



# Grieg Seafood ASA

*Verdivurdering*

**Solveig Marie Stendal Byrknes og Sigrid Amundsen Kjepso**

**Veileder: Are Oust**

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

## Sammendrag

Formålet med denne masterutredningen har vært å estimere verdien til Grieg Seafood ASA sin aksje per 31.12.2022. Det endelige verdiestimatet bygger på en fundamental verdivurdering som hovedmetode og en komparativ verdivurdering som supplerende metode.

Etter en presentasjon av Grieg Seafood og grunnrenteskatten ble en strategisk analyse gjennomført. I den kvalitative analysen ble bransjen og Grieg Seafood sine økonomiske forhold avbildet og analysen konkluderte med at det forelå en ekstern bransjefordel, som støttes opp av regjeringens vedtak om en grunnrenteskatt i bransjen. Resultatene viste også at fremtidig lønnsomhetspotensial dempes av miljømessige utfordringer og politiske reguleringer.

I regnskapsanalysen ble regnskapstallene for Grieg Seafood og bransjen omgruppert og justert for å tallfeste strategisk eierfordel og risiko. Risikoanalysen ble beregnet basert på forholdstall og resulterte i en syntetisk rating lik karakter A, som videre dannet grunnlaget for historiske avkastningskrav. Deretter ble Grieg Seafood sin lønnsomhet analysert og den strategiske fordelene kvantifisert. Funnene viste at den strategiske fordelene i hovedsak har opphav i en bransje- og gearingfordel, som samsvarte med resultatene fra den kvalitative analysen.

Den strategiske regnskapsanalysen dannet grunnlaget for det budsjetterte fremtidsregnskapet og fremtidskravene. I beregningen av fri kontantstrøm til totalkapitalen viste grunnrenteskatten på 35% seg å gi en verdiforringelse på tilnærmet 41%, som antyder at skatten er vridende. Basert på fremtidsregnskapet ble det gjennomført en fundamental verdivurdering ved bruk av egenkapital- og selskapsmetoden, som etter en skjønsmessig korrigering resulterte i et verdiestimat på 107,22 kr per aksje. Sensitivitetsanalysen viste at det forelå stor usikkerhet tilknyttet våre estimer, så det ble supplert med en komparativ verdivurdering der verdiestimatet ble på 145,81 kr per aksje. Videre antydte ytterligere drøftelser at markedet undervurderer aksjen til Grieg Seafood.

Vårt endelige verdiestimat for Grieg Seafood sin aksje endte på 111,81 kr per aksje. Basert på børskurs den 31.12.2022 på 78,60 kr ble det dermed gitt en kjøpsanbefaling som vår handlingsstrategi.

## Forord

Denne masteroppgaven markerer avslutningen på vår mastergrad i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Arbeidet er gjennomført våren 2023 og oppgaven utgjør 30 studiepoeng av vår mastergrad. I utredningen har vi utarbeidet en verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Grieg Seafood ASA. Tema for oppgaven er valgt på bakgrunn av en delt interesse og nysgjerrighet for den norske oppdrettsbransjen og effektene av grunnrenteskatt på havbruk.

Arbeidet har vært omfattende, med både oppturer og nedturer. Utredningen er basert på rammeverket fra masterkurset “Verdivurdering” som holdes av professor Kjell Henry Knivsflå ved Norges Handelshøyskole. Ingen av forfatterne har hatt kurset tidligere og vi har derfor måtte tilegnet oss kunnskap underveis. Alt tatt i betraktning har det vært en svært lærerik prosess, hvor vi sitter igjen med verdifull kunnskap og erfaring som vil komme godt med i arbeidslivet.

Vi vil rette en takk til vår veileder, Are Oust, som har kommet med gode innspill og konstruktive tilbakemeldinger til oppgaven i løpet av skriveprosessen.

Til slutt ønsker vi å takke medstudenter, venner og familie, som har kommet med nyttige råd, oppmuntrende ord og god støtte gjennom semesteret. Dette settes stor pris på.

Norges Handelshøyskole

Bergen, juni 2023

---

Solveig Marie Stendal Byrknes

---

Sigrid Amundsen Kjepso

---

# Innholdsfortegnelse

<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>2</b>
<b>FORORD</b> .....	<b>3</b>
<b>INNHALDSFORTEGNELSE</b> .....	<b>4</b>
<b>1. INNLEDNING</b> .....	<b>12</b>
1.1 MOTIVASJON .....	12
1.2 PROBLEMSTILLING .....	12
1.3 AVGRENSNING .....	13
1.4 STRUKTUR .....	13
<b>2. PRESENTASJON AV OPPDRETTNÆRINGEN OG GRIEG SEAFOOD</b> .....	<b>15</b>
2.1 DEN NORSKE OPPDRETTNÆRINGEN .....	15
2.1.1 <i>Historien bak lakseeventyret</i> .....	15
2.1.2 <i>Oppdrettsnæringen i dag</i> .....	17
2.1.3 <i>Verdikjede</i> .....	19
2.1.4 <i>Prisdannelse og utvikling</i> .....	21
2.1.5 <i>Kostnadsdrivere</i> .....	22
2.2 GRUNNRENTESKATT .....	27
2.2.1 <i>Bakgrunn for grunnrenteskatt</i> .....	27
2.2.2 <i>Utforming av skatten</i> .....	29
2.2.3 <i>Oppsummering og fremtidig påvirkning</i> .....	30
2.3 GRIEG SEAFOOD .....	31
2.3.1 <i>Historisk utvikling</i> .....	32
2.3.2 <i>Organisasjon og eierstruktur</i> .....	32
2.3.3 <i>Strategi og visjon</i> .....	35



---

2.3.4	<i>Verdikjede</i> .....	36
2.3.5	<i>Bærekraft</i> .....	37
2.3.6	<i>Finansiering og utbyttepolitikk</i> .....	39
2.3.7	<i>Aksjonærforhold</i> .....	39
2.3.8	<i>Finansiell utvikling</i> .....	40
2.3.9	<i>Aksjekurs</i> .....	41
2.4	KOMPARATIVE VIRKSOMHETER.....	43
2.4.1	<i>Mowi ASA</i> .....	43
2.4.2	<i>Lerøy Seafood Group ASA</i> .....	44
2.4.3	<i>SalMar ASA</i> .....	45
2.5	GRIEG SEAFOOD I FORHOLD TIL BRANSJEUTVALGET .....	46
<b>3.</b>	<b>VALG AV VERDSETTELSESMETODE</b> .....	<b>49</b>
3.1	OVERSIKT OVER ULIKE VERDSETTELSESMETODER .....	49
3.1.1	<i>Fundamental verdivurdering</i> .....	49
3.1.2	<i>Komparativ verdivurdering</i> .....	51
3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdivurdering</i> .....	52
3.2	VALG AV METODE .....	53
3.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING .....	55
<b>4.</b>	<b>STRATEGISK ANALYSE</b> .....	<b>58</b>
4.1	PESTEL-ANALYSE.....	58
4.1.1	<i>Politiske faktorer</i> .....	59
4.1.2	<i>Økonomiske faktorer</i> .....	63
4.1.3	<i>Sosiokulturelle faktorer</i> .....	65
4.1.4	<i>Teknologiske faktorer</i> .....	66

---

4.1.5	<i>Miljømessige faktorer</i> .....	67
4.1.6	<i>Juridiske faktorer</i> .....	70
4.1.7	<i>Oppsummering av PESTEL</i> .....	71
4.2	PORTERS FEM KONKURRANSEKREFTER .....	72
4.2.1	<i>Trussel fra nyetableringer</i> .....	73
4.2.2	<i>Kunders forhandlingsmakt</i> .....	74
4.2.3	<i>Trussel fra substitutter</i> .....	75
4.2.4	<i>Leverandørens forhandlingsmakt</i> .....	76
4.2.5	<i>Intern rivalisering</i> .....	77
4.2.6	<i>Oppsummering av Porters fem konkurransekrefier</i> .....	78
4.3	VRIO-ANALYSE.....	79
4.3.1	<i>Lokasjon</i> .....	80
4.3.2	<i>Helintegrert verdikjede</i> .....	81
4.3.3	<i>Precision Farming</i> .....	82
4.3.4	<i>Blue Farm</i> .....	84
4.3.5	<i>Oppsummering</i> .....	84
4.4	SWOT-ANALYSE .....	85
<b>5.</b>	<b>REGNSKAPSANALYSE .....</b>	<b>88</b>
5.1	PRAKTISKE VALG.....	88
5.1.1	<i>Valg av analysenivå</i> .....	88
5.1.2	<i>Valg av analyseperiode</i> .....	89
5.1.3	<i>Valg av komparative selskap</i> .....	89
5.2	PRESENTASJON AV HISTORISKE TALL .....	90
5.3	OMGRUPPERING FOR ANALYSE .....	92

---

5.3.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i> .....	92
5.3.2	<i>Omgruppering av balansen</i> .....	102
5.3.3	<i>Omgruppering av kontantstrøm</i> .....	108
5.4	ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL.....	109
5.4.1	<i>Målefeil</i> .....	109
5.4.2	<i>Justering</i> .....	111
5.5	OMGRUPPERT OG JUSTERT REGNSKAP FOR GRIEG SEAFOOD.....	112
5.6	OMGRUPPERT OG JUSTERT REGNSKAP FOR BRANSJEN.....	114
5.7	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLENE.....	116
<b>6.</b>	<b>ANALYSE AV RISIKO</b> .....	<b>118</b>
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO / LIKVIDITETSANALYSE.....	118
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i> .....	118
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i> .....	120
6.1.3	<i>Finansiell gjeldsdekningsgrad</i> .....	121
6.1.4	<i>Rentedekningsgrad</i> .....	122
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO / SOLIDITETSANALYSE.....	124
6.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i> .....	124
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i> .....	125
6.2.3	<i>Kapitalstruktur</i> .....	127
6.3	OPPSUMMERING - SYNTETISK RATING.....	129
<b>7.</b>	<b>HISTORISK AVKASTNINGSKRAV</b> .....	<b>132</b>
7.1	GENERELT OM AVKASTNINGSKRAV.....	132
7.1.1	<i>Avkastning til totalkapitalen – WACC</i> .....	132
7.2	EGENKAPITALKRAV.....	134

---

7.2.1	<i>Avkastningen til egenkapitalen – Kapitalverdimodellen</i> .....	134
7.2.2	<i>Risikofri rente</i> .....	135
7.2.3	<i>Egenkapitalbeta</i> .....	136
7.2.4	<i>Markedets risikopremie</i> .....	139
7.2.5	<i>Andre premier</i> .....	141
7.3	FINANSIELLE KRAV .....	142
7.3.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i> .....	142
7.3.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i> .....	144
7.3.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i> .....	146
7.3.4	<i>Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta</i> .....	147
7.4	EGENKAPITAL-, MINORITET-, OG SELSKAPSKRAV .....	149
7.4.1	<i>Egenkapital- og minoritetskrav</i> .....	149
7.4.2	<i>Netto driftskrav</i> .....	149
7.4.3	<i>Sysselsatt kapitalkrav</i> .....	150
7.5	OVERSIKT OVER GRIEG SEAFOOD SINE AVKASTNINGSKRAV .....	151
<b>8.</b>	<b>STRATEGISK LØNNSOMHETSANALYSE .....</b>	<b>152</b>
8.1	SUPERRENTABILITET TIL EGENKAPITALEN .....	153
8.2	STRATEGISK DRIFTSFORDEL .....	156
8.2.1	<i>Bransjefordel</i> .....	157
8.2.2	<i>Ressursfordel</i> .....	159
8.2.3	<i>Gearingfordel</i> .....	164
8.2.4	<i>Oppsummering av driftsfordel</i> .....	165
8.3	FINANSIERINGSFORDEL .....	166
8.3.1	<i>Netto finansiell gjeld</i> .....	167

---

8.3.2	<i>Minoritetsinteresser</i> .....	169
8.4	OPPSUMMERING AV GRIEG SEAFOOD SIN STRATEGISKE EIERFORDEL .....	170
<b>9.</b>	<b>FREMTIDSREGNSKAP</b> .....	<b>171</b>
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP .....	171
9.2	VALG AV BUDSJETTHORISONT .....	172
9.3	VALG AV BUDSJETTDRIVERE OG BUDSJETTMODELL .....	173
9.4	VEKSTANALYSE OG BUDSJETTERING AV FREMTIDIG KONTANTSTRØM .....	174
9.4.1	<i>Driftsinntekter</i> .....	175
9.4.2	<i>Produksjonskostnader</i> .....	180
9.4.3	<i>Avskrivninger</i> .....	183
9.4.4	<i>Netto finanskostnader</i> .....	185
9.4.5	<i>Investeringer</i> .....	186
9.4.6	<i>Arbeidskapital</i> .....	188
9.5	FREMTIDIG KONTANTSTRØM .....	190
9.5.1	<i>Grunnrenteskattepliktig inntekt</i> .....	190
9.5.2	<i>Fremtidig fri kontantstrøm til totalkapitalen med og uten grunnrenteskatt</i> .....	191
9.6	VIDERE BUDSJETTERING TIL RESULTAT OG BALANSE .....	193
9.6.1	<i>Netto driftseiendeler</i> .....	194
9.6.2	<i>Netto finansiell gjeld</i> .....	195
9.6.3	<i>Minoritetsinteresser</i> .....	197
9.6.4	<i>Netto minoritetsresultat</i> .....	198
9.7	PRESENTASJON AV FREMTIDSREGNSKAP .....	198
9.7.1	<i>Fremtidsresultat</i> .....	199
9.7.2	<i>Fremtidsbalanse</i> .....	199

---

9.7.3	<i>Omgruppert fremtidig fri kontantstrøm</i> .....	200
<b>10.</b>	<b>FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL</b> .....	<b>201</b>
10.1	KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET .....	201
10.1.1	<i>Estimat av risikofri rente</i> .....	201
10.1.2	<i>Markedets risikopremie</i> .....	203
10.1.3	<i>Likviditetspremie</i> .....	204
10.1.4	<i>Egenkapitalbeta</i> .....	204
10.1.5	<i>Estimert egenkapitalkrav</i> .....	205
10.2	FINANSIELLE KRAV.....	206
10.2.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i> .....	206
10.2.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i> .....	206
10.2.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i> .....	207
10.3	SELKAPSKRAV .....	207
10.4	FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL.....	208
10.5	OPPSUMMERING .....	209
<b>11.</b>	<b>FUNDAMENTAL OG KOMPARATIV VERDIVURDERING</b> .....	<b>210</b>
11.1	EGENKAPITALMETODEN .....	211
11.2	SELKAPSKAPITALMETODEN.....	213
11.3	FØRSTE VERDIESTIMAT.....	215
11.3.1	<i>Egenkapitalmetoden</i> .....	215
11.3.2	<i>Sysselsatt kapital-metoden</i> .....	216
11.3.3	<i>Netto driftskapital-metoden</i> .....	218
11.3.4	<i>Oppsummering av første verdiestimat</i> .....	219
11.4	ANALYSE AV USIKKERHET.....	220

---

11.4.1	<i>Konkursrisiko</i> .....	221
11.4.2	<i>Sensitivitetsanalyse</i> .....	222
11.4.3	<i>Oppsummering av usikkerhet</i> .....	229
11.5	KOMPARATIV VERDIVURDERING .....	230
11.5.1	<i>Pris/bok-multippel</i> .....	231
11.5.2	<i>Pris/fortjeneste-multippel</i> .....	233
11.5.3	<i>EV/EBITDA</i> .....	234
11.5.4	<i>EV/EBIT</i> .....	235
11.5.5	<i>EV/kg</i> .....	236
11.5.6	<i>Oppsummering av komparativt verdiestimat</i> .....	237
<b>12.</b>	<b>DRØFTELSE AV ANALYSERESULTATENE</b> .....	<b>239</b>
12.1	DISKUSJON AV RESULTATER .....	239
12.2	SVAKHETER VED ANALYSEN .....	242
12.3	ENDELIG VERDIESTIMAT .....	244
12.4	SKATTETILPASNING.....	245
<b>13.</b>	<b>KONKLUSJON OG HANDLINGSSTRATEGI</b> .....	<b>247</b>
13.1	KONKLUSJON .....	247
13.2	HANDLINGSSTRATEGI .....	250
	<b>LITTERATURLISTE</b> .....	<b>252</b>
	<b>LISTE OVER FIGURER</b> .....	<b>272</b>
	<b>LISTE OVER TABELLER</b> .....	<b>275</b>
	<b>LISTE OVER FORMLER</b> .....	<b>286</b>

# 1. Innledning

## 1.1 Motivasjon

Oppdrettsnæringen sin betydning for norsk økonomi, sett sammen med behovet for miljømessige endringer og innføring av en ny grunnrenteskatt, har økt vår interesse for oppdrettsbransjen og er bakgrunnen for valget om å verdsette et oppdrettsselskap. Grieg Seafood ASA er blant de største oppdrettsselskapene på verdensbasis, men er i Norge kjent som en mindre aktør, som belyser den betydelige størrelsen på bransjen i Norge. Valget falt på Grieg Seafood da vi fant det spennende å undersøke hvordan et av de mindre selskapene posisjonerer seg i en ressurssterk bransje med dominerende aktører som Mowi, SalMar og Lerøy. Historien til selskapet er preget av store utfordringer tilknyttet hyppige sykdomsutbrudd og andre biologiske utfordringer, men selskapet har de siste årene klart å oppnå en sterkt, stigende trend ved å fokusere på bærekraftige løsninger og fiskevelferd. Grieg Seafood sin aksjeverdi har imidlertid tilsynelatende vært mer sensitiv overfor svingninger i markedet, samtidig som markedet over tid har priset Grieg Seafood lavere enn bransjen, og vi ønsker å identifisere årsaker til at markedet er av denne oppfatning og hva som skiller de komparative selskapene fra Grieg Seafood. Bransjen som helhet står også overfor store endringer med innføring av grunnrenteskatt og strengere regulering i henhold til bærekraftig utvikling, så vi synes også det er interessant å kunne utforske hvilken innvirkning disse endringene vil ha på Grieg Seafood sin verdi.

## 1.2 Problemstilling

Målsettingen med denne masterutredningen å estimere verdien på egenkapitalen til Grieg Seafood ASA per 31.12.2022. Ved hjelp av en fundamental og en komparativ verdivurdering skal vi komme frem til et endelig verdiestimat for Grieg Seafood ASA sin egenkapital og tilhørende aksjeverdi per 31.12.2022. Avslutningsvis skal vi gi en anbefaling om hvorvidt aksjen bør holdes, selges eller kjøpes. Dette resulterer i følgende problemstilling:

*“Hva er verdien av Grieg Seafood sin aksje per 31.12.2022?”*



---

## 1.3 Avgrensning

Denne masterutredningen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon fra perioden 2015 til 2023, og verdien av analysen er per 31.12.2022. Oppgaven er bygget opp etter professor Kjell Henry Knivsflå sitt forelesningskurs “Verdivurdering med regnskapsanalyse” ved Norges Handelshøyskole, som i store trekk er bygget opp etter boken til Stephen H. Penman (2013) *“Financial Statement Analysis and Security Valuation”*. Ved å basere oss på dette rammeverket erkjenner vi at det kan foreligge andre verdivurderingsmetoder og teknikker som kunne påvirket våre endelige vurderinger. Verdsettelsen av Grieg Seafood består av tre hoveddeler som utgjør strategisk analyse, regnskapsanalyse og til slutt selve verdivurderingen bestående av en fundamental og en komparativ verdivurdering.

