Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,0 %	0,0 %	-0,6 %	-0,7 %	-2,4 %	-1,0 %	-0,8 %	-1,07 %

Tabell 66 «Finansieringsfordel minoritetsinteresser for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018»
(Egenprodusert)

Finansieringsfordelen er summen av finansieringsfordelen fra minoritetsinteressene og finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld. Vi har regnet ut finansieringsfordelen til minoritetsinteressene ovenfor i tabell 66. Vi ser en negativ finansieringsfordel i alle årene Grieg Seafood har hatt minoriteter. Finansieringsulempen er imidlertid ganske lav, noe som skyldes en veldig lav minoritetsgrad. Det tidsvektede gjennomsnittet ligger på 1.08 %.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	2,4 %	-0,9 %	-1,3 %	0,9 %	-1,4 %	0,1 %	1,0 %	0,0 %
+Finansieringsfordel finansielle eiendeler	1,4 %	1,0 %	0,4 %	1,8 %	1,8 %	0,9 %	0,2 %	1,0 %
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	3,8 %	0,1 %	-0,9 %	2,7 %	0,4 %	1,0 %	1,2 %	1,0 %
+Finansieringsfordel minoritet	0,0 %	0,0 %	-0,6 %	-0,7 %	-2,4 %	-1,0 %	-0,8 %	-1,1 %
=Finansieringsfordel	3,8 %	0,1 %	-1,5 %	2,1 %	-2,0 %	0,0 %	0,4 %	-0,07 %

Tabell 67 «Finansieringsfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 67 ovenfor viser den totale finansieringsfordelen og er summen av finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld og finansieringsfordelen fra minoritetene. Finansieringsfordelen er litt over null i de fleste årene, med unntak av 2014 og 2016. Det

tidsvektede gjennomsnittet ligger på -0.07%. Dette er i tråd med hva vi skrev innledningsvis og det virker i stor grad som at Grieg Seafood handler i effektive kapitalmarkeder da finansieringsfordelen er svært nærme null. Dette taler sterkt for å budsjettere fremtiden med en finansieringsfordel på null.

8.4 Oppsummering – Strategisk fordel:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet gjennomsnitt
Strategisk fordel	-21,4 %	3,6 %	-0,6 %	-8,3 %	19,8 %	13,0 %	13,8 %	8,9 %
Bransjefordel drift	-4,5 %	9,2 %	19,9 %	6,6 %	13,4 %	26,5 %	14,3 %	15,8 %
+ Ressursfordel drift	-7,5 %	-7,2 %	-19,6 %	-12,0 %	-1,9 %	-19,9 %	-5,8 %	-10,7 %
+Gearignfordel drift	-13,2 %	1,5 %	0,5 %	-5,0 %	10,3 %	6,6 %	5,4 %	4,0 %
+Finansieringsfordel	3,8 %	0,1 %	-1,5 %	2,1 %	-2,0 %	0,0 %	0,4 %	-0,1 %
Strategisk fordel	-21,4 %	3,6 %	-0,6 %	-8,3 %	19,8 %	13,0 %	13,8 %	8,9 %

Tabell 68 «Oppsummering strategisk fordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Den strategiske fordelen til Grieg Seafood varierer ganske mye over perioden 2012 til 2018. Bortsett fra i 2012 trekker bransjefordelen i positiv retning og den er spesielt stor i årene 2014, 2016, 2017 og 2018. Ressursfordelen trekker i negativ retning i samtlige år, med spesielt negative verdier i 2014 og 2017. Gearingfordelen er sterkt positiv i 2016, 2017 og 2018, men negativ i 2012 og 2015. Finansieringsfordelen ligger rundt null, men har en noe høyere verdi i 2012 sammenlignet med resten av årene.

Den strategiske fordelen til Grieg Seafood blir generelt trukket opp av en bransjefordel og en gearingfordel, trukket ned av en ressursfordel og påvirkes ikke så mye av finansieringsfordelen. Den positive bransjefordelen og den negative ressursfordelen er godt i tråd med vår strategiske analyse. At finansieringsfordelen er generelt lavt er også å forvente.

9. Fremtidsregnskap:

Vi vil følge rammeverket til Knivsflå i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet til Grieg Seafood. Fremtidsregnskapet vil som tidligere nevnt ta utgangspunkt i både den historiske regnskapsanalysen og den strategiske analysen utført tidligere i oppgaven.

Ifølge Knivsflå (2019h) starter konstruksjonen av et fremtidsregnskap med fire steg: valg av budsjettthorisont, valg av rammeverk for modellen, valg av metode for framskrivning av budsjettdriverne og metode for håndtering av usikkerhet i modellen. Vi vil i de påfølgende kapitlene gå gjennom hvert av disse elementene for å skape fundamentet til fremtidsregnskapet vårt.

Deretter vil vi presentere og gå igjennom de syv stegene for budsjettering som resulterer i fremtidsregnskapet til Grieg Seafood. Dette danner igjen grunnlaget for utarbeidelsen av et verdiesimat på selskapet sin aksje i den fundamentale verdsettelsen.

9.1 Budsjettthorisont

Fremtidsregnskapet vårt har to typer perioder, en eksplisitt periode der vi budsjetterer detaljnivået etter beste evne i et visst antall år. Den følgende perioden er omtalt som «steady state». Denne perioden regnes som den varer til evig tid og vi bruker Gordons vekstformel for å regne nåverdien av denne perioden.

«Steady state» perioden representerer forventet normalisering av driften som vil vare til evig tid der alle budsjettdriverne forutsettes å være konstante. Av dette følger det en del naturlige restriksjoner. Veksten i denne perioden må være mindre eller lik summen av globalvekst pluss inflasjonen. Dersom dette ikke er tilfellet mener man at selskapet hvert år blir en større del av verdensøkonomien til evig tid. Dette vil ikke være tilfellet og veksten er følgelig begrenset. Den andre restriksjonen er at forholdet mellom regnskapstallene ikke har mulighet til å endre seg i løpet av «steady state»-perioden. Dette betyr at den første budsjettperioden må omfatte hele perioden man predikerer at selskapet vil oppnå en ekstraordinær vekst og ekstraordinære marginer.

Valg av budsjettthorisont omfatter valget av lengden på den første eksplisitte perioden og er følgelig avhengig av tidspunktet man antar at selskapet når en «steady state». I tillegg er valg

av budsjettthorisonnt avhengig av kvaliteten på regnskapsføringen til selskapet, ettersom en større grad av verdibasert regnskapsføring taler for en kortere budsjettthorisonnt.

Grieg Seafood har hatt en «Compounded Annual growth rate» på 24% i perioden 2012 til 2018. Dette representerer en svært høy inntektsvekst. Selskapet har også som mål å øke antall slaktet tonn til 100 000 innen 2020. Dette innebærer en produksjonsvekst på 60% fra 2017 til 2020. For det første ser vi at Grieg Seafood er inne i en periode med mye vekst og antar at denne trenden vil fortsette for selskapet frem til 2020. Dette taler for en lengre budsjettthorisonnt ettersom selskapet ikke er nærme «steady state» med hensyn til vekst. På den andre siden blir potensiell ytterligere vekst begrenset av antall nye konsesjoner. Grieg Seafood har for øyeblikket konsesjoner som tillater de en produksjonsmengde på 146 398 tonn. Det er dermed nødvendig for selskapet å søke erverve nye konsesjoner for å vokse utover dette. Det er også viktig å nevne at en kapasitetsutnyttelse på 100% er svært usannsynlig som følge av utfordringer knyttet til lus, rømning av fisk og fisk som dør i merdene. Dette taler for at Grieg Seafood ikke vil ha mulighet til å vokse særlig utover 100 000 tonn uten nye konsesjoner. Dersom selskapet klarer å øke produksjonsvolumet etter 2020 med lik mengde som de estimerer å øke med i perioden 2018 til 2020 vil de nå konsesjonsgrensen i løpet av det fjerde produksjonsåret. Dette taler for at produksjonsveksten kan stabilisere seg i en «steady state» i det syvende året dersom de ikke får utdelt nye konsesjoner.

I vår strategiske analyse konkluderte vi med at bransjen har et stort vekstpotensial. Dersom bransjen har en ekstraordinær vekst i en lang periode taler dette for en lang budsjettthorisonnt. Bransjen er også preget av teknologiske innovasjoner, og særlig innovasjoner som tar sikte på å løse problemer knyttet til sykdom, dødelighet og lakselus. Dette kan i stor grad påvirke marginene i bransjen, men er svært vanskelig å predikere. Dette taler for å lengre budsjettthorisonnt da man burde ta hensyn til en eventuell forventet effektivisering i bransjen.

Med et stort fremtidig vekstpotensial og teknologisk utvikling er det naturlig å anta at det vil ta tid før bransjen stabiliserer seg på en «steady state».

Budsjettthorisonnten er også avhengig av kvaliteten på regnskapsføringen. Desto mer verdibasert regnskapsføring som benyttes, desto kortere trenger budsjettthorisonnten å være for å fange opp verdiene (Knivsflå, 2019h). Grieg Seafood fører regnskap etter IFRS. IFRS krever at finansiell leasing føres som eiendeler og at biologiske eiendeler føres til virkelig

verdi. Vi har justert den operasjonelle leasingen til å fremkomme som en eiendel i regnskapet og justert biologiske eiendeler tilbake til historisk kost. Grunnet endringen knyttet til biologiske eiendeler er regnskapet påvirket av historisk kost og avviker dermed fra verdibasert regnskapsføring, noe som taler for en lengre budsjettthorison. Justeringen relatert til leasing fører regnskapet nærmere verdibasert regnskapsføring.

Det at Grieg Seafood og bransjen er inne i en periode preget av mye vekst og vekstmuligheter, samt muligheter for teknologisk effektivisering taler for en lengre budsjettthorison. Som følge av dette og at regnskapet i tillegg har innslag av historisk kost, velger vi å anslå en periode på 12 år som rimelig budsjettthorison. Selskapets eksplisitte budsjettperiode vil dermed strekke seg fra 2019 til 2030, der 2030 representerer «steady state».

9.2 Detaljnivå:

Hvilket detaljnivå man velger å bruke i fremtidsregnskapet avhenger i hovedsak av lengden på budsjettthorisonen og grad av usikkerhet i framskrivningen. Det er vanskelig å ha en detaljert forventning om fremtiden på detaljnivå, og et høyt detaljnivå er dermed mest aktuelt når budsjettthorisonen er kort (Knivsflå, 2019h).

Ved et lavt detaljnivå kan netto driftsresultat budsjetteres direkte gjennom å fremskrive netto driftsmargin. Ved budsjetteringen vil vi konsentrere oss om de viktigste faktorene for å avgrense budsjettdriverne da vi har en lang budsjettthorison. Vi vil i hovedsak fokusere på selve driften, da vi mener utviklingen i driften er klart viktigst for verdien av selskapet samtidig som vi er bedre egnet til å predikere nettopp denne utviklingen.

9.3 Metode for framskrivning av budsjettdriverne:

Det kvantitative utgangspunktet for budsjettering er historisk utvikling til aktuelle budsjettdriverne (Knivsflå, 2019h). Mange regnskapstall er tilbakevendende til gjennomsnittet, noe som også omtales som «mean reversion», i bransjen eller til gjennomsnittet over tid (Knivsflå, 2019h). Disse trendene kan imidlertid overstyres av strategisk innsikt fra vår kvalitative analyse. Det er dermed naturlig å ta utgangspunkt i

bransjesnittet og tidsvektet gjennomsnitt, men å føre avvik fra dette der den kvalitative analysen gir argumenter for dette.

Vi vil predikere inntektsveksten på kort og mellomlang sikt på et detaljertnivå ettersom vi har tilgjengelig informasjon for både bransjen og selskapet som gjør at vi kan predikere denne posten detaljert. Videre vil vi ta utgangspunkt i dekomponeringen av netto driftsrentabilitet for framskrivning av kostnadene og marginer. Framskrivningene vil i hovedsak basere seg på tre typer informasjon: historisk utvikling, innsikt fra vår kvalitative analyse og framtidsutsikter for bransjen og selskapet. Dette vil lede til et fremtidsregnskap som utarbeides på bakgrunn av en totalvurdering av den utviklingen vi anser som mest sannsynlig for selskapet.

Vi vil utarbeide fremtidsregnskapet ved bruk av rammeverket til Knivsfå. Han introduserer en budsjettmodell bestående av syv steg: budsjetterte driftsinntekter, budsjetterte netto driftseiendeler, budsjettert netto driftsresultat, budsjettert finansiell gjeld og eiendeler, budsjetterte netto finanskostnader og inntekter, budsjetterte minoritetsinteresser og budsjettert netto minoritetsresultat. Vi vil presentere stegene mer detaljert underveis i de kommende delkapitlene. Disse syv stegene for å predikere budsjettperioden ender så opp i et fremtidsregnskap bestående av fremtidsresultat-, balanse- og kontantstrøm. Disse er nødvendige for å senere komme frem til et verdiestimat på selskapets aksjekurs basert på fundamental verdsettelse.

Det er verdt å merke seg at vi kommer til å gå ut ifra at alle kontantstrømmer skjer den 31.12 slik at rentabiliteter regnes på inngående kapital.

9.3.1 Håndtering av usikkerhetsfaktorer i budsjettet:

Det vil naturlig følge en del usikkerhet relatert til budsjetteringen vår ettersom den belager seg på en rekke forutsetninger og antakelser om fremtiden. Disse vil vi ta hensyn til gjennom sensitivitetsanalyser for å få en oversikt over hvor sårbar nåverdien vi får fra fremtidsregnskapet er for endringer i de ulike momentene vi predikerer. Vi vil vi i kapittel 11.6.3 gjennomføre en Crystal Ball-analyse for å belyse hvordan usikkerhetene i budsjettet påvirker verdiestimatet.

9.4 Stegene i modellen eller rammeverket for budsjettering:

Vi vil nå gå igjennom de ulike stegene for budsjettering av den eksplisitte budsjettperioden.

9.4.1 Steg 1: Budsjetterte driftsinntekter

På kort og mellomlang sikt vil veksten til en virksomhet være avhengig av generell bransjevekst og interne ressurser til vekst (Knivsflå, 2019h). Da bransjen vokser trenger ikke aktørene å konkurrere om markedsandeler (Knivsflå, 2019h).

Siden ingen virksomheter på lang sikt kan vokse raskere enn den samlede økonomien vil veksten måtte stabilisere seg under den langsiktige veksten i verdensøkonomien (Knivsflå, 2019h).

På kort og mellomlang sikt vil vi estimere produsert mengde og bruke dette for å estimere inntekten. På lang sikt er det vanskelig å estimere produsert mengde da det er avhengig av hvor mange konsesjoner selskapet får tildelt. Vi vil dermed ta utgangspunkt i bransjetall og vekst i verdensøkonomien for å estimere en «steady state» på slutten av budsjetteringsperioden.

Vi antar at produsert kilo vil øke fra 74 623 i 2018 til 100 000 innen 2020. Prisutviklingen vil følge våre estimater. Videre vil inntekten vokse med summen av den prosentvise veksten i disse to faktorene.

En stor vekst i en periode er forventet å redusere veksten i neste periode da langsiktig vekst er betinget på konsesjoner. På lang sikt kan ikke selskapet vokse mer enn tilgangen på konsesjoner. Dermed kan selskapet utnytte store deler av denne vekstkapasiteten tidlig i perioden, men får følgende lavere vekst i slutten av perioden.

Inntektsestimering:

Vi har valgt å ta utgangspunkt i inntekten for 2018, for deretter å estimere endring i pris og produsert mengde. Dette betyr at vi estimerer inntekten ved å justere fjorårets inntekt for inneværende års endring i pris og mengde på oppdrettslaks.

Kort sikt:

Pris:

Vi vil bruke meglerhus sine estimer for pris på oppdrettslaks for 2019 og 2020. Prisestimer etter 2020 anser vi som unøyaktige og vil heller fokusere på den generelle prisveksten. Meglerhuset Kepler Cheuvreux forventer en pris på 61.5 kroner i 2019 og 63 kroner i 2020 (DN, 2018). Vi vil bruke disse estimatene i vårt fremtidsregnskap for 2019 og 2020. Etter denne perioden går vi ut ifra at prisen på laks vil øke med inflasjonen og dermed ikke bli relativt dyrere sammenlignet med andre varer. Årsaken til dette er at vi har konkludert med en global etterspørselsøkning etter laks på verdensmarkedet og følgelig vil vi estimere en produksjonsøkning for Grieg Seafood. Dersom vår estimerte produksjonsøkning er sammenfallende med etterspørselsøkningen er det naturlig at prisen ikke endrer seg signifikant i forhold til prisnivået. Vi anser dette som det mest sannsynlige utfallet og det utfallet som vil gi den mest robuste analysen. Det må nevnes at prisendringen vil ha stor påvirkning på analysen vår og vi vil se nærmere på dette i sensitivitetsanalysen.

Mengde:

Grieg Seafood har som mål å slakte 100 000 tonn i 2020 (Grieg Seafood, årsrapport 2017, 2018). Vi vil derfor bruke dette estimatet for produsert mengde i 2020. For 2018 og 2019 har vi lagt til en økning fra 2017 slik at økningen i 2018 og 2019 blir den samme og 100 000 tonn produsert mengde blir nådd i 2020. Dette representerer en stor produksjonsøkning sammenlignet med selskapets tidligere vekst. På den andre siden virker selskapet optimistiske til å nå målet (Berge, 2018). Vi anser det som det mest sannsynlige scenarioet at selskapet når denne produksjonsmengden i 2020.

Lang sikt:

Mengde:

Etter vi har estimert produsert mengde til 2020 mangler vi perioden 2021 til 2030. Her er det særlig to faktorer som spiller inn, veksten i bransjen og selskapets egne ressurser som bidrar til vekst.

CAGR	Norway	Chile	UK	North America	Others	Total
1998-2018E	7 %	9 %	2 %	4 %	7 %	7 %
2008-2018E	6 %	4 %	1 %	2 %	9 %	5 %
2018-2021E	4 %	1 %	7 %	1 %	6 %	3 %

Tabell 69 «CAGR, slaktet laks» (Mowi, «Salmon Farming Industry Handbook», 2018)

Tabellen ovenfor er hentet fra håndboken til Mowi og viser «Compounded Annual Growth Rate (CAGR)» i kilo for slaktet laks. Vi ser at veksten var klart størst i perioden 1998 til 2008, og er fallende i senere perioder. Vi anser veksten i perioden 2008 til 2018 som et normalisert nivå for bransjen da perioden 1992 til 2009, som tidligere nevnt i oppgaven, var preget av stor vekst i produsert mengde for bransjen. Vi antar følgelig at en produksjonsvekst på 5% årlig vil representere et normalnivå for bransjen i lang tid fremover. Mowi anslår en global vekst på 3% for perioden 2018 til 2021. Vi tolker det slik at markedsveksten globalt vil bremse opp i nærmeste fremtid. Vi har derfor valgt å estimere en produksjonsvekst på 3% fra 2020 til 2024 og antar at veksten går tilbake mot et normalnivå på 5% i perioden 2024 til 2030. Gjennom disse estimatene regner vi med at Grieg Seafood vil produsere 130 292 tonn fisk i 2030, noe under nåværende kapasitetsgrense på 146 398, som er maksimalt antall tonn Grieg Seafood kan produsere med inneværende konsesjoner. Vi ser det som rimelig at Grieg Seafood får tildelt nye konsesjoner i fremtiden og at kapasiteten kommer til å være større i 2030.

Resultater:

Tabellene nedenfor viser både historiske og fremtidig estimerte inntekter og mengde. Vi har brukt lakseprisen fra 2012 for å estimere inntekten i faste priser. Dette skyldes at denne posten kan sammenlignes med veksten i slaktet tonn fra tabell 70. Videre justerte vi denne inntekten og inntektene for årene etter frem til 2018 for det gjeldende prisnivået, og den senere perioden med våre estimater for fremtidig prisnivå. Vi kom dermed frem til endelig estimat for inntekt.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018					
Inntekt i faste priser	2 050 065	1 614 333	2 693 563	2 897 061	2 751 647	3 070 721	3 252 994					
Vekst		-21 %	67 %	8 %	-5 %	12 %	6 %					
Mengde: slaktet tonn	70 000	58 061	64 736	65 398	64 726	62 598	74 623					
Vekst		-17 %	11 %	1 %	-1 %	-3 %	19 %					
Inntekt	2 050 065	2 404 215	4 099 543	4 608 667	6 545 187	7 017 456	7 500 316					
Vekst		17 %	71 %	12 %	42 %	7 %	7 %					
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Inntekt i faste priser	3 796 475	4 359 238	4 496 019	4 632 799	4 769 580	4 906 361	4 955 917	5 005 473	5 055 028	5 055 028	5 055 028	5 055 028
Vekst	17 %	15 %	3 %	3 %	3 %	3 %	1 %	1 %	1 %	0 %	0 %	0 %
Mengde: slaktet tonn	87 090	100 000	103 138	106 275	109 413	112 551	113 688	114 824	115 961	115 961	115 961	115 961
Vekst	17 %	15 %	3 %	3 %	3 %	3 %	1 %	1 %	1 %	0 %	0 %	0 %
Inntekt	8 574 760	10 338 114	10 883 977	11 448 056	12 030 874	12 632 965	13 025 625	13 429 147	13 697 730	13 971 684	14 251 118	14 251 118
Vekst	14 %	21 %	5 %	5 %	5 %	5 %	3 %	3 %	2 %	2 %	2 %	2 %

Tabell 70 «Historisk og fremtidig estimert driftsinntekt for Grieg Seafood i perioden 2012-2018+ 2019-2030E»

(Egenprodusert)

9.4.2 Steg 2: Budsjettert netto driftseiendeler

Steg to i modellen for fremtidsregnskap går ut på å budsjettere selskapets netto driftseiendeler. Ved å estimere omløpshastigheten til Grieg Seafood sine netto driftseiendeler (onde) kan vi implisitt estimere netto driftseiendeler gjennom følgende formel:

$$\text{Netto driftseiendeler}_{t-1} = \frac{\text{driftsinntekter}_t}{\text{onde}_t}$$

Der:

Onde = omløpshastighet netto driftseiendeler

Formel 58 «Netto driftseiendeler t-1» (Knivsflå, 2019h)

I kapittel 8.3.1 så vi at omløpsfordelen til Grieg Seafood varierte rundt null i perioden 2012 til 2018, med positive fordeler i 2016 og 2017. Dette historiske grunnlaget taler ikke sterkt for at Grieg burde ha en signifikant omløpsfordel i fremtiden. Det er heller ingen momenter i vår strategiske analyse som tilsier at Grieg Seafood kommer til å utnytte sine netto driftseiendeler bedre enn bransjen i fremtiden. For å predikere omløpshastigheten i fremtiden vil vi dermed ta utgangspunkt i bransjen «normalnivå». I tillegg vil vi se omløpshastigheten i sammenheng med de andre prediksjonene vi har gjort og et eventuelt samspill mellom disse.

Inntekten til Grieg Seafood er svært utsatt for endringer i laksepris. Vi vil argumentere for at størrelsen på netto driftseiendeler på kort sikt og mellomlang sikt ikke vil være en funksjon av laksepris. Dette representerer en stor svakhet ved å predikere netto driftseiendeler gjennom forholdet til inntekten. Dette skyldes at et sammenligningsgrunnlag som inneholder perioder med stort sprik i lakseprisen kan misforståes til å representere en endring i kapital effektiviteten. Dersom prisen stiger i senere perioden har kapitaleffektiviteten på et vis steget, men selv om dette er sant representerer det ikke en økning i effektivitet, heller en eksogen faktor som påvirker forholdet mellom netto driftseiendeler og inntekt i positiv retning. Da vi har predikert lakseprisen for hvert år i budsjettperioden ser vi det som fordelaktig å ta prisaspektet ut av utregning for netto driftseiendeler.

Dette vil vi løse ved å justere inntekten i den historiske perioden til en fast pris. Vi har valgt å sette denne prisen lik lakseprisen vi observerte i 2017. Dermed vil inntektsendringen i hovedsak være et resultat av produsert mengde. Dette er ønskelig da vi mener det er en sterk

sammenheng mellom netto driftseiendeler og produsert mengde. Vi antar at driveren til netto driftseiendeler er nettopp produsert mengde. Direkte mener vi at størrelsen på netto driftseiendeler i periode én burde ha en sterk sammenheng med produsert mengde i periode to.

Vi regner ut omløpshastigheten for alle de sammenlignbare selskapene vi har valgt i tillegg til Grieg Seafood i perioden 2013 til 2018 for å komme frem til et bransjesnitt. I denne utregningen bruker vi inntekt med 2017-priser for det inneværende året og faktisk netto driftseiendeler fra foregående år. Da vi naturligvis bruker inntekten fra foregående år vil vi bare få omløpshastigheter for perioden 2013 til 2018 da vi ikke har utarbeidet inntekten til 2011 slik at vi ikke kan estimere omløpshastigheten for 2012. Resultatet av dette vises i tabell 71 nedenfor.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
MOWI	1,41	1,35	1,37	0,92	0,91	1,12
Lerøy	1,83	2,20	1,79	1,42	1,10	1,18
NRS	3,00	2,63	2,55	2,28	2,04	1,98
Salmar	1,55	1,42	1,28	1,04	1,06	1,27
Grieg	1,06	1,56	1,47	1,35	1,18	1,14
Bransjesnitt	1,56	1,58	1,48	1,12	1,04	1,20

Tabell 71 «Justert omløpshastighet for Grieg Seafood i perioden 2013-2018» (Egenprodusert)

Vi ser at omløpshastigheten er synkende i perioden før 2018, og at 2018 viser en økning. Dette er i tråd med analysen vår i kapittel 8 som sier at korrigert for pris er selskapene blitt mindre lønnsomme. Det tidsvektede gjennomsnittet i perioden for bransjesnittet er 1.16. Ettersom det tidsvektede gjennomsnittet legger størst vekt på senere perioder ser vi at de lave verdiene i 2016 og 2017 gir store utslag, noe som kan være en ulempe. På den andre siden viser vår strategiske analyse at en rekke av selskapene foretar investeringer i merder og driftseiendeler for å redusere kostnader knyttet til lus, sykdom og rømminger. Vi argumenter derfor for at det er å forvente at de senere årene i den historiske perioden er mer representativ for fremtiden enn de tidligere årene. Vi vil derfor anta at det tidsvektede gjennomsnittet på 1.17 representerer et fremtidig normalnivå for bransjen.

For å predikere størrelsen på netto driftseiendeler i fremtiden vil vi budsjettere med en lineær utvikling fra omløpshastigheten i 2018 til normalnivået for bransjen på 1.16 som vi antar at Grieg Seafood vil nå i 2027. Dette er altså omløpshastigheten med justerte priser og ikke den endelige omløpshastigheten vi vil presentere. Dette vil gi oss en justert onde i perioden 2018 til 2027.