Regnskapstallene er basert på årsrapporter i perioden 2016 til 2022. Vi har ikke fått tilgang til noen selskapsespesifikk informasjon, annet enn det som allerede er offentlig tilgjengelig og har heller ikke inkludert kvartalsrapporter fra 2023. Ved å begrense datagrunnlaget til offentlig informasjon erkjenner vi at det kan foreligge intern informasjon som kan påvirke våre konklusjoner og anbefalinger. Videre er verdsettelsen gjennomført på et konsernnivå, hvilket betyr at det ikke er gjennomført direkte analyser av datterselskapene.

I valg av komparative selskaper har vi begrenset det til norske, børsnoterte selskaper. Mowi ASA, som er ett av de komparative selskapene, euro som funksjonell valuta. Dette kan påvirke nøyaktigheten ved konvertering til norske kroner i bransjeregnskapet. 25.mai ble det foreslått en grunnrenteskatt på 25%, den nye satsen har vi ikke hensyntatt i vår oppgave ettersom den ble kunngjort dager før innlevering. Vi baserer derfor denne oppgaven på regjeringens forslag i mars som var på 35%.

## 1.4 Struktur

Del én omfatter kapittel 2 til 4. I kapittel 2 presenterer vi Grieg Seafood, bransjen de opererer i, og et bransjesnitt som er et utvalg av selskaper som vil representere sammenligningsgrunnlaget. Videre presenteres også den nye grunnrenteskatten som innføres fra og med inntektsåret 2023. Informasjonen vil danne grunnlaget for den strategiske analysen i kapittel 4. I kapittel 3 presenterer vi hvilke verdsettelsesteknikker vi skal anvende i vår oppgave.

Del to består av regnskapsanalysen og omfatter kapitlene 5 til og med 8. I kapittel 5 omgrupperes og justeres regnskapstallene for Grieg Seafood og de komparative selskapene i analyseperioden. Kapittel 5 danner beregningsgrunnlaget for de neste kapitlene i regnskapsanalysen. Videre i kapittel 6 foretar vi en syntetisk risikoanalyse som inngår i beregningen av historiske avkastningskrav i kapittel 7, som er målestokken for lønnsomhetsanalysen i kapittel 8.

Del tre er selve verdsettelsen og her inngår kapitlene 9 til 12. I kapittel 9 utarbeider vi fremtidsregnskapet som danner grunnlaget for verdsettelsen. Videre i kapittel 10 beregner vi fremtidskrav som skal brukes til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer, før vi i kapittel 11 foretar den fundamentale verdsettelsen og komparative verdsettelsen sammen med en usikkerhetsanalyse. Etter kapittel 11 skal vi drøfte analyseresultatene vi har kommet frem til i kapittel 12.

De to verdiestimatene vektet sammen til et endelig verdiestimat for egenkapitalen til Grieg Seafood i kapittel 12, før vi i kapittel 13 avslutningsvis bruker denne informasjonen til å utarbeide en handlingsstrategi for aksjen.

---

## 2. Presentasjon av oppdrettsbransjen og Grieg Seafood

En grundig verdivurdering av et selskap krever en omfattende forståelse av både de eksterne og interne faktorene som påvirker selskapets verdi. I dette kapitlet skal vi først gjennomføre en bransjeanalyse for å få et overblikk over verdidriverne i oppdrettsbransjen. Før vi videre skal introdusere den nye grunnrenteskatten som havbruksnæringen blir pålagt fra og med inntektsåret 2023. Etter dette vil vi foreta en selskapsanalyse av Grieg Seafood for å få et overblikk over deres historie og dagens virksomhet. Før vi avslutningsvis presenterer bransjeutvalget som skal brukes som sammenligningsgrunnlag for å evaluere Grieg Seafood sin posisjon i bransjen.

### 2.1 Den norske oppdrettsnæringen

I løpet av de siste tiårene har de Norske oppdrettsselskapene etablert seg som verdensledende eksportør av atlantisk laks og har vokst seg til å bli Norges mest betydelige eksportbransje etter oljesektoren. Oppdrett har bidratt til økonomisk velstand i Norge og regjeringen har store mål om at bransjen skal mangedobles i årene fremover (*Regjeringen, 2015*). Imidlertid kreves det endringer for å oppnå disse målene. Gjennom flere tiår har næringen stått for betydelige mengder utslipp av kjemikalier og antibiotika, og det har vært et økende behov for strengere reguleringer og bærekraftige praksiser. Overskuddene i næringen har hatt en fremtredende vekst, der flere av Norges rikeste kommer fra havbruksnæringen. Et havbruksskatteutvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon i september 2018 har derfor vurdert at det både er rom og behov for en grunnrenteskatt som skal gi tilbake til fellesskapet og dempe miljøavtrykket (*NOU 2019:18*). Regjeringen innførte på bakgrunn av dette en grunnrenteskatt høsten 2022, med virkning fra og med inntektsåret 2023.

#### 2.1.1 Historien bak lakseeventyret

Oppdrett av laks i merder begynte på 1960-tallet da Mowi, et lite selskap, begynte å føre opp laks i en inngjerdet vik i Tveitevågen på Askøy (*Sætre & Østli, 2021*). Samtidig satte fiskerne Sivert og Ove Grøntvedt laks i havet, ved hjelp av et nett som var festet til flytende bøyer, og slaktet i 1971 Norges første oppdrettslaks (*Misund, 2023*). Ideen om oppdrettslaks stammer imidlertid fra flere hold. Brødrene Vik i Sykkylven begynte før dette å tilvenne regnbueørret

til sjøvann og enda tidligere drev Mowinckel, som navnet Mowi stammer fra, med laks i avstengte poller på bryggen i Bergen (*Sætre & Østli, 2021*).

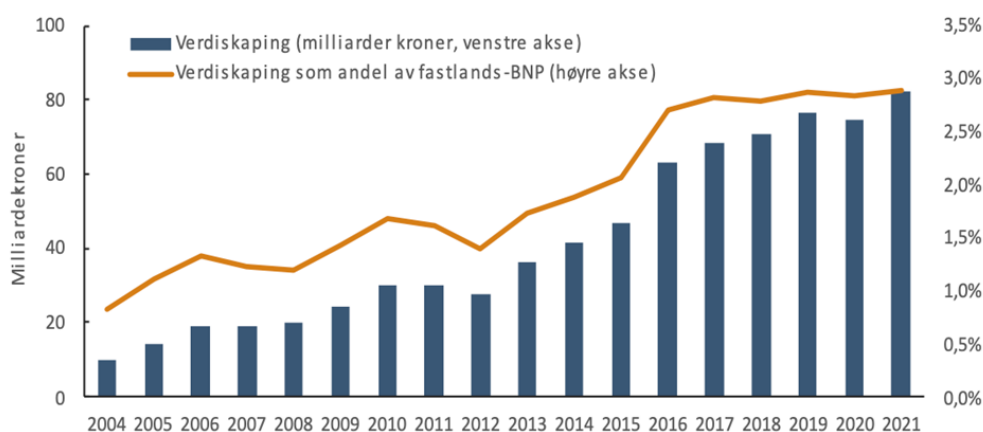
Nyheten om brødrene Grøntvedt sin suksess med fisk i merder inspirerte flere til å rette synet mot mulighetene langs kysten. Trygve Gjerdrum som er en av pionerene i den norske oppdrettsbransjen, skulle opprinnelig drive med sau. Han studerte og fordypet seg på avling av saueull på 60-tallet, da hans professor Harald Skjervold luftet ideen om at de måtte ta del i den nyskapende bransjen langs kysten ved å teste ut prinsippene om husdyravl på laks (*Sætre & Østli, 2021*).

Forskerne samlet inn rogn fra en rekke ulike elver og observerte de forskjellige egenskapene til de ulike laksesortene. Den første generasjonen av laks oppførte seg som villaks, og forskerne stod overfor problemer knyttet til å temme villfisk og bekjempe kannibalisme som oppstod mellom de ulike laksesortene. For å finne den mest egnede fisken begynte oppdretterne og forskerne å samarbeide, der oppdretterne sendte smolt (unge laksefisk) til forskningsstasjonen. Disse fiskene viste seg å være roligere enn villaksen, samtidig som de vokste raskere. Forskerne begynte med en intensiv selekteringsprosess med fokus på vekst, og allerede etter andre generasjon med laks oppnådde en imponerende vekstrate (*Sætre & Østli, 2021*). Forskerne innså av avlsarbeid også kunne gjøres med laks og gjennombruddet var begynnelsen på et verdiskapende lakseeventyr.

I 1973 kom oppdrettsloven og næringen ble konsesjonsbelagt. Utdelingen av konsesjoner ble opprinnelig brukt som et politisk virkemiddel for å styrke kystsamfunnene, og det ble kun delt ut én tillatelse per aktør som hadde lokal tilhørighet og en lokalitet (*NOU 2019:18*). Det ble senere på 80-tallet utstedt nye konsesjoner, som gjorde at produksjonen økte og ordinært fiske av villfisk stagnerte (*Misund, 2023*).

I 1991 møtte bransjen imidlertid på utfordringer. Markedet var mettet på oppdrettslaks og lakseprisene falt, samtidig som realrenten økte. Dette medførte at flere oppdrettselskaper var nær konkurs og som følger ble det foretatt en endring i oppdrettsloven i 1991. Aktørene kunne nå få tildelt flere konsesjoner og vilkåret om lokal tilhørighet ble lempet. Dette førte til at en stor reorganisering der flere kjøpte opp sine naboselskaper fant sted (*Hovland et al., 2014*). Fra 1990 og fram til i dag har næringen opplevd et markant fall i antall aktører. Fra å ha nær 1000 aktører i markedet, har antallet blitt redusert til rundt 150 de siste årene (*Misund, 2023*).

Fra 1992 har næringen vært preget av jevn vekst som følge av teknologisk utvikling og produktivetsforbedringer, samtidig som det har vært en global stigende etterspørsel. De siste 15 årene har det blitt innført nye reguleringer, førkvoter, større hensyn til bærekraft, fiskehelse og miljø som har ført til noe stagnering i produksjonsveksten. Problemer som lakselus, rømlinger og sykdom skaper også utfordringer for aktørene. Likevel stiger lønnsomheten og prisene for oppdrettsfisk, og verdiskapingen per årsverk har hatt en stabil vekst (*NOU 2019:18*). Den totale verdiskapingen fra havbruk inklusive ringvirkninger var på omtrent 120 milliarder kroner i 2021 og er det beste året hittil i den norske oppdrettshistorien (*Robertsen et al., 2023*). Figur 2-1 viser brutto verdiskaping fra havbruk i perioden 2004-2021.



**Figur 2-1:** Utvikling av brutto verdiskaping fra havbruk (ekskl. ringvirkninger) og dens andel av BNP for Norge i perioden 2004-2021 (*Robertsen et al., 2023*).

### 2.1.2 Oppdrettsnæringen i dag

Norge har utviklet seg til å bli verdens største produsent av oppdrettslaks, med den mest avanserte produksjonsteknologien på markedet (*NOU 2019:18*). I 2022 passerte lakseeksporten 100 milliarder kroner for første gang, som viser at oppdrettslaksen er en robust handelsvare selv i usikre tider (*Norges Sjømatråd, 2023c*). Det finnes flere arter innenfor lakseoppdrett, men de vanligste i norsk havbruk er laks, sjørøye og andre typer ørret. Atlantisk laks er den viktigste arten og det er den som dominerer markedet. Det er vanligvis denne arten som er referert til ved benevnelsen laks eller oppdrettslaks.

Selv om nordmenn spiser mye laks, eksporteres hele 95% av fisken ut av landet (*NOU 2019:18*). I 2018 stod Norge for nærmere 52% av hele verdensproduksjonen, der Chile er den nest største eksportøren med omtrent en fjerdedel av produksjonen (*NOU 2019:18*). Nedover listen over store eksportland finner vi også Storbritannia, Canada og Færøyene. Laksen trives best i kaldere vann med gode strømningsforhold og gunstige naturlige forhold er avgjørende for å kunne drive med oppdrett.

Laks omsettes hovedsakelig fersk og derfor styrer leveringstiden og transportkostnadene valg av mulige eksportdestinasjoner. Flere av de viktigste markedene for oppdrettslaks er i Europa, der Frankrike, Polen og Tyskland var de som imponerte mest norsk laks i 2017. Flere land importerer også den norske oppdrettslaksen for å videreselge den til andre land (*Statistisk Sentralbyrå, 2017*). En del fisk distribueres også med flyfrakt over lengre avstander, til blant annet Japan og USA. Flyfrakt får derimot mye kritikk for sitt store klimaavtrykk, i tillegg til at kostnadene er noe høyere enn ved bruk av hav- og veitransport (*Bøhren, 2021*).

Flere av selskapene som står bak denne omfattende produksjonen er børsnotert på Oslo Børs. De ti største oppdrettsselskapene i Norge, som blant annet inkluderer Mowi, Lerøy Seafood, SalMar og Grieg Seafood har en samlet kapasitet som utgjør 70% av den totale produksjonen i Norge (*Misund, 2023*). Disse selskapene bidrar med tusenvis av arbeidsplasser langs kystområdene til både ansatte, leverandører og samarbeidspartnere (*Hovland et al., 2014*). Gjennom Havbruksfondet tjener også oppdrettskommunene på oppdrett, ved at de får tildelt en prosentandel på salget av havbrukskonsensjoner (*NOU 2019:18*).

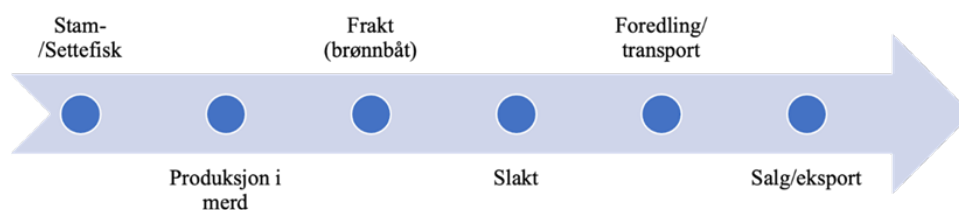
I tabell 2-1 er en oversikt over de seks største havbruksselskapene på Oslo Børs i 2023 og deres tilhørende markedsverdi oppgitt i milliarder kroner:

Selskap	Markedsverdi i mrd. kr.
Mowi	90,91
Salmar	62,99
Bakkafrost	36,52
Lerøy Seafood Group	32,65
Austevoll Seafood	19,47
Grieg Seafood	8,33

**Tabell 2-1:** De seks største havbruksselskapene på Oslo Børs per 20.februar 2023  
(Oslo Børs, 2023a)

### 2.1.3 Verdikjede

Verdikjeden i fiskeoppdrett består av stamfisk, settefiskproduksjon, matfiskproduksjon, slakt, salg og distribusjon. Med andre ord følger verdikjeden livssyklusen til fisken, som går over 2-3 år. Videre kan verdikjeden deles inn i tre faser: fasen på land, sjøfasen og salg og distribusjon. Mange av de største aktørene står selv bak de ulike leddene i verdikjeden. Det karakteriseres som vertikal integrasjon, hvor selskapene kontrollerer alle egenskapene ved sine produkter (NOU 2019:18). Figur 2-2 viser en illustrasjon over denne prosessen.



**Figur 2-2:** Verdikjeden til akvakultur (fritt etter NOU 2019:18).

Første fase av oppdrettsprosessen starter med å styrke stamfisken («foreldrefisken»), som produserer henholdsvis rogn og melke. Deretter blandes rogn sammen med melke for å befrukte eggene. Videre legges eggene i klekkeri for å klekkes. På dette stadiet handler det om å ha gunstige forhold for å kunne produsere fin smolt. Forholdene og temperaturen på vannet bør være nærme laksen sin toleransegrense på 18 grader, for raskest mulig vekst. Det krever derimot mye kunnskap og tilstedeværelse fra ansatte, samtidig som det skaper unødvendig stress for fisken. Normalt vil vannet ha 12-13 grader. Når eggene har klekket og blitt til plommeseekkyngel, overlever fisken på egen føde fra plommesekken i noen uker (*Bjerkestrand et al., 2013*).

Når plommesekken nærmer seg tom for næringen, flyttes yngelen over i fiskekar for å tilvennes tørrfôr. Der skal den være til den har vokst til ønsket størrelse, normalt mellom åtte til 18 måneder, og blitt til smolt. Da er den klar for å settes i sjøvann. Denne perioden kalles for smoltifisering. På dette tidspunktet veier smolten rundt 100 gram (*NOU 2019:18*). De siste årene har selskapene på bakgrunn av biologiske utfordringer økt vekten på smolt til 200-250 gram. Dette gjør at fisken kan få en redusert tid i sjøfasen og minske påvirkningen av faremomenter i merdene (*EY, 2022*).

Neste fase foregår i sjøen. Ved hjelp av spesialfartøy som brønnbåter fraktes smolten fra settefiskanleggene til merdene. Merdene består av store notposer som fisken står i, der det er krav om fisketettheten, altså hvor mye plass hver fisk skal ha i gjennomsnitt. I denne fasen skal laksen føres opp til den er klar for slakt. Det er viktig å ha god kontroll på føringen, for å sikre at fisken spiser nok. De fleste aktørene har tilvekstoperatører som følger med for å unngå uheldige hendelser. Etter ett til to år i sjøen har fisken oppnådd en slakteklar vekt på 4-6 kg. Da klassifiseres den som matfisk, og vil transporteres med brønnbåter til slakteri eller midlertidige ventemerder. På land blir fisken blogget og sløyd, delt inn og sortert etter kvalitet, før den bearbeides til ulike typer salgsprodukter (*Bjerkestrand et al., 2013*).

Den siste fasen i verdikjeden er foredling og distribuering av produkter gjennom salg og eksport. Flere av oppdrettsselskapene har egne eksport- og salgavdelinger integrert i verdikjeden sin (*NOU 2019:18*). Hel fisk og bearbeidede produkter, både frossen og fersk, fraktes til nasjonalt og globalt marked. En viktig del i denne avdelingen er gode kunderelasjoner, for aktørene får ofte besøk av de største kundene som vil se anleggene og hvordan prosessene foregår (*Bjerkestrand et al., 2013*).



---

## 2.1.4 Prisdannelse og utvikling

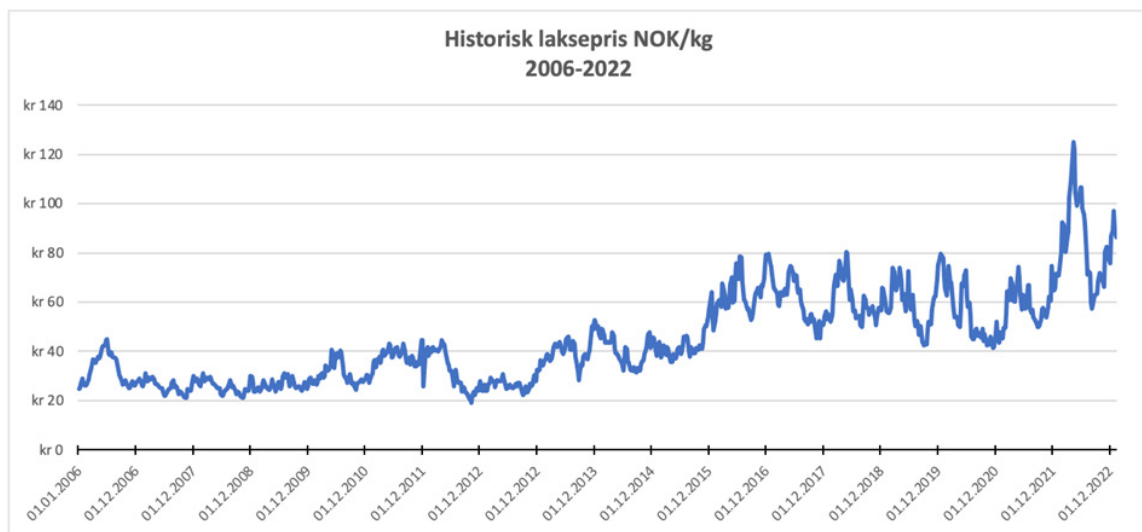
Laks omsettes hovedsakelig ferskt, selv om det også i mindre grad omsettes frossent. Det er et homogent produkt, og prisen avhenger av tilbud, tilgjengelig fisk, kvalitet og sykdom. Aktørene har en begrenset mulighet til å øke tilbudet, på grunn av arealknapphet og reguleringsbegrensninger. Samtidig konkurrerer selskapene om å selge laks i de samme markedene, ettersom mange av produsentene klarer å selge seg inn i de fleste markeder, på grunn av umettet etterspørsel (*NOU 2019:18*). Næringen fikk motvind under koronapandemien med lavere salgspriser og høyere driftskostnader. Tross av koronapandemien økte fortsatt veksten i markedet med 1,1%, som forteller at det foreligger en underliggende veksttrend (*EY, 2022*).

Selv om etterspørselen er høy, er lakseprisen svært syklisk. Lang produksjonstid gjør at prisen er uelastisk på kort sikt. I kraft av gunstige temperaturer i sjøen om sommeren, hvor fisken oppnår raskere tilvekst, høstes det mest fisk på høsten. Dette gjør at prisen er lavere på høsten i forhold til våren (*Mowi, 2019a*). Lakseprisen påvirkes også av pris på fiskens substitutter, som for eksempel produkter av kjøtt. Brå endringer på kjøttprisene kan ha en stor effekt på laksens salgpris. Prisen vil videre påvirker lønnsomheten i bransjen. Fremtidige investeringer og produksjonsprosessen avhenger av stabile priser og profitt over tid. Det kan dermed være vanskelig for aktørene å tilpasse seg det fluktuerende prisnivået på kort sikt (*NOU 2019:18*).

Oppdrettsfisken selges i dag enten i spotmarkedet eller gjennom fastprisavtaler. Før 2006 var det store svingninger i laksepriser. På midten av 80-tallet var lakseprisen på rundt 70 kr per kg, mens den på midten av 90-tallet var nede i 25 kr per kg, og videre ned på 20 kr per kg på starten av 2000-tallet (*Berge, 2022*). Siden 2006 har realprisen økt med nærmere 50% (*NOU 2019:18*). Produksjonsvolumet har stagnert selv om prisene har økt. I løpet av 2016 stagnerte det globale produksjonsvolumet mer enn tidligere, og det skjedde et stort skifte i prisen. Før skiftet lå lakseprisene i gjennomsnitt på 35 kr per kg, etter skifte økte den til 60 kr per kg.

Prisen har holdt seg stabil på det nye gjennomsnittsnivået frem til 2022 (*EY, 2022*). I 2022 har snittprisen ligget på over 80 kr per kg. Et slikt nivå har ikke oppdrettsnæringen sett siden midt på 80-tallet (*Berge, 2022*). Ifølge Fish Pool, spotmarkedet for laks, var gjennomsnittsprisen på 83,13 kr per kg i 2022. Dette er opp over 42% fra 58,26 kr per kg i 2021 og nesten 50% fra 55,48 kr per kg i 2020. Dagens spotpris ligger rundt 90 kr per kg (*Fish Pool, 2023*). Prisen på

laks viser seg å være mer volatil fra uke til uke nå enn før. Figur 2-3 viser utvikling av laksepriser i perioden 2006-2022.



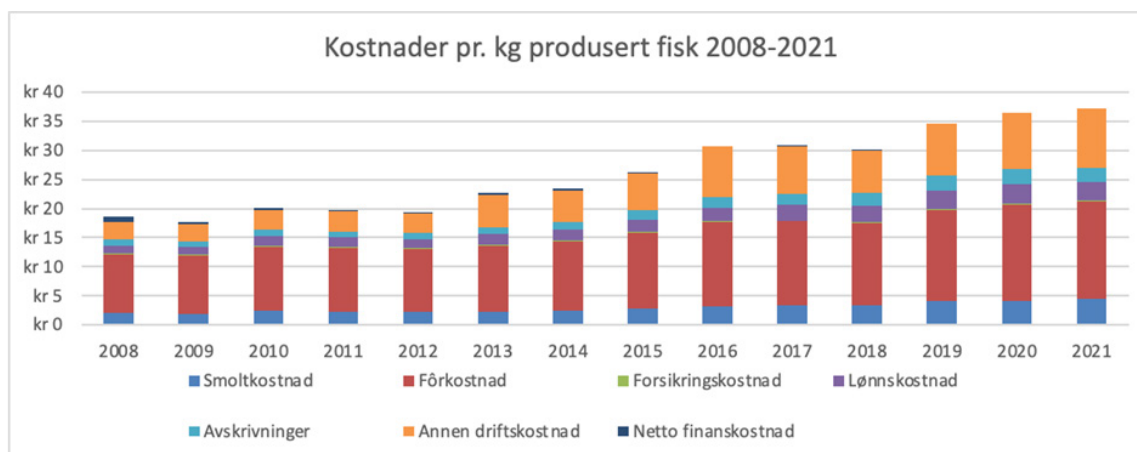
**Figur 2-3:** Utvikling av laksepriser i perioden 2006-2022, tall hentet fra Fish Pool (Fish Pool, 2023).

### 2.1.5 Kostnadsdrivere

Kostnadsdrivere er faktorer og parametere som spiller inn for hvor mye produksjonen én kilo laks koster. Frem til 1990-tallet var produksjonskostnaden synkende på grunn av teknologiske utviklinger. Siden 2005 har disse kostnadene vært økende og det skyldes flere forhold (NOU 2019:18). For oppdrettsnæringen oppstår det utgifter som vil være basert på interne valg, men også kostnader fra eksterne påvirkning. De største interne driverne knytter seg til fôr, smolt og lønn. Disse kostnadene er vanskelig å unngå dersom man ønsker økt lønnsomhet og verdiskaping på sikt. Strenge reguleringer og krav om høye standarder fra myndighetene kan ha betydning for kostnadene som aktørene også må ta hensyn til (Iversen et al., 2016).

Kostnadene varierer mellom selskapene og regionene. Laksen vokser i ulikt tempo på grunn av temperaturforskjeller i sjøen og lokale sykdomsutbrudd. Biologiske sykdommer er en av bransjens største utfordringer, og store kostnadsandeler rettes dermed dit. I tredje kvartal i 2022 hadde Grieg Seafood problemer med parasittangrep ved en av sine lokaliteter, der de måtte slakte nærmere en million fisk. Som følger av store kostnader knyttet til biologiske problemer ble produksjonskostnadene per kg laks regnskapsført til 49,80 kr per kg (Drønen, 2022). Til sammenligning lå gjennomsnittlige norske produksjonskostnader i 2021 på 37,01

kr per kg og der de i 2008 var helt nede på 18,61 kr per kg (*Fiskeridirektoratet, 2022*), som vist i figur 2-4. Videre skal vi gå nærmere inn på hver av hoveddriverne bak bransjen sine kostnader.



**Figur 2-4:** Beregnede kostnader per kilo produsert fisk i perioden 2008-2021, figur hentet direkte fra Fiskeridirektoratet sin lønnsomhetsrapport (*Fiskeridirektoratet, 2022*).

### Fôrkostnader

Fôrkostnader er en av postene som har opplevd størst økning, og utgjør nesten halve produksjonskostnaden. Siden 2005 til 2015 har produksjonskostnaden hatt en total økning på 55%. Fôrkostnaden er et produkt av fôrprisen og fôrfaktoren. Fôrprisene avhenger av råvareprisene som videre avhenger av markedet, valuta og konkurransesituasjon mellom produsentene. Økningen i denne posten skyldes hovedsakelig økte priser på råvarene som brukes til å lage fôret. Fôrfaktoren forteller hvor mye fôr som går med til å produsere en kilo laks. Den påvirkes av faktorer som størrelsen på fisken, vanntemperatur og sykdommer (*Iversen et al., 2016*). Fôrprisene må derimot næringen ta for gitt, med mindre de starter produksjon selv. Av oppdrettsaktørene i Norge er det kun Mowi ASA som produserer eget fôr (*NOU 2019:18*).

Ingrediensene som brukes i fôret er blant annet rapsolje, fiskeolje, fiskemel og soyamel. Dersom det blir knapphet på råvarene, vil prisene øke. Prisen på de marine råvarene har blitt redusert, mens salgsprisen på de vegetabiliske råvarene har økt (*NOU 2019:18*). Mange av råvarene blir importert fra utlandet, og prisen i norske kroner vil være sensitiv for

valutaendringer. En svekket norsk krone mot amerikanske dollar har ført til at råvareprisene har økt. Råvareprisene kan også påvirkes av andre situasjoner lenger bak i leverandørkjeden. Desto lenger bak i kjeden man går, desto mer komplisert kan sammenhengene være (*Iversen et al., 2016*).

Det brukes nå mer spesialisert og dyrere fôr enn tidligere. Vekstfôr brukes for å oppnå bedre og raskere tilvekst, helsefôr brukes for at fisken skal få økt og bedret motstandsdyktighet, og medisinfôr brukes til behandling av lus. Medisinfôret koster ofte det dobbelte av vanlig fôr. Under fôrkostnader regnes også faktorer som dødelighet, biologiske sykdommer og tap ved avlusning inn. Det kan være store andeler fisk som går tapt før slakt, der det totale tapet av oppdrettslaks i sjøen i 2022 var på 58 millioner laks (*Olsen, 2023*). Dette har sammenheng med fiskevelferd og fiskehelse, og vil gå utover havbruksaktørene sin lønnsomhet. Fisk som dør senere i livssyklusen vil være et større kostnadstap for selskapet enn en yngre fisk. Dette som følge av at fisken har blitt fôret mer og brukt ressurser over en lengre periode (*Iversen et al., 2016*).

### **Smoltkostnader**

Smoltkostnader er knytt til produksjonsfasen på land, der smolten oppholdes i ferskvann frem til de er klare for å settes ut i sjøvann. Kostnaden består av smoltpris og smoltutbytte. Smoltprisen avhenger av størrelse, og smoltutbyttet er forholdet mellom vekt på slaktet fisk og smolt satt ut i sjøen. Svinn og tap av fisk har ikke bare utslag for fôrkostnadene, men også smoltkostnaden. Et økt smoltutbytte, gitt av høyere slaktevekt og redusert tap av fisk før slakt, kan gi en lavere smoltkostnad. Denne kostnadsposten har hatt en prosentvis økning på 37% i perioden fra 2005 til 2015, og utgjør den nest største kostnadsposten etter fôr (*Iversen et al., 2016*).

Økningen skyldes i stor grad bevisste og strategiske valg. Smolten har fått en høyere vekt før den settes ut i sjøen, fra en gjennomsnittsvekt på 60-100 gram til 100-200 gram. Dette øker salgsprisene på smolten, da den vil veie mer. Større smolt vil være mer motstandsdyktige og ha en redusert tid i sjøfasen, som vil øke fiskehelsen og bidra til å redusere kostnadene. Det kan også føre til økte kostnader, da arbeidet på land for den ekstra vektøkningen vil kreve mer tid og ressurser enn ved lavere vekt. Videre vil rømt fiske påvirke smoltkostnadene negativt, ved knapp tilgang og økt etterspørsel etter ny smolt (*NOU 2019:18*).

---

## Lønnskostnader

Oppdrettsnæringen er en strengt regulert bransje. Hos de fleste store aktørene står de selv for hele verdikjeden. Dette krever et høyt antall ansatte og høye krav til deres kompetanse og egenskaper. Selskapene har blitt større, de har kjøpt opp hverandre og gjennom årene gjennomført organisasjonsendringer i takt med teknologisk utvikling og hva de selv anser som riktig å gjøre. Samtidig med denne utviklingen har arbeidskraften gått over til å bli mer kapitalintensiv enn arbeidsintensiv. Det gjør at noen av disse kostnadene blir regnskapsført som “andre driftskostnader” (*Iversen et al., 2016*).

Lønnskostnaden har hatt en økning på nesten 60% på fra 2005 til 2015. Havbruksaktørene konkurrerer med olje- og offshorenæringene om arbeidskraft. Det er en viktig del av det som driver lønnskostnaden. Arbeidskraften har også betydning for de andre kostnadspostene. Økt behandling og forebygging av lus samt mer overvåking av fiskene i merdene krever økt mannskap. Samtidig som selskapene blir større, utvikler seg og iverksetter nye oppgaver, er det ikke bare økt behov for arbeidskraft innen produksjon. Det krever også større administrativ kapasitet, som driver opp lønnskostnaden (*Iversen et al., 2016*).

I 2016 var totale lønnskostnader for havbruksnæringen på nesten 4,7 milliarder kroner. En del av lønnskostnaden avhenger av lønnsveksten i samfunnet. Ved stabil produksjon vil en generell lønnsøkning gi økt lønnskostnad. En fordel for bransjen er at produksjon og arbeidskraft hovedsakelig utøves i avgiftssoner der differensiert arbeidsgiveravgift forekommer. Satsene for differensiert arbeidsgiveravgift er lavere enn den vanlige arbeidsgiveravgiften på 14,1%, og er et politisk virkemiddel for å øke antall mennesker som bosetter seg i distriktene. Satsene varierer dermed etter hvor virksomheten er lokalisert, og er følgelig lavere i distriktene enn urbane strøk. Ved å ansette i distriktene gir det en reduksjon i lønnskostnader (*NOU 2019:18*).

## Andre driftskostnader

Andre driftskostnader omfatter blant annet vedlikehold, leasing og helsekostnader. Det er under denne posten at den kanskje viktigste, men ikke den største, utviklingen har skjedd. Kostnadene har hatt en økning på over 75% inkludert inflasjon i perioden 2005 til 2015. Dette er en sekkepost for kostnader som nevnt forekommer i forbindelse med de andre kostnadspostene. Her føres kostnader til blant annet utstyr og innsatsfaktorer til behandling av biologiske sykdommer, som luseproblematikk og algeoppblomstring (*Iversen et al., 2016*).

Kostnader knyttet til rømming av laks kobles også til denne posten. I tillegg vil det påløpe kostnader ved oppfisking av rømt oppdrettsfisk (*NOU 2019:18*).

Teknologisk utvikling har ført til innkjøp av større og bedre produksjonsutstyr. Dette medfører dyrere vedlikehold av driftsmidlene, samt høyere avskrivninger. Kapitalkostnadene består hovedsakelig av skip og båter, biler, bygninger, maskiner og andre anlegg. Disse slites ned, og det må investeres i nytt utstyr. Leasing av utstyr er også ganske populært, hvor man da i tillegg til avskrivninger også får renter og avdrag (*NOU 2019:18*). Selskapene har en høy lånegrad, som gir høyere rentekostnader når renten øker. I perioden fra 2005 til 2015 har rentekostnadene derimot blitt redusert, som har sammenheng med den tidens rentenivå i Norge og utviklingstiltakene næringen har gjort. Selskapene har gått til innkjøp av store og kapitaltunge investeringer, men de har også en større biomasse av laks å distribuere disse kostnadene på (*Iversen et al., 2016*).

Strengere krav fra myndighetene har også ført til en økning i andre driftskostnader. Myndighetene pålegger aktørene å ha en gjennomgående høy standard med hensyn til fiskevelferd og fiskehelse, men økningen i disse kostnadene vil som regel ikke påvirke selve produksjonskostnaden for en kilo fisk. Det gir derimot en mer relativ økning på kostnadssiden (*Iversen et al., 2016*). Selskapene må betale for vaksinerings, legemidler og næringsmidler. De må også bruke store summer på å holde smittenivået lavt rundt fisken, både når det gjelder hygiene blant arbeidere og brakklegging av anlegg.

### **Oppsummering av bransjen sine kostnadsdrivere**

Ifølge Iversen m. fl. (*2016*) er det noe utfordrende å fastslå hvor mye av denne økningen av produksjonskostnader som vil være varig. Økte smoltkostnader, i forbindelse med økt smoltstørrelse, og luseforebygging kan være gode investeringer som vil lønne seg i lengden dersom det viser seg å ha positive effekter. Noe av lønnsveksten vil trolig være varig, men reduksjon i sykdom og behandlinger vil kreve færre arbeidere og dermed noe lavere lønnskostnad.

Som følge av koronapandemien har de høye produksjonskostnadene steget enda mer, og denne trenden ser ut til å fortsette med den økte styringsrenten og svake krona. Kostnadstrykket legger en demper på selskapene sine muligheter for økt profitt og mulighetene til å differensiere teknologisk i forhold til konkurrenter (*EY, 2022*). Selv om lønnsomheten i

---

bransjen har vært god skaper de økte kostnadene likevel bekymring for aktørene, da det ikke er gitt at den høye lakseprisen og etterspørselen opprettholdes i årene fremover (*Iversen et al., 2016*).

Selv om kostnadstrykket i bransjen har økt, har fortsatt økningen i salgsinntekter vært større på grunn av en umettet etterspørsel etter laks som har ført til høye laksepriser. Dette har resultert i at flere av aktørene i den Norske oppdrettsbransjen har hatt overskudd i milliardklassen i 2022. De store overskuddene i bransjen de siste årene har medført en innføring av grunnrenteskatt, som vi nevnte innledningsvis, og vi skal i det neste kapittelet introdusere den nye skatten og hvordan denne vil påvirke oppdrettsbransjen.

## 2.2 Grunnrenteskatt

I dette kapittelet skal vi presentere grunnrenteskatten og dens historiske betydning for Norges økonomi og hvorfor denne fra og med 2023 skal bli innført for havbruk. Videre skal vi se på hvordan grunnrenteskatten for havbruk er utarbeidet og drøfte hva slags betydning dette vil ha for oppdrettsvirksomhetene i de kommende årene. Grunnrente er avkastning som kommer fra eierskap til naturressurser som olje, skog hav og jord (*Thomassen, 2023*). I Norge har grunnrentebegrepet blitt mer rettet mot inntekter til staten fra eierskap til naturressurser som har gitt grunnlag for ekstraordinær avkastning. Staten deler ut retten til å benytte seg av naturressurser gjennom konsesjoner, men tar ofte inn en betydelig del av inntektene gjennom ulike skatte- og avgiftsordninger (*Thomassen, 2023*).