Vi tar den budsjetterte inntekten for perioden 2019 til 2030 og justerer den for prisendring slik at vi får en inntektsprognose for perioden i 2017-priser. Vi deler så den justerte inntekten i perioden på den justerte omløpshastigheten for å komme frem til netto driftseiendeler. I tillegg øker vi netto driftseiendeler med en inflasjon på 2% per år. Dette vi gi våre budsjetterte verdier for netto driftseiendeler i perioden 2019 til 2030. Tabell 72 nedenfor viser utregningen av netto driftseiendeler.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Driftsinntekt	8 574 759,87	10 338 113,91	10 883 976,83	11 448 056,46	12 030 874,06	12 632 964,72
Driftsinntekt 2017 priser	8 676 008,00	9 962 079,22	10 274 661,39	10 587 243,57	10 899 825,75	11 212 407,92
Onde fast pris	1,14	1,15	1,15	1,15	1,16	1,16
Netto driftseiendeler	9 056 162	9 508 392	9 974 039	10 453 447	10 946 967	11 256 839
Faktisk Onde	1,37	1,14	1,14	1,15	1,15	1,15

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Driftsinntekt	13 025 624,83	13 429 146,81	13 697 729,75	13 971 684,35	14 251 118,03	14 536 140,39
Driftsinntekt 2017 priser	11 325 656,98	11 438 906,04	11 430 254,40	11 421 609,31	11 412 970,76	11 404 338,74
Onde fast pris	1,16	1,16	1,17	1,17	1,17	1,17
Netto driftseiendeler	11 574 410	11 774 288	12 009 774	12 249 970	12 494 969	
Faktisk Onde	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16

Tabell 72 «Estimert netto driftseiendeler for Grieg Seafood i analyseperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Vi ser en stor økning i omløpshastighet i 2019. Dette skyldes at størrelsen på netto driftseiendeler gikk ned i 2018, samtidig som inntektene økte. Når vi da har budsjettert med enda en inntektsøkning i 2019 ser vi at effekten av inntektsøkningen for både 2018 og 2019 gjør at inntekten i 2019 blir forholdsmessig ganske stor sammenlignet med størrelsen på netto driftseiendeler i 2018. Årsaken til nedgangen i 2018 er uvisst. Dermed er det logisk at omløpshastigheten for 2019 blir stor ettersom inntekten øker i 2018 og 2019 samtidig som netto driftseiendeler har blitt redusert fra 2017 til 2018.

9.4.3 Steg 3: Budsjettert netto driftsresultat/margin

Ikke justert driftsmargin:

I steg tre er formålet å predikere Grieg Seafood sin fremtidige netto driftsmargin. Vi benytter oss av de estimerte fremtidige driftsinntektene til å implisitt estimere netto driftsresultat. Ved å undersøke de historiske tallene for selskapet og bransjen, predikerer vi hvilke eventuelle avvik vi forventer Grieg Seafood vil ha.

Tabell 73 nedenfor viser historisk utvikling i driftsmargin for bransjen og Grieg Seafood. Vi ser at driftsmarginen for bransjen har økt over perioden. Det kan virke som at det normaliserte nivået ligger rundt 15%. Vi har tidligere predikert en økning i laksepris for å finne de estimerte driftsinntektene til Grieg Seafood. Det er dermed viktig å merke seg at prisutvikling ikke er en del av prediksjonen av netto driftsmargin. Dette gjør det igjen viktig

å være oppmerksom på endringer i prisen på laks i den historiske perioden og hvordan dette prisnivået er sammenlignet med prisnivået vi har estimert for fremtiden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsmargin	-8 %	7 %	4 %	1 %	12 %	10 %	12 %
Netto driftsmargin i bransjen	3 %	10 %	15 %	9 %	17 %	32 %	16 %

Tabell 73 «Ujustert driftsmargin for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

I tabell 74 nedenfor ser vi at prisnivået på laks har vært svært viktig for driftsmarginen historisk. Dersom estimert driftsmargin tar utgangspunkt i historiske marginer, vil dette være svært misvisende da en driftsmargin med et prisnivå på 30-40 kroner vil være svært annerledes sammenlignet med et prisnivå på 60-70 kroner. Vi ser at lakseprisen har mer enn doblet seg i 2017 og 2018 sammenlignet med 2012. Vi har estimert en laksepris i fremtiden som ligger på 2018-nivå. Driftsmarginen for 2012, 2013, 2014 og 2015 vil dermed gi et for lavt bilde grunnet lavere pris i denne perioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Laksepris	27	40	40	42	63	61	61

Tabell 74 «Laksepris i tidsperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Driftsmargin med 2017-laksepris:

Vi har valgt å løse dette ved å se på historiske driftsmarginer der inntekten er justert slik at den skal reflektere en laksepris som ligger på et nivå som er likere det vi ser i slutten av den historiske perioden. Dette har vi gjort da vi mener at driftsmarginen sin kostnadsdriver i hovedsak er produsert mengde, mens inntektsdriveren er både produsert mengde og pris. Ved å justere inntekten slik at alle inntektsårene representerer samme pris vil vi få et resultat som viser driftsmarginen kun drevet av produsert mengde.

Dette har vi gjort ved å justere driftsinntektene hvert år med den prosentvise forskjellen i laksepris fra 2017. Dette vil gi oss den fremtidige utviklingen dersom selskapene selger fisken sin til en fast laksepris på 61 kroner. Videre gir dette oss et godt sammenligningsgrunnlag for fremtidige prediksjoner i driftsmargin, som videre må justeres for de fremtidige prisestimatene. Hvilken pris man setter som den «faste prisen» i denne analysen vil ikke påvirke fremtidsestimatene, bare det nominelle nivået til driftsmarginen i denne delen av analysen. I budsjettperioden vil vi regne ut driftskostnadene ved å bruke den driftsmarginen vi estimerer i dette kapitlet og den budsjetterte inntekten justert tilbake til den samme «fastprisen» vi brukte i denne analysen. Dermed vil vi se den historiske

driftsmarginen ved en fast pris, regnet ut med driftskostnaden ved den samme faste prisen. Dette vil gi oss den budsjetterte driftskostnaden. Vi vil se den i sammenheng med den budsjetterte inntekten fra kapittel 9.4.1. Ved å bruke de to tallene regner vi ut vårt faktiske estimat for driftsmarginene.

På denne måten vil vi se hvordan kostnadene har utviklet seg i perioden 2012 til 2018 gjennom å se på endringer i driftsmargin. Vi mener at dette er en god tilnærming da prisen varierer svært mye i perioden 2012 til 2018 og produsert mengde representerer kostnadsdriveren. Resultatet av dette vil være en metode som ser driftskostnader som en funksjon av inntekt, men ikke av pris.

Tabell 75 nedenfor viser resultatet av denne tilnærmingen. Vi ser at gjennomsnittet av tidsperioden for marginer med 2017-laksepriser er signifikant høyere enn det tidsvektede gjennomsnittet av marginene ved reelle tall. Dette er selvsagt å forvente da de tidligere periodene har en driftsinntekt som er justert opp med 2017-priser. Tidsgjennomsnittet av marginer med 2017-laksepris er stort sett fallende i perioden. Dette skyldes at kostnadsnivået i bransjen har økt som vi så i kapittel 8.1 om dekomponering av netto driftsrentabilitet. Vi ser her at denne marginen representerer effektivitetsutviklingen i bransjen. Marginen ved reelle tall kan ved feiltakelse tolkes som at bransjen har bedret kostnadsstrukturen, men det faktiske tilfellet er at den er forverret og at årsaken til økte marginer er sterk økning i lakseprisen over perioden.

Bransjesnitt	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Driftsinntekt ved 2017 laksepriser	21 408 462	18 612 566	24 327 299	25 013 560	19 259 006	21 492 036	22 674 700	
Driftskostnad	10 302 615	11 397 443	14 019 008	15 983 316	17 113 440	15 592 060	18 880 184	
Driftsresultat ved 2017 laksepriser	11 105 846	7 215 123	10 308 291	9 030 244	2 145 566	5 899 976	3 794 517	
Margin ved 2017 laksepriser	52 %	39 %	42 %	36 %	11 %	27 %	17 %	35 %
Margin ved reelle tall	3 %	14 %	19 %	12 %	16 %	26 %	17 %	15 %

Tabell 75 «Driftsmargin for Grieg Seafood og bransjen med 2017-laksepris i tidsperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Vi ser imidlertid en svakhet ved denne tilnærmingen. Dersom det er slik at noen kostnader vil korrelere med lakseprisen vil denne tilnærmingen gi for høye marginer i perioder med en pris som er lavere enn lakseprisen i 2017. EBITDA-marginen til tilbydere av fiskefôr har blant annet en korrelasjon med lakseprisen på 0.59 (EY, «The Norwegian Aquaculture Analysis 2017», 2018). Dette vil gjøre at forholdet mellom inntekt og varekostnad blir kunstig høyt ved vår analysemetode da inntekten økes for å representere en laksepris på 2017 nivå, uten at det samme skjer med varekostnaden, selv om de korrelerer i virkeligheten. Vi går ut ifra at siden EBITDA-marginen til tilbyderne av fiskefôr er korrelert med lakseprisen er også fôrprisen korrelert. Vi ser også at fôrkostnaden er den største delen av varekostnaden

og vi behandler dermed hele posten som førkostnad i analysen for enkelhetsskyld. Det kan også tenkes at prisen på rogn og tilsvarende variable innsatsfaktorer også korrelerer med lakseprisen.

Justert driftsmargin + sammenligninger:

Som følge av det ovenfor nevnte har vi valgt å justere varekostnaden på samme måte som vi justerte inntekten, slik at forholdet mellom disse holdes likt som før justeringen. Dette skyldes at vi antar en sterk korrelasjon mellom laksepris og varekostnad. Vi forutsetter videre at de andre kostnadene lønn, avskrivninger, andre driftskostnader og skatt ikke korrelerer med lakseprisen og dermed ikke øker ved en økning i laksepris, og visa versa.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Driftsinntekt for bransjen ved 2017 pris	21 408 462	18 612 566	24 327 299	25 013 560	19 259 006	21 492 036	22 428 398	
Varekost for bransjen ved 2017 pris	13 475 449	9 799 698	12 791 572	14 358 828	9 793 090	10 098 922	10 717 063	
Driftskostnader uten varekost for bransjen	3 547 649	4 798 798	5 950 465	6 404 621	7 404 752	7 401 389	7 712 971	
Driftskostnader for bransjen, justert	17 023 099	14 598 496	18 742 037	20 763 449	17 197 842	17 500 311	18 430 034	
Justert driftsresultat for bransjen	4 385 363	4 014 070	5 585 262	4 250 111	2 061 164	3 991 725	3 998 364	
Margin ved justert pris og varekost	16 %	17 %	18 %	13 %	8 %	14 %	14 %	13 %
<i>Grieg Seafood margin pris og varekost justert</i>	17 %	24 %	16 %	12 %	10 %	10 %	11 %	15 %

Tabell 76 «Margin ved justering av driftsinntekt og varekostnad for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 76 ovenfor viser resultatet av analysen der vi har justert både driftsinntekten og varekostnaden. Vi ser at marginen der driftsinntekt og varekostnad er justert viser en lavere variasjon enn marginen ved 2017-laksepriser og marginen ved reelle tall. Det historiske gjennomsnittet ligger nærmest gjennomsnittet for marginer ved reelle tall, noe som i hovedsak skyldes at varekostnaden står for en veldig stor del av kostnadene. Svakheten ved denne tilnærmingen er at korrelasjonen mellom førpris og laksepris ikke er lik 1. I denne analysen har vi på en måte behandlet forholdet mellom laksepris og førpris som om korrelasjonen skulle vært 1. Dette er en forenkling da vi ikke har informasjon om den faktiske korrelasjonen. Dette kan følgelig representere en svakhet ved metoden.

Ut ifra analysen vår anslår vi en 13% driftsmargin som normalnivå for bransjen ved laksepris på 61 kroner. Når vi videre predikerer netto driftsmargin for Grieg Seafood i fremtiden vil vi ta utgangspunkt i at 13% er normalnivået for bransjen i denne tidsperioden. 13 % er dermed et normalnivå for marginer ved fast pris og brukes for å regne varekostnaden, men ikke et normalnivå for den endelige driftsmarginen.

Da vi har budsjettert mye vekst i perioden 2019-2020, går vi ut ifra at marginene er noe lavere i denne perioden. Dette skyldes at vi går ut ifra at vekst generelt vil føre til et dårligere forhold mellom inntekter og kostnader.

Utrekning av endelig driftsmargin:

Da vi fant et normalnivå for driftsmarginen brukte vi en tilnærming som gjorde driftsmarginen uavhengig av lakseprisnivået for det gjeldende året. Dette blir åpenbart ikke den faktiske driftsmarginen, men dette ble gjort for predikeringsformål. Problemet dette medfører er at vi nå ikke kan benytte oss av estimerte driftsmarginer direkte ved å multiplisere med tidligere estimert fremtidig driftsinntekt for å komme frem til estimert driftsresultat. Dette skyldes at prisen på laks endrer seg i fremtiden, og vi mener at driftsmarginen følgelig vil endre seg som et resultat av dette.

Vårt normaliserte nivå for driftsinntekten er knyttet til lakseprisen for 2017. Vi vil derfor regne om våre predikerte inntekter til en inntekt for prisnivået vi hadde for 2017. Vi ganger disse tallene med én minus driftsmarginen vår for å få den estimerte driftskostnaden for produksjonsmengden man har i det respektive året. I tillegg vil vi gange med 1 pluss inflasjonsestimatet vårt, da vi forventer at kostnadene vil stige i takt med inflasjonen. Vi vil deretter ta vår opprinnelige estimerte driftsinntekt og trekke fra denne driftskostnaden for å komme frem til driftsresultatet.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Driftsinntekt	8 574 760	10 338 114	10 883 977	11 448 056	12 030 874	12 632 965	13 025 625	13 429 147	13 697 730	13 971 684	14 251 118	14 536 140
Driftsmargin ved fast pris	7 %	8 %	10 %	10 %	12 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %
Driftskostnad	8 407 375	9 748 193	10 039 801	10 560 130	10 851 127	11 264 697	11 577 895	11 936 568	12 175 299	12 418 805	12 667 181	12 920 525
Driftsresultat	167 385	589 921	844 176	887 927	1 179 747	1 368 268	1 447 730	1 492 579	1 522 431	1 552 879	1 583 937	1 615 616
Faktisk Driftsmargin	2 %	6 %	8 %	8 %	10 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %

Tabell 77 «Driftsmargin fra fast pris til faktisk pris for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E»
(Egenprodusert)

Tabell 77 ovenfor viser utregningen av driftskostnader ved å bruke driftsmarginen ved fast pris og hvordan vi bruker vår estimerte inntekt til å regne ut den faktiske budsjetterte driftsmarginen. Vi ser avvik mellom driftsmargin ved fast pris og den faktiske driftsmarginen spesielt i 2019. Dette skyldes at vi budsjetterer med en nedgang i lakseprisen. Dermed skyldes differansen at driftskostnaden er et produkt av driftsmargin ved fast pris og inntekt ved fast pris. Vår reelle driftsinntekt er lavere enn driftsinntekten ved fast pris da vi har budsjettert med en nedgang i lakseprisen, altså estimert laksepris for 2019 er lavere enn for 2017. Samtidig har vi økt varekostnaden med inflasjonen. Dermed skyldes differansen mellom de to driftsmarginene nedgangen i laksepris pluss inflasjonen. I årene etter 2020 der prisveksten er lik inflasjonen skulle man kanskje forvente at marginene ville bli like. Dette stemmer imidlertid ikke da vi har regnet ut driftskostnaden ved å bruke et prisnivå fra 2017 for deretter å øke driftskostnaden med estimert inflasjon fra 2017 til det bestemte året. Dette betyr at en forskjell mellom prisveksten i laks og inflasjon vil skape en varig forskjell

mellom de to marginene etter 2020, da vårt estimat for prisvekst på laks er lik inflasjonen etter 2020.

Vi antar at driftsmarginen går noe ned i årene 2018, 2019 og 2020, da vi har budsjettert med relativt stor vekst i selskapet. I den påfølgende perioden estimerer vi at driftsmarginen ved fast pris vil øke opp mot hva vi antar er bransjen sitt normaliserte nivå på 13%. Vi tror Grieg Seafood sin driftsmargin vil konvergere mot bransjesnittet over tid og har derfor brukt det vi anser som bransjens normaliserte nivå i 2030 for driftsmarginen ved fast pris, og en jevnere økning fra 2025 til 2030. Dette er vår estimerte driftsmargin uavhengig av endringer i laksepris. Vi vil nå bruke denne sammen med våre estimater for lakseprisen for å komme frem til estimatet vårt for fremtidig reell driftsmargin.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Driftsinntekt	8 574 760	10 338 114	10 883 977	11 448 056	12 030 874	12 632 965	13 025 625	13 429 147	13 697 730	13 971 684	14 251 118	14 536 140
Driftskostnad	8 407 375	9 748 193	10 039 801	10 560 130	10 851 127	11 264 697	11 577 895	11 936 568	12 175 299	12 418 805	12 667 181	12 920 525
Driftsresultat	167 385	589 921	844 176	887 927	1 179 747	1 368 268	1 447 730	1 492 579	1 522 431	1 552 879	1 583 937	1 615 616
Driftsmargin	2 %	6 %	8 %	8 %	10 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %

Tabell 78 «Estimert reell driftsinntekt, driftskostnad, driftsresultat og driftsmargin for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018-2027E» (Egenprodusert)

Tabell 78 ovenfor viser våre endelige estimater av driftsinntekt, driftskostnad, driftsresultat og driftsmargin for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E. Vi ser at driftsmarginen har et lavt nivå i 2019 som stiger jevnt til 11 %.

9.4.4 Steg 4: Budsjettert finansiell gjeld og eiendeler

For å estimere selskapets netto finansielle gjeld vil vi først fremskrive finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Dette gjør vi ved å fremskrive den finansielle gjeldsdelen og den finansielle eiendelsdelen. Differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler utgjør netto finansiell gjeld. Formlene i steg fire består av:

$$\text{Finansiell gjeld} = \text{Finansiell gjeldsdel} * \text{Netto driftseiendeler}$$

$$\text{Finansielle eiendeler} = \text{Finansiell eiendelsdel} * \text{Netto drifseiendeler}$$

$$\text{Netto finansiell gjeld} = \text{Finansiell gjeld} - \text{Finansielle eiendeler}$$

Formel 59 «Finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld» (Knivsflå, 2019h)

Grieg Seafood har en hatt en nokså stabil finansiell gjeldsdel på rundt 50%, med et gjennomsnitt på 53%. Typisk finansiell gjeldsdel på Oslo Børs er rundt 50% (Knivsflå,

2019h). Ettersom oppdrettsnæringen er en syklisk bransje er det å forvente en noe lavere gjeldsgrad hos Grieg Seafood. Dette skyldes at en syklisk bransje vil ha et noe høyere risikonivå, dermed antar man at gjeld er noe mindre attraktivt. Vi har regnet ut gjennomsnittlig gjeldsandel for Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene for å komme frem til et bransjesnitt for den finansielle gjeldsdelen for tidsperioden 2012 til 2018. Gjennomsnittet av disse årene gir oss et gjennomsnitt på 40%. Bransjesnittet er svært stabilt over perioden med unntak av 2017, der vi ser en noe lavere verdi på 28%, noe som primært skyldes at Mowi så en sterk nedgang i sin finansielle gjeldsdel. Mowi har en veldig stor markedsandel, noe som gjør at selskapet har stor effekt på bransjesnittet. Vi mener bransjesnittet på 40% fra tidsperioden 2012-2018 kan ses på som et normalisert nivå for bransjen og vil bruke dette tallet videre i analysen. Ettersom vi predikerer at Grieg Seafood vil ha en sterk vekst frem til 2020, går vi ut ifra at den finansielle gjeldsdelen kommer til å endre seg lite i denne perioden. Dette skyldes at vi antar at nyinvesteringene kommer til å finansieres med lik kapitalstruktur som tidligere. Etter den store vekstfasen frem til 2020 går vi ut ifra at den finansielle gjeldsdelen gradvis vil konvergere mot bransjesnittet på 40%.

Den finansielle eiendelsdelen for Grieg Seafood viser et historisk gjennomsnitt på 4.5%. En typisk finansiell eiendelsdel på Oslo Børs er rundt 20% (Knivsflå, 2019i). Dette er et høyt nivå for en «steady state» virksomhet da det ikke er effektiv kapitalallokering å ha så stor grad av kontantbeholdning og andre finansielle eiendeler (Knivsflå, 2019i). Derfor burde man ikke bruke trenden på Oslo Børs for å fremskrive en «steady state» situasjon for selskapet. Vi har også her regnet ut et tidsvektet bransjesnitt på 4% for tidsperioden 2012 til 2018. Vi estimerer at Grieg Seafood vil holde dette nivået i fremtiden, med et noe lavere nivå i perioden 2019 til 2020, da vi antar at denne perioden med sterk vekst vil redusere kontantbeholdningen og andre finansielle eiendeler. Resultatene fra våre estimater for netto finansiell gjeld er illustrert i tabell 79 nedenfor.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Netto driftseiendeler	9 056 162	9 508 392	9 974 039	10 453 447	10 946 967	11 256 839	11 574 410	11 774 288	12 009 774	12 249 970	12 494 969	12 744 868
Finansiell gjeldsdel	53 %	53 %	51 %	49 %	47 %	46 %	44 %	42 %	40 %	40 %	40 %	40 %
Finansiell gjeld	4 799 766	5 039 448	5 101 009	5 152 056	5 191 990	5 129 903	5 059 670	4 928 381	4 803 910	4 899 988	4 997 988	5 097 947
Netto driftseiendeler	9 056 162	9 508 392	9 974 039	10 453 447	10 946 967	11 256 839	11 574 410	11 774 288	12 009 774	12 249 970	12 494 969	12 744 868
Finansiell eiendelsdel	3 %	3 %	3 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Finansielle eiendeler	271 685	285 252	324 156	365 871	410 511	450 274	462 976	470 972	480 391	489 999	499 799	509 795
Netto finansiell gjeld	4 528 081	4 754 196	4 776 852	4 786 185	4 781 479	4 679 629	4 596 694	4 457 409	4 323 519	4 409 989	4 498 189	4 588 153

Tabell 79 «Estimert netto finansiell gjeld for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

9.4.5 Steg 5: Budsjetterte netto finanskostnader og inntekter

Netto finanskostnader budsjetteres gjennom differansen av finanskostnader og finansinntekter. For å budsjettere finanskostnader og finansinntekter fremskriver vi den

finansielle gjeldsrenten og eiendelsrentabiliteten sammen med mengden av finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Vi forutsetter effektive kapitalmarkeder i budsjettperioden og at finansiell gjeld er bokført til virkelig verdi. Dette bidrar til at den finansielle gjeldsrenten er lik kravet til den finansielle gjelden. Vi forventer også at rentabiliteten til de finansielle eiendelene er lik kravet til de finansielle eiendelene. Dette skyldes at vi antar at Grieg Seafood ikke har noen fordeler som gjør at de kan oppnå en høyere avkastning på sine finansielle eiendeler enn markedet kan ved tilsvarende risiko. Begge disse kravene beregnes i kapittel 8.

Tabell 80 nedenfor viser resultatene fra vår estimering av netto finanskostnader i budsjettperioden. Inputvariablene er de vi tidligere budsjetterte i kapittelet.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Finansiell gjeld t-1	2 386 237	4 799 766	5 039 448	5 101 009	5 152 056	5 191 990	5 129 903	5 059 670	4 928 381	4 803 910	4 899 988	4 997 988
Finansiell gjeldsrente t	0,033	0,035	0,032	0,033	0,034	0,035	0,037	0,038	0,039	0,039	0,039	0,039
Finanskostnad t	79 342	166 984	161 041	168 956	176 654	184 077	187 857	191 185	191 970	187 122	190 864	194 682
Finansielle eiendeler t-1	1 160	271 685	285 252	324 156	365 871	410 511	450 274	462 976	470 972	480 391	489 999	499 799
Finansiell eiendelsrentabilite	2,7 %	2,8 %	3,0 %	3,1 %	3,2 %	3,3 %	3,4 %	3,5 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %
Netto finansinntekt t	31	7 701	8 418	9 944	11 650	13 551	15 388	16 362	17 194	17 538	17 888	18 246
Netto finanskostnad t	79 311	159 283	152 623	159 012	165 003	170 526	172 469	174 823	174 777	169 584	172 976	176 436

Tabell 80 «Estimert netto finanskostnad for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

9.4.6 Steg 6: Budsjetterte minoritetsinteresser

Vi vil nå fremskrive minoritetsdelen av netto driftseiendeler for å budsjettere Grieg Seafood sine minoritetsinteresser. Et passende mål på optimal minoritetsdel er bransjegjennomsnitt eller det tidsvektede gjennomsnittet til virksomheten (Knivsflå, 2019i). Dersom datterselskap er lønnsomme kan det være optimalt å «presse ut» minoritetene. Ved en motsatt situasjon kan det være optimalt å ha minoritetene til å dele tapet med (Knivsflå, 2019i).

Fra vår tidligere analyse av Grieg Seafood sin finansieringsfordel vet vi at minoritetene bidrar til en finansieringsulempe ved at minoritetsrentabiliteten er høyere enn minoritetskravet. Det er dermed logisk for Grieg Seafood å finansiere en større del av datterselskapene selv. Vi har regnet ut minoritetsdelen til Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene, sammen utgjør dette vårt bransjesnitt som er vektet med de respektive markedsandelene til selskapene. Gjennomsnittet av disse verdiene for tidsperioden 2012 til 2018 er 1.9%. Grieg Seafood hadde kun minoritetsinteresser i perioden 2014 til 2017, og gjennomsnittet av minoritetsdelen i denne perioden utgjør 0.7%.

Selv om vi tolker 1.9% som et «normalnivå» for bransjen vil vi ikke gå ut ifra at Grieg Seafood sin minoritetsdel konvergerer mot dette snittet. Vi gjør denne antakelsen da det er

nærliggende å tro at selskapet har makt over minoritetene og i stor grad kan påvirke minoritetsdelen sin. Da minoritetene fører til en finansieringsulempe for selskapet går vi ut ifra at Grieg Seafood ikke vil øke minoritetsdelene sine. Vi velger derfor å fremskrive minoritetsdelen med 0.7% fremover i budsjetteringsperioden. Resultatene fra våre estimer for minoritetsinteresser er illustrert i tabell 81 nedenfor.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Netto driftsienedeler t	9 056 162	9 508 392	9 974 039	10 453 447	10 946 967	11 256 839	11 574 410	11 774 288	12 009 774	12 249 970	12 494 969	12 744 868
Minoritetsdel t	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Minoritetsinteresser	71 451	75 019	78 693	82 476	86 370	88 814	91 320	92 897	94 755	96 650	98 583	100 555

Tabell 81 «Estimerte minoritetsinteresser for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

9.4.7 Steg 7: Budsjettert netto minoritetsresultat

For å budsjettere netto minoritetsresultat velger vi å fremskrive netto minoritetsrentabilitet for budsjettperioden da vi allerede har budsjettert minoritetsinteressene.

Dersom majoriteten klarer å «skvise» minoriteten eller minoritetsinteressen er balanseført til virkelig verdi vil minoritetsrentabiliteten være tilnærmet lik minoritetskravet (Knivsflå, 2019i). For Grieg Seafood har minoritetsrentabiliteten vært langt større enn minoritetskravet i perioden 2014 til 2018. Dette vitner om at minoritetsinteressene har vært undervurdert i regnskapet. Vi går ut ifra at minoritetsrentabiliteten vil nærme seg minoritetskravet i budsjettperioden, men at minoritetsrentabiliteten vil stabilisere seg på et noe høyere nivå enn minoritetskravet. Vi forventer dermed en strategisk fordel for minoritetsinteressene i «steady state». Vi antar en strategisk fordel for minoritetene i «steady state» på 0.04. Da minoritetskravet er 0.106 i «steady state» estimerer vi at minoritetsrentabiliteten er 0.146 i «steady state». I budsjettperioden før «steady state» vil vi redusere minoritetsrentabiliteten lineært.

9.5 Presentasjon av fremtidsregnskap

Vi vil nå presentere våre estimer for Grieg Seafood sitt fremtidsregnskap. Dette vil være resultatet fra de foregående kapitlene om de syv stegene i budsjetteringen. Vi vil presentere fremtidsresultatet-, balansen og fri kontantstrøm til Grieg Seafood over budsjettperioden 2019 til 2030, der 2030 representerer det første «steady state» året.