### 2.2.1 Bakgrunn for grunnrenteskatt

Grunnrenteskatt, eller petroleumsskatten, har vært den viktigste faktoren til at Norge har utviklet seg til å bli en av verdens beste velferdsstater. Oljefunnet på Ekofiskfeltet i 1969 markerte begynnelsen på en ny æra for norsk økonomi. Politikerne tok beslutningen om å opprette et statlig eierskap til oljeressursene gjennom opprettelsen av Statoil (nå Equinor) for å sikre at overskuddene fra oljeindustrien tilfalt staten og befolkningen, og ikke kun private aktører. En nøytral grunnrenteskatt har samme egenskaper som en passiv partner i selskapets investeringer. Staten dekker en andel av investeringskostnaden svarende til skattesatsen, samtidig som den trekker inn en tilsvarende del av de fremtidige nettoinntektene som

investeringen gir (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*).

Fra Statoil ble opprettet i 1972 og frem til petroleumsskatteloven ble vedtatt i 1975 la myndighetene stor vekt på å at betydelige andeler av oljeoverskuddet skulle tilfalle staten (*NOU 2022:20*). Videre i 1997 ble grunnrenteskatt for kraftforetak innført ved kraftskattereformen av 1997, for å sørge for at fellesskapet fikk nytte av den ekstraordinære meravkastningen (*Skatteetaten, 2022a*). Fra og med inntektsåret 2022 ble grunnrenteskatten på vannkraft oppjustert fra 37% til 45% (*Skatteetaten, 2022a*). Skattlegging av petroleumssressurser er regulert i egen lov. Fra og med inntektsåret 2022 ble det innført en kontantstrømskatt i særskatten, som skal gi umiddelbare fradrag for sokkelinvesteringer. For at særskatten skal være nøytral gis det fradrag for en beregnet selskapsskatt i særskattegrunnlaget. Dette betyr at særskattesatsen teknisk er oppjustert fra 56% til 71,8% for å opprettholde en samlet skattesats på 78% (*Skatteetaten, 2022b*). Norske myndigheter har forsøkt å sikre at superprofitt fra salg av norske naturressurser tilfaller staten, og en betydelig del av statens kontantstrøm kommer fra grunnrenteskatten i petroleumssektoren og kraftsektoren.

Regjeringen Solberg oppnevnte høsten 2018 et utvalg som skulle vurdere hvordan skattesystemet for havbruk burde utformes for å bidra til at fellesskapet får en andel av grunnrenten (*NOU 2019:18*). Utvalget ble bedt om å vurdere ulike former for beskatning, herunder grunnrenteskatt og produksjonsavgift. Flertallet ville innføre en effektiv skatt på 40% på grunnrenteinntekt fra de stedbundne ressursene som tilhører samfunnet, i tillegg til alminnelig selskapsskatt (*NOU 2019:18*). Oppdrettsbransjen reagerte negativt på forslaget, og det ble midlertidig lagt bort.

I 2022 ble forslaget om grunnrenteskatt tatt opp igjen. Regjeringen la frem et forslag om å innføre grunnrenteskatt på landbasert vindkraft og havbruk, etter mange år med konsistent ekstraordinær avkastning i næringene. Grunnrenteskatten i havbrukssektorene har som formål at vertskommunene skal få en større andel av verdiene som skapes, for å forbedre offentlige velferdstjenester som blant annet skoler og eldreomsorg (*Prop. 78 LS (2022-2023)*). Forslaget ble kunngjort september 2022, men den endelige skattesatsen er enda ikke fastsatt. I det første forslag som ble fremlagt var skattesatsen satt til 40%, mens i mars 2023 foreslo imidlertid regjeringen en skattesats på 35% (*Prop. 78 LS (2022-2023)*).



---

I det følgende skal vi gjennomgå hvordan regjeringen har utarbeidet grunnrenteskatten for havbrukssektoren og hvordan dette vil påvirke oppdrettsbransjen i årene fremover.

## 2.2.2 Utforming av skatten

Dette delkapittelet tar utgangspunkt i regjeringens høringsnotat fra 28.mars 2023 som omhandler innføringen og utarbeidelsen av grunnrenteskatt på havbruk. Finansiering av offentlige utgifter i Norge er avhengig av betydelige skatte- og avgiftsinntekter. Samtidig er det viktig at skattesystemet er utformet på en slik måte at den minimerer samfunnsøkonomiske tap. En riktig utformet grunnrenteskatt har som mål å være nøytral på investeringer, ved at andre vridende skatter reduseres (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*). Staten tar en like stor andel av inntekter som den dekker av kostnader ved investeringer. Med andre ord betyr dette at investeringer som er lønnsomme før grunnrenteskatten, også skal være lønnsomme etter innføring av grunnrenteskatt ifølge utvalget (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*).

I tråd med utviklingen av grunnrenteskattene på vannkraft og petroleum foreslo departementet i høringsnotatet at også grunnrenteskatt på havbruk skal utformes som en kontantstrømskatt med umiddelbar utgiftsføring for nye investeringer. Sjømatnæringen har imidlertid reagert negativt på en kontantstrømskatt, og har foreslått en alternativ metode som skal bygge på prinsippene i den færøyske modellen, der de ser på produksjonsavgiften som arealeie (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*). Det vil si at oppdrettsanleggene må betale en avgift for det areal de benytter til produksjon av fisk. Andre foreslår at grunnrenten kan innhentes gjennom endringer i konsesjonssystemet. Departementet har vurdert alternative modeller, men har kommet frem til at en overskuddsbasert grunnrenteskatt baserer seg på lønnsomhet og tar hensyn til både svingninger i laksepriser og til variasjoner i lønnsomhet mellom selskapene (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*). En kontantstrømbasert skatt tar sikte på å beskatte den økonomiske fortjenesten som overstiger normalavkastning, dette vil dermed redusere kontantstrømmene til havbruksvirksomhetene.

Departementet foreslo i første høringsnotatet en effektiv skattesats tilsvarende 40%. Flere i havbruksskatteutvalget viste til skattesatsen for vannkraft som mer passende, som på daværende tidspunkt var på 37%. Skattesatsen for vannkraft har imidlertid blitt oppjustert til 45% i 2022 (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*). Flere av de store aktørene innen oppdrett

argumenterer for at selskapene i Norge vil ha en dobbelt så høy skattesats som land nummer to i verden når man inkluderer selskapsskatten i tillegg til grunnrenteskatten og at dette vil redusere deres konkurransekraft. Etter departementets syn er det en fordel med at den foreslåtte grunnrenteskatten legges på overskuddet, og dermed tilpasser seg resultatet i virksomheten. Senere har utvalget imidlertid vurdert skattesatsen i lys av høringsinnspillene og foreslår nå en effektiv skattesats på 35% (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*).

Virkeområdet for grunnrenteskatten på havbruk i Norge er primært knyttet til kommersiell oppdrettsvirksomhet av laks, ørret og regnbueørret i sjø. Matfisktillatelse utstedt av staten utgjør hovedgrunnlaget, mens andre typer tillatelse og oppdrett til havs er fortsatt under vurdering. Videre vil ikke grunnrenteskatten ha beskatningshjemmel når virksomheten foregår utenfor den norske territorialgrensen til havs (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*).

Etter skatteloven § 6-1 første ledd første punktum er det fradragrett for kostnader som er pådratt for å erverve, vedlikeholde eller sikre skattepliktig inntekt. Dette betyr at det må være en tilknytning mellom kostnadene og inntektene som er skattepliktig. Grunnrenteskatten på havbruk er basert på overskuddet i virksomheten, og alle relevante kostnader som er knyttet til grunnrentevirksomhet, skal derfor kunne komme til fradrag (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*). Dette utgjør kostnader som er forbundet med produksjon i sjø. Videre løfter høringsnotatet forslag om å innføre et bunnfradrag for å skjerme mindre aktører og foreslår et bunnfradrag på 70 millioner kroner (*Prop. 78 LS (2022-2023)*). Halvparten av inntektene fra grunnrenteskatten skal gå til vertskommunen for å støtte velferdstiltak. Dersom grunnrenteinntekten blir negativ, kan skatteverdien enten utbetales, eller fremføres med rente. Departementet mener at sistnevnte er mest hensiktsmessig, selv om flere instanser argumenterer for at det heller bør utbetales. Endelig forslag er imidlertid ikke fastsatt (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*).

### **2.2.3 Oppsummering og fremtidig påvirkning**

Kort oppsummert står oppdrettsbransjen ovenfor store endringer fremover, og kontantstrømmene til de største aktørene vil bli betydelig redusert som følger av den nye skatten. Den endelige skattesatsen er ikke fastsatt, men den første foreslåtte skattesatsen på 40% har foreløpig blitt satt ned til 35%. Videre er det foreslått et bunnfradrag på 70 millioner

---

for å skjerme små og mellomstore selskaper, i tillegg til at kontantstrømmer som kommer fra produksjon i utlandet ikke vil bli beskattet. Videre skal vertskommunene få halvparten av inntektene til å bruke på velferdsinitiativer. Staten vil imidlertid gi fradrag for investeringer i sjøen som ikke er kommersielle, fordi en grunnrenteskatt skal virke nøytral i den form at det ikke skal sette en demper på fremtidig bærekraftig utvikling. Skatten er innført fra og med 1. januar 2023 og endelig utkast som gjelder skattesats skal vedtas før sommeren. Vi skal i kapittel 11 estimere verdien på Grieg Seafood basert på deres fremtidige kontantstrømmer og grunnrenteskatten vil her ha en stor betydning for vårt endelige estimat. Videre i kapittel 2.3 skal vi presentere Grieg Seafood og bransjeutvalget for å vurdere selskapets strategiske og økonomiske situasjon, vekstmuligheter og andre faktorer som kan påvirke selskapets verdsettelse.

## 2.3 Grieg Seafood

I siste del av kapittel 2 skal vi presentere Grieg Seafood, som er selskapet vi skal verdivurdere. Selskapet er blant de største aktørene i Norge, og følgelig verden innen oppdrett av atlantisk laks. Selskapet ble etablert i 1992 og har siden juni 2007 vært notert på Oslo Børs (*Grieg Seafood, 2023a*). I juni 2007 ble Grieg Seafood sin aksje utstedt for 23,50 kr per aksje, som tilsvarte en markedsverdi på 1,84 milliarder kroner (*DN arkiv, 2007*). Til sammenligning var selskapets markedsverdi i starten av 2023 på 10,2 milliarder kroner, som viser at selskapet har tatt stor del i Norges lakseventyr (*DN investor, 2023*). Selskapet holder til i både Norge og Canada, med avdelinger i Rogaland, Finnmark, British Columbia og Newfoundland. I dag består morselskapet Grieg Seafood ASA av fem datterselskap, der fire av dem tilhører hver sin region, mens det femte datterselskapet er deres nye salg- og markedsavdeling (*Grieg Seafood, 2023a*).

Grieg Seafood har en aktiv strategi for å bli en global innovasjonspartner og selskapet har de siste årene investert betydelige summer for å bli en helintegret verdikjede (*Grieg Seafood, 2021*). Med et globalt fokus mot det grønne skifte har selskapet også gjennomført en rekke investeringer i ferskvanns- og landbaserte oppdrettsanlegg for å redusere laksen sin tid i sjøen og tilsvarende miljøavtrykk (*Grieg Seafood, 2021*).

Selskapet står imidlertid overfor store endringer i de kommende årene, ettersom selskapet vil bli pålagt grunnrenteskatt fra og med inntektsåret 2023. Grieg Seafood er kritiske til måten

grunnrenteskatten er utformet på og hevder at den vil påvirke bærekraftig utvikling negativt ved at skatteprovenyet vil bli langt høyere enn regjeringens estimater (*Grieg Seafood, 2023h*). I forbindelse med kunngjøringen av grunnrenteskatt i september la dermed selskapet utviklingsprosjektet Blue Farm (offshore betongmerder) på is (*Grieg Seafood, 2023a*). Den faktiske påvirkningen av skatten skal vi gå nærmere inn på i senere kapitler, men at selskapet stiller seg kritiske til skattemodellen regjeringen har utarbeidet.

### **2.3.1 Historisk utvikling**

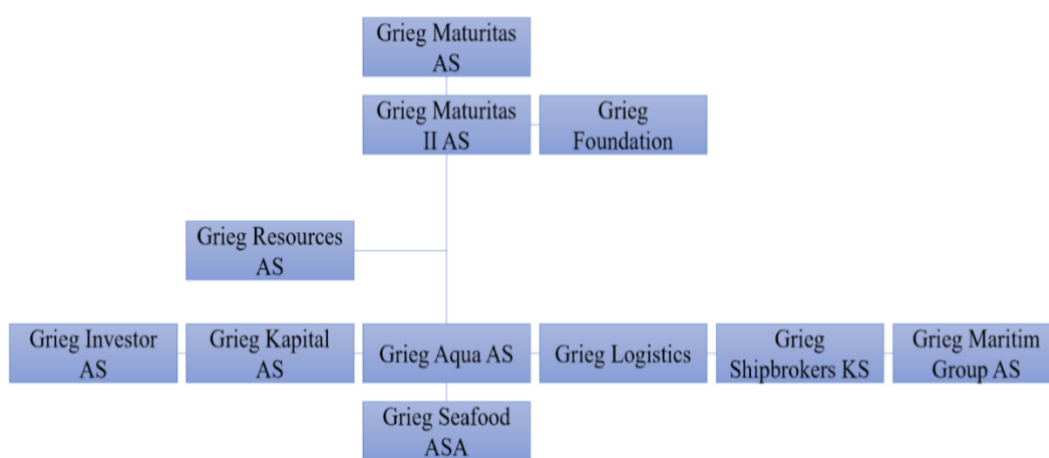
Grieg Seafood har utviklet seg til å bli en av de største produsentene av atlantisk laks og har de siste årene vært preget av betydelig vekst og økte markedsandeler. Selskapet er derfor godt posisjonert til å dra nytte av den stadig økende etterspørselen i bransjen. Selskapet er en del av det familieeide konsernet Grieg Gruppen, som originalt var kjent for sin skipsmeglervirksomhet. Grieg Gruppen ble kort tid etter stiftelsen i 1899 et av Skandinavias største skipsmeglerfirmaer og familiekonsernet har vært en stor aktør i Norges næringsliv i snart 125 år (*Ødemark, 2022*). Per Grieg Jr. var imidlertid ikke interessert i å ta del i shippingbransjen og startet på 90-tallet satsingen på fiskeoppdrett, som senere har utviklet seg til å bli det mest lukrative segmentet i familiekonsernet (*Ødemark, 2022*).

Siden etableringen i 1992, har Grieg Seafood nytt godt av Norges utvikling til å bli verdens største leverandør av oppdrettslaks. Datterselskapet Grieg Seafood Rogaland ble etablert etter en rekke, små oppkjøp i regionen i 1998. Videre ekspanderte selskapet internasjonalt og kjøpte opp Scandic Marine Ltd i 2001, etterfulgt av etableringen av Grieg Seafood British Columbia i 2002. I 2006 fusjonerte Grieg Seafood med Volden Group, og dannet det som i dag er kjent som Grieg Seafood Finnmark. Selskapet ble som nevnt innledningsvis børsnotert i juni 2007, samme år etablerte de seg også på Shetland. I 2020 ekspanderte selskapet ytterligere ved å etablere Grieg Seafood Newfoundland, før de i 2021 vedtok å selge virksomheten på Shetland for å rette det operasjonelle fokuset mot vekstpotensialet ved den nye avdelingen.

### **2.3.2 Organisasjon og eierstruktur**

Grieg Seafood tilhører det familieeide konsernet Grieg Gruppen, som i dag eies av fjerde- og femte-generasjon familiemedlemmer. Familien har stor innflytelse på alle selskapene i

gruppen, og de har virksomhet innen shipping, logistikk, kapitalforvaltning og havbruk (*Grieg Gruppen, 2022*). Konsernet er organisert slik at Grieg Maturitas AS er morselskapet som eier hele gruppen. Videre er dette delt inn i Grieg Maturitas II AS som eier 75% av gruppen og alle de kommersielle og operasjonelle avdelingene. Grieg Foundation AS eier de resterende 25% og er en stiftelse som støtter ungdomsarbeid, kulturelle tiltak og andre veldedige formål innen helse og forskning på Vestlandet (*Grieg Gruppen, 2022*). Grieg Seafood er datterselskap av Grieg Aqua som eier 50,17% av aksjene, og i Grieg Seafood sitt styre er det Per Grieg jr. og Nicolai Hafeld som representerer familien. Figur 2-5 illustrerer en forenklet versjon av Grieg Gruppen, der vi har ekskludert datterselskapene, bortsett fra Grieg Aqua AS.



**Figur 2-5:** Forenklet illustrasjon av Grieg Gruppen (fritt Grieg Gruppen, 2022).

Som en del av Grieg Seafood sin vekststrategi styrket de toppledelsen i 2020 (*Grieg Seafood, 2020*). Med en egen sjefsansvarlig for oppdrett i Norge og en for Nord-Amerika. Videre etablerte de en ny teknologisk avdeling som har ansvar for bærekraft, FoU og fiskevelferd, i tillegg til allerede etablerte stillingene CEO, CFO, HR-ansvarlig og markeds- og kommunikasjonsansvarlig (*Grieg Seafood, 2023c*). Etter at det tidligere partnerskapet Ocean Quality ble avviklet i 2020 har selskapet rekonstruert sin virksomhet ved å selge avdelingen på Shetland og etablert en ny salgs- og markedsavdeling. Konsernet er organisert med Grieg Seafood ASA som morselskap, og at hver region har et tilhørende datterselskap med en egen lokal ledelse, i tillegg til salgs- og markedsavdelingen. Grieg Seafood ASA eier 100% av datterselskapene bortsett fra på Newfoundland der de eier 99.2% (*Grieg Seafood, 2021*). Figur 2-6 viser Grieg Seafood sin organisasjonsstruktur i henhold til årsrapporten.



**Figur 2-6:** Organisasjonsstruktur Grieg Seafood (2022a)

Grieg Seafood Rogaland AS er det første etablerte datterselskapet og har virksomhet tilbake til 1998. Selskapet har over 160 ansatte og produserer nok laks til 350 tusen måltider hver dag. Selskapet har 22 oppdrettslisenser i området og innehar hele verdikjeden fra avl til salg. Grieg Seafood Rogaland er den største oppdretteren i regionen og avdelingen har en produksjonskapasitet på over 22 000 tonn fisk (*Grieg Seafood, 2023d*).

Grieg Seafood Finnmark har over 200 ansatte og produserer over 400 tusen måltider laks hver dag. Dette er konsernet sitt største avdeling både når det gjelder slaktevolum og driftsinntekter, med årlig produksjonskapasitet på 38 tusen tonn, fordelt på 28 konsesjoner i sjø og én i ferskvann (*Grieg Seafood, 2023e*).

Datterselskapet i British Columbia ble etablert i 2002, og har i dag 20 tillatelser for oppdrett av laks, der en av lisensene er landbasert til produksjon av smolt. De har anlegg både på Vancouver Island og i området ved Sunshine Coast. Avdelingene på vestkysten av Canada har et samlet slaktemål på 20 tusen tonn innen 2026, men har det siste året hatt utfordringer knyttet til lokalsamfunnet og myndighetene på grunn av deres påvirkning på miljø- og villaksbestanden i området (*Grieg Seafood, 2023f*).

Siste avdelingen som driver med produksjon av laks er Grieg Seafood Newfoundland, som ble etablert i 2020. I 2022 hadde avdelingen åtte lisenser til oppdrett i sjøen, i tillegg til en ferskvannslisens. Dette korresponderer med en fremtidig produksjonskapasitet på 30 tusen tonn (*Grieg Seafood, 2023g*). Grieg Seafood har store vekstambisjoner for denne avdelingen med mål om å etablere seg som hovedleverandør av laks til USA på sikt. Videre er det

---

forventet at avdelingen skal bidra med 15 tusen tonn laks for å nå konsernets målsetning for 2026, med videre potensial på 30-45 tusen tonn laks utover det. Grieg Seafood NF har imidlertid hatt sykdomsutfordringer og har derfor sett seg nødt til å bruke 633 kilo antibiotika i Canada i tillegg til å slakte i overkant av 20 tusen tonn laks (*Knudsen, 2023*).

Det siste datterselskapet er Grieg Seafood Norway AS som er deres nylig etablerte salgsvdeling. Denne avdelingen ble satt i drift 01.januar 2021 etter at det tidligere samarbeidet med Bremnes Slakteri, Ocean Quality, ble avviklet (*Grieg Seafood, 2021*).

### 2.3.3 Strategi og visjon

Grieg Seafood har en 2026-forretningsstrategi som består av tre nøkkelementer: Global vekst, kostnadseffektivitet og reposisjonering av verdikjeden. Bærekraft er grunnlaget for alle områdene av strategien. Det strategiske satsingsområdet er hovedsakelig rettet mot anlegget i Newfoundland der utbygging og ny teknologi skal bidra til ytterligere vekst frem til og utover 2026 (*Grieg Seafood, 2023a*).

Ambisjonene til Grieg Seafood om et slaktevolum på 135 tusen tonn i 2026 tilsvarer en økning på 50,3 tusen tonn sammenlignet med slaktevolumet de oppnådde i 2022. Anlegget på Newfoundland ble åpnet i april 2022 og selskapet har ambisjoner om at datterselskapet skal gi et slaktevolum på 15 tusen tonn i 2026, og har et langsiktig slaktepotensial på minst 45 tusen tonn (*Grieg Seafood, 2021*). Det kommer frem av årsrapporten at ytterligere vekst skal komme fra bedre utnyttelse av sjøvannlisesenene og ved å flytte mer vekst til land gjennom deres program for postsmolt (*Grieg Seafood, 2021*).

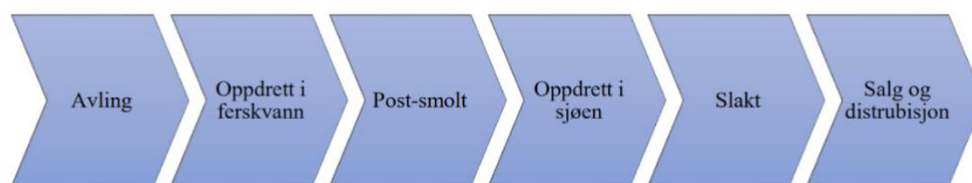
Videre har selskapet sammen med samarbeidspartnere utviklet konseptet «Blue Farm», som er en flytende betongmerd med forankring i havbunnen som skal sikre kontrollert oppsamling av før og død fisk. Prosjektet er imidlertid lagt på is etter varsling om grunnrenteskatt fra og med 2023 (*Grieg Seafood, 2022a*).

Selskapet har en operasjonell strategi med hensikt om å redusere kostnader knyttet til sykdommer og dødelighet blant laksebestanden. Tiltak på dette området er reduksjon av laks i åpne merder gjennom postsmolt-produksjon, forbedret fiskevelferd og data precision. Selskapet tar sikte på at deres postsmolt-produksjon på sikt vil redusere kostnadene knyttet til

dødelighet, sykdomsutbrudd, lakselusbehandling og fiskehåndtering. Beslutningene støttes av avanserte dataanalyser. Videre har Grieg Seafood fått resultater som indikerer at redusert tid i sjøen vil redusere risikoen for biologiske utfordringer. Selskapet har også et ønske om å fortsette å benchmarke kostnadene til konkurrentene for å ha konkurransedyktige mål (Grieg Seafood, 2022a). Bransjen har imidlertid sett en kostnadsvekst, med fortsatt inflasjon i 2022. Avslutningsvis har selskapet nylig etablert sin egen salgs- og markedsorganisasjon samtidig som de har bygget opp en kundeportefølje og følger de andre store aktørene i bransjen ved å bli en helintegrert verdikjede.

### 2.3.4 Verdikjede

Grieg Seafood har nylig oppnådd målet om å bli en helintegrert verdikjede der de driver med alle stegene i prosessen fra avling til salg. Dette gir selskapet en mulighet til å sikre høy kvalitet gjennom hele produksjonsprosessen. Figur 2-7 illustrerer de ulike prosessene i Grieg Seafood sin verdikjede.



**Figur 2-7:** Grieg Seafood sin verdikjede (Grieg Seafood, 2022a)

Grieg Seafood opererer innenfor en komplett verdikjede for oppdrett og salg av laks, bortsett fra at de importerer fôr. I Rogaland har selskapet en avdeling som spesialiserer seg på stamfisk, som er det første steget i verdikjeden. Spesialisering på stamfisk innebærer at de avler frem egenskaper ved fisken som at den er sykdomsresistent og har god nok helse til å overleve i de naturlige forholdene som er i havet. Videre flyttes fisken over i ferskvann hvor eggene klekkes, og laksen holder til sitt første leveår. Alle regionene har slike ferskvannsanlegg (RAS) der vannet blir filtrert og gjenbrukt, samtidig som vannkvaliteten kan kontrolleres og reguleres. Det tredje steget i verdikjeden, postsmolt-programmet, innebærer at fisken skal være lengst mulig i avlukkede systemer, for å redusere risikoen for biologiske utfordringer og rømlinger.



---

Postsmolt-programmet, først pilotert i Rogaland, førte til at gjennomsnittsvekten på laks som blir overført til sjøen økt fra 120 gram til 460 gram i 2022. I tillegg fikk de slakteklar laks etter kun 10 måneder i sjøen. Etter postsmolt-programmet flyttes laksen over i merder i sjøen, der den vokser frem til slakbar størrelse på rundt 4-5 kg. Fisk fra pilotprogrammet oppnådde denne vekten etter kun 10 måneder i sjøen. Når laksen oppnår denne størrelsen sendes den videre for å slaktes. Selskapet har foreløpig kun sine egne slakterier i Norge. I British Columbia slaktes fisken på skip, mens i Newfoundland har de fremtidige samarbeidsplaner med et lokalt slakteri. Etter at fisken er slaktet blir den solgt ut på markedet gjennom selskapets egne salgsorganisasjoner, som bringer fisken ut til både dagligvarebutikker, restauranter og hoteller. I USA og Canada er selskapet også kjent for merket Skauna Bay som er et kvalitetsprodukt som selges spesifikt til restauranter og hoteller (*Grieg Seafood, 2021*).

### **2.3.5 Bærekraft**

Grieg Seafood har et stort fokus på at fremtidige løsninger skal bidra til en mer rettferdig og robust verden for fremtidige generasjoner. Selskapet ble i 2022 rangert på andreplass av Coller FAIRR-indeksen over verdens mest bærekraftige produsenter av protein. I tillegg til å ha oppnådd poengsum A- for åpenhet og handlinger knyttet til risikoer ved klimaendringer fra CDP (*Grieg Seafood, 2022b*). Selskapet ønsker å skape felles verdier for aksjonærer, lokalsamfunn, ansatte og kunder ved å fremme et mer bærekraftig matsystem. Grieg Seafood sin virksomhet er basert på fem pilarer som dekker temaer innen miljø, samfunn og styring (ESG) som bidrar til at flere av FNs 17 bærekraftsmål kan nås. Pilarene er basert på vesentlighetsvurderinger med formål om å styre selskapet mot langsiktig verdiskapning (*Grieg Seafood, 2021*). I figur 2-8 er en illustrasjon av de ulike pilarene sammen med hvilke av FNs bærekraftsmål de skal bidra til å oppnå.

Rent Hav	Bærekraftig Mat	Profitt og Innovasjon	Menneskene	Lokalsamfunnene
<ul style="list-style-type: none"> <li>Clean water and sanitation (6)</li> <li>Responsible consumption and production (12)</li> <li>Climate action (13)</li> <li>Partnerships for the goals (17)</li> <li>Life below water (14)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zero Hunger (2)</li> <li>Good health and well-being (3)</li> <li>Clean water and sanitation (6)</li> <li>Responsible consumption and production (12)</li> <li>Climate action (13)</li> <li>Life on land (15)</li> <li>Partnerships for the goals (17)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Industry, innovation and infrastructure (9)</li> <li>Peace, justice and strong institutions (16)</li> <li>Partnerships for the goals (17)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quality and education (4)</li> <li>Gender Equality (5)</li> <li>Decent work and economic growth (8)</li> <li>Partnerships for the goals (17)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Decent work and economic growth (8)</li> <li>Peace, justice and strong institutions (16)</li> <li>Partnerships for the goals (17)</li> </ul>

**Figur 2-8:** De fem bærekrafts-pilarene og hvilke av FNs 17 bærekraftsmål Grieg Seafood skal bidra til å nå (Grieg Seafood, 2022a).

Vi skal kort gå gjennom hva hovedfokuset til hver av pilarene går ut på. Den første pilaren, rent hav, handler om at det permanente miljøavtrykket må reduseres, samtidig som det skal være fokus på fiskevelferd. Videre omhandler neste pilar om at alle ledd i verdikjeden skal bli mer miljøvennlige og at fisken skal være sunn for både mennesker og miljø. Pilaren profitt og innovasjon tar sikte på å implementere og utvikle ny og bærekraftig teknologi, der digitaliserte prosesser skal bidra til bedre valg. Den fjerde pilaren er rettet mot de ansattes rettigheter, der Grieg Seafood skal omfavne forskjeller og gi rom for nytenkning. Avslutningsvis handler den siste pilaren om at de skal ta vare på å gi tilbake til lokalsamfunnet og kysten i områdene de opererer.

Til slutt skal vi nevne hvilke miljøsertifiseringer Grieg Seafood har ved sine anlegg. Miljølisenser i oppdrettsbransjen skal bidra til at oppdrettere oppfyller standarder innenfor bærekraft, miljøansvar og velferd for dyr. Formålet med slike sertifiseringer er å redusere den negative påvirkningen, øke sikkerheten og sikre ansvarlig fiskeoppdrett. Det skal også bidra til at det blir lettere for forbrukerne å velge et bærekraftig alternativ. Grieg Seafood sertifiserer sine oppdrettsanlegg i henhold til Aquaculture Stewardship Council (ASC), Global Good Agricultural Practices (GLOBALG.A.P) og Best Aquaculture Practices (BAP). I slutten av 2022 var totalt 29 av 40 anlegg ACS sertifisert. Videre er 100% av anleggene i Norge verifisert av GLOBALG.A.P og 100% av oppdrettsanleggene i BC er verifisert av BAP (Grieg Seafood,

---

2022b).

### 2.3.6 Finansiering og utbyttepolitikk

Konsernets gjeldsstruktur fordeler seg mellom banklån, kortsiktige lån og grønne obligasjoner. I 2020 hentet Grieg Seafood inn 1500 millioner kroner i grønne obligasjoner med forfall 25.juni 2025. Konsernsjef Andreas Kvame uttalte i den forbindelse at å redusere miljøavtrykket er nøkkelen for å oppnå selskapets økonomiske og operasjonelle mål (*Berge, 2020*). Videre i 2021 ble det vedtatt at avdelingen på Shetland skulle selges, og denne transaksjonen fant sted fjerde kvartal 2021 til en pris på 164 millioner pund, som på daværende tidspunkt tilsvare ca. 1,9 milliarder kroner. Ved utgangen av 2022 hadde Grieg Seafood en egenkapitalandel på 52% og en total kapital tilsvarende 12,8 milliarder kroner, Selskapet har som formål at rentebærende gjeld skal være et sted mellom 20-50%, og i 2022 var rentebærende gjeld rett i overkant av 30% (*Grieg Seafood, 2023a*).

Grieg Seafood sin utbyttepolitikk går ut på at de ønsker å gi aksjonærene konkurransedyktig avkastning på investert kapital gjennom utbyttebetalinger og verdistigning på aksjer. Ønsket nivå skal minst tilsvare det selskaper med tilnærmet lik risiko kan tilby. Fremtidige utbytter vil avhenge av konsernets fremtidige inntjening, økonomiske situasjon og kontantstrøm. Styret i Grieg Seafood mener at utbyttet som utbetales skal være i takt med vekst i resultatet og har vedtatt en utbyttepolitikk som innebærer at et gjennomsnittlig utbytte over flere år skal tilsvare 30-40% av resultatet etter skatt og før virkelig verdijustering av biologiske eiendeler. Dette skal gjelde så lenge selskapet har tilstrekkelige økonomiske ressurser til å bane vei for fremtidig vekst og investeringer og i perioder med en økt rentebærende gjeld kan størrelsen på utbyttet bli justert. I 2020 og 2021 betalte selskapet ikke utbytte på grunn av store svingninger i markedet og ettervirkninger av nedgang i etterspørsel under koronapandemien. I årsrapporten for 2022 kommenterer de at utbyttepolitikken vil bli den samme, altså 30-40% av resultat etter skatt, men at netto fortjeneste etter skatt vil bli redusert og følgelig vil også størrelsen på utbyttene reduseres (*Grieg Seafood, 2023a*).

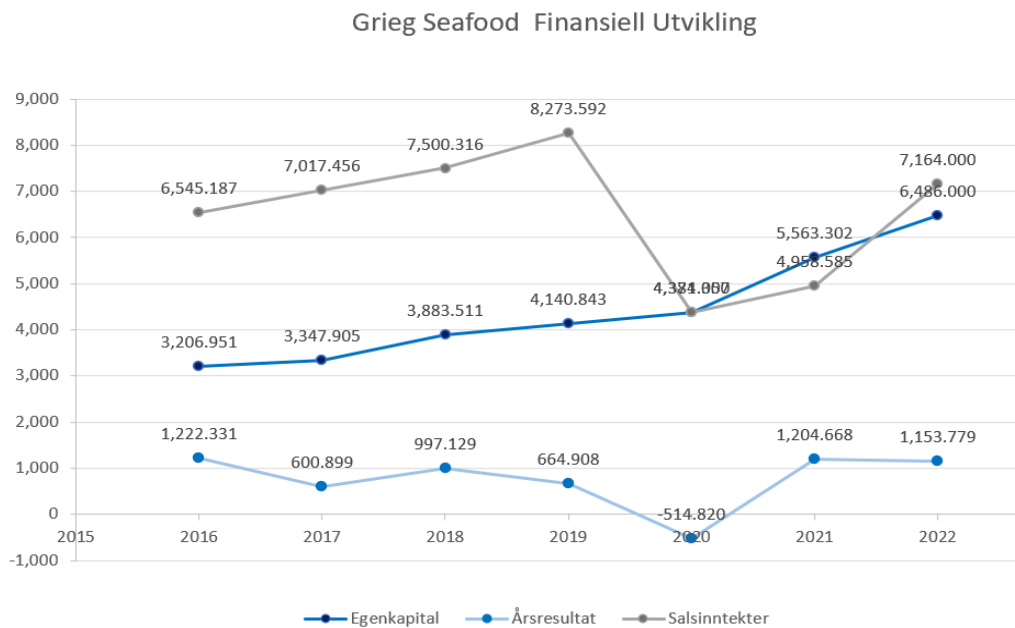
### 2.3.7 Aksjonærforhold

I henhold til årsrapporten for 2022 utgjør aksjene som eies av selskaper som er kontrollert av Per Grieg jr. og andre selskaper med tilhørighet til Grieg-familien, 53,20% av aksjene i

selskapet. Av denne andelen er det datterselskapet Grieg Aqua AS som holder 50,17%. De 20 største aksjonærene i selskapet utgjør en eierandel på 73,04%, og det er dermed liten fri flyt av aksjer i selskapet. Grieg-familien er betydelig involvert i alle selskapene som tilhører gruppen, noe som gjenspeiler seg i aksjonærforholdene i de tilhørende selskapene. Grieg Seafood har totalt 113 447 042 utstedte aksjer, og av disse eier Per Grieg jr. 996 772 (0,88%) aksjer gjennom sitt eierskap i Kvasshøgdi AS. Nicolai Hafeld Grieg, som også representerer familien i styret, eier indirekte 1,87% av aksjene i Grieg Seafood gjennom sitt eierskap i morselskapet Grieg Maturitas AS (*Grieg Seafood, 2022a*). I henhold til årsrapporten for 2021 har også ledelsen i Grieg Seafood investert betydelige beløp i selskapet, der blant annet CEO og CFO har investert i henholdsvis 40 513 og 25 556 aksjer, som gjenspeiler at ledelsen har tro på fremtidig vekst og incentiver til å øke verdien til aksjene til selskapet.

### **2.3.8 Finansiell utvikling**

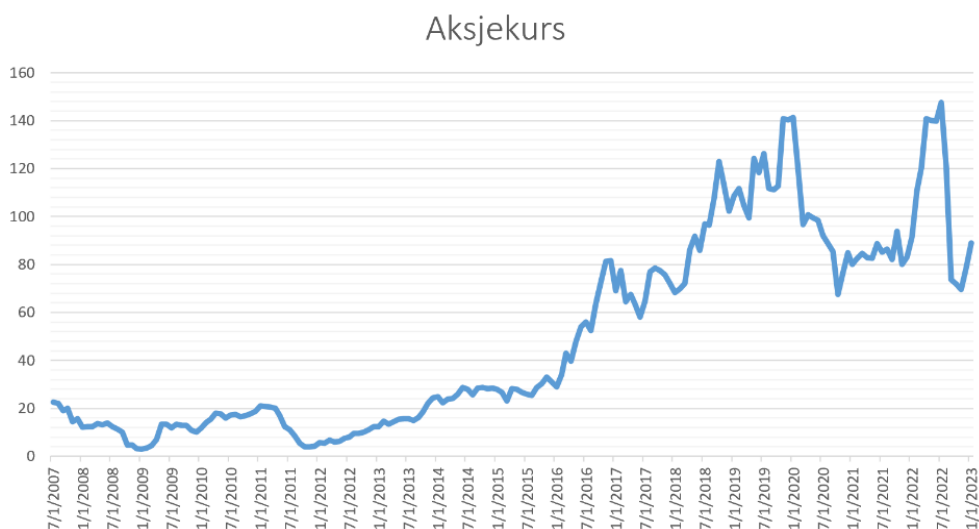
Som en av de store aktørene innenfor oppdrett har Grieg Seafood, i likhet med de andre største aktørene, opplevd en særegen vekst de siste årene med konsistent ekstraordinær avkastning. Grieg Seafood har i analyseperioden stort sett hatt en økning i både egenkapital og salgsinntekter, med unntak av 2020 der pandemien reduserte etterspørselen etter laks som resulterte i fall i inntekter og årsresultat. I 2021 tok situasjonen seg imidlertid opp igjen og 2022 har vist seg å bli et rekordår for flere aktører i bransjen. Grieg Seafood oppnådde i 2022 en rekordhøy operasjonell EBIT på 1 739 millioner og et slaktevolum på nesten 85 tusen tonn (*Grieg Seafood, 2023a*). Figur 2-9 viser en oversikt over salgsinntekter, egenkapital og årsresultat i analyseperioden fra 2016-2022.