9.5.1 Fremtidsresultat

Vårt estimerte fremtidsresultat for budsjettperioden er presentert nedenfor i tabell 82. Denne tabellen er et resultat fra utregningene i kapittel 9.4. Vi har ikke estimert unormale poster for fremtiden da vi ikke har tilgjengelig informasjon for å fremskrive slike utviklinger.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Driftsinntekt	8 574 760	10 338 114	10 883 977	11 448 056	12 030 874	12 632 965	13 025 625	13 429 147	13 697 730	13 971 684	14 251 118	14 536 140
Netto driftsresultat	167 385	589 921	844 176	887 927	1 179 747	1 368 268	1 447 730	1 492 579	1 522 431	1 552 879	1 583 937	1 615 616
Netto finansinntekt	31	7 701	8 418	9 944	11 650	13 551	15 388	16 362	17 194	17 538	17 888	18 246
Nettoresultat til sysselsatt kapital	167 416	597 622	852 594	897 871	1 191 398	1 381 818	1 463 118	1 508 941	1 539 624	1 570 417	1 601 825	1 633 862
Netto finanskostnad	79 342	166 984	161 041	168 956	176 654	184 077	187 857	191 185	191 970	187 122	190 864	194 682
Netto minoritetsresultat	22 558	29 618	27 977	26 074	23 898	21 434	18 347	15 067	11 463	11 693	11 927	12 165
Nettoresultat til egenkapital	65 515	401 020	663 576	702 841	990 846	1 176 307	1 256 914	1 302 690	1 336 191	1 371 602	1 399 034	1 427 015
Netto betalt utbytte	557 061	178 473	224 260	236 549	496 513	767 030	858 914	965 103	968 672	1 219 772	1 244 168	1 269 051
Endring egenkapital	622 576	222 547	439 317	466 292	494 333	409 277	397 999	337 587	367 518	151 830	154 867	157 964

Tabell 82 «Fremtidsresultat for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Betalt utbytte øker fra 2028 og stabiliserer seg på en jevnt høyere nivå enn de tidligere periodene. Dette skyldes i hovedsak endring i finansiell gjeld. Fra årene 2028 og utover gir endring i finansiell gjeld en positiv effekt på kontantstrømmen, da det er naturlig at selskapet holder gjeldsgraden opp i takt med veksten. I perioden før 2024 til 2027 ga endring i finansiell gjeld en negativ kontantstrøm effekt. Dette gjør at vi ser en betydelig forskjell mellom disse periodene. Årene før 2024 har et betydelig mindre driftsresultat enn perioden 2028 og utover, dette er årsaken til den store forskjellen i betalt utbytte mellom de periodene.

9.5.2 Fremtidsbalanse

Nedenfor i tabell 83 og 84 er Grieg Seafood sin fremtidsbalanse presentert med utgangspunkt i både sysselsatt kapital og netto driftskapital som mål på selskapskapitalen. Egenkapitalen er fastsatt gjennom å summere fjorårets egenkapital og årets endring i egenkapital. De resterende momentene kommer fra vår utregning i kapittel 9.4.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Netto driftseiendeler	9 056 162	9 508 392	9 974 039	10 453 447	10 946 967	11 256 839	11 574 410	11 774 288	12 009 774	12 249 970	12 494 969	12 744 868
+ Finansielle eiendeler	271 685	285 252	324 156	365 871	410 511	450 274	462 976	470 972	480 391	489 999	499 799	509 795
= Sysselsatte eiendeler	9 327 847	9 793 644	10 298 195	10 819 317	11 357 478	11 707 113	12 037 386	12 245 260	12 490 165	12 739 968	12 994 768	13 254 663
Egenkapital	4 456 632	4 679 180	5 118 496	5 584 789	6 079 122	6 488 399	6 886 399	7 223 985	7 591 504	7 743 334	7 898 200	8 056 164
+ Minoritetsinteresser	71 451	75 019	78 693	82 476	86 370	88 814	91 320	92 897	94 755	96 650	98 583	100 555
+ Finansiell gjeld	4 799 766	5 039 448	5 101 009	5 152 056	5 191 990	5 129 903	5 059 670	4 928 381	4 803 910	4 899 988	4 997 988	5 097 947
= Sysselsatt kapital	9 327 850	9 793 647	10 298 198	10 819 320	11 357 481	11 707 116	12 037 389	12 245 263	12 490 168	12 739 971	12 994 771	13 254 666

Tabell 83 «Fremtidsbalanse via sysselsatt kapital for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E»

(Egenprodusert)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Netto driftseiendeler	9 056 162	9 508 392	9 974 039	10 453 447	10 946 967	11 256 839	11 574 410	11 774 288	12 009 774	12 249 970	12 494 969	12 744 868
Egenkapital	4 456 632	4 679 180	5 118 496	5 584 789	6 079 122	6 488 399	6 886 399	7 223 985	7 591 504	7 743 334	7 898 200	8 056 164
+ Minoritetsinteresser	71 451	75 019	78 693	82 476	86 370	88 814	91 320	92 897	94 755	96 650	98 583	100 555
+ Netto finansiell gjeld	4 528 081	4 754 196	4 776 852	4 786 185	4 781 479	4 679 629	4 596 694	4 457 409	4 323 519	4 409 989	4 498 189	4 588 153
= Netto driftskapital	9 056 165	9 508 395	9 974 042	10 453 450	10 946 970	11 256 842	11 574 413	11 774 291	12 009 777	12 249 973	12 494 972	12 744 871

Tabell 84 «Fremtidsbalanse via netto driftskapital for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E»

(Egenprodusert)

9.5.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Vi har utarbeidet den fremtidige frie kontantstrømmen til Grieg Seafood ved bruk av fremtidsresultatet og den fremtidige balansen. Denne er presentert nedenfor i tabell 85. Vi går ut ifra at den frie kontantstrømmen til egenkapitalen betales i sin helhet som utbytte. Dette gjør at vi kan verdsette Grieg Seafood gjennom utbyttmodellen. Vi mener dette er en god forutsetning da vi allerede har tatt hensyn til reinvesteringer gjennom utgiftspostene knyttet til eiendeler.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Netto driftsresultat	167 385	589 921	844 176	887 927	1 179 747	1 368 268	1 447 730	1 492 579	1 522 431	1 552 879	1 583 937	1 615 616
- Endring i netto driftseiendeler	2 787 574	452 230	465 647	479 408	493 521	309 872	317 570	199 879	235 486	240 195	244 999	249 899
= Fri kontantstrøm fra drift	- 2 620 189	137 691	378 529	408 519	686 227	1 058 395	1 130 160	1 292 700	1 286 945	1 312 684	1 338 938	1 365 716
+ Netto finansinntekt	31	7 701	8 418	9 944	11 650	13 551	15 388	16 362	17 194	17 538	17 888	18 246
- Endring i finansielle eiendeler	270 525	13 567	38 905	41 714	44 641	39 762	12 703	7 995	9 419	9 608	9 800	9 996
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	- 2 890 683	131 825	348 042	376 749	653 237	1 032 184	1 132 845	1 301 067	1 294 719	1 320 614	1 347 026	1 373 966
- Netto finanskostnader	79 342	166 984	161 041	168 956	176 654	184 077	187 857	191 185	191 970	187 122	190 864	194 682
+ Endring i finansiell gjeld	2 413 529	239 682	61 561	51 047	39 934	62 088	70 232	131 290	124 471	96 078	98 000	99 960
- Netto minoritetsresultat	22 558	29 618	27 977	26 074	23 898	21 434	18 347	15 067	11 463	11 693	11 927	12 165
+ Endring i minoritetsinteresser	21 993	3 568	3 674	3 782	3 894	2 445	2 506	1 577	1 858	1 895	1 933	1 972
= Fri kontantstrøm til egenkapital	- 557 061	178 473	224 260	236 549	496 513	767 030	858 914	965 103	968 672	1 219 772	1 244 168	1 269 051

Tabell 85 «Fremtidig fri kontantstrøm for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

I det første året av budsjettperioden ser vi at Grieg Seafood har negativ kontantstrøm fra drift som videre fører til negativ fri kontantstrøm til egenkapital. De tre første årene har en rimelig lav fri kontantstrøm til egenkapital. Dette skyldes store investeringer i driftseiendeler i de tre første årene. Årsaken til dette er at Grieg Seafood har planlagt en stor volumøkning i disse årene. Vi budsjetterer med at Grieg Seafood vil hente inn egenkapital i 2019 for å finansiere denne veksten i dette året da fri kontantstrøm til EK er negativ. Etter denne perioden budsjetterer vi med at Grieg vil betale utbytte hvert år.

Vi ser en særlig stor økning i netto driftseiendeler i 2019. Dette skyldes at vi har estimert netto driftseiendeler som et forhold til inntekt i det neste året. I 2018 gikk størrelsen på netto driftseiendeler ned samtidig som inntekten økte. Vi har i tillegg budsjettert med en inntektsøkning i 2019. Dette betyr at endringen i netto driftseiendeler i 2019 øker som et forhold av inntektsøkningen i 2019, 2018 og tilbakekjøpet av nedgangen i netto driftseiendeler som vi så i 2018. Dette er en ren matematisk funksjon av å estimere netto driftseiendeler som en funksjon av neste års inntekt. Det betyr at netto driftseiendeler i 2019 ikke er avhengig av netto driftseiendeler for 2018, og et eventuell avvik i endring netto driftseiendeler fra den estimerte metoden vil bli lagt inn i neste års endring i netto driftseiendeler. Her menes det ikke at det blir lagt inn manuelt eller noe avvik fra presentert fremgangsmåte, bare at dette skjer implisitt ved metoden vi har valgt og presentert. Dermed skyldes den store endringen i netto driftseiendeler i 2019 at endringene i netto driftseiendeler

i 2018 avvikte mye fra hva man ville fått dersom man estimerte posten ved bruk av metoden vi brukte i budsjettet.

Vi ser også at fri kontantstrøm til egenkapital er økende i løpet av budsjettperioden. Fri kontantstrøm til egenkapital har vi forutsatt betales i sin helhet som utbytte. Variasjoner i utbytte forklares dermed av variasjon i denne posten. Utbytte viser en veldig sterk vekst i løpet av budsjettperioden. Et moment som påvirker dette mye er endring i netto driftseiendeler. Vi ser at endring i netto driftseiendeler er synkende i perioden. Dette forklarer en stor del av økningen i utbytte. Særlig etter 2026 ser vi at utbytte er stort, noe som skyldes at endringer i netto driftseiendeler stabiliserer seg på et lavere nivå i denne perioden enn tidligere i budsjettperioden. I kapittel 11.5 har vi skrevet mer om valget vi har tatt her og henviser dermed leseren til dette kapitlet.

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

I dette kapitlet vil vi budsjettere fremtidskravene for Grieg Seafood. Vi vil først budsjettere kravene til egenkapitalen og minoritetene for deretter å budsjettere kravet for netto finansiell gjeld. Dette er det siste steget vi trenger før vi kan begynne på utregningen av den fundamentale verdien til Grieg Seafood sin aksje.

10.1 Krav til egenkapital og minoritet

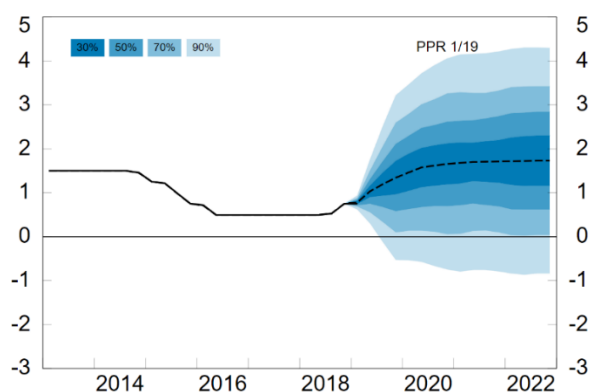
I dette kapitlet vil vi budsjettere egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood. Vi bruker samme teori som vi benyttet for å beregne disse tallene historisk i kapittel 8, der vi også presenterte relevant teori for dette kapitlet. Vi vil først budsjettere inputvariablene til kravene som er risikofri rente, markedspremie, illikviditetspremie og egenkapitalbeta. Etter dette vil vi estimere kravene.

10.1.1 Risikofri rente

For å beregne utviklingen i risikofri rente i prognoseperioden vil vi fremskrive den 10-årige norske statsobligasjonen i samsvar med utregning av historisk risikofri rente i tidsperioden 2012-2018. Da vi har en særdeles lav styringsrente i Norge i dag vil vi se på det historiske nivået for å beregne et normalisert nivå og videre se på Norges Bank sine anslag for styringsrenten fremover for å estimere de kortsiktige endringene.

For å finne det historisk normaliserte nivået velger vi å ta gjennomsnittet av den 10-årige norske statsobligasjonen fra 2000 til 2018. Vi har ikke valgt å inkludere tidligere år da omstendighetene har endret seg i så stor grad og vi anser endringene som permanente. Dette gjør tall fra de tidligere årene irrelevante. Vi argumenterer dermed for at omstendighetene var så forskjellige på 70-, 80- og 90-tallet at vi ikke forventer at den 10-årige norske statsobligasjonen vil konvergere mot disse nivåene.

Norges Bank sine prognoser for styringsrenten er vist under i graf 22:



Graf 22 «Styringsrenten, prognoser» (Norges bank, «Om styringsrenten», N.D)

Vi ser at Norges Bank anslår en vekst i styringsrenten fram til 2020, før veksten avtar. Vi velger derfor å estimere med en tilsvarende vekst i den 10-årige statsobligasjonen. Vi vil altså fremskrive den 10-årige statsobligasjonen på kort sikt med en vekst frem til 2020 og en utflating mellom 2020 og 2022. Etter 2022 forventer vi at den 10-årige statsobligasjonen konvergerer mot gjennomsnittet av årene mellom 2000 og 2018: 3.76%. Resultatene fra våre estimater for risikofri rente i budsjettperioden 2019-2030E er illustrert i tabell 86 nedenfor.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Gjennomsnittlig bankrating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Skattesats	23,00 %	23,00 %	23,00 %	23,00 %	23,00 %	23,00 %	23,00 %	23,00 %	23,00 %	23,00 %	23,00 %	23,00 %
10 årig norsk statsobligasjon	2,50 %	2,70 %	2,85 %	3,00 %	3,15 %	3,31 %	3,46 %	3,61 %	3,76 %	3,76 %	3,76 %	3,76 %
- Kort kredittisikopremie	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Risikofri rente før skatt	2,50 %	2,70 %	2,85 %	3,00 %	3,15 %	3,31 %	3,46 %	3,61 %	3,76 %	3,76 %	3,76 %	3,76 %
- Skatt	0,58 %	0,62 %	0,66 %	0,69 %	0,73 %	0,76 %	0,80 %	0,83 %	0,86 %	0,86 %	0,86 %	0,86 %
Risikofri rente etter skatt	1,93 %	2,08 %	2,20 %	2,31 %	2,43 %	2,55 %	2,66 %	2,78 %	2,90 %	2,90 %	2,90 %	2,90 %

Tabell 86 «Estimert risikofri rente for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

10.1.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien etter skatt er konstant frem i tid da den beste prediksjonen er dagens nivå (Knivsflå, 2019j). Vi kommer derfor til å holde markedsrisikopremien fast ved dagens nivå for hele den budsjetterte perioden. I kapittel 7 om historiske avkastningskrav fant vi at markedsrisikopremien var på 5%, noe som samsvarer med undersøkelsen PwC har gjort. Vi anser dette som et rimelig estimat og bruker en markedsrisikopremie på 5% også videre i analysen.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Markedsrisikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %

Tabell 87 «Estimert markedsrisikopremie for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

10.1.3 Egenkapitalbeta

Selskapets netto driftsbeta vil være uavhengig av kapitalstrukturen og dermed også gjeldsgraden. Egenkapitalbetaen derimot vil påvirkes av gjeldsgraden. Vi vil derfor fremskrive egenkapitalbetaen til Grieg Seafood over budsjettperioden vår. Vi vil ta utgangspunkt i netto driftsbeta utregnet ut til 0.40 i kapittel 7.3.4.

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

Formel 60 «Egenkapitalbeta» (Knivsflå, 2019j)

Vi benyttet oss av formelen ovenfor for å regne ut egenkapitalbetaen til Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E. Resultatene er illustrert nedenfor i tabell 88. Vi ser at nedgangen i egenkapitalbetaen skyldes økningen i egenkapitalvekt. Egenkapitalbetaen er signifikant under 1, noe som tilsier at volatiliteten til selskapet er lavere enn volatiliteten i markedet.

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Egenkapitalbeta	0,752	0,936	0,936	0,902	0,868	0,836	0,807	0,782	0,759	0,737	0,737	0,737	0,737
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,612	0,492	0,492	0,513	0,534	0,555	0,576	0,595	0,614	0,632	0,632	0,632	0,632
Egenkapitalbeta	0,752	0,936	0,936	0,902	0,868	0,836	0,807	0,782	0,759	0,737	0,737	0,737	0,737
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
Netto finansiell gjeldsbeta	0,006	0,000	0,000	-0,003	-0,005	-0,006	-0,008	-0,008	-0,009	-0,010	-0,010	-0,010	-0,010
Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,380	0,500	0,500	0,479	0,458	0,437	0,416	0,397	0,379	0,360	0,360	0,360	0,360
Netto driftsbeta	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468	0,468

Tabell 88 «Egenkapitalbeta for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

10.1.4 Illikviditetspremie:

Illikviditetspremien skal representere kompensasjonen for «markedssvikten» knyttet til investeringen. Dette vil relatere seg til innlåsning i den aktuelle aksjen, selskapsspesifikk risiko og vridning av eierskatt (Knivsflå, 2019j). På grunn av mangel av enkeltteori for beregning av illikviditetspremie har vi som for utregning av historiske avkastningskrav basert oss på en skjønnsmessig vurdering også for estimering av fremtidige premier.

Vi mener at de forutsetningene vi satt for å regne ut den historiske illikviditetspremien i kapittel 7 også vil holde på kort sikt. På lang sikt ser vi det også for oss at det er sannsynlig at store endringer kan forekomme i bransjen. Dette er et moment vi har sett på i den strategiske analysen, men som ikke kommer til uttrykk i rammeverket vi bruker for å regne ut avkastningskrav. Man kan særlig se for seg at utfordringer knyttet til sykdom, lus og ekstremvær kan gjøre at oppdrett på land vil bli normen for oppdrettsselskapene i en litt fjern

fremtid jamfør kapittel 3.1. Vi ønsker å inkorporere usikkerheten knyttet til slike endringer i analysen og velger å øke illikviditetspremien med 1% i 2024 og alle påfølgende årene slik at avkastningskravet øker. Denne vurderingen har vi tatt da det er svært vanskelig å forutse endringer som vil forekomme i fremtiden og vi føler ikke at denne risikoen ikke fanges opp av det metodiske rammeverket

Da vi antar at maktforholdet mellom minoriteten og majoriteten ikke vil endres signifikant fra den historiske perioden setter vi også illikviditetspremien for minoritetene lik den historiske verdien på 2%.

10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Ved å bruke inputfaktorene beregnet ovenfor kan vi nå estimere egenkapital- og minoritetskravet til Grieg Seafood for budsjettperioden 2019-2030. Tabell 89 under viser fremstillingen av egenkapital- og minoritetskravet, samt inputfaktorene. Vi får et egenkapitalkrav på 8.6% i «steady state» perioden, samt et minoritetskrav på 10.6%.

Vi ser at økningen i risikofri rente presser begge kravene opp gjennom budsjetteringsperioden. Egenkapitalvekten øker gjennom den budsjetterte perioden, dette fører til en lavere egenkapitalbeta og presser egenkapitalkravet mot en lavere verdi.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Risikofri rente etter skatt	0,019	0,021	0,022	0,023	0,024	0,025	0,027	0,028	0,029	0,029	0,029	0,029
Justert egenkapitalbeta	94 %	94 %	90 %	87 %	84 %	81 %	78 %	76 %	74 %	74 %	74 %	74 %
Markedsrisikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Egenkapitalkrav CAPM	6,64 %	6,79 %	6,73 %	6,68 %	6,64 %	6,61 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %
Illikviditetspremie majoritet	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Egenkapitalkrav	7,64 %	7,79 %	7,73 %	7,68 %	7,64 %	8,61 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %
Illikviditetspremie minoritet	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Minoritetskrav	9,64 %	9,79 %	9,73 %	9,68 %	9,64 %	10,61 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %

Tabell 89 «Fremtidig egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E»

(Egenprodusert)

10.2 Finansielle krav

I dette delkapittelet vil vi budsjettere de fremtidige finansielle kravene vi trenger videre i oppgaven. Vi vil estimere finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav for å komme frem til netto finansielt gjeldskrav. Vi vil på lik linje estimere finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta for å komme frem til netto finansiell gjeldsbeta. Først vil vi se på fremtidig syntetisk rating for å komme frem til et godt estimat på fremtidig kredittrisikopremie.

10.2.1 Syntetisk rating

Vi vil regne ut den syntetiske ratingen for budsjettperioden på samme måte som vi gjorde i kapittel 6 «Risikoanalyse». Vi regner dermed ut en gjennomsnittlig rating basert de fire nøkkeltallene: likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet regner vi ut med budsjetterte verdier. Likviditetsgrad 1 har vi ikke nok detaljer til å regne ut ifra budsjettregnskapet vårt. Vi må derfor estimere denne posten basert på skjønn og historiske verdier. For likviditetsgrad 1 var det tidsvektede gjennomsnittet for bransjen 2.8 i perioden 2012 til 2018. I 2018 hadde Grieg Seafood en likviditetsgrad 1 på 2.4. Vi antar at Grieg Seafood vil konvergere mot bransjesnittet når det gjelder dette nøkkeltallet. Vi har derfor satt 2.8 som en «steady state»-verdi i 2030 budsjettert med en lineær utvikling fra 2.4 i 2018 i budsjettperioden.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Likviditetsgrad 1	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	1,0	3,7	5,0	5,1	6,5	7,4	7,7	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Rating	A	A	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0,38	0,38	0,39	0,41	0,42	0,44	0,45	0,47	0,48	0,48	0,48	0,48
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	1,8 %	6,2 %	8,5 %	8,5 %	10,8 %	12,2 %	12,5 %	12,7 %	12,7 %	12,7 %	12,7 %	12,7 %
Rating	B	BB	BBB	BBB	BBB	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A

Tabell 90 «Fremtidig estimert syntetisk rating for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E»
(Egenprodusert)

Tabell 90 ovenfor viser vår estimerte rating for budsjettperioden for Grieg Seafood. Grieg Seafood har en jevn rating over perioden der en rating på A er dominerende. Det eneste avviket er i årene 2019 og 2020 der de har en lavere rating på BBB.

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet er summen av risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremien. Da vi har kredittrisikopremien fra den syntetiske ratingen kan vi regne ut det finansielle gjeldskravet. Tabell 91 nedenfor viser utregningen av det finansielle gjeldskravet.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Syntetisk rating	BBB	BBB	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	1,93 %	2,08 %	2,20 %	2,31 %	2,43 %	2,55 %	2,66 %	2,78 %	2,90 %	2,90 %	2,90 %	2,90 %
Kredittrisikopremie	1,40 %	1,40 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Finansielt gjeldskrav	3,33 %	3,48 %	3,20 %	3,31 %	3,43 %	3,55 %	3,66 %	3,78 %	3,90 %	3,90 %	3,90 %	3,90 %

Tabell 91 «Fremtidig finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Vi ser at det finansielle gjeldskravet er økende gjennom perioden. Dette skyldes økningen i den risikofrie renten etter skatt da kredittrisikopremien er fast i hele budsjettperioden.

Finansiell gjeldsbeta

Nedenfor i tabell 92 er fremtidig finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood presentert. Vi ser at det ikke forekommer noen store endringer fra 2018, med en jevn fremtidig finansiell gjeldsbeta rundt 0.006.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Langsiktig kredittrisikopremie	0,014	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Markedspremie	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %	5,03 %
Markedsrisikodel FG	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032
Finansiell gjeldsbeta	0,009	0,009	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006

Tabell 92 «Fremtidig finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Vi regnet ut det historiske finansielle eiendelskravet i kapittel 7. Vi vil bruke samme fremgangsmåte her, og må derfor benytte oss av kontantvekten, fordringsvekten og investeringsvekten og de respektive kravene som inputfaktorer. Det er derfor nødvendig å estimere disse størrelsene i fremtiden. Vi bruker i hovedsak den historiske utviklingen for å fremskrive vektene da det er mangel på andre informasjonskilder. Kontantvekten er satt lik gjennomsnittet av de historiske verdiene, det samme gjorde vi med fordringsvekten, noe som resulterer i en investeringsvekt på en minus de to andre. Kravene er regnet ut på tilsvarende måte som vi gjorde for de historiske verdiene i kapittel 7. For å regne ut de ulike kravene har vi kun brukt inputfaktorer som allerede er presentert i oppgaven. Tabell 93 nedenfor viser utregningen av det finansielle eiendelskravet i budsjettperioden.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kontantkrav	1,93 %	2,08 %	2,20 %	2,31 %	2,43 %	2,55 %	2,66 %	2,78 %	2,90 %	2,90 %	2,90 %	2,90 %
Kontantvekt (KON/FE)	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %	85 %
Fordringskrav	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fordringsvekt (FOR/FE)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investeringskrav	6,96 %	7,11 %	7,23 %	7,34 %	7,46 %	7,58 %	7,69 %	7,81 %	7,93 %	7,93 %	7,93 %	7,93 %
Investeringsvekt (INV/FE)	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Finansielt eiendelskrav	2,68 %	2,83 %	2,95 %	3,07 %	3,18 %	3,30 %	3,42 %	3,53 %	3,65 %	3,65 %	3,65 %	3,65 %

Tabell 93 «Fremtidig finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E»

(Egenprodusert)

Tabellen viser at det finansielle eiendelskravet øker jevnt over budsjettperioden før den når 3.65% i 2027. Dette skyldes at både kontantravet og investeringskravet øker jevnt over perioden. Dette skyldes igjen økningen vi har budsjettet med i risikofri rente etter skatt.

Finansiell eiendelsbeta

Nedenfor i tabell 94 er fremtidig finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood presentert. Vi ser at fremtidig finansiell eiendelsbeta er satt til 0.15. Dette representerer en stor endring fra 2018 da betaen var på 1. Dette skyldes at Grieg Seafood ikke hadde noen finansielle kontanter i 2018. Vi estimerer at kontantvekten øker i budsjettperioden, og den finansielle eiendelsbetaen er estimert til 0.15 i hele perioden.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kreditrisikopremie	1,4 %	1,4 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Markedsrisikopremie	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Markedsrisikodel	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032
Fordringsbeta	0,009	0,009	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
Fordringvekt	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontantvekt (KON/FE)	84,99 %	84,99 %	84,99 %	84,99 %	84,99 %	84,99 %	84,99 %	84,99 %	84,99 %	84,99 %	84,99 %	84,99 %
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Investeringsvekt	15,01 %	15,01 %	15,01 %	15,01 %	15,01 %	15,01 %	15,01 %	15,01 %	15,01 %	15,01 %	15,01 %	15,01 %
Finansiell eiendelsbeta	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150

Tabell 94 «Fremtidig finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E»

(Egenprodusert)

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Nå som vi har budsjettert både det finansielle eiendelskravet og det finansielle gjeldskravet kan vi regne ut netto finansielt gjeldskrav for budsjettperioden. Netto finansielt gjeldskrav beregnes gjennom vektingen av det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet. Tabell 95 nedenfor viser utregningen av netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Finansielt gjeldskrav	3,33 %	3,48 %	3,20 %	3,31 %	3,43 %	3,55 %	3,66 %	3,78 %	3,90 %	3,90 %	3,90 %	3,90 %
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,060	1,060	1,068	1,076	1,086	1,096	1,101	1,106	1,111	1,111	1,111	1,111
Finansielt eiendelskrav	2,68 %	2,83 %	2,95 %	3,07 %	3,18 %	3,30 %	3,42 %	3,53 %	3,65 %	3,65 %	3,65 %	3,65 %
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,060	0,060	0,068	0,076	0,086	0,096	0,101	0,106	0,111	0,111	0,111	0,111
Netto finansielt gjeldskrav	3,36 %	3,52 %	3,21 %	3,33 %	3,45 %	3,57 %	3,69 %	3,80 %	3,92 %	3,92 %	3,92 %	3,92 %

Tabell 95 «Fremtidig netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E»

(Egenprodusert)

Vi ser at netto finansielt gjeldskrav øker jevnt i hele budsjettperioden før det stabiliserer seg på 3,92%. Dette skyldes at det forekommer en jevn økning både for det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet.

Netto finansiell gjeldsbeta

Nedenfor i tabell 96 er fremtidig netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood presentert. Dette viser en nedgang fra 2018, og vi ser at betaen blir negativ fra og med 2021 og ut budsjettperioden. Dette skyldes at vi tillegger investeringsvekten fra 2018 på 1 en stor vekt i de fremtidige estimatene, noe som følgelig gir stor effekt i budsjetteringsperioden. Dette fører til at predikerte eiendelsbetaer blir mye høyere enn hva de har vært historisk, og den overstiger fremtidig gjeldsbeta, noe som igjen fører til negative tall i budsjettperioden. Fremtidig investeringsvekt avviker fra 2012-2017 i stor grad ettersom vi har valgt å inkludere observasjonen fra 2018 i våre estimater for fremtiden.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Finansiell gjeldsbeta	0,009	0,009	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	106,0 %	106,0 %	106,8 %	107,6 %	108,6 %	109,6 %	110,1 %	110,6 %	111,1 %	111,1 %	111,1 %	111,1 %
Finansiell eiendelsbeta	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	6,0 %	6,0 %	6,8 %	7,6 %	8,6 %	9,6 %	10,1 %	10,6 %	11,1 %	11,1 %	11,1 %	11,1 %
Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,003	0,005	0,006	0,008	0,008	0,009	0,010	0,010	0,010	0,010

Tabell 96 «Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E»

(Egenprodusert)

10.3 Selskapskrav

Selskapskravet utgjør det vektete kravet av de ulike kildene til finansiering selskapet bruker. Vi har her tre kilder: egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld. For å finne selskapskravet multipliserer vi de ulike kravene med sine respektive vekter og summerer de. Kravet til selskapets kapital er dermed et vektet krav til de som finansierer selskapet og blir omtalt som WACC (Knivsflå, 2019j).

Tabell 97 nedenfor viser det fremtidige kapitalkravet til Grieg Seafood sin sysselsatte kapital. Kravet stabiliserer seg på 6.82% i «steady state» året 2030. Her er egenkapitalen, minoritetsinteressene og det finansielle gjeldskravet vektet i forhold til sysselsatt kapital.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Egenkapitalkrav	7,64 %	7,79 %	7,73 %	7,68 %	7,64 %	8,61 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %
Egenkapitalvekt (EK/SSK)	0,478	0,478	0,497	0,516	0,535	0,554	0,572	0,590	0,608	0,608	0,608	0,608
Minoritetskrav	9,64 %	9,79 %	9,73 %	9,68 %	9,64 %	10,61 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %
Minoritetsvekt (MI/SSK)	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Finansielt gjeldskrav	3,36 %	3,52 %	3,21 %	3,33 %	3,45 %	3,57 %	3,69 %	3,80 %	3,92 %	3,92 %	3,92 %	3,92 %
Finansiell gjeldsvekt (FG/SSK)	0,515	0,515	0,495	0,476	0,457	0,438	0,420	0,402	0,385	0,385	0,385	0,385
Sysselsatt kapitalkrav	5,45 %	5,61 %	5,51 %	5,62 %	5,74 %	6,41 %	6,55 %	6,68 %	6,82 %	6,82 %	6,82 %	6,82 %

Tabell 97 «Fremtidig sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E»

(Egenprodusert)

Gjennom å vekte egenkapitalen, minoritetsinteressene og det finansielle gjeldskravet i forhold til netto driftskapital kan vi finne fremtidig netto driftskrav. Resultatene er presentert i tabell 98 nedenfor. Vi ser at netto driftskrav viser samme utvikling som kapitalkravet til sysselsatt kapital og stabiliserer seg på 6.93% i «steady state» året 2030.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Egenkapitalkrav	7,64 %	7,79 %	7,73 %	7,68 %	7,64 %	8,61 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %	8,60 %
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,492	0,492	0,513	0,534	0,555	0,576	0,595	0,614	0,632	0,632	0,632	0,632
Minoritetskrav	9,64 %	9,79 %	9,73 %	9,68 %	9,64 %	10,61 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %
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
Netto finansielt gjeldskrav	3,36 %	3,52 %	3,21 %	3,33 %	3,45 %	3,57 %	3,69 %	3,80 %	3,92 %	3,92 %	3,92 %	3,92 %
Netto finansielt gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,500	0,500	0,479	0,458	0,437	0,416	0,397	0,379	0,360	0,360	0,360	0,360
Netto driftskrav	5,52 %	5,67 %	5,58 %	5,70 %	5,82 %	6,53 %	6,66 %	6,80 %	6,93 %	6,93 %	6,93 %	6,93 %

Tabell 98 «Fremtidig netto driftskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

10.4 Strategisk fordel

I dette delkapittelet vil vi vurdere den strategiske fordel i budsjettperioden. Vi vil benytte oss av kravene og rentabiliteten regnet ut tidligere i oppgaven, og undersøke hvorvidt egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet. Vi vil med andre ord se hvorvidt Grieg Seafood har det som kan klassifiseres som superrentabilitet i budsjettperioden.

I utgangspunktet forventer man at egenkapitalrentabiliteten vil konvergere mot egenkapitalkravet på lang sikt ved mangel av et varig konkurransefortrinn. Nullhypotesen er dermed at selskapet ikke har noen varig strategisk fordel slik at egenkapitalrentabiliteten blir lik egenkapitalkravet på lang sikt (Knivsflå, 2019j). Alternativet er at selskapet har en varig strategisk fordel og at egenkapitalrentabiliteten dermed konvergerer mot et nivå som er høyere enn egenkapitalkravet (Knivsflå, 2019j).

I budsjettperioden forutsatte vi effektive kapitalmarkeder og satt følgelig netto finansiell gjeldsrentabiliteten lik netto finansielt gjeldskrav. Dette gjør at verken en finansieringsfordel eller ulempe blir skapt av netto finansiell gjeld. Den eneste kilden som da kan skape en finansieringsfordel er minoritetene. Minoritetene har en lav bokført verdi og vi forventer følgelig en svært lav finansieringsfordel/ulempe fra disse.

Vi forventer dermed at den fremtidige strategiske fordel i hovedsak vil bestå av en driftsfordel.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Egenkapitalrentabilitet	0,37 %	8,41 %	13,35 %	12,95 %	16,81 %	18,75 %	18,78 %	18,57 %	18,10 %	17,68 %	17,68 %	17,68 %
- Egenkapitalkrav	6,37 %	7,34 %	7,47 %	7,41 %	7,37 %	7,34 %	8,32 %	8,33 %	8,34 %	8,24 %	8,24 %	8,24 %
= Strategisk fordel	-6,01 %	1,07 %	5,89 %	5,54 %	9,43 %	11,40 %	10,45 %	10,24 %	9,76 %	9,44 %	9,44 %	9,44 %

Tabell 99 «Fremtidig strategisk fordel gjennom EK-rentabilitet for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 99 ovenfor viser egenkapitalrentabilitet, egenkapitalkrav og strategisk fordel for Grieg Seafood i budsjettperioden. Vi ser at den strategiske fordel varierer i starten av budsjettperioden for deretter å stabilisere seg. Dette skyldes at vi i årene 2019 og 2020 har budsjettert med en større økning i netto driftseiendeler og en lavere driftsmargin. Dette gjorde vi fordi vi har budsjettert en stor inntektsvekst i perioden. Vi ser at den strategiske fordel stabiliserer seg på 9,44% i «steady state» perioden.

Vi har videre dekomponert den fremtidige strategiske fordel for budsjettperioden i strategisk driftsfordel, driftsfordel og finansieringsfordel. Dette er vist under i tabell 100.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Netto driftsrentabilitet	1,85 %	6,20 %	8,46 %	8,49 %	10,78 %	12,15 %	12,51 %	12,68 %	12,68 %	12,68 %	12,68 %	12,68 %
-Netto driftskrav	5,23 %	5,43 %	5,35 %	5,47 %	5,58 %	5,70 %	6,40 %	6,54 %	6,67 %	6,69 %	6,69 %	6,69 %
=Strategisk fordel drift	-3,38 %	0,78 %	3,12 %	3,03 %	5,19 %	6,46 %	6,11 %	6,14 %	6,00 %	5,98 %	5,98 %	5,98 %
+ Gearingfordel	-3,49 %	0,80 %	2,96 %	2,64 %	4,16 %	4,74 %	4,16 %	3,87 %	3,49 %	3,48 %	3,48 %	3,48 %
=Driftsfordel	-6,87 %	1,58 %	6,07 %	5,67 %	9,35 %	11,20 %	10,26 %	10,01 %	9,50 %	9,47 %	9,47 %	9,47 %
+Finansieringsfordel	0,86 %	-0,51 %	-0,19 %	-0,13 %	0,08 %	0,21 %	0,19 %	0,23 %	0,26 %	-0,03 %	-0,03 %	-0,03 %
=Strategisk fordel	-6,01 %	1,07 %	5,89 %	5,54 %	9,43 %	11,40 %	10,45 %	10,24 %	9,76 %	9,44 %	9,44 %	9,44 %

Tabell 100 «Fremtidig strategisk fordel gjennom netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

I tabell 100 ovenfor ser vi at den strategiske fordelen i hovedsak består av driftsfordelen. Finansieringsfordelen er svært lav i hele budsjettperioden, noe som er naturlig da vi har forutsatt at netto finansiell gjeldsrentabilitet er lik netto finansielt gjeldskrav. Vi ser av tabellen ovenfor at Grieg Seafood kommer til å nyte godt av gearingfordelen også i fremtiden, der gearingfordelen utgjør en signifikant del av den strategiske fordelen. I 2019 er den strategiske driftsfordelen negativ, noe som naturligvis også gjør gearingfordelen negativ. Dette presenterer en ulempe i det gjeldende året.

I vår strategiske analyse konkluderte vi med at Grieg Seafood har få muligheter til å oppnå en strategisk fordel som er høyere enn bransjefordelen. Vi har dermed budsjettert deretter og konkluderer med at den strategiske fordelen de oppnår i budsjettperioden skyldes bransjefordelen. Vi mener at det kommer til å eksistere en fordel i bransjen også i fremtiden, som følge av knappheten på konsesjoner som skaper en etableringsbarriere i bransjen.

11. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet vil vi foreta den fundamentale verdsettelsen av Grieg Seafood basert på fremtidsregnskapet vi har utviklet. Resultatet av dette kapitlet er ikke ett endelig kursmål, men et estimat på den fundamentale verdien basert på fremtidsregnskapet vårt. Vi vil se dette resultatet i sammenheng med verdien vi får fra den komparative verdsettelsen for å komme frem til endelig verdiestimat på Grieg Seafood sin aksje.

For å finne den fundamentale verdien tar vi utgangspunkt i teoriene vi presenterte i kapittel 4. Vi vil bruke to overordnede metoder for å regne ut den fundamentale verdien, egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Disse metodene er overordnede metoder med spesifikke modeller som faller inn under hver metode.

For hver av metodene vil vi først presentere den overordnede metoden for deretter å presentere de spesifikke modellene som hører til. For begge metodene bruker vi kontantstrømmen fra fremtidsregnskapet og det tilhørende fremtidskravet fra henholdsvis kapittel 9 og 10. Etter vi har regnet ut den fundamentale verdien gjennom egenkapitalmetoden og selskapsmetoden vil vi gjennomføre en konvergeringsprosess som gjør at begge metodene gir den samme fundamentale verdien.

Arbeidskapital

Før vi går igjennom modellene vil vi formidle noen tanker knyttet til størrelsen på arbeidskapitalen i 2018. Driftsrelatert arbeidskapital var 3 580 998 000 i 2018. Dette er rimelig stort sammenlignet med den historiske perioden der gjennomsnittet fra 2012 til 2017 ligger på 2 108 099 000, noe som taler for at arbeidskapitalen kan være noe over et normalnivå i 2018.

På den andre siden ser vi en jevn økning i alle postene som inngår i omløpsmidler i perioden. Vi kan tenke oss at både fordringer og finansielle instrumenter øker i størrelse på grunn av økning i lakseprisen. Da vi budsjetterer med en økning i produsert mengde og ikke en betydelig nedgang i lakseprisen forventer vi ikke en betydelig nedgang i omløpsmidler. Vi ser det heller ikke som sannsynlig at selskapet trenger å binde opp en betydelig større mengde kapital i omløpsmidlene da 2018 ligger på et noe høyt nivå sammenlignet med tidligere år. Vi går dermed ut ifra at utviklingen i omløpsmidlene ikke vil skape en betydelig endring i arbeidskapital. Den driftsrelaterte kortsiktige gjelden synes også å ligge på et stabilt

nivå. 2018-nivået er på størrelse med både 2017- og 2016-nivået, samtidig som den historiske perioden viser en sterk økning. Det er særlig tre momenter som fører til økningen i den historiske perioden, dette er leverandørgjelden, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld. At betalbar skatt øker skyldes nok at resultatet før skatt har vært økende i den historiske perioden. Økningen i kortsiktig gjeld kan vitne om en økning i likviditetsbehov, men 2018-nivået ligger på samme nivå som helt tilbake til 2014 og vi går dermed ut ifra at dette finansieringsbehovet har stabilisert seg. Økningen i leverandørgjeld er noe vanskeligere å tolke. Vi har tidligere antatt at fôrprisen korrelerer med lakseprisen. Da lakseprisen er økende i den historiske perioden kan dette forklare økningen i leverandørgjeld. På den andre siden antar vi en tett sammenheng mellom leverandørgjeld og størrelsen på varelageret. Disse postene vil dermed jobbe mot hverandre i forhold til arbeidskapital. Følgelig antar vi at effekten på arbeidskapital som følge av endring i leverandørgjeld ikke er veldig stor.

På bakgrunn av dette anser vi det som sannsynlig at arbeidskapitalen verken er unormalt høy eller lav i perioden. Selskapet kan dermed ikke frigjøre kapital fra arbeidskapitalen, men har heller ikke et behov for å øke kapitalbindingen i arbeidskapitalen. Dersom vi hadde ansett arbeidskapitalen i 2018 som «unormalt» høy ville selskapsverdien økt med differansen mellom arbeidskapitalen i 2018 og et «normal» nivå da denne differansen vil kunne konverteres til kontanter og ikke lenger være låst i driften og dermed kunne betales ut til aksjonærene. Dersom vi hadde ansett arbeidskapitalen som unormalt lav ville selskapsverdien følgelig blitt redusert.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden tar sikte på å verdsette egenkapitalen til selskapet direkte ved å diskontere den fremtidige kontantstrømmen til egenkapitalen. Fra denne metoden vil vi ta i bruk to forskjellige modeller: dividendemodellen, og fri kontantstrømmmodellen. Resultatene er presentert nedenfor i påfølgende delkapitler.

11.1.1 Dividendemodellen

Dividendemodellen estimerer verdien på egenkapitalen ved å diskontere de fremtidige dividendene som skal betales til aksjonærene. Dividendemodellen tar utgangspunkt i at de utbetalte dividendene er den eneste kontantstrømmen som mottas av eierne fra selskapet og

egenkapitalverdien er dermed lik nåverdien av dividendeutbetalingene. Teorien bak dividendemodellen er mer detaljert forklart i teorikapitlet.

Vi har her forutsatt at den frie kontantstrømmen utbetales i sin helhet til aksjonærene. Vi har tatt hensyn til reinvesteringer ved å estimere endring i eiendeler og justert for dette i utregning av den frie kontantstrømmen. Vi forutsetter konstant vekst i «steady state» perioden og bruker Gordons vekstformel for å finne terminalverdien til selskapet. Modellen tar dermed utgangspunkt i at man eier aksjen i evig tid og kontantstrømmene man mottar er utbytte selskapet betaler ut. Da vi har regnet ut avkastningskravet for hvert budsjettår trenger vi ikke å forutsette konstant gjeldsandel i andre år enn i «steady state» årene. Resultatene er presentert nedenfor og gir en egenkapitalverdi på 12 535 873 000 kroner. Dette gir videre en fundamental aksjeverdi på 112 kroner.

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kontantstrøm		-557 063	178 473	224 259	236 549	496 513	767 030	858 914	965 103	968 672	1 219 772	1 244 167	1 269 050
Diskonteringskrav		1,06	1,14	1,23	1,32	1,42	1,52	1,65	1,78	1,93	2,09	2,26	0,08
Nåverdi	3 548 849	-523 692	156 309	182 759	179 468	350 837	504 910	521 950	541 391	501 565	583 496	549 854	
Horisontverdi	8 987 024												8 987 024
Egenkapitalverdi	12 535 873												
Antall aksjer	111 662												
Aksjeverdi	112												

Tabell 101 «Egenkapitalverdi og aksjepris ved bruk av dividendemodellen for Grieg Seafood per 31.12.2018»
(Egenprodusert)

11.1.2 Fri kontantstrøm modellen

Modellen for fri kontantstrøm diskonterer den frie kontantstrømmen til egenkapitalen for å finne verdien til egenkapitalen. Den diskonterer dermed ikke nødvendigvis kontantstrømmen eierne får utbetalt, men kontantstrømmen som tilfaller eierne gjennom utbytte og tilbakeholdt overskudd. Da vi for dividendemodellen forutsatte at den frie kontantstrømmen i sin helhet ble betalt i utbytte vil den frie kontantstrømmen være lik utbytte. Dette medfører at den frie kontantstrøm modellen blir identisk med dividendemodellen. Resultatene er presentert nedenfor og gir en egenkapitalverdi på 12 535 873 000 kroner. Dette gir videre gir en fundamental aksjeverdi på 112 kroner.

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kontantstrøm		-557 063	178 473	224 259	236 549	496 513	767 030	858 914	965 103	968 672	1 219 772	1 244 167	1 269 050
Diskonteringskrav		1,06	1,14	1,23	1,32	1,42	1,52	1,65	1,78	1,93	2,09	2,26	0,08
Nåverdi	3 548 849	-523 692	156 309	182 759	179 468	350 837	504 910	521 950	541 391	501 565	583 496	549 854	
Horisontverdi	8 987 024												8 987 024
Egenkapitalverdi	12 535 873												
Antall aksjer	111 662												
Aksjeverdi	112												

Tabell 102 «Egenkapitalverdi og aksjepris ved bruk av fri kontantstrømmodell for Grieg Seafood per 31.12.2018» (Egenprodusert)

11.2 Selskapskapitalmetoden:

Selskapsmetoden tar sikte på å estimere verdien av selskapet som helhet for deretter å trekke fra verdien på finansiell gjeld og minoriteter for å komme frem til verdien av egenkapitalen.

Verdien på selskapet kan her estimeres gjennom to modeller: netto driftskapitalmetode og sysselsattkapitalmetode. Vi vil bruke begge metodene for Grieg Seafood og resultatene er presentert nedenfor i påfølgende delkapitler.

Vi er også nødt til å verdsette minoritetsinteressene for å kunne gå fra selskapsverdi til egenkapitalverdi. Når det gjelder nåverdien av gjelden har vi forutsatt at gjeldsrentabiliteten er lik gjeldskravet. Dette medfører at markedsverdien på gjeld er lik den bokførte verdien. For å gå fra selskapsverdi til egenkapitalverdi trekker vi dermed fra den bokførte verdien av gjeld og verdien vi estimerer for minoritetene våre i kapittel 11.3 nedenfor.

11.2.1 Netto driftskapitalmodellen

Netto driftskapital metode estimerer først verdien av netto driftskapital, for deretter å finne egenkapitalverdien ved å subtrahere verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. For å beregne verdien av netto driftskapital vil vi bruke modellen for fri kontantstrøm, der vi bruker fri kontantstrøm fra drift som kontantstrøm og netto driftskrav som diskonteringsfaktor. Resultatene er presentert nedenfor og gir en egenkapitalverdi på 16 192 616 000 kroner. Dette gir videre en fundamental aksjeverdi på 145 kroner.

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kontantstrøm		-2 620 187	137 690	378 529	408 519	686 226	1 058 395	1 130 159	1 292 700	1 286 944	1 312 683	1 338 937	1 365 716
Diskonteringskrav		1,05	1,11	1,17	1,23	1,30	1,38	1,46	1,56	1,66	1,78	1,90	0,07
Nåverdi	3 404 160	-2 489 992	124 093	323 805	331 325	527 087	769 043	771 712	828 462	773 109	739 041	706 475	
Horisontverdi	15 325 915												15 325 915
Selskapsverdi	18 730 075												
Netto finansiell gjeld	2 385 076												
MI	152 383												
Egenkapitalverdi	16 192 616												
Antall aksjer	111 662												
Aksjeverdi	145												

Tabell 103 «Egenkapitalverdi og aksjepris ved bruk av netto driftskapitalmetoden for Grieg Seafood per 31.12.2018» (Egenprodusert)

11.3 Verdssettelse av minoritetsinteresser

For å gå fra selskapsverdi til egenkapitalverdi på selskapsmetodene er vi nødt til å estimere verdien på minoritetene. Dette skyldes at vi ikke har budsjettert med en minoritetsrentabilitet som er lik minoritetskravet. Verdien av minoritetene er dermed forskjellig fra den bokførte verdien, og vi vil nå estimere den fundamentale verdien til minoritetene. For å beregne

verdien av minoritetene bruker vi fri kontantstrøm modellen med fri kontantstrøm til minoritetene som kontantstrøm og minoritetskravet som diskonteringsfaktor.

Den estimerte verdien på minoritetsinteressene er 152.383 millioner kroner og er presentert nedenfor. Vi ser at minoritetsinteressene har blitt undervurdert i regnskapet til en verdi på 49.5 millioner kroner og at vår estimerte verdi er høyere med en verdi på 152.4 millioner.

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kontantstrøm		565	26 050	24 303	22 292	20 004	18 989	15 841	13 490	9 606	9 798	9 994	10 193
Diskonteringskrav		1,08	1,18	1,30	1,42	1,55	1,70	1,87	2,07	2,28	2,51	2,77	0,10
Nåverdi	107 732	521	21 984	18 736	15 707	12 887	11 188	8 460	6 530	4 214	3 899	3 607	
Horisontverdi	44 651												44 651
MI verdi	152 383												

Tabell 105 «Estimert verdi av minoritetsinteresser for Grieg Seafood per 31.12.2018» (Egenprodusert)

11.4 Konvergensprosedyre

I dette delkapittelet vil vi gjennomføre en konvergeringsprosess av verdiestimatene fra dividendemodellen og nettodriftskapitalmetoden. Da de to egenkapitalmetodene gir et likt verdiestimat på bakgrunn av de forutsetningene vi har valgt ønsker vi å inkludere en av metodene fra egenkapitalmetoden og en fra selskapsmetoden i konvergeringsprosessen. Vi har derfor valgt å bruke netto driftskapitalmodellen og dividendemodellen i konvergeringsprosessen.

Ved å gjennomføre en konvergeringsprosess skal verdiestimatet fra de ulike metodene konvergere mot hverandre og ende opp i et tilnærmet likt verdiestimat. I korte trekk fungerer konvergeringsprosessen slik at den gjennomsnittlige egenkapitalverdien fra estimatene blir lagt inn som egenkapitalverdi i regnskapet. Dette fører til at vektene i avkastningskravet endrer seg og følgelig endrer avkastningskravet seg. Dette gir et nytt avkastningskrav som igjen gir et nytt gjennomsnittlig verdiestimat. Man gjentar prosessen til det gjennomsnittlige verdiestimatet man kommer frem til ikke varierer fra det man la inn i foregående steg som egenkapitalverdi i regnskapet.

Denne prosessen er nødvendig da verdien på egenkapital og avkastningskravet er gjensidig avhengige av hverandre. Egenkapitalverdien er avhengig av avkastningskravet og vektene i avkastningskravet er avhengig av egenkapitalverdien. Da vi har utarbeidet et verdiestimat for hver av metodene kommer vi til å bruke gjennomsnittet av disse to verdiene og legge inn for egenkapitalverdi i 2018. Vi får da et nytt estimat på egenkapitalverdien, noe som representerer ett steg.

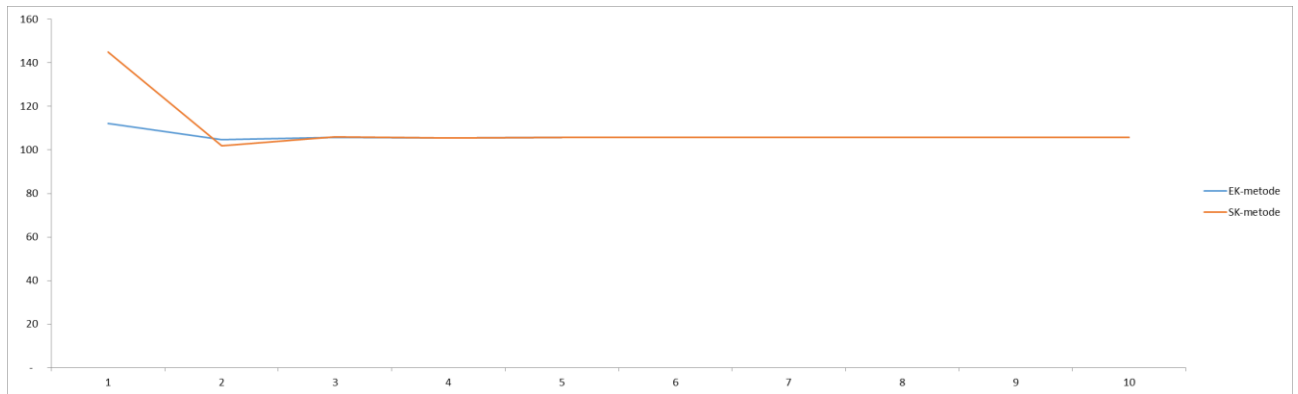
	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metode	12 535 877	11 691 314	11 811 531	11 794 230	11 796 210	11 795 961	11 795 992	11 795 988	11 795 988	11 795 988
Aksjekurs	112	105	106	106	106	106	106	106	106	106
NDK-metode	16 192 622	11 389 486	11 845 122	11 789 870	11 796 734	11 795 897	11 796 000	11 795 987	11 795 989	11 795 988
Aksjekurs	145	102	106	106	106	106	106	106	106	106
Avvik i %	25 %	-3 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %

Tabell 106 «Konvergeringsprosess av fundamentale verdiestimer for Grieg Seafood sin aksje per 31.12.2018» (Egenprodusert)

Tabell 106 ovenfor viser ti steg av konvergeringsprosessen vår for dividendemodellen og netto driftskapitalmodellen. I steg 1 er de første verdiestimatene presentert, der vi har egenkapitalverdi ført som bokført verdi. Vi tok gjennomsnittet av verdiestimatene for begge metodene og la det inn for egenkapitalverdien. I tillegg førte vi inn verdiestimatet vårt for minoritetsinteresser som verdien på minoritetsinteressene for 2018. Vi fikk da to nye verdiestimer for egenkapitalen samt ett nytt verdiestimat for minoritetene. Dette resultatet er vist som steg 2. Vi gjentok prosessen og la inn disse verdiene i regnskapet slik at vi fikk verdiestimatene vist i steg 3. Vi gjentok dette 10 ganger og ser at verdiestimatene fra begge verdsettelsesmetodene konvergerer mot et stabilt verdiestimat på 106 kroner.