**Figur 2-9:** Finansiell utvikling for Grieg Seafood over analyseperioden fra 2016-2022 (egenprodusert).

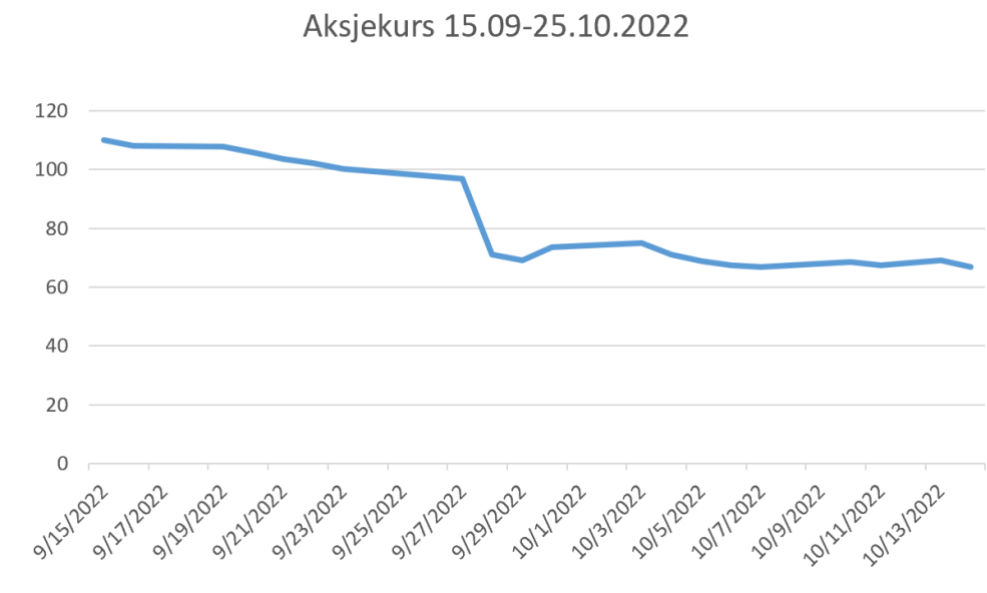
### 2.3.9 Aksjekurs

For å få et mest mulig korrekt bilde av hvordan Grieg Seafood reagerer på konjunktursvingninger i markedet har vi hentet inn aksjekursene fra de ble børsnotert i 2007 frem til utgangen av 2022. Ved å se på den totale utviklingen kan vi observere hvordan kursen har reagert i unntakstider som finanskrisen og koronapandemien, presentert i figur 2-10.



**Figur 2-10:** Kursutvikling for Grieg Seafood over perioden 2007-2023 (Oslo Børs, 2023b).

Grieg Seafood ble børsnotert 21.juni 2007 og aksjen ble priset til 23 kr, noe som verdsatte selskapet til 1,84 milliarder kroner (*DN arkiv, 2007, s.51*). I dag er markedsverdien på selskapet 10,2 milliarder kroner som også beviser at oppdrettsbransjen har vokst betydelig de siste 15 årene. Vi ser av tabell 2-3 at kursen stort sett har steget i et hurtig tempo, med unntak av finanskrisen, da prisen per aksje var helt nede i 3,1 kr, et fall i 2011 som følge av resultatfall og under koronapandemien da etterspørselen og prisene etter laks ble redusert. Dette antyder at selskapet blir preget av svinger i markedet og at etterspørselen etter fisk reduseres i dårligere tider. Etter kunngjøringen av grunnrenteskatten 28. september raste sjømatindeksen med 21,5% og hovedindeksen gikk ned med 2,76% (*Høgseth et al., 2022a*). Grieg Seafood sine aksjer falt med 26,6% og figur 2-10 viser en illustrasjon av fallet i aksjekurs på høyre side av figuren.



**Figur 2-11:** Kursutvikling for Grieg Seafood over 15-september-15.oktober (Oslo Børs, 2023b).

Figur 2-11 viser kursutviklingen til Grieg Seafood i perioden rundt kunngjøring av grunnrenteskatt. Den 27. september 2022 var kursen på 92,8 norske kroner per aksje og den 28. september var sluttverdien på 71,0 kroner per aksje. Kursen fortsatte å synke og laveste nivå var på 66,9 kroner per aksje den 14.oktober (*Oslo Børs, 2023b*).

---

## 2.4 Komparative virksomheter

Ved å sammenligne Grieg Seafood med andre bransjeselskaper, vil man kunne identifisere om selskapet har en strategisk fordel overfor andre aktører i bransjen. Ettersom Grieg Seafood er notert på Oslo Børs, i tillegg til at de er blant verdens ledende selskaper innen bransjen, er dette to nøkkelfaktorer som ble vektlagt høyt i valg av komparative selskaper. For å sikre at sammenligningsgrunnlaget blir så nøyaktig og representativt som mulig, har vi også sett på faktorer som volum, omsetning og geografisk tilhørighet. Basert på disse kriteriene, har vi endt opp med følgende tre selskaper som vil utgjøre bransjeselskapene: Mowi ASA, Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA som ble fusjonert med Norway Royal Salmon ASA i fjor (heretter referer vi til selskapene ekskludert ASA).

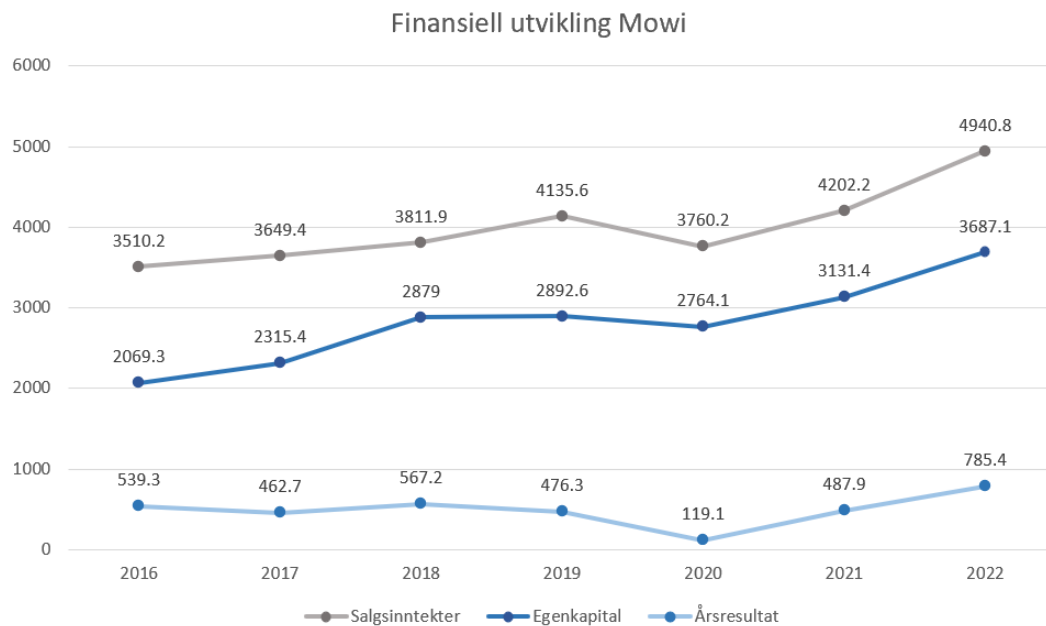
### 2.4.1 Mowi ASA

Mowi er verdens største sjømatelskap og produsent av atlantisk laks, og er blant de ti største selskapene på Oslo Børs. Mowi har hovedkontor i Bergen og har historie tilbake til 1964 da de begynte med fiskeoppdrett på privat eiendom. Selskapet slaktet i 2021 484 tusen tonn laks og holder til i 26 land (*Mowi, 2022b*). Selskapet har produksjon og oppdrett av laks i 7 ulike land, og vil derfor være aktøren som blir minst rammet av grunnrenteskatten. Likevel er godt over halvparten av produksjonen i Norge som tilsvarer i overkant av tregangen av hva Grieg Seafood produserer totalt.

Mowi har en helintegreert verdikjede som omfatter alle prosessene fra avling til fisken når markedet og er også det eneste selskapet som har forproduksjon integrert i sin verdikjede. Verdikjeden er fordelt på tre ulike forretningsområder som består av forproduksjon, oppdrett og salgs- og markedsavdeling (*Mowi, 2022b*). Det er et økt miljøfokus i bransjen og i den forbindelse har Mowi utviklet «Smart Farm 4.0» som er et anlegg med integrerte teknologiske funksjoner som blant annet maskinlæring, kamera, sensorer og kunstig intelligens som skal forbedre beslutningsprosesser og redusere svinn. Selskapet har som mål å implementere dette ved alle operasjonene i Norge innen 2025 (*Mowi, 2023*).

Figur 2-12 viser noen utvalgte nøkkeltall fra Mowi sine årsrapporter over analyseperioden for å illustrere selskapets finansielle utvikling. Det er imidlertid verdt å merke seg at Mowi sitt regnskap er oppgitt i millioner euro og ikke tusen kroner som de andre selskapene. Dette viser

hvor store Mowi er i forhold til sine konkurrenter.



**Figur 2-12:** Finansiell utvikling for Mowi over analyseperioden (egenprodusert).

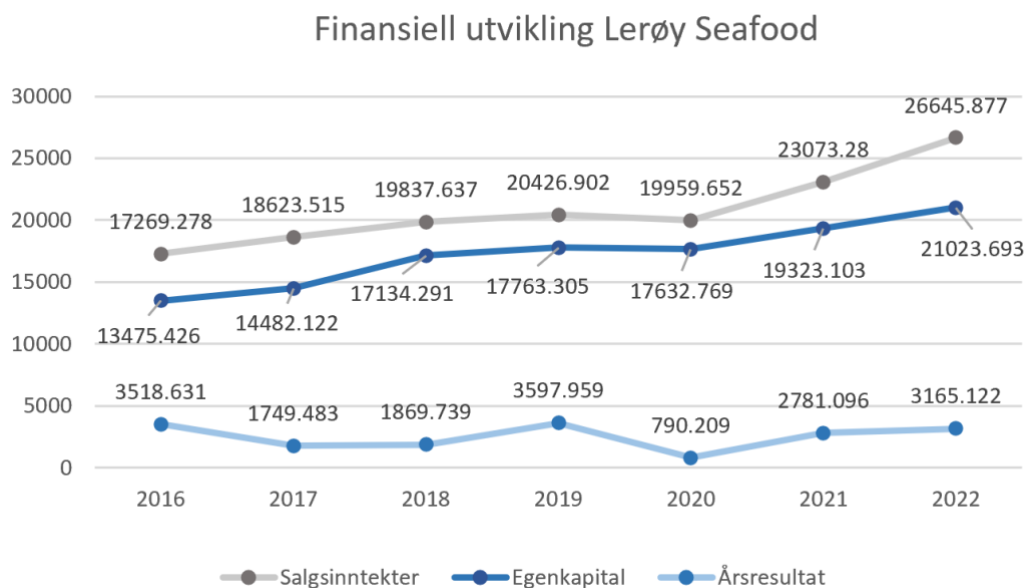
## 2.4.2 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy er en internasjonal produsent og distributør av sjømat med hovedkontor i Bergen. Selskapet har historie tilbake til slutten av 1800-tallet da fiskeren Mikkel Lerøen begynte å selge laks på fisketorget (*Brekke, 2023*). Lerøy fokuserer ikke kun på havbruk, men også fangst av hvitfisk og skalldyr. Lerøy er det tredje største selskapet i bransjen etter at SalMar kjøpte opp Norwegian Royal Salmon i fjor. Selskapet opplevde imidlertid en tilbakegang i slaktevolum i 2022 tilsvarende 12 tusen tonn og endte opp med et samlet slaktevolum på laks og ørret tilsvarende 175 tusen tonn, på grunn av økt dødelighet i 2022 (*Lerøy, 2022*).

Lerøy har kontorer forskjellige steder i verden, men har kun produksjon av laks og ørret i Norge, sett bort ifra at de eier halvparten av Scottish Farm som driver med oppdrett i Skottland. Selskapet vil derfor ha betydelig lavere kontantstrømmer fremover som følger av den nye skatten. I likhet med de andre komparative selskapene har også Lerøy en helintegrert verdikjede som er fordelt på forretningsområdene Villfangst, Havbruk og VAP salg- og distribusjon (*Lerøy, 2022*).



I figur 2-13 vises Lerøy sin finansielle utvikling de siste årene basert på noen utvalgte nøkkeltall.



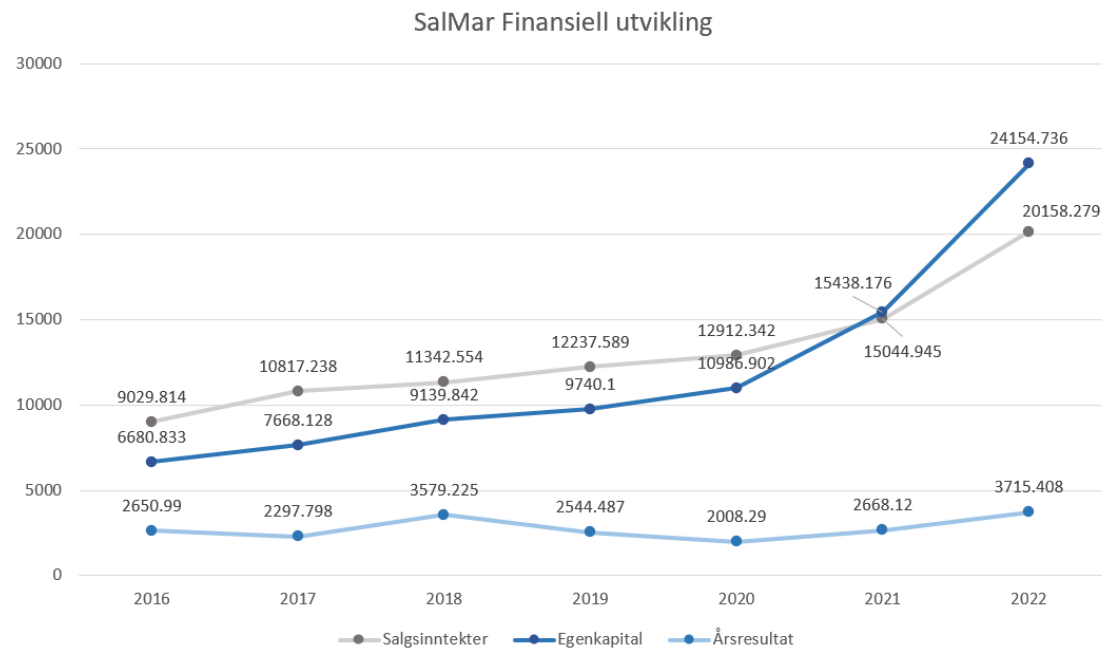
**Figur 2-13:** Finansiell utvikling for Lerøy over analyseperioden (egenprodusert).

### 2.4.3 SalMar ASA

SalMar ble stiftet i 1991 av gründer og leder Gustav Witzøe på Frøya i Møre og Romsdal. I 2022 fusjonerte SalMar med Norwegian Royal Salmon og ble dermed den nest største aktøren innenfor havbruk på verdensbasis (*Brennmoen, 2022*). Selskapet hadde i 2022 et rekordår i alle regioner når det kommer til slaktevolum og slaktet totalt 177.500 tonn laks i Norge, i tillegg til 16.100 på Island og 35.900 i Skottland. SalMar har mesteparten av produksjonen sin i Norge, men eier 51% av Icelandic Salmon og 50% av Scottish Sea Farms Ltd (*SalMar, 2022*). Mesteparten av produksjonen til SalMar vil dermed bli påført grunnrenteskatt, som tydelig viste på aksjekursen dagen regjeringen kunngjorde nyheten, ved at markedsverdien til SalMar raste med nesten 20 milliarder kroner (*Høgseth et al., 2022a*).

SalMar sin helintegreerte verdikjede er organisert med forretningsområdene «Fish Farming Central Norway», «Fish Farming Northern Norway», Salg og industri og Icelandic Salmon. SalMar skiller seg ut fra konkurrentene ved at de har iverksatt offshoremerder der de foreløpig

har oppnådd gode resultater (*SalMar, 2022*). I figur 2-14 vises de samme utvalgte nøkkeltall som for de to andre virksomhetene, for å vise SalMar sin finansielle utvikling de siste årene:



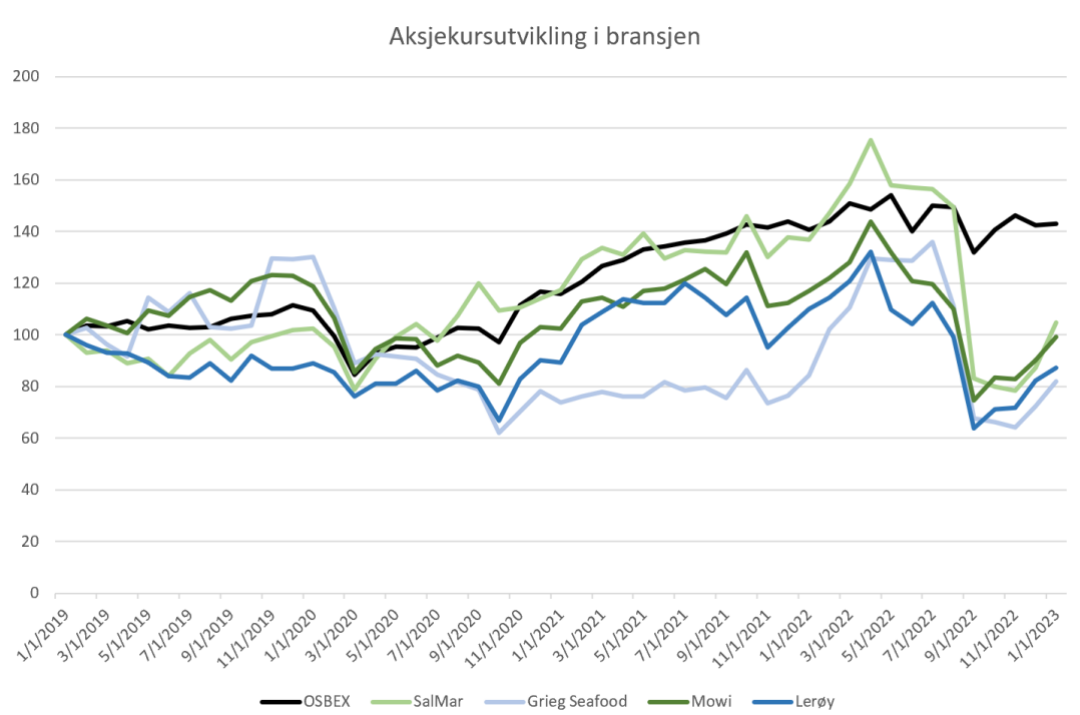
**Figur 2-14:** Finansiell utvikling for SalMar over analyseperioden (egenprodusert).