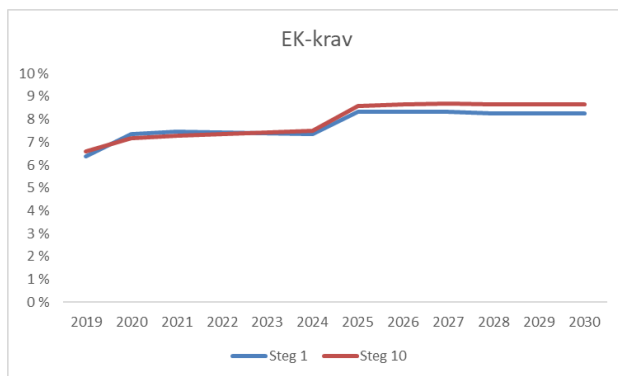
Konvergeringsprosessen er utført ved bruk av netto driftskapitalmetoden og dividendemodellen. Resultatet av prosessen er vist nedenfor i graf 23. I steg 1 gir de to metodene et avvik på 25%, i steg to er dette avviket redusert til -3%. Fra steg tre gir metodene et svært likt verdiestimat. Da vi ser marginale forskjeller mellom metodene har vi gjentatt prosessen 10 ganger. Uten desimal er det ingen forskjell mellom steg 9 og steg 10 og vi bruker dermed steg 10 som vårt endelige verdiestimat for den fundamentale verdien.

Graf 23 nedenfor viser en illustrasjon av konvergeringsprosessen. Vi ser at det særlig verdi estimatet ved bruk av Netto driftskapitalmetoden som har endret seg mye. Netto driftskapitalmetoden ser en stor endring fra steg 1 til steg 2 og en liten endring fra steg 2 til steg 3. Egenkapitalmetoden endrer seg også noe fra steg 1 til steg 2 og fra steg 2 til steg 3, men mye mindre enn netto driftskapitalmetoden.



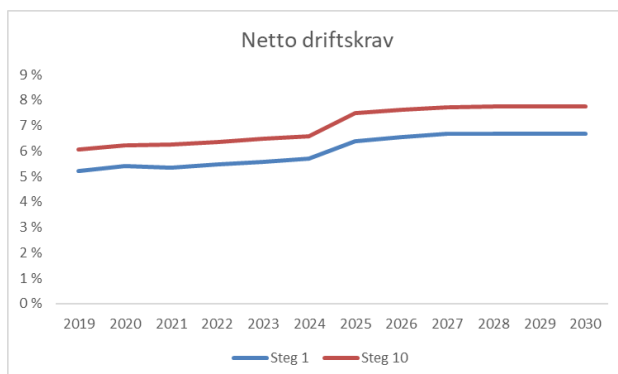
Graf 23 «Konvergeringsprosessen i form av egenkapitalverdi» (Egenproduisert)

Figurene under viser egenkapitalkravet og netto driftskravet i steg 1 og steg 10. Figurene viser sammen utvikling som grafen over der vi ser at endringen relatert til netto driftskrav er større enn egenkapitalkravet. Endringen i netto driftskravet fra steg 1 til steg 10 er ca 1%.



Graf 24 «Konvergeringsprosess, EK-krav» (Egenproduisert)

Som vi ser i graf 25 nedenfor er det et stort avvik for netto driftskrav mellom steg 1 og steg 10. Dermed virker det som avkastningskravet til netto driftseiendeler var undervurdert i steg 1 og denne undervurderingen representerer hovedkilden til avvikene mellom metodene.



Graf 25 «Konvergeringsprosess, Netto driftskrav» (Egenproduisert)

11.5 Endelig verdiestimat basert på den fundamentale verdsettelsen

Resultatene fra de foregående kapitlene gir oss et endelig fundamentalt verdiestimat på 106 kroner.

I modellene vi har presentert ovenfor ser vi at terminalverdien utgjør en veldig stor del av selskapsverdien. Terminalverdien utgjør 73% av selskapsverdien i dividendemodellen og fri kontantstrøm modellen. Netto driftskapitalmodellen har en terminalverdi som utgjør 83% av selskapsverdien.

Vi har tidligere diskutert avkastningskravet vårt og konkludert med at selv om det virker lavt velger vi bruker å det. Et lavt avkastningskrav vil ofte lede til en analyse med en ganske høy terminalverdi. Terminalverdien vil selvsagt øke jo lavere avkastningskravet er, men det vi påpeker her er at analyser der man ser at generelt lavt avkastningskrav vil generelt gi en høy terminalverdi i forhold til selskapsverdien. I våre prediksjoner har vi ofte antatt at Grieg Seafood vil konvergere mot bransjesnittet. Da Grieg Seafood var mindre lønnsom enn de sammenlignbare selskapene i den historiske perioden fører dette til at lønnsomheten blir positivt påvirket av en slik antakelse mot slutten av budsjettperioden. Dette forklarer også hvorfor terminalverdien er høy i forhold til selskapsverdien.

Når det gjelder den fremtidige kontantstrømmen har vi også budsjettert med en endring i netto driftseiendeler som er jevnt over større tidlig i perioden. Endringer i netto driftseiendeler stabiliserer seg på et jevnt nivå rundt 2026-2027. Dette fører til at fri kontantstrøm fra drift blir påvirket positivt på slutten av den budsjetterte perioden som følge av dette. I forhold til vår strategiske analyse er dette en logisk utvikling da bransjen er i en periode der vi ser mye fokus på nye løsninger for å håndtere eksisterende problemer som vi har diskutert i vår strategiske analyse. På en annen side er det ikke unaturlig å anta at det vil oppstå nye utfordringer i fremtiden som krever investeringer i nye type anleggsmidler, slik at endringene i netto driftseiendeler ikke stabiliserer seg slik vi har antatt. Det kan også tenkes at investeringene spres utover en lengre tid slik at kontantstrømmen endres i favør av de tidligere årene i den budsjetterte perioden og følgelig at terminalverdien blir en mindre del av selskapsverdien.

Avslutningsvis vil vi påpeke at prediksjoner generelt er usikre av natur og vi mener prediksjonene vi har er de mest sannsynlige ut ifra de historiske dataene og vår strategiske analyse.

Vårt endelige fundamentale verdiestimat er 106 kroner som vi kom frem til i steg 10 i konvergeringsprosessen. Vi vil se dette i sammenheng med en komparativ analyse for å komme frem til et endelig verdiestimat på Grieg Seafood sin aksje. I neste kapittel vil vi gjøre en analyse av usikkerhet knyttet til vårt fundamentale verdiestimat.

11.6 Sensitivitetsanalyse

I dette kapitlet vil vi se hvordan usikkerheter i estimatene våre påvirker det fundamentale verdiestimatet vi kom frem til i foregående kapittel. I fremtidsregnskapet i kapittel 9 har vi predikert momentene på et detaljert nivå. Med dette mener vi at vi har estimert punkttestimater for fremtiden. Dette representerer en kilde til usikkerhet da det er høy sannsynlighet for at de virkelige verdiene vil avvike fra våre punkttestimater. Det er denne problematikken vi vil se på i dette kapitlet. Vi vil velge budsjett drivere basert på hvor stor påvirkningskraft de har på verdiestimatet i kombinasjon med hvor risikoutsatte disse budsjett driverne er.

Vi vil nå gjøre rede for hvordan vi vil implementere budsjett driverne i sensitivitetsanalysen. I vår sensitivitetsanalyse vil vi gjøre om punkttestimatene til stokastiske variabler. Vi må derfor velge hva vi mener er den mest sannsynlige distribusjonen av variablene. Videre må vi velge type distribusjon og tilhørende varians. I tillegg vil vi også se på eventuelle sammenhenger mellom poster i regnskapet som må ha en tilsvarende sammenheng i sensitivitetsanalysen.

11.6.1 Budsjett drivere

Driftsinntektsvekst:

For å gjøre driftsinntektsvekst til en stokastisk variabel må vi se på distribusjonen, variansen og eventuelle sammenhenger med andre budsjett poster. Vi vil først kartlegge sammenhenger med andre poster.

En lavere produsert mengde burde føre til en tilsvarende kostnadsbesparelse for variable kostnader. Dermed blir resultateffekten av lavere produsert mengde kun en negativ endring i dekningsbidrag. Å ta hensyn til endring i produsert mengde i en slik sensitivitetsanalyse der vi ikke har et skille på faste og variable kostnader kan være problematisk på grunn av sammenhengen mellom variable kostnader og produsert antall.

Mer eksplisitt har vi derfor valgt å estimere en netto driftsmargin som inkluderer både faste og variable kostnader. Den grunnleggende antagelsen er at forholdet mellom de variable og faste kostnadene vi har sett historisk også vil gjelde i fremtiden. Dersom vi gjør en sensitivitetsanalyse på driftsinntekt der vi inkluderer muligheten for å redusere produsert mengde burde dette påvirke netto driftsmargin i negativ retning, da de faste kostnadene vil være like store på kort sikt og kun dekningsbidraget reduseres.

Tidligere i analysen i kapittel 9.4.3 da vi predikerte fremtidig driftsmargin så vi på sammenhengen mellom laksepris og fôrkostnader. Vi antok da en positiv korrelasjon mellom disse faktorene. Det vil si at dersom lakseprisen øker vil også fôrprisene øke tilsvarende. Dette indikerer at dersom driftsinntektene øker på grunn av økt mengde forventer vi også en økning i variable kostnader, hvilket tilsier en økning i driftsmarginen gitt antakelsen om at faste kostnader holdes uendret. Dersom driftsinntektene øker som følge av økt pris antar vi også at fôrkostnadene øker tilsvarende, samtidig som vi antar at de andre kostnadspostene ikke påvirkes, hvilket bidrar til en økning i driftsmarginen. Økt driftsinntekt som følge av økt produsert mengde eller økt laksepris fører med andre ord til økt driftsmargin.

Med dette vet vi at fôrkostnadene vil bevege seg i likt forhold til driftsinntektene uavhengig av om driftsinntektene øker på grunn av mengde eller pris, mens de andre kostnadene vil være mindre påvirket. For enkelhetsskyld forutsetter vi i denne sensitivitetsanalysen at fôrkostnadene er de eneste variable kostnadene til selskapet og vi bruker denne faktoren til å fange opp sammenhengen mellom driftsinntekt- og marginer videre i analysen.

Teoretisk kan dette virke som en noe urimelig antagelse. I realiteten ser vi at fôrkostnadene utgjør om lag 66% av driftskostnadene i bransjen. Vi regnet ut dette ved å ta et rent gjennomsnitt av forholdet mellom fôrkostnader og totale variable kostnader for alle selskapene som inngår i bransjesnittet for perioden 2012 til 2018. Standardavviket på disse observasjonene ligger på 12.7%, noe som taler for at dette forholdet er noenlunde stabilt. I sensitivitetsanalysen vil vi dermed legge en positiv korrelasjon på $1 - 0,66$ mellom netto driftsmargin og netto driftsinntekt. Vi antar dermed at netto driftsmargin og driftsinntekten korrelerer, da den eneste kostnadsposten som korrelerer med driftsinntekt er fôrkostnad. De resterende kostnadspostene holder seg uavhengige, da vi antar at de i sin helhet er faste og ikke korrelerer med laksepris. Det er nettopp antagelsen om at en del av kostnadene ikke korrelerer med driftsinntekt som gjør at netto driftsmargin korrelerer med

driftsinntekt. Hadde alle kostnadspostene korrelert perfekt med driftsinntekten hadde driftsmarginen vært fast for ethvert inntektsnivå og ikke korrelert.

I rammeverket til Knivsflå er sensitivitetsanalysen knyttet til driftsinntekt gjennom driftsinntektsveksten (Knivsflå, 2019m). For dette selskapet ser vi noen ulemper ved å bruke driftsinntektsvekst. Vi bruker en Monte Carlo simulering i analysen vår. Monte Carlo simulasjonen foretar x antall simuleringer og resultatet blir normalfordelingen av disse simuleringene. En simulasjon foregår slik at de momentene man setter til stokastiske variabler blir tilfeldig estimert på bakgrunn av den valgte fordelingen og variansen. Dersom vi ser dette i sammenheng med driftsinntektsvekst vil driftsinntektsveksten bli valgt uavhengig av driftsinntektsveksten i den tidligere perioden. Det er dermed like sannsynlig at en høy driftsinntektsvekst blir valgt i en periode etterfulgt av en periode der høy driftsinntektsvekst ble valgt. Dette fører til at sannsynligheten for en stor økning i driftsinntekt er mye større i perioden etterfulgt av perioden med høy driftsinntektsvekst. Når Monte Carlo simulasjonen estimerer en høy driftsinntektsvekst i periode 1 vil driftsinntekten i periode 1 være på et høyt nivå, og følgelig en driftsinntektsvekst på normalnivå i neste periode vil føre til at selve driftsinntekten vil ligge over «normalnivå» i neste periode. Driftsinntektsveksten fungerer kumulativt på selve driftsinntekten noe som fører til stor sannsynlighet for et betydelig avvik fra våre budsjetterte verdier i slutten av perioden.

I våre budsjetteringer for fremtiden går vi ut ifra at driftsinntekten i periode to er negativ korrelasjon med driftsinntekten i periode 1. Dette følger av at dersom driftsinntekten øker i periode 1 som følge av prisendring er det nå mindre sannsynlig for en tilsvarende prisøkning i periode 2. Dersom driftsinntekten øker som følge av en økt produksjon i periode 1 antar vi også at det er mindre sannsynlig at produksjonen øker tilsvarende i de etterfølgende periodene. Dette skyldes at man ikke kan produsere over kapasiteten til de faste kostnadene og konsesjonene på lang sikt. På kort sikt kan man øke produsert mengde da man ikke har full kapasitetsutnyttelse, men dette er ikke en bærekraftig trend.

Som følge av dette vil vi i denne sensitivitetsanalysen ta utgangspunkt i selve driftsinntekten. Dette løser problemet på følgende måte: dersom simuleringen tilfeldig velger en høy driftsinntekt i periode 1 vil ikke driftsinntekten i periode 2 være avhengig av den tidligere perioden. Dette virker som akkurat den samme problematikken med driftsinntektsvekst, men selv om man forutsetter at driftsinntektsveksten er uavhengig vil driftsinntekten i den etterfølgende perioden være avhengig av driftsinntektsveksten i tidligere perioder. En stor

verdi i driftsinntektsvekst tidlig i perioden vil gjøre at driftsinntekten presses opp på et høyere nivå.

Veldig enkelt ser man dette om man antar en driftsinntektsvekst på for eksempel fem prosent årlig i en periode på ti år. Dersom man bytter ut veksten i det første året med åtte prosent ser man at inntekten i det siste året blir sterkt påvirket. Dersom man gjør analysen på bakgrunn av selve driftsinntekten får man ikke det samme problemet. Man kunne også løst dette problemet ved å analysere med en driftsinntektsvekst som korrelerer negativt med tidligere år. Vi mener imidlertid dette er en vanskeligere metode som ikke nødvendigvis gir et bedre resultat, og ser det derfor ikke på dette som en hensiktsmessig metode.

På den andre siden vil estimering ved bruk av selve driftsinntekten skape noen problemer knyttet til variansen i analysen. Vi setter våre prediksjoner som forventningsverdien og plotter inn en varians. Dersom man har tall i nominelle verdier vil også variansen ha en nominell verdi. Når man bruker historiske data til å velge en varians vil variansen bli en stadig mindre andel av driftsinntekten når driftsinntekten øker. Dette vil føre til at variansen blir mindre jo lenger ut i budsjettperioden vi kommer. Vi retter for dette gjennom å bruke varians som en prosent av den nominelle verdien for de respektive årene slik at variansen endrer seg med den nominelle størrelsen.

For å estimere en rimelig varians for den fremtidige driftsinntekten hadde det vært naturlig å ta utgangspunkt i historisk data. På bakgrunn av at vi bare har inntekter fra 2012 til 2018 og at i samme periode så vi veldig store endringer i lakseprisen argumenterer vi for at dette ville gi et urimelig estimat. Ved å bruke det historiske grunnlaget ville man regnet ut varians med et datagrunnlag på syv observasjoner der inntekten stiger til mer enn det tredoble fra starten av perioden til slutten. Et estimat man får fra dette grunnlaget vil være åpenbart urimelig. Ved en slik tilnærming vil den variansen over perioden ligge rundt den totale verdien på driftsinntekten ved starten av perioden. Vi setter dermed variansen ut ifra skjønn. Vi setter variansen til 5% av driftsinntekten i starten av perioden og øker den til 10% fra 2024. Variansen øker i takt med tiden da vi forventer større usikkerhet i prognosen vår jo lengre frem i tid estimatene er.

Vi har valgt en normalfordeling for driftsinntekten da vi mener denne fordelingen best representerer mulighetsområdet.

Netto driftsmargin:

Standardavviket til driftsmarginen for Grieg Seafood for perioden 2012 til 2018 ligger på 7.2%. For bransjen er standardavviket på 9%. På kort og mellomlang sikt tar vi utgangspunkt i standardavviket til Grieg Seafood. De første periodene frem til 2023 setter vi variansen for driftsmarginen til 5% da vi forventer en lavere sannsynlighet for endring i laksepris enn vi har sett historisk. I perioden 2024 til 2027 setter vi variansen til 7.2% da vi forventer en varians tilsvarende den historiske perioden. Fra 2027 av velger vi å sette variansen lik bransjesnittet på 9% da vi antar en økende usikkerhet for estimer lengre frem i tid og at bransjeestimatene er et bedre estimat ved større grad av usikkerhet. Som tidligere nevnt antar vi en positiv korrelasjon på 0.44 mellom driftsmarginen og driftsinntekten.

Omløpet til netto driftseiendeler:

Som forklart tidligere er netto driftseiendeler predikert gjennom å predikere omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Dette vil si at netto driftseiendeler er predikert gjennom et forholdstall med driftsinntekt. Vi vil i dette delkapittelet inkludere en variasjon i dette forholdstallet. Ved å legge inn en variasjon i dette forholdstallet tar vi høyde for at forholdet mellom inntekter og driftseiendeler kan endre seg fra våre prediksjoner. Det er verdt å merke seg at gjennom å konvertere driftsinntekten til stokastiske variabler vil driftseiendelene variere, men med et fast forhold. Vi vil nå gjøre dette forholdet til en stokastisk variabel slik at forholdet også kan variere i sensitivitetsanalysen.

Historisk variasjon for omløpet til netto driftseiendeler påvirkes i stor grad av prisendringer på laks. Vi har allerede tatt høyde for prisendringer på laks gjennom variasjonen i driftsinntekter. Vi argumenterer derfor for at de historiske variasjonene i omløpshastigheten ikke reflekterer den underliggende variasjonen i effektiviteten til netto driftseiendeler. For å lage et godt estimat for variasjonen i omløpshastigheten til netto driftseiendeler vil vi heller se på forholdet mellom netto driftseiendeler og produsert kilo. Dette nøkkeltallet mener vi er gir en mye større innsikt i effektivitetsvariasjonen for netto driftseiendeler.

Vi regnet ut variasjonen i nøkkeltallet for bransjen i perioden 2012 til 2018. Vi fikk et standardavvik på 15 og gjennomsnittet av variasjonene lå på 62. Standardavviket ligger dermed på 24% av gjennomsnittet for perioden. Vi mener dette er noe høyt og velger å bruke halvparten av dette i vår sensitivitetsanalyse. Vi velger derfor å la omløpshastigheten variere

med 12%. Det er viktig å merke seg at vi ikke legger variasjonen på 12% prosentpoeng, men 12% av omløpshastigheten for det aktuelle året.

Vi har i hovedsak valgt en normalfordeling for denne variabelen. Unntaket er årene 2029 og 2030, her har vi valgt en uniform fordeling. Dette skyldes at stor variasjon i netto driftseiendeler mellom 2029 og 2030 påvirker kontantstrømmen gjennom endring i netto driftseiendeler. Gordons vekstformel forutsetter denne kontantstrømmen i all evighet. Dersom vi får en unaturlig verdi i endring netto driftseiendeler i 2030 vil dette ha mye å si for terminalverdien. Vi ønsker derfor ikke å la denne posten variere veldig mye for å ekskludere usannsynlige estimater. Dersom omløpshastigheten blir estimert på hver sin side av normalfordelingen i 2029 og 2030 vil dette føre til en investering i netto driftseiendeler i 2030 som ikke er normalisert og terminalverdien vil gi et usannsynlig estimat.

Egenkapitalbeta:

Vi har beregnet egenkapitalbetaen til Grieg Seafood ved å bruke Oslo børs som referanseindeks. Dette kan representere en svakhet da Oslo børs påvirkes mye av oljenæringen. Vi ønsker å ta hensyn til dette i sensitivitetsanalysen. Vi setter derfor utgangsbetaen for 2018 som en normalfordelt stokastisk variabel. Vi setter variansen for variabelen til 0.132 som er standardfeilen vi fikk når vi gjennomførte regresjonen for å regne ut betaverdien i utgangspunktet.

Risikofri rente:

Den siste variabelen vi vil sette som en stokastiske variabel i sensitivitetsanalysen er risikofri rente. Risikofri rente vil gi et stort utslag på diskonteringsfaktoren og er rimelig usikker ved et langt tidsperspektiv. Vi avgjør dermed at forholdet mellom usikkerhet og påvirkningskraft på estimatet taler for at den burde være inkludert. Den historiske perioden 2012 til 2018 er en periode med lav risikofri rente sammenlignet med tidligere perioder. Dette kan være en svakhet ettersom perioden 2012 til 2018 ikke nødvendigvis gir et godt grunnlag for å estimere risikofri rente i fremtiden. Dette skyldes at de økonomiske syklusene går over lang tid og følgelig kan perioden 2012 til 2018 være en periode med midlertidig lav risikofri rente. I forskningsrapporten «Understanding Weighted Average Cost of Capital: A Pedagogical Application» av Carl Betterton og Lordanis Karagiannidis (fra «Journal of Financial Education- January 2014») la vi merke til at de brukte en trekantfordeling da de

gjennomførte en Monte Carlo simulasjon der risikofri rente var input. Vi velger derfor også en slik triangulær distribusjon i vår sensitivitetsanalyse».

Vekst i terminalverdien:

Veksten i terminalåret er en variabel vi mener er viktig å eksplisitt inkludere i sensitivitetsanalysen. Da vi ser at terminalverdien har så stor effekt på verdiestimatet synes vi det er spesielt viktig å se hvordan vekstfaktoren i Gordons vekstformel påvirker verdiestimatet. Vi har derfor gjort den om til en stokastisk variabel med uniform fordeling som varierer mellom 0 og 4%.

11.6.2 Monte Carlo simulasjon

Diagram 4 nedenfor viser fordelingen av verdiestimer på Grieg Seafood sin aksje ved Monte Carlo simulasjonen vi har gjennomført.

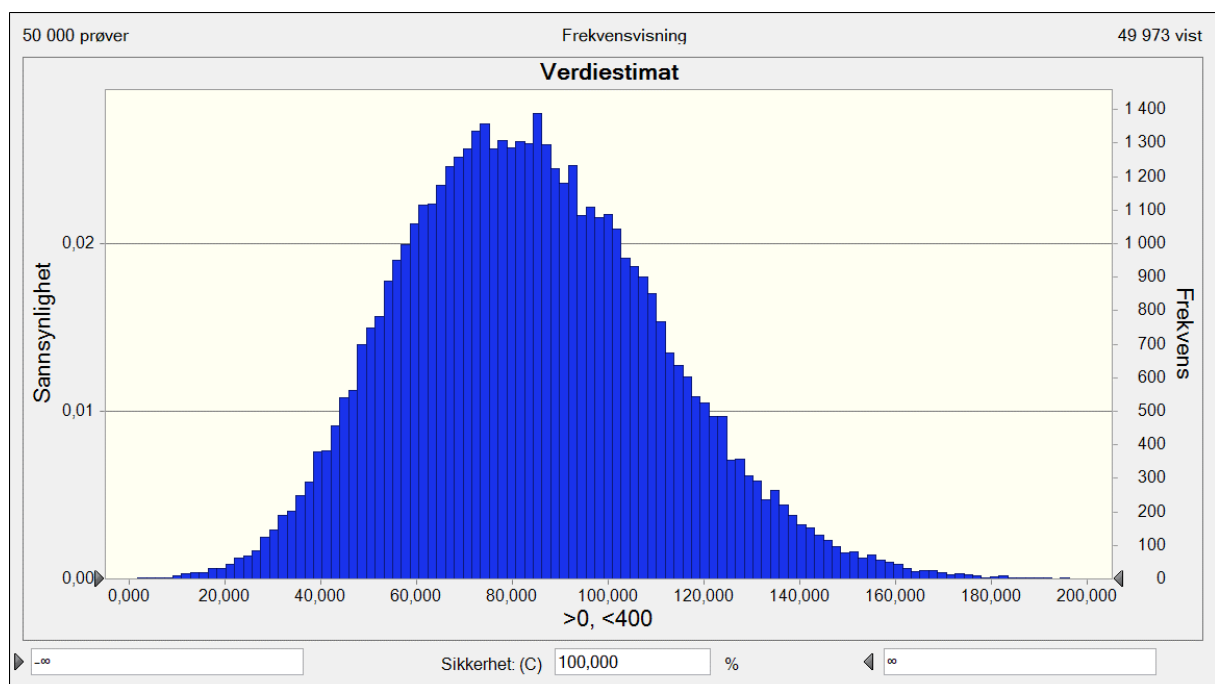


Diagram 4 "Monte Carlo simulering" (Egenprodusert)

Forventningsverdien i analysen ender på 82.4 kroner, noe lavere enn vårt opprinnelige fundamentale verdiestimat på 106 kroner. Distribusjonen av verdiestimatene er normalfordelt med stor variasjon i verdiestimatet. At distribusjonen er normalfordelt er naturlig da de stokastiske variablene i hovedsak er normalfordelte og et fåtall har en uniform fordeling. Det store spriket i verdiestimer skyldes at terminalverdien utgjør en veldig stor del av verdiestimatet i analysen vår. Dette gjør at endringer i variablene som inngår i

utregningen av terminalverdien vil ha stor effekt på verdiestimatet. Vi vil nå se hvilke variabler som har størst effekt på analysen.

Variabel	Bidrag til varians
Netto driftsmargin 2030E	46,4 %
Driftsinntekter 2030E	12,3 %
Eigenkapitalbeta	5,2 %
Netto driftsmargin 2028E	3,0 %
Vekst i terminalåret	3,0 %
Netto driftsmargin 2024E	2,8 %
Netto driftsmargin 2025E	2,7 %
Netto driftsmargin 2029E	2,3 %
Netto driftsmargin 2027E	2,3 %
Netto driftsmargin 2026E	2,3 %
Netto driftsmargin 2021E	1,9 %
Netto driftsmargin 2020E	1,7 %
Netto driftsmargin 2023E	1,6 %
Netto driftsmargin 2022E	1,6 %
Risikofri rente etter skatt 2030E	1,4 %
Netto driftsmargin 2019E	1,2 %
Onde 2029E	1,2 %

Tabell 107 «Bidrag til varians i sensitivitetsanalysen i %-andel» (Egenprodusert)

Tabellen ovenfor over viser bidraget hver enkel variabel har til variansen i verdiestimatet i %-andel. Netto driftsmargin for 2030 har klart størst effekt med hele 46.4%, deretter følger driftsinntekten for 2030 med et bidrag på 12.3%. Det er i hovedsak driftsmargin og elementene som påvirket kontantstrømmen i terminalåret som har størst påvirkning på verdiestimatet. Det at både driftsinntekten for 2030 og driftsmarginen for 2030 til sammen har et bidrag til variansen i sensitivitetsanalysen med 59% representerer et stort risikomoment for vårt verdiestimat av Grieg Seafood sin aksje. Disse tallene er vanskelige å estimere med presisjon og når de har så stor påvirkningskraft øker usikkerheten knyttet til verdiestimatet. Dette var en kjent problemstilling fra før da vi allerede visste at terminalverdien utgjør en stor andel av verdiestimatet.

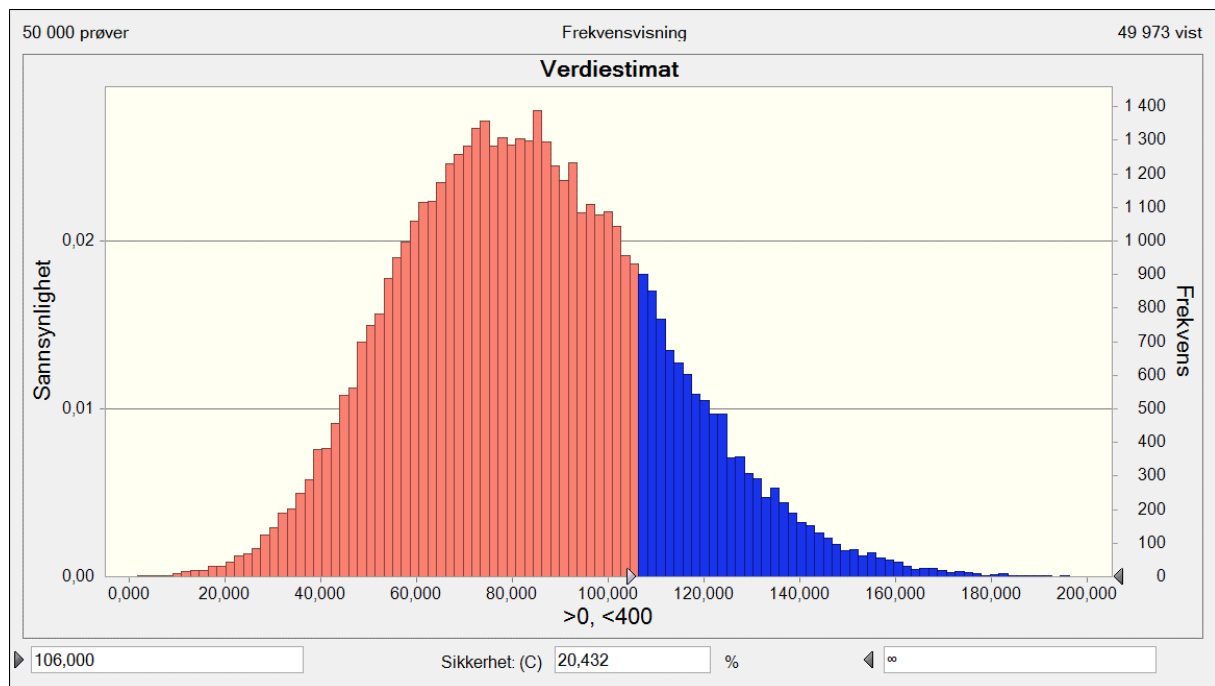


Diagram 5 «Oppsidepotensial og nedsiderisiko» (Egenprodusert)

Diagram 5 ovenfor viser nedside- og oppsiderisikoen knyttet til vårt verdiestimat. Ifølge Monte Carlo simulasjonene er det 20,4% sannsynlig at verdiestimatet til Grieg Seafood sin aksje ligger over 106 kroner. Det er dermed 79,6% sannsynlig at den fundamentale verdien ligger under 106 kroner. Nedsiderisikoen knyttet til vårt verdiestimat er dermed betydelig høyere enn oppsiderisikoen ved denne sensitivitetsanalysen.

Da alle inputvariablene er gjort om til stokastiske variabler med våre budsjetterte verdier som forventningsverdi ser vi at verdiestimatet har en negativ skjevhet med hensyn på inputvariablene. Med dette menes det at på et aggregert nivå vil en variasjon i inputvariablene som varierer tilnærmet like mye opp som ned føre til at verdiestimatet varierer mer ned fra basistilfellet enn opp. Dette betyr at noen variabler eller kombinasjon av variabler skaper en større nedside ved en negativ variasjon enn de skaper oppside ved en tilsvarende positiv variasjon. Selv om vi har estimert med at vårt estimat er forventningsverdien for de stokastiske variablene, går vi ut ifra at det ikke er like stor sannsynlighet for nedside som oppside for noen av variablene.

Driftsmargin er et godt eksempel da vi anser det som urimelig at driftsmarginen vil gå under null på lang sikt. Her ser vi at det er naturlig for driftsmarginen å treffe enn bunn på lang sikt. Dette representerer en svakhet med sensitivitetsanalysen.

Sensitivitetsanalysen er svært verdifull for å få innsikt i hvordan endringer fra budsjettet vårt påvirker verdiestimatet og for å se hvilke faktorer som har størst påvirkning. Ulempen med sensitivitetsanalysen er at en slik «tilfeldig» variasjon basert på forventningsverdi og varians ikke alltid representerer de underliggende faktorene.

11.6.3 Oppsummering – sensitivitetsanalyse:

Sensitivitetsanalysen viser at det er stor risiko knyttet til verdiestimatet. Risikoen er i hovedsak knyttet opp til de budsjetterte verdiene i terminalåret og den budsjetterte driftsmarginen. Dette er i tråd med forventningene da vi så at terminalverdien utgjorde en stor andel av verdiestimatet. Det var også kjent at næringen er sårbar for endringer i pris som fører til at næringen er sårbar for endringer i driftsmargin. Driftsmargin med unntak av driftsmarginen for 2030 forklarer 23.4% av variansen i sensitivitetsanalysen der årene 2020 til 2029 har om lag lik effekt, men vi ser en noe større effekt i de senere årene enn de tidligere. Sensitivitetsanalysen viser også at egenkapitalbetaen har en betydelig effekt på verdiestimatet.

Vi ville også se på konkurssannsynligheten estimert fra sensitivitetsanalysen. Sannsynligheten for at kursen er under 0.1 ligger på 0.03%, sannsynligheten for at selskapets fundamentale verdi er lik null eller har en lavere verdi er dermed tilnærmet lik 0.03%. Dette er ikke en konkret sannsynlighet for konkurs da likviditet ikke tas hensyn til, men gir et bilde i forhold til fundamental verdi. Vi ser dermed at det er svært lav sannsynlighet for at selskapet har en fundamental verdi under null.

Fra vårt opprinnelige fundamentale verdiestimat på Grieg Seafood sin aksje ser vi et oppsidepotensial på 20.4% og en nedsiderisiko på 79.6%. Vi konkluderer dermed med at det er en betydelig risiko knyttet til verdiestimatet vårt, særlig med tanke på terminalverdien og driftsmarginen.

12. Komparativ verdsettelse

Vi vil nå foreta en komparativ verdsettelse av Grieg Seafood som supplement til den fundamentale verdsettelsen. Grunnet usikkerhetene knyttet til den fundamentale verdsettelsen og verdiestimatet vi kom frem til i kapittel 11.5 kan det være nyttig å supplere med en annen verdsettelsesmetode.

Komparativ verdsettelse kan deles inn i to hovedmetoder: multiplikatormodellen og substansmodellen. Vi vil kun benytte oss av multiplikatormodellen ettersom substansmodellen er best egnet for verdsettelse ved konkurs og likvidasjon (Kaldestad & Møller, 2016, s. 34). Multiplikatormodellen er lett å anvende, lite kostnadskreven og svært hyppig anvendt i praksis. Da man ikke behøver å predikere detaljerte fremtidige kontantstrømmer er det også en relativ rask metode. I mange tilfeller kommer man også frem til et like «riktig» verdiestimat på selskapets aksje som ved fundamental verdsettelse ettersom det knytter seg så stor usikkerhet til forutsetningene verdiestimatet baseres på.

Den komparative verdsettelsen er markedsbasert ettersom den tar utgangspunkt i hva markedet er villig å betale, i kontrast til den fundamentale verdsettelsen der verdiestimatet knytter seg til den underliggende verdien av selskapet.

Vi vil nå gå inn på teori knyttet til multiplikatormodellen, før vi anvender den på Grieg Seafood.

12.1 Multiplikatormodellen

Ved bruk av multiplikatormodellen som verdsettelsesmetode estimeres nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte (Kaldestad & Møller, 2016). Man tar utgangspunkt i prisingen på andre sammenlignbare selskaper, der markedet har estimert en verdi på fremtidig kontantstrøm, og antar at det samme forholdet mellom verdien av fremtidig kontantstrøm og faktoren vi ser på også gjelder for det selskapet vi verdsetter. Mer spesifikt multipliseres dette forholdstallet, også kjent som multippelen, med en verdidriver i selskapet, for å komme frem til verdiestimatet på selskapets aksje. Multiplimethoden deles inn i ytterligere to hovedmetoder, henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Formlene er presentert nedenfor.

*EKmetode = VEK = multiplikator * verdidriver*

*SKmetode = VEK = multiplikator * verdidriver – (NFG + minoritetsinteresser)*

Der:

NFG = netto finansiell gjeld

Formel 61 «Egenkapital- og selskapskapitalmetoden under multiplikatormodellen» (Knivsflå, 2019k)

Bruk av multipler som verdsettelsesmetode innebærer innhenting av relevant datamateriale fra sammenlignbare selskaper, og potensielt nødvendige justeringer, for å gjøre multiplene representative for det selskapet man ønsker å verdsette. Multiplene kan enten være direkte tilgjengelige eller så må man utarbeide forholdstallene selv.

Vi har utarbeidet multiplene selv ved bruk av datamateriale fra de omgrupperte regnskapene til Grieg Seafood sine sammenlignbare selskaper. Vi omgrupperte først regnskapene til de sammenlignbare selskapene, før vi regnet ut multiplene vi benyttet oss av for å komme frem til et komparativt verdiestimat. Vi regnet på fire relevante multipler og vektet disse for å komme frem til endelig komparativt verdiestimat på selskapets aksje.

Det som kan representere et faretegn ved denne verdsettelsesmetoden er valg av komparative selskaper. Dersom man antar at selskapene er direkte sammenlignbare uten å foreta nødvendige justeringer for eksempelvis kapitalstruktur eller metode for vekst, kan multiplene man kommer frem til gi et feilaktig bilde på selskapets verdi ettersom selskapene ikke er direkte sammenlignbare, og dermed blir heller ikke forholdstallene direkte overførbare til det selskapet man verdsetter. Det er derfor svært viktig å foreta nødvendige justeringer for å gjøre multiplene overførbare og relevante. I praksis vil det være en rekke forhold man burde justere for, men som er vanskelige å kvantifisere og dermed ikke tas hensyn til. Dette representerer en generell svakhet ved metoden.

Ettersom metoden tar utgangspunkt i markedets prising av sammenlignbare selskaper er det følgelig bransjefordelen som reflekteres i verdiestimatet og ikke de potensielle særegne ressursfordelene til selskapet.

12.2 Komparative selskap

Ved valg av komparative selskaper er det en rekke kriterier som burde oppfylles og ideelt sett burde de komparative selskapene være like på samtlige områder. Dette er imidlertid svært vanskelig å oppnå i praksis, og man ender som oftest opp med utvalgte selskaper som er tilnærmet like. Vi vil nå gå igjennom valg av komparative selskaper, noen kriterier for valg av disse, og hvordan de sammenlignbare selskapene til Grieg Seafood skiller seg fra hverandre.

Vi har valgt de samme selskapene for den komparative verdsettelsen som for den fundamentale. Disse er henholdsvis Lerøy, Mowi, SalMar og Norway Royal Salmon. Selskapene har en rekke likheter, men er også forskjellige på noen områder. Selskapene skiller seg i hovedsak fra hverandre med hensyn til størrelse, grad av diversifisering, internasjonal eksponering og integrert videreføring.

Kaldestad & Møller (2016, s. 237) argumenterer for at de utvalgte komparative selskapene burde ha inntekter fra samme typer produkter og geografiske markeder. De antar at selskaper som er like på disse kriteriene også vil være sammenlignbare med tanke på faktorer som avkastningskrav, vekstmuligheter, driftsrentabilitet, skatt og fremtidig investeringsbehov. Dette er viktige kriterier for en mest mulig korrekt multippelanalyse. De utvalgte selskapene i bransjen er relativt like på disse områdene, med unntak av særlig Lerøy som skiller seg ut ved å ha en svært diversifisert produktportefølje til forskjell fra Grieg Seafood og de andre selskapene i bransjen.

Selskapene er også svært ulike i størrelse. Nedenfor i tabell 108 ser man at Mowi er klart størst, og utgjør 47% av bransjen basert på markedsverdi. Det at Mowi utgjør en så stor del av bransjen gjør at de får stor effekt på bransjesnittet. Selskapet har likevel likheter med- og representerer en stor konkurrent for Grieg Seafood, noe som gjør at vi anser det rimelig å inkludere selskapet i den komparative verdsettelsen.

	GSF	NRS	MOWI	SALM	LSG
Utestående aksjer 31.12.18	110 433 576	43 572 191	516 000 000	113 299 999	595 773 680
Aksjekurs 31.12.18	102,30	179,00	182,70	428,00	65,94
Markedsverdi EK	kr 11 297 354 825	kr 7 799 422 189	kr 94 273 200 000	kr 48 492 399 572	kr 39 285 316 459
Vekt	6%	4%	47%	24%	20%

Tabell 108 «Markedsverdien for Grieg Seafood og de komparative selskapene basert på børskurs»
(Egenprodusert – data fra årsrapporter til selskapene og Oslo Børs)

Kaldestad & Møller (2016, s. 234) argumenterer også for at selskaper sin måte å vokse på kan være med å påvirke multiplene. Her kan det være forskjeller mellom selskaper med hensyn til om de har vokst organisk eller gjennom oppkjøp og fusjoner. For å være direkte sammenlignbare skal selskapene ha vokst på samme måte. Grieg Seafood og samtlige av de komparative selskapene, med unntak av Lerøy, har vokst gjennom en rekke oppkjøp og fusjoner. Dette er positivt for multippelanalysen ettersom selskapene blir mer komparative. Lerøy skiller seg også ut på dette området ettersom de har vokst mye organisk, i tillegg til at de som nevnt ovenfor er svært diversifiserte da de driver med både laks, ørret, hvitfisk og villfangst sammenlignet med resten av bransjen. Som følge av dette kan det argumenteres for å holde Lerøy utenfor. Vi har imidlertid valgt å inkludere Lerøy i den komparative verdsettelsen ettersom en stor del av deres drift relaterer seg til laks og de er en stor konkurrent for Grieg Seafood.

Grieg Seafood skiller seg fra de andre selskapene ved at de ikke har integrert viderefordeling. Dette gjør de utvalgte komparative selskapene mindre sammenlignbare. Vi har likevel valgt å beholde alle de komparative selskapene fra den fundamentale verdsettelsen også i den komparative. Dette kan medføre en svakhet ved verdsettelsen.

12.3 Multiplikatorer

Vi vil nå gjøre rede for metode og valg av multipler til den komparative verdsettelsen. Vi utfører som tidligere nevnt en komparativ verdsettelse av Grieg Seafood, som supplement til den fundamentale verdsettelsen. Vi tar utgangspunkt i Knivsflå sitt rammeverk fra hans supplerende materiale i faget «Verdsetting med regnskapsanalyse» (2019k). Vi vil også supplere med teori fra Kaldestad & Møller (2016). De benyttede regnskapstallene i multippelanalysen er basert på det normaliserte regnskapet. På den måten oppnår man konsistens mellom den fundamentale og komparative verdsettelsen.

Vi har valgt å basere den komparative verdsettelsen på fire multipler: Pris/bok, Pris/fortjeneste, EV/EBIT og EV/EBITDA. For de to førstnevnte multiplikatorene vil vi først presentere ujusterte multipler, før vi foretar en justering av egenkapitalmultiplikatorene for å ta hensyn til forskjeller i kapitalstruktur. De to sistnevnte er selskapsmultiplikatorer og vi behøver derfor ikke ta en justering av disse. Vi har valgt disse multiplene fordi vi anser de som mest relevante for Grieg Seafood per 31.12.2018.

Vi vil i de påfølgende delkapitlene gå igjennom teori knyttet til og resultater fra de ulike multiplene.

12.3.1 Justert Pris/Bok

Som nevnt i teorikapitlet om komparativ verdsettelse er Pris/bok-multippelen en balanseorientert multippel som ser på forholdet mellom markedsverdien og den bokførte verdien til egenkapitalen. Multippelen kan gi en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning, der en rate over én indikerer at markedet forventer at selskapet er i stand til å skape merverdier på selskapets eiendeler, og en ratio under én indikerer at markedet forventer at selskapet vil ødelegge verdier gjennom svak lønnsomhet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233). Formelen kan uttrykkes som følger:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital (VEK)}}{\text{Bokført verdi av egenkapital (EK)}}$$

$$\frac{VEK}{EK} = \left(\frac{VNDK}{NDK}\right)^k + \left(\left(\frac{VNDK}{NDK}\right)^k - 1\right) * \frac{NFG}{EK}$$

Der:

VEK = markedsverdi egenkapital

EK = bokført verdi egenkapital

VNDK = verdi netto driftskapital

NDK = bokført verdi netto driftskapital

K = komparative selskap

NFG = netto finansiell gjeld

Formel 62 «Pris/bok- og justert Pris/bok-multiplikator» (Knivsflå, 2019k)

Multippelen egner seg dårlig for selskaper med stor andel immaterielle eiendeler ettersom det er stor sannsynlighet for at egenkapitalen undervurderes. En annen ulempe med multippelen er at den påvirkes av regnskapsmessige effekter, som for eksempel ulik avskrivningsprofil hos de sammenlignbare selskapene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233).

Justert Pris/Bok er en egenkapitalmultiplikator. Dette representerer en ulempe i forhold til selskapsmultiplikatorer ettersom egenkapitalmultiplikatoren ignorerer forskjell i kapitalstruktur og risiko. Vi foretar derfor justeringer med hensyn til kapitalstruktur for å komme frem til et mer korrekt verdiestimat basert på denne multippelen. Justeringsmetoden er basert på Knivsflå sitt rammeverk og inneholder forutsetninger om at verdien av netto finansiell gjeld er lik den bokførte verdien og at verdien av minoritetsinteressen er null (Knivsflå, 2019k).

I tabell 109 nedenfor er resultatene fra Pris/bok-multippelen presentert. Vi ser at Pris/bok multippelen før justering er lavere enn bransjesnittet, med 2.95 versus 3.93. Pris/bok multippelen etter justering for forskjell i kapitalstruktur er imidlertid høyere enn bransjesnittet, med 4.66 versus 3.96. Årsaken til dette er at selskapet har høyere finansiell gearing sammenlignet med bransjesnittet. Vi ser også at Grieg Seafood har høyest finansiell gjeldsgrad, noe som, gitt formelen for justert P/B, gjør at selskapet får den høyeste justerte multippelen av alle selskapene. Justert Pris/bok gir selskapet en aksjekurs på 161.83 kroner.

	GSF	NRS	MOWI	SALM	LSG	V.S.
Markedsverdi EK	11 297 354 825	7 799 422 189	94 273 200 000	48 492 399 572	39 285 316 459	
Pris/Bok	2,95	3,42	3,97	5,36	2,43	3,93
NFG/EK	0,62	0,26	0,40	0,19	0,18	
(1+NFG/EK)	1,62	1,26	1,40	1,19	1,18	
VNDK/NDK	2,20	2,92	3,13	4,65	2,21	3,26
Justert Pris/Bok	4,66	3,85	4,15	3,69	3,67	3,96

Justert Pris/Bok	4,66
Bokført EK	3 834 052 000
Egenkapitalverdi	17 871 153 853
Aksjer	110 433 576
Aksjekurs GSF	161,83

Tabell 109 «Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av justert Pris/bok per 31.12.2018»
(Egenprodusert – data fra årsrapporter til selskapene og Oslo Børs)

12.3.2 Justert Pris/fortjeneste

Price/Earnings, også kjent som Pris/fortjeneste-multippelen, er en resultatorientert multippel som ser på forholdet mellom markedsverdien av egenkapital og resultat etter skatt. For selskaper som har nådd en stabil vekstfase, det vil si at blant annet årlige investeringer og avskrivninger er noenlunde like, kan resultatet være et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228). Følgelig blir P/E en god multippel å anvende for verdsettelsesformål. Multippelen er hyppig anvendt i praksis, men bærer også med seg noen ulemper.

For det første inneholder resultatet som oftest tilfeldige inntekter og kostnader som ikke forventes i fremtiden. Det er derfor viktig å benytte seg av normaliserte regnskapstall.

For det andre er også denne multippelen en egenkapitalmultiplikator noe som betyr at den ignorerer forskjeller i risiko og kapitalbehov mellom selskap. Som nevnt i teorikapitlet kan to selskaper med samme verdi på underliggende drift likevel ha forskjellig P/E-multippel dersom de har ulik gjeldsgrad eller lånebetingelser (Kaldestad & Møller, 2016, s. 229). Det blir da feil å anta at forholdet mellom egenkapitalverdi og resultat før skatt i det sammenlignbare selskapet er likt i det selskapet vi verdsetter. Det er derfor viktig å benytte seg av en justert Pris/fortjeneste for å hensynta disse forskjellene, for et mest mulig korrekt verdiesestimater. I formel 63 nedenfor kan man se hvordan disse multiplene utarbeides.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital (VEK)}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

$$\frac{VEK}{NRE} = \left(\frac{VNDK}{NDR}\right)k + \left(\left(\frac{VNDK}{NDR}\right)k - \frac{VNFG}{NFK}\right) * \frac{NFK}{NRE}$$

Der:

VEK = Markedsverdi av egenkapital

NRE = netto resultat egenkapital

VNDK = verdi netto driftskapital

NDR = netto driftsresultat

K = komparative selskap

VNFG = verdi netto finansiell gjeld

NFK = netto finanskostnad

Formel 63 «Pris/fortjeneste- og justert pris/fortjeneste-multiplikator» (Knivsflå, 2019k)

I tabell 110 nedenfor er resultatene fra vår multippelanalyse illustrert. Vi har valgt å gjøre egenkapitalmultiplikatoren til en selskapsmultiplikator ved å justere for forskjeller i kapitalstruktur. Justeringen bygger på forutsetningene om at verdien av netto finansiell gjeld er lik bokført verdi og at verdien av minoritetsinteressene er null (Knivsflå, 2019k). Vi ser at opprinnelig Pris/fortjeneste er 11.33, under bransjesnittet på 15.90, mens den justerte

multippelen er 19.03, også under bransjesnittet på 20.32. Etter justering for forskjell i kapitalstruktur beregnes aksjeprisen til 127.78 kroner.

	GSF	NRS	MOWI	SALM	LSG	V.S.
Markedsverdi EK	11 297 354 825	7 799 422 189	94 273 200 000	48 492 399 572	39 285 316 459	
Pris/Fortjeneste	11,33	11,00	20,15	13,55	10,92	15,90
Netto finansiell gjeld	2 385 077 000	599 164 120	9 417 667 440 103 734 723	1 746 411 760	2 935 917 740	
Verdi NDK	13 791 242 192	8 519 797 124	357	50 665 727 347	44 391 928 367	
VNDK/NDR	17	16		26	18	20,82
VNFG/NFK	46,97	65,11		29,73	19,54	20,08
NFK/NRE	0,07	0,02		0,09	0,03	0,05
Justert Pris/Fortj.	19,03	20,05	20,06	20,86	20,86	20,35

Justert Pris/Fortj.	19,03
NRE	741 600 794
Egenkapitalverdi	14 111 255 474
Aksjer	110 433 576
Aksjekurs GSF	127,78

Tabell 110 «Verdiestimater på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av justert Pris/fortjeneste per 31.12.2018»
(Egenprodusert – data fra årsrapporter til selskapene og Oslo Børs)

12.3.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA-multippelen er en selskapsmultiplikator, som viser forholdet mellom markedsverdien av selskapet i forhold til driftsresultat før avskrivninger. Det at multippelen er en selskapsmultiplikator gjør at den ikke påvirkes av forskjeller i kapitalstruktur. Dette gjør den enkel å anvende for å sammenligne underliggende drift mellom selskaper. Vi trenger heller ingen justert multippel for å gjøre nødvendige korrigeringer. Formel 64 viser hvordan multippelen utarbeides:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

Der:

$EV = \text{Enterprise Value/Selskapsverdi}$

$EBITDA = \text{Earnings before interest taxes depreciation and amortization/Driftsresultat}$

Formel 64 «EV/EBITDA-multiplikator» (Knivsflå, 2019k)

En svakhet ved multippelen er at den ignorerer fremtidig investeringsbehov, og dersom det er differanse mellom fremtidig kapitalbehov og avskrivninger vil multippelen kunne over- eller undervurdere selskapets verdi.

I tabell 111 nedenfor er resultatene presentert, sammen med verdierestimat på aksjen. Vi ser at Grieg Seafood har en noe lavere multiplenum enn bransjen, med 10.25 versus 12.60. Videre ser vi at Mowi har høyest multiplenum og Lerøy lavest. Aksjekursen vi kommer frem til ved å multiplisere verdidriveren til Grieg Seafood, EBITDA, med multiplenum til bransjesnittet er 130.22 kroner.

	GSF	NRS	MOWI	SALM	LSG	V.S.
Markedsverdi EK	11 297 354 825	7 799 422 189	94 273 200 000	48 492 399 572	39 285 316 459	
Bokført NFG	2 385 077 000	599 164 120	9 417 667 440	1 746 411 760	2 935 917 740	
EV	13 682 431 825	8 398 586 309	103 690 867	50 238 811 332	42 221 234 199	
EBITDA	1 334 443 000	731 023 000	7 405 838 640	3 948 589 000	4 228 205 000	
EV/EBITDA	10,25	11,49	14,00	12,72	9,99	12,60

	Vektet snitt
Multiplikator	12,60
EBITDA	1 334 443 000
EV	16 815 237 869
Bokført NFG	2 385 077 000
Minoritetsinteresser	49 458 000
Egenkapitalverdi	14 380 702 869
Aksjer	110 433 576
Aksjekurs GSF	130,22

Tabell 111 «Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av EV/EBITDA-multiplenum per 31.12.2018» (Egenprodusert – data fra årsrapporter til selskapene og Oslo Børs)

12.3.4 EV/EBIT

EV/EBIT-multiplenum er i likhet med EV/EBITDA-multiplenum også en selskapsmultiplikator. Forskjellen ligger i at man her ser på forholdet mellom markedsverdien av selskapet og driftsresultat før skatt. Formel 65 viser hvordan multiplenum utarbeides:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Der:

$EV = \text{Enterprise Value/Selskapsverdi}$

$EBIT = \text{Earnings before interest taxes/Driftsresultat før skatt}$

Formel 65 «EV/EBIT-multiplikator» (Knivsflå, 2019k)

EV/EBIT-multiplenum er i likhet med EV/EBITDA en selskapsmultiplikator, og vi trenger derfor ikke justere den for forskjeller i kapitalstruktur.

Ettersom avskrivninger inkluderes i forholdstallet vil multiplikatoren i større grad enn EV/EBITDA ta hensyn til investeringsbehovet. Dette er en fordel med å bruke multiplikalet i verdsettelsen. En ulempe med å inkludere avskrivninger som kan påvirke multiplikalet, er at selskapene kan ha ulik regnskapspraksis knyttet til avskrivningsprofil.

Nedenfor i tabell 112 er resultatene presentert, og vi ser at Grieg Seafood har en marginalt høyere EV/EBIT-multiplikalet sammenlignet med bransjesnittet. Her er det igjen Mowi som har den høyeste multiplikalet, og Lerøy den laveste. Aksjekursen vi kommer frem til ved å multiplisere verdidriveren til Grieg Seafood, EBIT, med multiplikalet til bransjesnittet er 95.22 kroner.