## 2.5 Grieg Seafood i forhold til bransjeutvalget

I forrige kapittel presenterte vi et utvalg selskaper som representerer bransjesnittet. I dette delkapitlet skal vi sammenligne selskapene for å vurdere hvordan Grieg Seafood skiller seg fra bransjesnittet. Vi starter med å se på aksjekursutviklingen til de ulike aktørene opp mot Oslo Børs sin hovedindeks (OSEBX) for å danne oss et bilde over hvordan aktørene sine aksjer svinger i forhold til markedet. Dette vil gi oss en bedre forståelse av sammenhenger mellom selskapenes verdiskapning og markedsforholdene. Dersom aksjekursen til selskapene stiger eller faller i takt med hverandre, tyder det på at bransjen som helhet påvirkes av de samme faktorene. Vi kan også få innsikt i om Grieg Seafood tilsynelatende er mer eller mindre sårbar for markedsfluktasjoner enn bransjesnittet.

For å vurdere avkastningen til de ulike aktørene i forhold markedsindeksen har vi regnet ut månedlig prosentvis avkastning i perioden 01.01.2019 til 01.01.2023 og satt indeksåret til null, som illustrert i figur 2-15. Vi har valgt en kortere analyseperiode her, for å få et mer realistisk bilde av selskapenes relative ytelse i bransjen. Når man ser på aksjekurser over en lengre

periode, kan det være vanskelig å isolere faktorer som påvirker den enkelte selskaps aksjekurs fra generelle trender i markedet. Ved å velge en kortere analyseperiode kan vi også tydelig se aksjekursfallet 28. september 2022.



**Figur 2-15:** Prosentvis avkastning på Oslo Børs i perioden 2019-2022 (Oslo Børs, 2023a).

Det er to hendelser som skiller seg ut i denne analyseperioden, og det er koronapandemien og innføringen av grunnrenteskatt 28. september 2022. I 2020 førte koronapandemien til at etterspørselen etter laks falt, som resulterte i fallende priser og inntekter. Restriksjoner og begrensninger i samfunnet gjorde også at det var vanskelig å opprettholde en effektiv operasjonell drift, ettersom det var begrensninger i både transport, handel og salg, som følger av at servicebransjen var nedstengt.

Av figur 2-15 ser vi at alle aktørene utenom SalMar presterte dårligere enn markedet under pandemien. SalMar implementerte i 2017 en ny type offshoremerder der de har begynt å oppnå gode resultater, som et steg mot å bli en mer bærekraftig aktør. Videre fusjonerte selskapet med Norwegian Royal Salmon i 2022 som gjorde SalMar til det nest største oppdrettsselskapet i verden. Videre ligger Mowi og Lerøy sin aksjekursutvikling like under markedsindeksen i perioden.. Mowi har lokasjoner i en rekke land og fikk fordelene av geografisk nærhet under

pandemien, da det var begrensninger i transport og handel. Lerøy har som tidligere nevnt andre forretningsområder enn laks, som kan ha vært til hjelp under pandemien. Lerøy var imidlertid den eneste aktøren som opplevde nedgang i produksjonsvolumet i 2022 som følge av sykdom på laksen.

Aksjekursutviklingen til Grieg Seafood var den svakeste i bransjeutvalget under koronapandemien, som trolig kan tilskrives at avdelingen på Shetland ble avviklet samtidig som det oppstod juridiske konflikter i Canada. Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje og det er ikke uvanlig med svingninger i perioder. Likevel kan det være viktig å vurdere hvordan de ulike aktørene håndterer disse utfordringene og hvilke strategier de har for å håndtere lignende situasjoner i fremtiden, ettersom det sier noe om risikoprofilen til selskapet.

Markedet reagerte fort på nyheten om at grunnrenteskatten skulle innføres, som illustrert i figur 2-14, der nesten 60 milliarder kroner ble utslettet fra Oslo Børs samme dag (*Sandmo, 2022*). Hovedindeksen (OSEBX) falt med 2,76% som følge av nedgangen i oppdrettsbransjen, der SalMar ble hardest rammet med en markedsverdireduering på nesten 20 milliarder kroner. Årsaken til at SalMar ble hardest rammet kan nok tilskrives at Lerøy har fordelene av å ha flere forretningsområder, mens Grieg Seafood og Mowi har fordelene av produksjon i utlandet som vil bli vernet for skatten.

Grieg Seafood er den minste aktøren i bransjeutvalget som tilsynelatende gjør de mer sårbare for svingninger i markedet, i henhold til aksjekursutviklingen. I tillegg har selskapet nylig opplevd flere utfordringer tilknyttet juridiske problemer og konflikter med urbefolkningen i Canada. Selskapet har også hatt utfordringer med sykdom på laksen, som har resultert i svakere finansielle resultater, der store mengder laks har dødd før slakt. På den positive siden har selskapet etablert seg på tvers av landegrensener og har derfor muligheten til å generere kontantstrømmer som ikke vil bli påvirket av grunnrenteskatten. Dette kan på sikt gi selskapet en vekstfordel sammenlignet med aktørene som produserer alt i Norge.

Vi har i dette kapitlet foretatt en bransjeanalyse og selskapsanalyse av Grieg Seafood og skal i neste kapittel fastsette hvilke verdsettelsesteknikker vi skal bruke videre. Bransje- og selskapsanalysen danner det fundamentale informasjonsgrunnlaget for resten av oppgaven, og vi har i den sammenheng også presentert den nye grunnrenteskatten som vil være et svært sentralt element videre i oppgaven når vi skal verdsette Grieg Seafood.

---

## 3. Valg av verdsettelsesmetode

I dette kapitlet skal vi se på de ulike metodene man kan bruke for å gjennomføre verdsettelsen, og hvilket rammeverk vi mener er det beste å anvende for utarbeidelse av vårt estimat. Det finnes flere metoder for å verdsette et selskap og vi vil diskutere både fordeler og ulemper med de ulike metodene, samt hva som påvirker valg av metode. De tre alternativene for verdsettelse er fundamental verdivurdering, komparativ verdivurdering og opsjonsbasert verdivurdering. Ofte kan det være lurt å bruke en kombinasjon av disse for å sikre det endelige estimatet for betydelige feilvurderinger (*Kaldestad & Møller, 2016*).

### 3.1 Oversikt over ulike verdsettelsesmetoder

Verdsettelse brukes til en rekke formål. Et av formålene er analyse av selskapets underliggende verdier og fremtidig inntjening for å finne den mest treffende verdien på en enkelt aksje på et gitt tidspunkt. Det skal kunne gi en pekepinn på om aksjen er overpriset eller underpriset i forhold til markedsverdien. Analytikere bruker ulike metoder og forutsetninger for verdsettelse etter hvilke bransje og situasjoner selskapet befinner seg i. De prøver å spå fremtiden basert på historiske tall. Noen ganger blir verdsettelse sammenlignet mer med å treffe på hva andre mener enn å faktisk ha rett svar (*Kaldestad & Møller, 2016*).

Kaldestad & Møller (2016) definerer tre hovedkategorier for valg av metode for verdsettelse, basert på inntjening, marked og kost. Metodene er supplementer for hverandre, med ulike fordeler og ulemper. Fundamental verdivurdering har en inntjeningsbasert tilnærming, komparativ verdivurdering har en markedsbasert tilnærming og opsjonsbasert verdivurdering har en opsjonsbasert tilnærming. Sentrale faktorer som tilgang på informasjon, tid til disposisjon, krav til pålitelighet, bransje og hvor langt selskapet er kommet i livssyklusen, er avgjørende for hvilke metoder som er mest hensiktsmessig å anvende.

#### 3.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdivurdering er i henhold til Knivsflå (2023a) et rammeverk som baserer seg på fem steg. Stegene går ut på å få innsikt i underliggende økonomiske forhold fra offentlig informasjon som til sammen utgjør verdivurderingen. De første stegene handler om å utføre en strategisk regnskapsanalyse av både kvalitativ og kvantitativ informasjon, for å oppnå

kjennskap til selskapet. Basert på funnene fra analysene skal det i de neste stegene utarbeides et fremtidsregnskap og fremtidskrav, som skal neddiskonteres for å finne et verdiesestimater. Til slutt skal det utarbeides en handlingsstrategi basert på den estimerte aksjeverdien i forhold til markedsverdien, hvor alternativene kjøp, hold og selg velges mellom.

Rammeverket passer best for selskaper som har høy eller moden grad av vekst i livssyklusen. Det må ikke være fare for avvikling i virksomheten eller ha verdier av særlig fleksibilitet, da det er lite hensiktsmessig å finne nåverdi av kontantstrømmer hos selskaper som ikke har muligheten til å frembringe stabile kontantstrømmer (*Damodaran, 2012*). Fundamental verdivurdering er en omfattende og tidkrevende metode, som baseres på estimater av mange usikre faktorer. Det er nødvendig å ha tilgang på fundamental og solid informasjon, helst flere år tilbake i tid, for å kunne predikere hvordan verdier kan utvikle seg i fremtiden (*Knivsflå, 2023a*).

Det finnes to teknikker for fundamental verdivurdering, hvor den ene er egenkapitalmetoden og den andre er selskapskapitalmetoden. Videre finnes det ulike modeller innenfor metodene som kan brukes for å verdivurdere virksomheten basert på hvilken kontantstrøm og avkastningskrav som velges. Uavhengig av hvilken modell som brukes, skal en ved konsistent bruk og rett verdivektning komme frem til samme verdiesestimater (*Knivsflå, 2023n*).

### **Egenkapitalmetoden**

Egenkapitalmetoden brukes for å direkte verdsette egenkapitalen. Dette gjøres ved å beregne nåverdi av fremtidige kontantstrømmer. Til neddiskonteringen brukes avkastningskravet til egenkapitalen, som ikke nødvendigvis er konstant frem i tid, men avhenger av kapitalstruktur og periode. Det finnes fire modeller som kan anvendes innenfor egenkapitalmetoden: utbyttmodellen, fri kontantstrømmmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Utbyttmodellen er tilnærmet fri kontantstrømmmodellene. Alle fire modellene har til felles at de bruker Gordons vekstformel i siste leddet, som gjør at det forventes «steady state» etter budsjettthorisonen (*Knivsflå, 2023n*). Dersom det ved konsistent bruk og rett vektning av modellene ikke kommer frem til samme verdi, kan det skyldes upresise tall med for få desimaler.

---

## Selskapskapitalmetoden

Ved selskapskapitalmetoden verdsettes egenkapitalen indirekte. Verdien av egenkapitalen finnes ved å kalkulere verdien av selskapskapitalen, og trekke fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Selskapskapitalen kan måles som totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Det er kun de to siste som anvendes, da metoden for å måle totalkapital ikke lenger anses å være aktuell (*Knivsflå, 2023n*). Modellene innenfor selskapskapitalen er samsvarende med modellene for egenkapitalen, med unntak fra utbyttmodellen. Eneste forskjellen for modellene ved selskapskapitalmetoden er at kontantstrømmene kommer fra drift, og ikke egenkapitalen, i tillegg til at avkastningskravet for selskapskapitalen skal anvendes.

### 3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering baserer seg på at en eiendel eller virksomhets verdi kan baseres på hva tilsvarende eiendeler og virksomheter omsettes for i et velfungerende marked (*Knivsflå, 2023a*). Forutsetningen er at det er tilstrekkelig informasjon og at markedet ikke er preget av uforutsette hendelser, i tillegg må det justeres for forskjeller. Denne tilnærmingen for verdivurdering bygger på markedsfaktorer, heller enn selskapets fundamentale verdi, noe som gjør metoden enkel og intuitiv å forstå (*Knivsflå, 2023a*). Metoden har imidlertid noen begrensninger da den tar utgangspunkt i at selskaper i samme bransje vil ha samme fremtidige inntjeningspotensialer og dermed samme multiplikator, dette er sjeldent tilfelle i realiteten. Videre er den basert på forventninger og ikke-finansielle faktorer som politiske- sosiale- eller økonomiske endringer. Dette gjør at friheten til å velge sammenligningsgrunnlag vil kunne påvirke endelig verdiestimat.

De to hovedmetodene som benyttes i komparativ verdsettelse er multiplikatormetoden og substansverdimetoden, og vi skal videre presentere de to metodene. Multiplikatormetoden er mest anvendt i praksis, da det er en tids- og kostnadseffektiv metode.

#### Multiplikatormetoden

Multiplikatormetoden er en mye brukt metode i praksis for å estimere verdien av et selskap ved å multiplisere et nøkkeltall fra resultatet- eller balansen med en multiplikator, og betraktes som en enkel og kostnadseffektiv måte å foreta en verdivurdering på (*Kaldestad & Møller,*

2016). Det er mest vanlig å bruke kontantstrømorienterte multipler, som for eksempel forholdet mellom prisen på én aksje og selskapets fortjeneste per aksje (Kaldestad & Møller, 2016). Ettersom det i dagens samfunn er økt tilgjengelighet til markedsdata, har det over tid blitt mer utbredt å bruke en bransjespesifikk multiplikator i slike verdsettelsler. På denne måten estimerer vi også indirekte nåverdien av fremtidige kontantstrømmer ved at multiplikatoren representerer markedets forventninger relatert til fremtidige priser, inntjeningsnivåer og konkurranseforhold (Kaldestad & Møller, 2016). Selv om multiplikatormetoden kan gi en god indikasjon på hvordan selskapet verdsettes i forhold til resten av bransjen, bør det bemerkes at den gir en grov sammenligning og forutsetter implisitt at selskapene har samme margin (Kaldestad & Møller, 2016).

### **Substansverdimetoden**

Substansverdimetoden innebærer at verdien til selskapet settes til markedsverdien av eiendelene, fratrukket netto rentebærende gjeld og latent skatt (Kaldestad & Møller, 2016). Metoden forutsetter imidlertid at eiendeler og gjeld må kunne identifiseres med en observerbar salgs- eller markedsverdi. Dette gjør at metoden er vanskelig å anvende i virksomheter som har store verdier knyttet til immaterielle eiendeler eller som bruker konfidensielle priser. Denne metoden egner seg blant annet i eiendomsbransjen, som har en høy verdi av fysiske eiendeler og stor tilgjengelighet av markedspriser og verdier.

### **3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering**

Fundamental verdivurdering har en tendens til å undervurdere fleksible verdier ved at rettigheter til å gjøre bestemte type tiltak blir ekskludert fra verdivurderingen (Kaldestad & Møller, 2016). Opsjonsbasert verdivurdering er et supplement til tradisjonell fundamental verdivurdering med hensikt om å gi en mer realistisk fremstilling av selskapets reelle verdi. Det er vanlig å inkludere reelle opsjoner, som refererer til muligheten for å ta bestemte type tiltak i fremtiden som kan påvirke selskapets kontantstrømmer og dermed selskapets verdi. Dette kan være muligheten til å utsette, utvide eller avhende et prosjekt (Kaldestad & Møller, 2016). I et selskap som har realopsjoner - rettigheter, men ikke plikter til å kjøpe eller selge - benytter man seg av en metode der en beregner fremtidige kontantstrømmer under statiske scenarier, inkludert verdien av fleksibilitet (Kaldestad & Møller, 2016).



---

Metoden er ofte hensiktsmessig i bransjer med binomiske utfall og høyt usikkerhetsnivå. Dette skyldes at opsjonsbasert verdivurdering tar hensyn til muligheten for å utnytte fleksibilitet i fremtiden og gir rom for å inkludere usikkerheter i verdivurderingen. Ved bruk av opsjonsbasert verdivurdering må en imidlertid sørge for at verdien av opsjoner og fleksibilitet ikke dobbeltregnes ved at den inkluderes i både den fundamentale verdivurderingen og den opsjonsbaserte.

## 3.2 Valg av metode

Formålet med verdsettelsen er å finne et godt estimat på Grieg Seafood sin egenkapitalverdi. Det er både styrker og svakheter ved de ulike verdsettelsesteknikkene og det er viktig å ta hensyn til selskapets spesifikke situasjon ved valg av verdsettelsesteknikk for å få en mest mulig nøyaktig vurdering. Viktige momenter å ta hensyn til er tilgangen til pålitelig og tilstrekkelig informasjon, bransje og hvilken fase av livssyklusen selskapet er i (*Kaldestad & Møller, 2016*). Videre se nærmere på disse faktorene før vi trekker en konklusjon om hvilke teknikker vi skal anvende videre i oppgaven.

Tilgang på pålitelig og relevant informasjon er viktig uavhengig av hvilken metode som benyttes, men det er imidlertid metoder som krever et større datagrunnlag enn andre. Dette gjelder blant annet for fundamental verdsettelse, fordi metoden tar utgangspunkt i selskapets fundamentale faktorer som inntjening, kontantstrømmer og balanseverdier og er avhengig av tilgang på omfattende og nøyaktig regnskapsinformasjon flere år tilbake. Grieg Seafood har historie tilbake til 1992 og ble i 2007 børsnotert på Oslo Børs. Det er god tilgang på informasjon i oppdrettsbransjen, der alle de største oppdrettsbransjene har kvartalsrapporter og årsrapporter tilgjengelig flere år tilbake i tid. Det er imidlertid ikke all informasjon vi har tilgang til, som for eksempel nøyaktige kontraktspriser på laks, men vi mener at det ikke foreligger noe hinder når det kommer til informasjonstilgang for å kunne gjennomføre en verdivurdering av egenkapitalen til Grieg Seafood.