	GSF	NRS	MOWI	SALM	LSG	V.S.
Markedsverdi EK	11 297 354 825	7 799 422 189	94 273 200 000	48 492 399 572	39 285 316 459	
Bokført NFG	3 229 552 865	599 164 120	9 417 667 440	1 746 411 760	2 935 917 740	
EV	14 526 907 690	8 398 586 309	103 690 867 440	50 238 811 332	42 221 234 199	
EBIT	904 400 000	641 724 000	6 050 327 760	3 460 811 000	3 568 536 000	
EV/EBIT	16,06	13,09	17,14	14,52	11,83	15,25

	Vektet snitt
Multiplikator	15,25
EBIT	904 400 000
EV	13 794 080 727
Bokført NFG	3 229 552 865
Minoritetsinteresser	49 458 000
Egenkapitalverdi	10 515 069 862
Aksjer	110 433 576
Aksjekurs GSF	95,22

Tabell 112 «Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av EV/EBIT-multiplikalet per 31.12.2018»
(Egenprodusert – data fra årsrapporter til selskapene og Oslo Børs)

12.4 Komparativt verdiestimat

Vi har nå regnet ut aksjeprisen til Grieg Seafood ved bruk av de fire ulike multiplene: justert Pris/bok, justert Pris/Fortjeneste, EV/EBITDA og EV/EBIT. Det endelige komparative verdiestimatet på 123.73 kroner er et resultat av det vektete snittet av disse.

Vi har valgt å vekte justert Pris/fortjeneste med 30%, justert Pris/bok med 15%, EV/EBIT 30% og EV/EBITDA 25%. Argumentene bak vektleggingen går på hvilke multipler vi anser som mest relevante og nøyaktige å bruke for Grieg Seafood og bransjen.

Når det gjelder selskapsmultiplikalet EV/EBITDA og EV/EBIT burde man velge EV/EBITDA dersom forskjellen i avskrivninger skyldes regnskapsmessige forskjeller. Dersom forskjellen skyldes effektivitetsforskjeller, burde man derimot velge EV/EBIT for å

komme frem til et mest mulig korrekt verdiestimat som reflekterer selskapets underliggende verdi.

Vi har regnet på forholdstallet avskrivninger per produserte kilo i vår dekomponering- og rentabilitetsanalyse av Grieg Seafood for selskapet og bransjesnittet. Her observerte vi at bransjesnittet har jevnt over en lavere avskrivningskostnad per produserte enhet i analyseperioden. Dette kan vitne om at Grieg Seafood er noe mindre effektive sammenlignet med bransjen. Vi vet imidlertid svært lite om regnskapsmessige forskjeller når det gjelder avskrivninger i de ulike selskapene, og dette representerer derfor et usikkerhetsmoment. Forskjellene kan skyldes varige regnskapsmessige forskjeller, men da vi ser på en periode over fem år antar vi at dette burde ha utlignet seg. Vi velger derfor å tro at EV/EBIT-multippelen vil reflektere selskapets verdi bedre. Følger vekter vi EV/EBIT-multippelen noe høyere enn EV/EBITDA. Differansen i vektingen er imidlertid ikke stor grunnet usikkerheten knyttet til argumentene våre.

Når det gjelder vektingen av Pris/bok og Pris/fortjeneste må vi ta utgangspunkt i hvilken verdidriver som best representerer selskapets underliggende verdi. Pris/bok-multippelen drives av den bokførte verdien til selskapets eiendeler, mens Pris/fortjeneste multippelen drives av selskapets oppnådde fortjeneste. Dersom de bokførte eiendelene i et selskap har mye å si for den underliggende verdien vil Pris/bok-multippelen være god, og visa versa. Ved selskapslikvidasjon er multippelen også godt egnet. Dersom multippelen er høy kan det vitne om at selskapet utnytter eiendelene sine effektivt, noe som er positivt. Oppdrettsbransjen er svært avhengig av hvor raskt selskapet klarer å produsere fisk og hvor stor denne blir. Dette er svært avhengig av blant annet antall lus, fôring og sykdommer. Ingen av de nevnte faktorene er avhengige av bokførte midler. Det er med andre ord mange faktorer i verdien av et oppdrettsselskap som ikke påvirkes av disse midlene. På den andre siden er selskapene avhengig av anleggsmidler og blant annet merder, for å eksistere. De bokførte verdiene er derfor av stor verdi for selskapene, og multippelen er følgelig relevant.

Det er likevel rimelig å anta at selskapets underliggende verdi i større grad belager seg på fortjenesten i selskapet. Pris/fortjeneste-multippelen sier noe om hvor mye selskapet klarer å produsere i fortjeneste, som jo er nøkkelen til selskapsverdien. Hele kontantstrømmen og den fundamentale verdsettelsen belager seg jo på denne sammenhengen. Vi antar derfor at Pris/fortjeneste er en godt egnet multippel ettersom verdidriveren er relevant i høy grad.

Dette taler for å vekte Pris/Bok-multippelen lavere enn Pris/fortjeneste, basert på relevans av verdidrivere i oppdrettsnæringen.

Det komparative verdiestimatet er 21.43 kr høyere enn børskursen per 31.12.2018, og representerer dermed en discount på 21%. Dette indikerer at aksjekursen til selskapet er undervurdert på børs per 31.12.2018. Isolert sett, basert på den komparative verdsettelsen, taler dette for en «buy»-strategi ettersom børskursen er mer enn 10% lavere enn vårt verdiestimat for aksjen.

Sammenligner vi med verdiestimatet vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen på 106 kroner er det komparative verdiestimatet 17.73 kr høyere. Dette kan indikere at vi er mindre optimistiske i vår fundamentale verdsettelse enn det markedet er når det gjelder framtidsutsiktene for oppdrettsbransjen og/eller Grieg Seafood sin evne til å skape lønnsomhet i fremtiden.

Det er viktig å stille seg noe kritisk til det komparative verdiestimatet ettersom det foreligger forskjeller mellom de sammenlignbare selskapene vi ikke har justert for og som naturlig vil påvirke verdiestimatet. Disse forskjellene ligger blant annet i grad av diversifisering, internasjonal eksponering og videreforedling. Dette er elementer som er vanskelig å justere for i praksis, og som derfor ofte blir ignorert. Vi er oppmerksom på at dette representerer en svakhet ved den komparative verdsettelsen, noe som vil påvirke vår vektlegging i utarbeidelsen av endelig verdiestimat for Grieg Seafood i kapittel 13.1.

	Verdiestimat	Vekt
Justert Pris/Bok	161,83	15 %
Justert Pris/Fortjeneste	127,78	30 %
EV/EBITDA	130,22	25 %
EV/EBIT	95,22	30 %
Gjennomsnitt	123,73	100 %

Tabell 113 «Komparativt verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood basert på multippelanalyse per 31.12.2018» (Egenprodusert)

13. Oppsummering og handlingsstrategi

I denne masteroppgaven har vi gjennomført en fundamental og komparativ verdsettelse av Grieg Seafood. Med utgangspunkt i disse verdsettelsesmetodene har vi kommet frem til et endelig verdiestimat på Grieg Seafood sin aksje per 31.12.2018. Vi vil i dette avsluttende kapitlet oppsummere verdiestimatene vi har kommet frem til fra de foregående analysene, samt vekte disse for å komme frem til endelig verdiestimat på Grieg Seafood sin aksje per 31.12.2018.

13.1 Oppsummering og vekting av verdiestimatet

Det første vi gjorde i denne utredningen, som også utgjør den største delen av masteroppgaven, var den fundamentale verdsettelsen av Grieg Seafood. Som en del av dette utførte vi en strategisk analyse for å undersøke om Grieg Seafood hadde noen fordeler eller ulemper sammenlignet med bransjen, og om det fantes noen bransjefordeler. Vi omgrupperte og normaliserte så regnskapene til Grieg Seafood og de sammenlignbare selskapene for å klargjøre for historisk regnskapsanalyse. Vi avdekket også historisk avkastningskrav og utførte en risikoanalyse av selskapet. Deretter utførte vi en strategisk lønnsomhetsanalyse, der vi blant annet dekomponerte netto driftsrentabilitet og undersøkte eksplisitt om selskapet hadde noen strategiske fordeler. Her fant vi ut at Grieg Seafood ikke hadde ressursfordel sammenlignet med resten av bransjen. Dette skyldes primært høye kostnader sammenlignet med bransjen. Her er det særlig andre driftskostnader og avskrivninger som ligger noe over bransjenivået. Dette fører til en EBIT-margin som ligger under bransjesnittet. Vi fant også ut at det eksisterte en stor bransjefordel, noe vi antar primært skyldes konsesjonssystemet. Bransjefordelen har blitt forsterket av oppturen i laksepris i de siste årene. Biologiske utfordringer og variasjon i laksepris er de største utfordringene bransjen står ovenfor.

Videre dannet den strategiske og historiske regnskapsanalysen utgangspunktet for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet- og kravene til Grieg Seafood. Analysen av fremtidig strategisk fordel endte på 9.83%, som i hovedsak kommer av en høy bransjefordel på 15.8% og en gearingfordel på 4%. På lang sikt vil bransjen holde et godt lønnsomhetsnivå som følge av konsesjonssystemet, fokus på effektivisering gjennom teknologisk utvikling og god etterspørsel etter produktene i fremtiden. På den andre siden går vi også ut ifra at utvikling

av landbasert lakseoppdrett kan medføre økt konkurranse og følgelig potensielt svekke lønnsomheten i bransjen.

I den fundamentale verdsettelsen er verdiestimatet på aksjekursen til Grieg Seafood et resultat av både egenkapital- og selskapsmetoden. Verdiestimatet ender på 106 kroner, noe som sammenlignet med aksjekursen i markedet per 31.12.2018 indikerer at aksjen er noe undervurdert. I sensitivitetsanalysen kom det frem at verdiestimatet var svært sårbar for endringer i driftsmarginen og terminalverdien. Disse momentene knytter seg opp til kilder som er svært usikre, nemlig laksepris og situasjonen i 2030.

Vi har et generelt optimistisk syn på Grieg Seafood da vi mener at bransjen er svært attraktiv selv om det er store usikkerhetsmomenter knyttet til fremtiden. Vi utførte en sensitivitetsanalyse som bestod av en Monte Carlo simulering. Den viste at disse usikkerhetsmomentene potensielt kan virke negativt på verdiestimatet. De viktigste budsjettdriverne i verdsettelsen var henholdsvis driftsmargin, driftsinntekt og egenkapitalbeta. Resultatene fra sensitivitetsanalysen viser at driftsmargin i terminalåret har størst effekt på verdiestimatet, mens driftsmarginene for de andre årene har den nest største effekten, som er jevnt fordelt over budsjettårene. Vi har generelt sett et positivt syn på utviklingen til både oppdrettsnæringen og Grieg Seafood i vårt mest sannsynlige scenario.

Vi utførte også en supplerende komparativ verdsettelse til den fundamentale verdsettelsen vår. Dette virket hensiktsmessig da det knytter seg stor usikkerhet til estimatene i den fundamentale verdsettelsen. Det komparative verdiestimatet ga oss et verdiestimat på 123.73 kroner, som er noe høyere enn verdiestimatet vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen. Dette indikerer at selskapet er undervurdert i markedet. Vi benyttet oss av henholdsvis fire relevante multipler i den komparative verdsettelsen. Det foreligger imidlertid noen forskjeller mellom de utvalgte komparative selskapene som ikke er justert for og som dermed representerer en svakhet ved multippelanalysen. Vi finner likevel verdiestimatet relevant i den endelige verdsettelsen av Grieg Seafood sin aksje, ettersom den gir oss en annen vinkling på verdsettelsen da metoden tar utgangspunkt i markedets prising. Vi tillegger derfor denne verdsettelsesmetoden en vekt som supplement til den fundamentale verdsettelsen.

Vi ender på en vektlegging som vekter den fundamentale verdsettelsesmetoden 75% og den komparative 25%. Da vi har brukt mest tid på å utarbeide det fundamentale verdiestimatet,

som er vår hovedmetode, er det naturlig å tillegge denne størst vekt. Grunnet usikkerhetene knyttet til estimatene, tillegger vi den supplerende verdsettelsesmetoden 25%. Det endelige verdiestimatet på Grieg Seafood sin aksje per 31.12.2018 ender da opp på 110 kroner.

13.2 Handlingsstrategi per 31.12.2018

Vi vil nå presentere vår handlingsstrategi knyttet til Grieg Seafood sin aksje per 31.12.2018. Vårt endelige verdiestimat på 110 kroner representerer en «discount» på 7.5% sammenlignet med børskursen per 31.12.2018 på 102.3 kroner.

Som tidligere nevnt foreligger det stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet, og fra vår sensitivitetsanalyse ser vi en stor variasjon i verdiestimatene. For å håndtere usikkerheten knyttet til verdsettelsen opereres det gjerne med en grense på pluss-minus 10% av verdiestimatet. Dersom aksjekursen ligger mellom grensene vil anbefalingen bli å holde på aksjen, ligger aksjekursen over eller under grensene vil man enten gi en kjøps- eller salgsanbefaling av aksjen.

Ettersom det endelige verdiestimatet på Grieg Seafood sin aksje ligger innenfor 10%-grensen vil vi derfor anbefale en hold-strategi av aksjen per 31.12.2018.

13.2.1 Konklusjon

Ifølge vår analyse og verdsettelse av Grieg Seafood ASA synes selskapet å være underpriset i markedet per 31.12.2018, noe som skyldes at vårt endelige verdiestimat for aksjen per 31.12.2018 ligger 7.5% over børskursen. Ettersom discounten er innenfor 10%-intervallet er vår anbefalte handlingsstrategi å holde aksjen.

Tabell-, graf-, diagram-, figur- og formeloversikt:

Tabeller:

Tabell 1 «Produsenter og slaktet mengde av atlantisk laks i verden» (Mowi, "Salmon Farming Industry Handbook", 2018)

Tabell 2 «Nøkkeltall – konkurrenter/sammenlignbare selskaper» (Egenprodusert med innhentede tall fra selskapene sine respektive årsrapporter)

Tabell 3 «Oppsummering PESTEL-analyse» (Egenprodusert)

Tabell 4 «Oppsummering Swot-analyse» (Egenprodusert)

Tabell 5 «Kategorisering av potensielle usikre balanseposter» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 193)

Tabell 6 «Multipler» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221)

Tabell 7 «Resultatregnskap til Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Knivsflå, 2019b)

Tabell 8 «Balanseregnskap til Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Knivsflå, 2019b)

Tabell 9 «Omgruppering av resultatregnskap» (Knivsflå, 2019b)

Tabell 10 «Justering for biologiske eiendeler i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 11 «Unormalt netto driftsresultat i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 12 «Unormalt netto finansresultat i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 13 «Omgruppert resultatregnskap, Grieg Seafood 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 14 «X for Grieg Seafood 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 15 «Sysselsatt kapital for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 16 «Netto driftskapital for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 17 «Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2017» (Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Tabell 18 «Likviditetsgrad 2-1 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Tabell 19 «Likviditetsgrad 2-2 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»
(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Tabell 20 «Finansiell gjeldsdekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»
(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Tabell 21 «Rentedeckningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»
(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Tabell 22 «Egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»
(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Tabell 23 «Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018»
(Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Tabell 24 «Kapitalstruktur for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Egenprodusert,
Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Tabell 25 «Syntetisk rating» (Knivsflå, 2019d)

Tabell 26 «Syntetisk rating for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert,
Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Tabell 27 «Risikofri rente for Grieg Seafood i tidsperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 28 «Egenkapitalbeta for Grieg Seafood og bransjen for 2018» (Egenprodusert, basert på tall hentet fra
respektive årsrapporter for 2018)

Tabell 29 «Regresjon for å finne egenkapitalbetaen til Grieg Seafood for 2018» (Egenprodusert)

Tabell 30 «Markedets risikopremie etter skatt for Grieg Seafood i perioden 2012-2017» (Egenprodusert)

Tabell 31 «Estimat på kredittrisikopremie, utarbeidet av Knivsflå»

Tabell 32 «Finansielt gjeldskrav etter skatt» (Egenprodusert)

Tabell 33 «Finansiell gjeldsbeta til Grieg Seafood i tidsperioden 2012-2017» (Egenprodusert)

Tabell 34 «Finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 35 «Finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood i perioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 36 «Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 37 «Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2012-2017» (Egenprodusert)

Tabell 38 «Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta for Grieg Seafood i perioden 2012-2018»

Tabell 39 «Estimert egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood i tidsperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 40 «Netto driftskrav for Grieg Seafood i tidsperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 41 «Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood i tidsperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 42 «Oppsummering av de historiske avkastningskravene for Grieg Seafood og bransjen i 2018» (Egenprodusert)

Tabell 43 «Varekostnad/inntekt» (Egenprodusert)

Tabell 44 «Lønn- og personalkostnad/inntekt» (Egenprodusert)

Tabell 45 «Andre driftskostnader/inntekt» (Egenprodusert)

Tabell 46 «Avskrivninger/inntekt» (Egenprodusert)

Tabell 47 «Laksepris» (Egenprodusert i excel med tall hentet fra ssb)

Tabell 48 «Omløpshastighet netto driftseiendeler» (Egenprodusert)

Tabell 49 «Driftsrelatert arbeidskapital/produsert kilo» (Egenprodusert)

Tabell 50 «Netto driftsrelatert anleggsmidler/produsert kilo» (Egenprodusert)

Tabell 51 «Momenter i egenkapitalrentabilitet» (Egenprodusert)

Tabell 52 «Fortsettelse av momenter i egenkapitalrentabiliteten» (Egenprodusert)

Tabell 53 «Strategisk fordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 54 «Strategisk driftsfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 55 «Bransjefordel i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 56 «Ressursfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 57 «Rentabilitetsfordel drift for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 58 «Marginfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 59 «Omløpsfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 60 «Strategisk driftsfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 61 «Gearingfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 62 «Driftsfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 63 «Finansieringsfordel finansiell gjeld for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 64 «Finansieringsfordel finansielle eiendeler for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 65 «Finansieringsfordel netto finansiell gjeld for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 66 «Finansieringsfordel minoritetsinteresser for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 67 «Finansieringsfordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 68 «Oppsummering strategisk fordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 69 «CAGR, slaktet laks» (Mowi, «Salmon Farming Industry Handbook», 2018)

Tabell 70 «Historisk og fremtidig estimert driftsinntekt for Grieg Seafood i perioden 2012-2018+ 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 71 «Justert omløpshastighet for Grieg Seafood i perioden 2013-2018» (Egenprodusert)

Tabell 72 «Estimert netto driftseiendeler for Grieg Seafood i analyseperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 73 «Ujustert driftsmargin for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 74 «Laksepris i tidsperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 75 «Driftsmargin for Grieg Seafood og bransjen med 2017-laksepris i tidsperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 76 «Margin ved justering av driftsinntekt og varekostnad for Grieg Seafood i analyseperioden 2012-2018» (Egenprodusert)

Tabell 77 «Driftsmargin fra fast pris til faktisk pris for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 78 «Estimert reell driftsinntekt, driftskostnad, driftsresultat og driftsmargin for Grieg Seafood i budsjettperioden 2018-2027E» (Egenprodusert)

Tabell 79 «Estimert netto finansiell gjeld for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 80 «Estimert netto finanskostnad for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 81 «Estimerte minoritetsinteresser for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 82 «Fremtidsresultat for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 83 «Fremtidsbalanse via sysselsatt kapital for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 84 «Fremtidsbalanse via netto driftskapital for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 85 «Fremtidig fri kontantstrøm for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 86 «Estimert risikofri rente for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 87 «Estimert markedsrisikopremie for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 88 «Egenkapitalbeta for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 89 «Fremtidig egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 90 «Fremtidig estimert syntetisk rating for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 91 «Fremtidig finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 92 «Fremtidig finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 93 «Fremtidig finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 94 «Fremtidig finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 95 «Fremtidig netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 96 «Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 97 «Fremtidig sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 98 «Fremtidig netto driftskrav for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 99 «Fremtidig strategisk fordel gjennom EK-rentabilitet for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 100 «Fremtidig strategisk fordel gjennom netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood i budsjettperioden 2019-2030E» (Egenprodusert)

Tabell 101 «Egenkapitalverdi og aksjepris ved bruk av dividendemodellen for Grieg Seafood per 31.12.2018» (Egenprodusert)

Tabell 102 «Egenkapitalverdi og aksjepris ved bruk av fri kontantstrømmmodell for Grieg Seafood per 31.12.2018» (Egenprodusert)

Tabell 103 «Egenkapitalverdi og aksjepris ved bruk av netto driftskapitalmetoden for Grieg Seafood per 31.12.2018» (Egenprodusert)

Tabell 104 «Egenkapitalverdi og aksjepris ved bruk av sysselsattkapitalmetoden for Grieg Seafood per 31.12.2018» (Egenprodusert)

Tabell 105 «Estimert verdi av minoritetsinteresser for Grieg Seafood per 31.12.2018» (Egenprodusert)

Tabell 106 «Konvergeringsprosess av fundamentale verdiestimer for Grieg Seafood sin aksje per 31.12.2018» (Egenprodusert)

Tabell 107 «Bidrag til varians i sensitivitetsanalysen i %-andel» (Egenprodusert)

Tabell 108 «Markedsverdien for Grieg Seafood og de komparative selskapene basert på børskurs» (Egenprodusert – data fra årsrapporter til selskapene og Oslo Børs)

Tabell 109 «Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av justert Pris/bok per 31.12.2018» (Egenprodusert – data fra årsrapporter til selskapene og Oslo Børs)

Tabell 110 «Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av justert Pris/fortjeneste per 31.12.2018» (Egenprodusert – data fra årsrapporter til selskapene og Oslo Børs)

Tabell 111 «Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av EV/EBITDA-multippelen per 31.12.2018» (Egenprodusert – data fra årsrapporter til selskapene og Oslo Børs)

Tabell 112 «Verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood ved bruk av EV/EBIT-multippelen per 31.12.2018» (Egenprodusert – data fra årsrapporter til selskapene og Oslo Børs)

Tabell 113 «Komparativt verdiestimat på aksjekursen til Grieg Seafood basert på multippelanalyse per 31.12.2018» (Egenprodusert)

Grafer:

Graf 1 «Utvikling i laksepris 2003U44-2019U09» (Statistisk sentralbyrå)

Graf 2 «Eksportert laksevolum i tonn og trend» (Egenprodusert i excel med data hentet fra SSB)

Graf 3 «Prognose for styringsrenten» (Norges Bank, «Om styringsrenten», N.D)

Graf 4 «BNP-vekst» (Data hentet fra KNOEMA, «GDP by country, Statistics from IMF 1980-2023», 2019)

Graf 5 «Likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Graf 6 «Likviditetsgrad 2-1 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2017» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Graf 7 «Likviditetsgrad 2.2 for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Graf 8 «Finansiell gjeldsdekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Graf 9 «Rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Graf 10 «Egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Graf 11 «Netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i analyseperioden 2012 til 2018» (Egenprodusert, Basert på tall hentet fra respektive årsrapporter i analyseperioden 2012-2018)

Graf 12 «Prisutvikling på fiskefôr» (Mowi, «Salmon Farming Industry Handbook», 2018)

Graf 13 «Grieg Seafood nøkkeltall mot bransjesnitt» (Egenprodusert)

Graf 14 «Gjennomsnittlig laksepris og Grieg Seafood inntekt per kilo» (Egenprodusert)

Graf 15 «Inntekt over produsert kilo» (Egenprodusert)

Graf 16 «EBIT-margin og inntekt over produsert kilo» (Egenprodusert)

Graf 17 «EBIT-margin» (Egenprodusert)

Graf 18 «Avvik basert på prod kilo» (Egenprodusert)

Graf 19 «Omløpshastighet, sammenlignbare selskaper» (Egenprodusert)

Graf 20 «Grieg Netto driftseiendeler/prod kilo, avvik fra sammenlignbare selskaper» (Egenprodusert)

Graf 21 «Netto driftsrentabilitet til selskapene i bransjen» (Egenprodusert)

Graf 22 «Styringsrenten, prognoser» (Norges bank, «Om styringsrenten», N.D)

Graf 23 «Konvergeringsprosessen i form av egenkapitalverdi» (Egenprodusert)

Graf 24 «Konvergeringsprosess, EK-krav» (Egenprodusert)

Graf 25 «Konvergeringsprosess, Netto driftskrav» (Egenprodusert)

Diagrammer:

Diagram 1 «10 største eksportmarkeder for sjømat hittil i år» (Norges sjømatråd, 2018)

Diagram 2 «Import av laks – rangering» (Statistisk Sentralbyrå, «Fra attåtnering til milliardindustri», 2017)

Diagram 3 «Kilder til fôr» (Mowi, “Salmon Farming Industry Handbook”, 2018)

Diagram 4 “Monte Carlo simulering” (Egenprodusert)

Diagram 5 «Oppsidepotensial og nedsiderisiko» (Egenprodusert)

Figurer:

Figur 1 «Verdikjeden til laksen» (Hagen, 2012)

Figur 2 «Sammenheng mellom kostnadsdrivere- og kategorier i norsk lakseoppdrett» (Iversen, Hermansen, Andreassen & Brandvik, 2015)

Figur 3 “PESTEL analyse-rammeverket” (Business-to-you, 2016)

Figur 4 “Porter analyse-rammeverket” (Masterassignment, 2017)

Figur 5 “VRIO analyse-rammeverket” (Bhasin, N.D)

Figur 6 «Rammeverk for fundamental verdsettelse» (Knivsflå, 2019)

Figur 7 «Dekomponering av netto driftsrentabilitet, Du-Pont Modellen» (Sander, 2017)

Formler:

Formel 1 «Verdi av selskapet i forenklet form» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29)

Formel 2 «Gordons vekstformel i forenklet form» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30)

Formel 3 «Dividendemodellen» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 37)

Formel 4 «Gordons vekstformel forenklet versjon for dividendemodellen» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 38)

Formel 5 «Egenkapitalmetoden» (Kinserdal, 2017, s. 54)

Formel 6 «Egenkapitalmetoden Gordons vekstformel» (Kinserdal, 2017, s. 55)

Formel 7 «Selskapsmetoden» (Kinserdal, 2017, s. 55)

Formel 8 «Selskapsmetoden med Gordons vekstformel» (Kinserdal, 2017, s. 55)

Formel 9 «Resultatbaserte modeller» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 39)

Formel 10 «Resultatbaserte modeller med Gordons vekstformel» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 39)

Formel 11 «Superprofitt/Residualinntektsmetoden» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 42)

Formel 12 «Opsjonsbasert verdsettelsesmetode» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32)

Formel 13 «Return On Invested Capital, nøkkeltall» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 88)

Formel 14 «Dekomponering av Return On Invested Capital» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 89)

Formel 15 «Compounded Annual Growth Rate, CAGR/Geometrisk vekst» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 91)

Formel 16 «Organisk vekst» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 91)

Formel 17 «Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 114)

Formel 18 «Terminalverdi» (Kilde: Kaldestad & Møller, 2016, s. 50)

Formel 19 «Totalkapitalavkastningskrav, Weighted Average Cost of Capital, WACC» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 153)

Formel 20 «Kapitalverdimodellen» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156)

Formel 21 «Egenkapitalbeta» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160)

Formel 22 «Gjeldskostnad» (Kaldestad & Møller, 2016, s.153)

Formel 23 «Implisitt avkastningskrav ved bruk av Gordons vekstformel» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 230)

Formel 24 «EV/EBITDA-multipel» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231)

Formel 25 «P/B-multipel» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233)

Formel 26 «Utregning av driftsrelatert skatt» (Knivsflå, 2019b)

Formel 27 «Utregning av Rental Expense» (Koller, Goedhart og Wessels, 2015, s. 438)

Formel 28 «Likviditetsgrad 1» (Knivsflå, 2019d)

Formel 29 «Likviditetsgrad 2-1» (Knivsflå, 2019d)

Formel 30 «Likviditetsgrad 2-2» (Knivsflå, 2019d)

Formel 31 «Finansiell gjeldsdekningsgrad» (Knivsflå, 2019d)

Formel 32 «Rentedekningsgrad» (Knivsflå, 2019d)

Formel 33 «Egenkapitalprosent» (Knivsflå, 2019d)

Formel 34 «Netto driftsrentabilitet» (Knivsflå, 2019d)

Formel 35 «Formel for beregning av total kapitalavkastningskravene» (Knivsflå, 2019e)

Formel 36 «Formel for beregning av finansielle krav» (Knivsflå, 2019e)

Formel 37 «Formel for beregning av egenkapitalkrav» (Knivsflå, 2019e)

Formel 38 «Formel for beregning av minoritetskrav» (Knivsflå, 2019e)

Formel 39 «Egenkapitalbetaen til egenkapitalkravet» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160)

Formel 40 «Markedets risikopremie» (Knivsflå, 2019e)

Formel 41 «Finansielt gjeldskrav etter skatt» (Knivsflå, 2019e)

Formel 42 «Finansiell gjeldsbeta» (Knivsflå, 2019e)

Formel 43 «Formel for beregning av finansielt eiendelskrav» (Knivsflå, 2019e)

Formel 44 «Finansiell eiendelsbeta» (Knivsflå, 2019e)

Formel 45 «Finansiell fordringsbeta» (Knivsflå, 2019e)

Formel 46 «Netto finansiell gjeldsbeta» (Knivsflå, 2019e)

Formel 47 «Egenkapitalbeta» (Knivsflå, 2019e)

Formel 48 «Netto driftsbeta» (Knivsflå, 2019e)

Formel 49 «Utregning av sysselsatt- og netto driftskrav» (Knivsflå, 2019e)

Formel 50 «Resultatgrad» (Dahl, N.D.)

Formel 51 «Omløpshastighet» (Dahl, N.D.)

Formel 52 «Egenkapitalrentabilitet» (Knivsflå, 2019g)

Formel 53 «Strategisk fordel/superrentabilitet» (Knivsflå, 2019g)

Formel 54 «Driftsfordel» (Knivsflå, 2019g)

Formel 55 «Ressursfordel» (Knivsflå, 2019g)

Formel 56 «Gearingfordel» (Knivsflå, 2019g)

Formel 57 «Finansieringsfordel» (Knivsflå, 2019g)

Formel 58 «Netto driftseiendeler t-1» (Knivsflå, 2019h)

Formel 59 «Finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld» (Knivsflå, 2019h)

Formel 60 «Egenkapitalbeta» (Knivsflå, 2019j)

Formel 61 «Egenkapital- og selskapskapitalmetoden under multiplikatormodellen» (Knivsflå, 2019k)

Formel 62 «Pris/bok- og justert Pris/bok-multiplikator» (Knivsflå, 2019k)

Formel 63 «Pris/fortjeneste- og justert pris/fortjeneste-multiplikator» (Knivsflå, 2019k)

Formel 64 «EV/EBITDA-multiplikator» (Knivsflå, 2019k)

Formel 65 «EV/EBIT-multiplikator» (Knivsflå, 2019k)

Litteraturliste

Vi har brukt Chicago B som kildehenvisningsmetode fra <http://sokogskriv.no/>.

Begrensning/forutsetning:

1. Det står ikke noe spesifikt under Chicago B om hvordan man skal referere til årsrapporter eller forelesninger/presentasjoner. Vi har valgt å benytte oss av metoden som en tidligere masteroppgave har gjort i arkivet til brage.bibsys.
2. Da vi ser at noen nettsider vi har hentet informasjon fra har forsvunnet, det vil si at vi per dags dato kun blir ledet til hjemmesiden istedenfor den spesifikke siden der vi hentet informasjonen fra, vil vi ikke kunne henwise korrekt til disse kildene siden vi ikke har informasjon om forfatter, dato publisert og lignende. Da kildene likevel er å anse som troverdige henviser vi dermed til siden man kommer inn på i dag ved å trykke på linken. Våre antakelser er at sidene er fjernet av tilfeldige grunner og at informasjonen fortsatt er gyldig.
3. Kilder uten dato på når teksten er skrevet tilgjengelig er omtalt som «N.D» - not dated.

Sitater:

Modigliani, Franco & Merton H., Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". Publisert av: *American Economic Association*, 08.05.2019. <https://www.jstor.org/stable/pdf/1809766.pdf?refreqid=excelsior%3Adb8f7ac1b4fc183c59edf3c0c4fc723e>, s. 269)

Litteratur:

Kaldestad, Yngve & Bjarne, Møller. 2016. *Verdivurdering*. Bergen: Fagbokforlaget.

Koller, T. & Marc, Goedhart. 2015.

"Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition". *McKinsey & Company*. New Jersey: Wiley.

Roos, G., Krogh, V. G. & Roos, J. 2010. *Strategi: en innføring*. 5. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.

Lover og forskrifter:

Lov om akvakultur. *Lov om akvakultur av 17.06.2005 nr. 79*. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>

Lov om laksefisk og innlandsfisk. *Lov om laksefisk og innlandsfisk mv. av 15.05.1992 nr. 47*. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1992-05-15-47>

Presentasjoner:

Knivsfå, K.H. 2019. Generell hjemmeside. <http://course.nhh.no/master/BUS440/>

Knivsfå, K.H. 2019a. Forelesning 1: Innledning. Lest 2. februar 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2001%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019b. Forelesning 4: Omgruppering for analyse. Lest 1. mars 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2004%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019c. Forelesning 5: Omgruppering balanse og kontantstrøm. Lest 3. mars 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2005%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019d. Forelesning 9: Kredittvurdering, syntetisk rating. Lest 30. mars 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2009%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019e. Forelesning 10: Avkastningskrav. Lest 30. mars 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2010%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019f. Forelesning 11: Strategisk rentabilitetsanalyse. Lest 30. mars 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2011%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019g. Forelesning 12: Strategisk driftsanalyse. Lest 30. mars 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2012%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019h. Forelesning 14: Framtidsregnskap. Lest 4. april 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2014%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019i. Forelesning 15: Framtidsregnskap fortsettelse. Lest 10. april 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2015%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019j. Forelesning 16: Framtidskrav. Lest 12. april 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2016%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019k. Forelesning 23: Komparativ verdivurdering. Lest 20. april 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2023%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019l. Forelesning 3: Regnskapsanalyse – ramme og trailing. Lest 20. mai 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2003%20-%202019.pdf>

Knivsfå, K.H. 2019m. Forelesning 19: Uvisse i verdierstatet. Lest 15. mai 2019. <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2019%20-%202019p.pdf>

Nettsider:

Allied Market Research. 2016. “Global Aquaculture Market Overview”. Lest 22. januar 2019. <https://www.alliedmarketresearch.com/aquaculture-market>

Bernhoft, Anne-Cathrine og Arnfinn Fardal. 2007. “IFRS og fiskeoppdrett”. *Magma – Econas tidsskrift for økonomi og ledelse* 2007, (6). <https://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>

Biomar. N.D. “Arter – villfanget leppefisk”. Lest 22. januar 2019. <https://www.biomar.com/no/norway/arkiv/produkt/symbio/arter/>

Dahl, A. Gunnar. N.D. “Likviditetsgrad 1 (Current Ratio)”. *Lederkilden*. Lest 5. mars 2019. https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/likviditetsgrad-1-current-ratio

Dahl, A. Gunnar. N.D. “Likviditetsgrad 2 (Acid Test)”. *Lederkilden*. Lest 5. mars 2019. <https://www.lederkilden.no/tema/likviditetsgrad-2-acid-test>

Dahl, A. Gunnar. N.D. “Rentedeckningsgrad”. *Lederkilden*. Lest 5. mars 2019. <https://www.lederkilden.no/tema/rentedeckningsgrad>

- Dahl, A. Gunnar. N.D. “Resultatgrad”. Lest 5. mars 2019. https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/resultatgrad
- Dahl, A. Gunnar. N.D. “Kapitalens omløpshastighet”. Lest 6. mars 2019. <https://www.lederkilden.no/tema/kapitalens-omlopshastighet>
- Dahl, A. Gunnar. 2010. «Verdivurdering gjennom 25 år». *Idunn*. Lest 13. mai. <https://www.idunn.no/pof/2010/03/art09>
- Fiskeridirektoratet. 2017. “Tildelingsprosessen”. Lest 22. januar 2019. <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- Food and Agriculture Organization of the United Nations. 2018. “Price volatility continues to affect farmed salmon sector as new records are breached once again”. Lest 23. januar 2019. <http://www.fao.org/in-action/globefish/market-reports/resource-detail/en/c/1156020/>
- Gisle, Jon og Berg, T. Ole. 2017. “Høring”. *Store norske leksikon*. Lest 27. januar 2019. <https://snl.no/h%C3%B8ring>
- Grieg Seafood. N.D. “Teknologi”. Lest 30. januar 2019. <https://www.griegseafood.no/produksjon/teknologi/>
- Grieg Seafood. N.D. “Ocean Quality”. Lest 31. januar 2019. http://grieg17.digirapport.no/?page_id=150
- Grieg. N.D. Spesifikk kilde ikke lenger tilgjengelig. Lest 22. januar. <https://grieg.no/content/uploads/reports/Grieg-Seafood1.pdf>
- Hagen, Angela. 2012. “Havbruksnæringa gir stor verdiskaping og sysselsetting i Møre- og Romsdal”. *Møre og Romsdal fylkeskommune*. Lest 20. januar. <https://mrfylke.no/Nyheiter/Havbruksnaeringa-gir-stor-verdiskaping-og-sysselsetting-i-Moere-og-Romsdal>
- Hallenstvedt, Abraham. 2015. “Fiskeoppdrett”. *Store norske leksikon*. Lest 20. januar 2019. <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Hansen, Tore. 2017. “Norges offentlige utredninger (NOU)”. *Store norske leksikon*. Lest 27. januar 2019. [https://snl.no/Norges_offentlige_utredninger_\(NOU\)](https://snl.no/Norges_offentlige_utredninger_(NOU))
- Haukaas, Asle. N.D. “Lakselus”. *Veterinærinstituttet*. Lest 22. januar 2019. <https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/lakselus>
- Havforskningsinstituttet. 2019. Spesifikk kilde ikke lenger tilgjengelig. Lest 22. januar 2019. <https://hi.no/temasider/parasitter/lus/lakselus/nb-no>
- Havforskningsinstituttet. 2019. Spesifikk kilde ikke lenger tilgjengelig. Lest 10 februar 2019. <https://www.imr.no/temasider/akvakultur/lakseoppdrett/nb-no>
- Helsedirektoratet. 2019 «Kapittel 1, Kostrådene, 5. Fisk til middag to til tre ganger i uken» Lest 03.mai 2019. <https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer/kostrad-for-befolkningen>
- Hovland, E., Haaland, A., Kolle, N. & Møller, D. (Dato: ikke skrevet). “Havbruksnæringa - et eventyr i Kyst-Norge”. *Institutt for arkeologi, historie, kultur- og religionsvitenskap*. Lest 20. januar 2019 fra <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>
- Karlsen, Kenneth. 2018. “Verdiskapningen fra sjømatnæringa nærmer seg 100 milliarder”. *Vest-Norges Fiskesalags*. Lest 15. mars 2019. <https://www.vnf.no/media/nyheter/siste-nytt/verdiskapningen-fra-sjoematnaeringen-naermer-seg-100-milliarder/>
- Kinserdal, Finn. 2017. “Verdsettelse - ulike metoder gir samme verdi”. *Magma – Econas tidsskrift for økonomi og ledelse 2017, (3): 54-66*. <https://www.magma.no/verdsettelse-ulike-metoder-gir-samme-verdi>

- KNOEMA. 2019. "GDP by country, Statistics from IMF, 1980-2023". Lest 29. januar 2019. <https://knoema.com/tbocwag/gdp-by-country-statistics-from-imf-1980-2023?country=Emerging%20and%20developing%20Asia>
- KPMG. 2017. "Egenkapitalmetoden og bruttometoden". Lest 31. januar 2019. <https://verdtaivite.kpmg.no/egenkapitalmetoden-og-bruttometoden/?fbclid=IwAR2qUKPvezgBKAhVbgj7rI9r1tPIRH5oRMnEsAM1gUKRLveDmEmJnSRre1HA>
- Miljødirektoratet. N.D. Spesifikk kilde ikke lenger tilgjengelig. Lest 22. januar 2019. <http://www.miljodirektoratet.no/no/Tema/Kjemikalier/Miljogifter/>
- Miljødirektoratet. 2017. "Utslipp av næringssalter fra fiskeoppdrett". Lest 22. januar 2019. <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/overgjodsling/utslipp-av-naeringssalter-fra-fiskeoppdrett/>
- Mowi. N.D. "Laksens livssyklus". Lest 22. januar 2019. <http://marineharvest.no/products/seafood-value-chain/>
- Norges bank. N.D. "Om styringsrenten". Lest 29. januar 2019. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norsk sjømatråd. 2018. "Er det miljøgifter i oppdrettslaks?". Lest 22. januar 2019. <https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/er-det-miljogifter-i-oppdrettslaks/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. 2017. "Regjeringen skrur på trafikklyset". Lest 30. januar 2019. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset/id2577032/>
- Politeknisk NSC. 2015 «Learning Curve Theory». Lest 20.02.2019, trykk på Advanced Management Accounting Vol 1 (2011), deretter kapittel 17. <https://ebook.nscpolteksby.ac.id/book/accounting/>
- Salmar. N.D. "Havbasert fiskeoppdrett – en ny æra". Lest 30. januar 2019. <https://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-aera/>
- Sander, Kjetil. 2016. "Rentabilitetsanalyse". Lest 5. mars 2019. <https://estudie.no/rentabilitetsanalyser/>
- Sander, Kjetil. 2017. "Du pont-modellen". Lest 6. mars 2019. <https://estudie.no/du-pont-modellen/>
- SolSletten. 2018. «Planlegger å sette ut fisk i dette anlegget i høst». *Tekfisk*, 01.09.2018. Lest 15. februar 2019. <https://fiskeribladet.no/tekfisk/nyheter/?artikkel=62148>
- State. ND. Tsfiler hp- Hodrick-Prescott time-series filter. Lest 03. Mars.2019. <https://www.stata.com/manuals13/tstsfilerhp.pdf>
- Statistisk sentralbyrå. 2017. "Fra attåtæring til milliardindustri". Lest 29. januar 2019. <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/fra-attatnaering-til-milliardindustri>
- Statistisk sentralbyrå. 2018. "Norsk økonomi er nær konjunkturoytral". Lest 29. januar 2019. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/norsk-okonomi-er-naer-konjunkturoytral>
- Statistisk sentralbyrå. 2019. «Statistikkbanken – eksport av laks». Lest 30. januar 2019. <https://www.ssb.no/statbank/table/03024/chartViewLine/>
- Store norske leksikon, s.v. "Plommesekk". Lest 22. januar 2019. <https://snl.no/plommesekk>

S&P Dow Jones Indices. N.D. "S&P Norway AA Investment Grade Corporate Bond Index". Lest 31. januar 2019. <https://us.spindices.com/indices/fixed-income/sp-norway-aa-investment-grade-corporate-bond-index>

WWF Verdens naturfond. 2018. "Miljøvennlig og bærekraftig fiskeoppdrett". Lest 22. januar 2019. <https://www.wwf.no/dyr-og-natur/hav-og-fiske/milj%C3%B8vennlig-b%C3%A6rekraftig-fiskeoppdrett>

Yüksel, Ihsan. 2012. «Developing a Multi-Criteria Decision Making Model for PESTEL Analysis». Research Gate s. 53. Lest 15. februar 2019. https://www.researchgate.net/publication/274863692_Developing_a_Multi-Criteria_Decision_Making_Model_for_PESTEL_Analysis

Artikler og rapporter:

Amundsen, Bård. 2013. "Håper på drivstoff og fiskefor fra sjøpung". *Forskning.no*, 14.08.2013. Lest 30. januar 2019. <https://forskning.no/sjodyr-havforskning-partner/haper-pa-drivstoff-og-fiskefor-fra-sjopung/626448>

Berge, Aslak. 2014. "Beskjeden vekst til 2020". *ILaks*, 13.01.2014. Lest 27. januar 2019. <https://ilaks.no/beskjeden-vekst-til-2020/>

Berge, Aslak. 2015. "Derfor velger forbrukere laks". *ILaks*, 02.06.2015. Lest 24. januar 2019. <https://ilaks.no/derfor-velger-forbrukere-laks/>

Berge, Aslak. 2016. "Mowi satser på egget". *ILaks*, 11.02.2016. Lest 30. januar 2019. <https://ilaks.no/marine-harvest-satser-pa-egget/>

Berge, Aslak. 2018. "Har investert 311,5 millioner kroner i oppdrett på land". *ILaks*, 10.09.2018. Lest 24. januar 2019. <https://ilaks.no/har-investert-3115-millioner-i-oppdrett-pa-land/>

Berge, Aslak. 2018. "Grieg Seafood er i rute til 100.000 tonn i 2020". *ILaks*, 5.09.2018. Lest 7. mars 2019. <https://ilaks.no/grieg-seafood-er-i-rute-til-100-000-tonn-i-2020/>

Betterton, Carl. Karagiannidis, Iordanis. 2016 «Understanding Weighted Average Cost of Capital: A Pedagogical Application». *Journal of financial Education* 2014. S. 22. https://www.researchgate.net/publication/289530651_Understanding_Weighted_Average_Cost_of_Capital_A_Pedagogical_Application

Birkeland, Christian. 2018. "Grieg Seafood – Precision Farming". Lest 30. januar 2019 https://www-05.ibm.com/no/think-oslo/assets/pdf/Christian_Birkeland_GriegSeafood.pdf

Braathen, Victoria. 2018. «Store muligheter for norsk sjømat i Kina». Norges Sjømatråd, 28.09.2018. Lest 12. mai 2019. <https://seafood.no/markedsinnsikt/fiskemarked-h2018/kina-h2018/>

Brennpunkt. 2016. «Lakseeventyret». *Nrk*, 10.11.16. Sett 22. januar 2019. <https://tv.nrk.no/serie/brennpunkt/2016/MDDP11001516>

Crook, Russel. Ketchen, David. Combs, James. Todd, Samuel 2008 "Strategic Resources and Performance: A Meta- Analysis. *Strategic Management Journal* 2008 (29): 1148. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.703>

DN. 2018. "Meglerhus ser lakseprisen over 60 kroner i snitt neste år". *Dn*, 10.10.2018. <https://www.dn.no/market/oppdrett/leroy-seafood/marine-harvest/meglerhus-ser-lakseprisen-over-60-kroner-i-snitt-neste-ar/2-1-439975>

Dyrnes, Sverre. 2004. "Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer". *Lederkilden*, 2004. Lest 27. januar 2019. <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>

Eccles G., Robert, Ioannou, Ioannis & Serafeim, George. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science* 60 (11): 2835-2857. <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>

-
- EY. 2018. *The Norwegian Aquaculture Analysis 2017*. (Lest 22. januar 2019). [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_The_Norwegian_Aquaculture_Analysis_2017/\\$FILE/EY-Norwegian-Aquaculture-Analysis-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_The_Norwegian_Aquaculture_Analysis_2017/$FILE/EY-Norwegian-Aquaculture-Analysis-2017.pdf)
- Fjellanger, Runa. 2018. "Advarer mot miljøgift i laks". VG, 24.11.2018. Lest 22. januar 2019. <https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/G19JbB/advarer-mot-miljoegift-i-laks>
- Grieg Seafood. 2008. "Annual report 2007". Lest 24. januar 2019. https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2018/02/2007_rapport.pdf
- Grieg Seafood. 2018. "Årsrapport 2017". Lest 24. januar 2019. https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2018/04/GSF_2017_NO.pdf
- Grieg Seafood. 2018. "Bærekraftsrapport 2017". Lest 24. januar 2019. https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2018/04/Baerekraftsrapport_2017_NO_FINAL.pdf
- Grymer, Torunn. 2016. "SalMar anmeldes for massedød hos oppdrettsfisk". Nrk, 06.04.2016. (Lest 22. januar 2019). <https://www.nrk.no/norge/salmar-anmeldes-for-massedod-hos-oppdrettsfisk-1.12887405>
- Henriksen, Øyvind. 2009. "Røkkes krill tar av i USA". E24, 28.10.2009. Lest 30. januar 2019. <https://e24.no/makro-og-politikk/aker/roekkes-krill-tar-av-i-usa/3344233>
- Hoberg, Gerard. Philips, Gordon. 2016 "Text-Based Network Industries and Endogenous Product Differentiation". Journal of Political Economy 2016 (124 no. 5): s. 1427. <http://faculty.tuck.dartmouth.edu/images/uploads/faculty/gordon-phillips/text-based-network-industries-endogenous-product-differentiation.pdf>
- Iversen, A., Hermansen, Ø., Andreassen, O. & Brandvik R. 2015. "Kostnadsdrivere i lakseoppdrett". Rapport, Nofima. (Lest 23. januar 2019). https://nofima.no/wp-content/uploads/2015/08/Rapport_nr_41-2015_-_Kostnadsdrivere_i_lakseoppdrett.pdf?fbclid=IwAR0czWV43qnNGXRZahpA6fb0uW6KfapOf0N8dZrIc-LSQJqAgYp3Qvh-ykU
- Lim, C Steve. Mann, C Steven. Mihov, T, Vassil. 2003. "Market Evaluation of Off-Balance Sheet Financing: You Can Run but you Can't Hide" 2003 s. 17. <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=164026089095085070069103065077121106103071022042063039098082024018006029098096084104027098125022121046105086104013099106108119054021037088015010004015126090076068053091094124117007084111026122127020086006002113096064015095071074084029108076020095&EXT=pdf>
- Lerøy. 2018. "Årsrapport 2017". Lest 24. januar 2019. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2017>
- Lorentzen, Marius og Sindre, Hopland. 2018. "Senker rentebanen igjen og avlyser ett rentehopp". E24, 13.12.2018. Lest 27. januar 2019. <https://e24.no/makro-og-politikk/norges-bank/norges-bank-senker-rentebanen-igjen-men-de-sikter-fortsatt-mot-to-rentehopp-i-2019/24517241>
- Mowi. 2018. "Salmon Farming Industry Handbook". Lest 24. januar 2019. <http://marineharvest.no/globalassets/investors/handbook/2018-salmon-industry-handbook.pdf>
- Mowi. 2018. "Integrated Annual Report 2017". Lest 24. januar 2019. <http://hugin.info/209/R/2177429/840178.pdf>
- Mowi. 2017. "Integrated Annual Report 2016". Lest 24. januar 2019. <http://hugin.info/209/R/2094101/791700.pdf>

- Nilsen, Asgeir. 2019. «Norsk laksenæring har tapt 20 milliarder på utestengelsen fra Russland». *E24*, 07.01.2019. Lest 12. mai 2019. <https://e24.no/naeringsliv/norges-sjoematraad/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-russland/24535132>
- Norway Royal Salmon. 2018. “Annual Report 2017”. Lest 24. januar 2019. https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_AnnualReport_2017.pdf
- NTB. 2018. “Lakseselskaper anmeldt for eksport av syk fisk til kina”. *Abc nyheter*, 13.02.2018. Lest 24. januar 2019. <https://www.abcnyheter.no/nyheter/norge/2018/02/13/195371836/lakseselskaper-anmeldt-for-eksport-av-syk-fisk-til-kina>
- NTB. 2017. “Kina setter fart på lakseeksporten fra Norge”. *E24*, 04.12.2017. Lest 27. januar 2019. <https://e24.no/naeringsliv/kina/kina-setter-fart-paa-lakseimporten-fra-norge/24202122>
- NTB. 2018. “IMF nedjusterer forventninger til vekst i verdensøkonomien”. *Sunnmørsposten*, 09.10.2018. Lest 28. januar 2019. <https://www.smp.no/ntb/utenriks/2018/10/09/IMF-nedjusterer-forventninger-til-vekst-i-verdens%C3%B8konomien-17661341.ece>
- Oglend, Atle & Sikveland, Marius. 2008. “The behaviour of salmon price volatility”. Research paper, University of Stavanger. <https://core.ac.uk/download/pdf/6541585.pdf>
- Opheim, Aagot. 2016. “Laksen var delvis oppspist av lus”. *Adressa*, 03.11.2016. (Lest 22. januar 2019). <https://www.adressa.no/nyheter/sortrondelag/2016/11/03/Laksen-var-delvis-oppspist-av-lus-13739029.ece>
- Porter, Michael & Victor, Millar. 1985. “How information gives you competitive advantage”. *Harvard Business Review*, 1985. Lest 24. januar 2019. http://www.gospi.fr/IMG/pdf/how_information_gives_you_competitive_advantage-porter-hbr-1985.pdf
- PWC. 2017. “Risikopremien i det norske markedet”. Lest 25. mars 2019. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>
- Salmar. 2018. “Årsrapport 2017”. Lest 24. januar 2019. <http://hugin.info/138695/R/2188426/846510.pdf>
- Skistad, S. Stian. 2014. “Laksepriser 1995-2014, Studier av volatilitet og prisrelasjoner for norsk oppdrettslaks”. Masteroppgave, Norges miljø- og biovitenskapelige universitet Handelshøyskolen. <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/279499/Masteroppgave%20Stian%20Skistad.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Soltveit, Therese. 2017. “Usikkerheten rundt eksport av økologisk laks løses denne uken”. *Kyst.no*, 14.03.2017. Lest 24. januar 2019. <https://www.kyst.no/article/usikkerheten-rundt-eksport-av-oekologisk-laks-loeses-denne-uken/>
- Stedding, Erlend. 2018. “Mowi risikerer millionbot for lakserømming”. *E24*, 02.11.2018. (Lest 22. januar 2019). <https://e24.no/naeringsliv/marine-harvest/marine-harvest-risikerer-millionbot-for-lakseroemming/24482911>
- Stensvold, Tore. 2017. “104 søkte utviklingstillatelser for oppdrett. Siste søker kom 14 minutter før fristen”. *Teknisk ukeblad*, 23.12.2017. Lest 24. januar 2019. <https://www.tu.no/artikler/104-sokte-utviklingstillatelser-for-oppdrett-siste-soker-kom-14-minutter-for-fristen/413318>
- Stensvold, Tore. 2017. “De har skutt 500 mill laserpulser mot millioner av lus ikke en eneste laks er meldt skadet”. *Teknisk ukeblad*, 16.10.2017. (Lest 22. januar 2019). <https://www.tu.no/artikler/de-har-skutt-500-mill-laserpulser-mot-millioener-av-lus-ikke-en-eneste-laks-er-meldt-skadet/409231>
- Sulleyman, Aatif. 2017. “Netflix biggest competitor is sleep, says CEO Reed Hastings”. *Independent*, 19.04.2017. Lest 24. januar 2019. <https://www.independent.co.uk/life-style/gadgets-and-tech/news/netflix-downloads-sleep-biggest-competition-video-streaming-ceo-reed-hastings-amazon-prime-sky-go-a7690561.html>

Trana, K. & Sae-Khow, N. 2018. "Den bryssomme laksefiskeren". *Nrk*, 13.08.2018. (Lest 22. januar 2019). <https://www.nrk.no/trondelag/xl/oppdrettsselskap-dumper-kjemikalier-i-viktige-reke-og-fiskefelt--pa-tross-av-forbud-1.14094220>

Valvik, Marita & Ruud, Solveig. 2016. "Åtte trender som tyder på økt vegetarinteresse". *Aftenposten*, 15.02.2016. Lest 24. januar 2019. <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/x4oj/Atte-trender-som-tyder-pa-okt-vegetarinteresse>

Winther, Petter og Christensen, Jonas. 2019. "Norges bank setter opp renten med 0.25 prosentpoeng til en prosent". *E24*, 21.03.2019. Lest 20. mars 2019. <https://www.dn.no/makrookonomi/rente/makrookonomi/norsk-okonomi/norges-bank-setter-opp-renten-med-025-prosentpoeng-til-en-prosent/2-1-570545>

Kilder – figurer:

Bhasin, Hitesh. N.D. "What is VRIO Analysis? 4 Question Vrio Framework Explained". *Marketing91*, N.D. <https://www.marketing91.com/vrio-analysis-and-vrio-framework/>

Business to you. 2016. "Scanning the Environment: PESTEL Analysis". *Business to you*, 18.09.2016. <https://www.business-to-you.com/scanning-the-environment-pestel-analysis/>

Master Assignment. 2017. «Industry Analysis: The Porter Five Forces». *Master Assignment*, 11.11.2017. <http://www.masterassignment.com/porter-five-forces/>