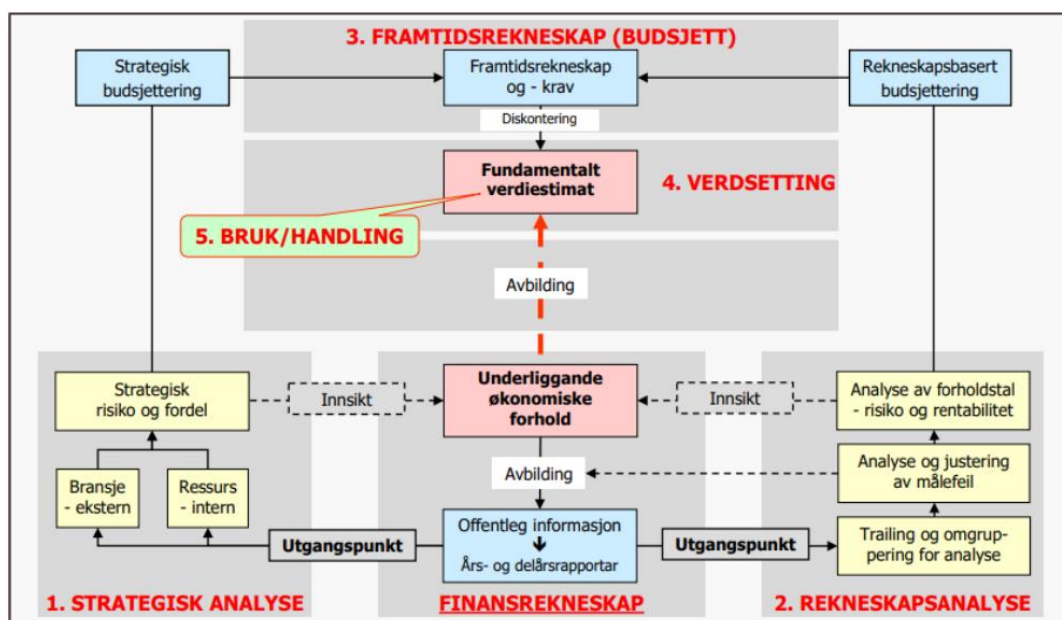
Selskapets fase i livssyklusen er en vesentlig faktor ved valg av metode. Selskaper som befinner seg i oppstartsfasen vil typisk ha begrenset tilgang til regnskapsinformasjon og er ofte preget av underskudd og målefeil. I en slik situasjon kan opsjonsbasert verdsettelse være hensiktsmessig som tar hensyn til kontantstrømmer lengre frem i tid og usikkerheter. Oppdrettsbransjen har lenge vært preget av en solid økning, men har de seneste årene

stabilisert seg på grunn av økning i reguleringer fra myndighetene. Det kan argumenteres for at Grieg Seafood er i en moden fase basert på at de har generert kontantstrømmer i flere år, opplevd en stabil vekst og det er forventninger om videre drift. Som følge av denne diskusjonen, vil en fundamental verdsettelsesmetode være godt egnet for å gi en mest mulig nøyaktig vurdering av selskapets egenkapital.

Det er hensiktsmessig å supplere med en eller flere metoder, for å få en rimelighetssjekk av estimatene i den fundamentale analysen. Virksomhetene i oppdrettsbransjen er preget av flere likhetstrekk, der alle i bransjeutvalget som presentert tidligere er børsnoterte med hovedvirksomhet i Norge. Alle i bransjeutvalget ble negativt påvirket av koronapandemien som tyder på at selskapene responderer på samme type svingninger i markedet. På bakgrunn av dette er komparativ metode med multiplikatormetoden et fornuftig supplement til fundamental verdivurdering. Denne metoden egner seg godt fordi det er en relativt enkel og rask metode å sammenligne selskapet med andre i bransjen. Metoden kan gi oss referanser på om selskapet er over- eller undervurdert.

### 3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

For å gjennomføre den fundamentale verdivurderingen av Grieg Seafood, velger vi å bruke et rammeverk som følger fem steg oppsummert av Knivsflå. Målet med rammeverket er å gjøre seg opp en mening og vurdering av selskapets underliggende aksjeverdi på et fremtidig tidspunkt basert på historiske og nåværende tall. I dette delkapittelet skal vi kort gå gjennom de fem stegene, som vi senere skal utdype videre i de etterfølgende kapitlene. De fem trinnene er som følger: strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap og fremtidskrav, fundamental verdivurdering og til slutt bruk av verdierestimatet. Rammeverket til Knivsflå er vist i figur 3-1.



Figur 3-1: Rammeverk fundamental verdivurdering hentet fra Knivsflå.

#### Steg 1: Strategisk analyse

Den strategiske analysen handler om å utføre en kvalitativ undersøkelse, ved å samle inn offentlig informasjon og opparbeide seg innsikt om strategiske forhold i virksomheten. Målet er å forstå selskapet på et videre nivå lenger enn regnskapstallene. Ved å foreta en ekstern analyse av bransjen og en intern analyse av selskapets ressurser, konkluderer man med hvilken strategisk posisjon selskapet innehar. Denne posisjonen sier noe om evnen til å kunne frembringe en strategisk fordel i forhold til konkurrentene (Knivsflå, 2023a). Den strategiske analysen blir gjennomgått i kapittel 4.

## Steg 2: Regnskapsanalyse

I det neste steget skal vi gjennomføre en kvantitativ undersøkelse av de historiske regnskapstallene til Grieg Seafood. Målet er å kvantifisere funnene fra den strategiske analysen i steg 1 for å bedre forstå virksomhetens underliggende økonomiske forhold (*Knivsflå, 2023c*). Regnskapsanalysen består av flere trinn og utfolder seg derfor over flere kapitler. Første punkt i analysen er å omorganisere finansregnskapet for å få fokuset over på inntjening og skape en mer investororientert oversikt. Ved å omgruppere regnskapstallene kan vi skille ut drift fra finansposter og unormale fra normale poster, klare for analyse. En investor er interessert i de normale postene som forventes å være relevante for fremtiden (*Knivsflå, 2023c*). Presentasjon og omgruppering av regnskapstall finner sted i kapittel 5.

Etter omgruppering av regnskapstallene til Grieg Seafood skal det gjennomføres en forholdstallanalyse, hvor fokuset er på risiko og superrentabilitet. I kapittel 6 kommer vi dermed til å gjennomgå en analyse av risiko. Ved å analysere kortsiktig og langsiktig risiko skal vi kunne si noe om hvor likvid og solid bedriften er. Denne analysen bunner ut i en syntetisk rating av selskapet hvor selskapets kredittrisiko blir fastsatt. Neste del av analysen er å bruke kredittrisikoen til å beregne historiske avkastningskrav. Avkastningskravet skal kompensere for det investoren kunne tjent på tilsvarende investeringer med identisk risiko (*Kaldestad & Møller, 2016*). I kapittel 7 skal vi beregne de ulike avkastningskravene for Grieg Seafood.

Til slutt i forholdstallanalysen skal fokuset over på lønnsomhetsanalyse og selskapets strategiske fordel. Ved å beregne ulike rentabilitetsmålinger, setter en grunnlaget for å sammenligne lønnsomhet over tid og med bransjen (*Knivsflå, 2023h*). Denne inputen skal vi senere bruke til å utarbeide fremtidsregnskap og -krav. Den strategiske lønnsomhetsanalysen vil forløpe i kapittel 8.

### **Steg 3: Fremtidsregnskap og fremtidskrav**

Steg tre i rammeverket til Knivsflå baserer seg på innsikt fra den strategiske analysen gjort i første del og regnskapsanalysen fra del to. Ved å identifisere budsjett drivere skal det estimeres en prognose på et fremtidsregnskap som legger grunnlaget for selve verdivurderingen senere i oppgaven (*Knivsflå, 2023l*). Videre skal også selskapets fremtidige strategiske fordel kvantifiseres. Fremtidsregnskapet vil bli presentert i kapittel 9 og fremtidskravene i kapittel 10.

### **Steg 4: Fundamental verdivurdering**

Denne delen av oppgaven tar for seg den fundamentale verdivurderingen av egenkapitalen ved hjelp av fremtidsregnskapet og fremtidskravet, hvor kontantstrømmene skal neddiskonteres til nåverdi. Dette gjøres ved å benytte flere metoder, i tillegg til en komparativ verdivurdering basert på multipler for å beregne et supplerende estimat. Usikkerheten knyttet til estimatene vil bli analysert gjennom sensitivitetsanalyser. Til slutt fastsettes det endelige verdiestimatet etter drøftelse av analyseresultatene (*Knivsflå, 2023n*). Dette vil bli gjennomgått i kapittel 11 og 12.

### **Steg 5: Handlingsstrategi**

Avslutningsvis i kapittel 13 skal det endelige verdiestimatet brukes til å presentere en handlingsstrategi i forhold til børskursen, for enten å kjøpe, holde eller selge aksjen.

## 4. Strategisk analyse

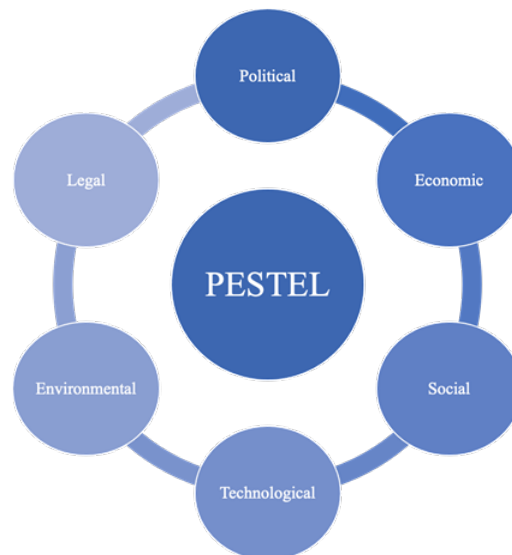
Vår strategiske analyse av oppdrettsbransjen og Grieg Seafood er basert på offentlig informasjon og har som formål å gi innsikt i bransjens og selskapets fremtidsutsikter, utover det regnskapstall kan avdekke. Ved å analysere bransjen og selskapets strategiske posisjon ønsker vi å identifisere om det foreligger en strategisk fordel som gir konkurransefortrinn. En strategisk fordel betegnes som selskapets eller bransjens evne til å generere overskudd (*Knivsflå, 2023b*).

Som tidligere nevnt i kapittel 2 har oppdrettsbransjen opplevd en jevn og bemerkelsesverdig høy avkastning det siste tiåret, som har vært betydelig høyere enn gjennomsnittet for industrien. Dette gjenspeiler at bransjen som helhet har hatt strategiske fordeler i perioden. Disse resultatene kan det imidlertid være slutt på nå som regjeringen har innført en grunnrenteskatt. I dette kapitlet vil vi først gjennomføre en ekstern bransjeanalyse for å utforske de faktorene som forventes å forme oppdrettsbransjen, og hvordan bransjen som helhet vil påvirkes av disse funnene.

I vår eksterne analyse ønsker vi også å identifisere hva som bestemmer bransjens lønnsomhet og vi vil her benytte oss av rammeverket «PESTEL» som ser på bransjens makroforhold. Videre vil vi bruke rammeverket «Porters fem konkurransekrefter», som ser på næringens omgivelser. Etter den eksterne analysen vil vi utføre en intern analyse for å avdekke om Grieg Seafood besitter strategiske fordeler som gir de konkurransefortrinn. For å avdekke om Grieg Seafood besitter slike ressurser vil vi benytte oss av rammeverket «VRIO» før vi vil oppsummere våre funn ved bruk av en «SWOT-analyse».

### 4.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse består av politiske (P), økonomiske (E), sosiokulturelle (s), teknologiske (T), miljørelaterte (E) og juridiske (L) faktorer. Vi skal benytte oss av dette rammeverket for å identifisere eksterne makroforhold, for å så vurdere hvordan disse forholdene vil påvirke bransjens utvikling på kort- og lang sikt. Målet med en slik analyse er å avdekke muligheter og utfordringer som virksomhetene i bransjen kan møte på. PESTEL-rammeverket er illustrert i figur 4-1.



**Figur 4-1:** Illustrasjon av PESTEL-rammeverket (egenprodusert).

### 4.1.1 Politiske faktorer

Politiske innretninger kan ha betydelig innvirkning på virksomheter gjennom implementering av ny skattepolitikk, inngåelse av handelsavtaler, og bruk av pengepolitisk styring for å dempe konjunktursvingninger. Vi har i denne delen av analysen identifisert tre faktorer som vi tror kan påvirke bransjen fremover. Dette er selvsagt den nye grunnrenta, konsesjonstillatelser og handelspolitikk på tvers av landegrenser. Følgelig skal vi gå mer i dybden på hver av disse.

#### Grunnrenteskatten

Grunnrenteskatt på havbruk, foreslått på 35% av grunnrenteskattepliktig inntekt, er presentert i kapittel 2.2. Grunnrenteskatt er tidligere innført i petroleums- og kraftnæringen, hvor provenyet har bidratt mye til fellesskapet. Provenyet fra grunnrenteskatt på havbruk anslås av Havbrukskatteutvalget til 7 milliarder kroner årlig (*NOU 2019:18*). Aktørene i oppdrettsnæringen reagerte negativt på forslaget, noe som førte til at regjeringen valgte å forkaste det. I stedet innførte myndighetene en produksjonsavgift basert på vekten av den produserte fisken (*Regjeringen, 2020*). Høsten 2022 ble imidlertid forslaget om grunnrenteskatt tatt opp igjen, og i mars 2023 la regjeringen frem et forslag der foreslått skattesats var på 35%.

For næringen vil dette ha betydelige konsekvenser ved at det som tidligere har vært et rent overskudd nå vil bli skattlagt med opptil 35%, avhengig av hva den endelige satsen blir. Den økte skattebelastningen går utover fremtidig inntjening og vil redusere selskapenes kontantstrømmer. Skatten vil treffe både børsnoterte og unoterte selskaper, selv med bunnfradraget. Videre vil virksomheter som investerte i nytt og dyrt utstyr før årsskiftet, ikke få noe fradragført på grunnrenteinntekten slik som kjøp etter årsskiftet vil gjøre. En annen negativ konsekvens for flere av aktørene er at deler av omsetningen ofte består av fastpriskontrakter på fremtidig salg, og ikke basert på normpris. Dersom avtalt salgspris viser seg å være lavere enn pris fra spotmarkedet, vil de måtte betale skatt av en inntekt de ikke har. I høringsnotatet til regjeringen blir det også påpekt av aktørene i bransjen at en slik endring vil svekke deres konkurranseevne i forhold til konkurrerende land der selskapsskatten er vesentlig lavere (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*).

### **Handelspolitikk**

Politiske situasjoner i verdensmarkedet har også innvirkning på oppdrettsbransjen, da over 95% av den produserte laksen eksporteres til utlandet. Norge, som er medlem av EØS-avtalen, har privilegier som gir fri tilgang til markedene i EU-landene. For land utenfor EU kan imidlertid barrieren for eksport være større ved at strenge toll- og veterinærkontroller begrenser tilgangen (*NOU 2019:18*).

I 1992 ble det rettet prisdumping-anklager, som er at eksporterte varer selges til en lav pris med hensikt om å vinne over markedet, mot norsk hel laks som ble eksportert til USA. Dette resulterte i en straffetoll på 26,9% og selskapene tapte store markedsandeler i USA. Flere norske bedrifter gikk konkurs som følger av at de måtte selge fisken med tap. I 2012 ble straffetollen fjernet, grunnet stor etterspørsel etter norsk laks, og allerede i 2018 var USA det fjerde største markedet Norge eksporterte til (*NOU 2019:18*).

Russland var blant de viktigste eksportmarkedene for norsk oppdrett frem til 2014. Dette året innførte Russland et importforbud av blant annet norsk sjømat, som følger av Norges sanksjoner mot Russlands innvandring av Krim-halvøya. Året før var Russland det største eksportmarkedet for norsk sjømat og det ble eksportert varer for over 6,5 milliarder kroner (*Hatlem, 2014*). Det har tidligere vært uforutsigbare vilkår for å få adgang til det russiske markedet, men oppdrettsnæringen har et estimert tap på rundt 20 milliarder kroner som følger



---

av forbudet (*Nilsen, 2019*).

Videre i 2022 gikk Russland til krig mot Ukraina, som medførte at eksporten til Ukraina stoppet opp. Videre førte sanksjoner mot Russland til handelskonsekvenser, både for eksport og import. Russland og Ukraina er to av de største råvareprodusentene av hvete til fiskefôr, og norske fôrprodusenter valgte å stoppe handelen med Russland. Krigen går også utover transport og flyfrakt. Som følge av sanksjonene mot Russland innførte de flyforbud over landet. Det gjør at fisk som skal til Asia får en lenger transporttid og flyfrakten blir dyrere. Disse handlingene får i tillegg konsekvenser for den globale konkurransesituasjonen. Energipriser har blitt dyrere, som gjør oppdrettsproduksjonen dyrere, som også gir økte salgspriser på laks til forbrukerne (*Norges Sjømatråd, 2022*).

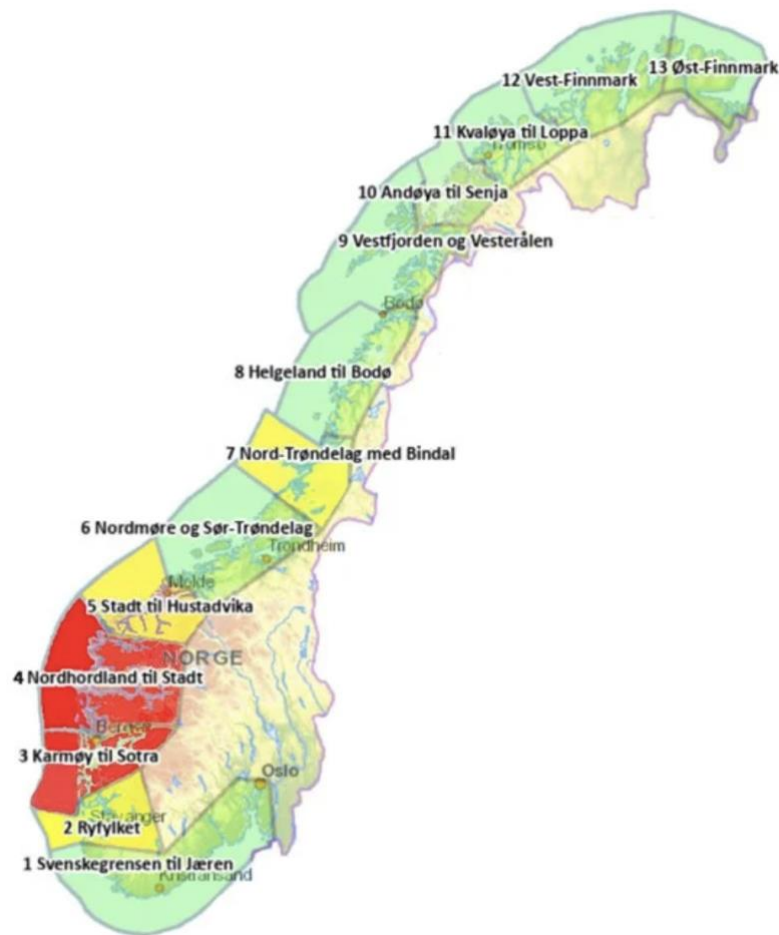
### **Konsesjonstillatelser**

Politiske utfordringer kan også komme fra miljøutfordringer. For at oppdretterne skal kunne drive med oppdrett på et bestemt område må de som nevnt tidligere ha en tillatelse i form av en konsesjon. Antallet konsesjoner for produksjon av matfisk i sjø er begrenset, og det er myndighetene som deler ut tillatelsene. Påvirkning på miljø og knappe ressurser legger og grunnlaget for begrensnings av tillatelser. En tillatelse gis for én lokalitet, og hver konsesjon har ulik maksimal tillatt biomasse (MTB). MTB forekommer på to nivåer, og forteller hvor mye som kan produseres på den aktuelle lokaliteten, samt hvor mye selskapet til enhver tid kan ha i sjøen på sine lokaliteter samlet. Størrelsen varierer etter hvor lokaliteten befinner seg. En normal lisens har 780 tonn, mens lisenser for produksjon i Nord-Norge er på 940 tonn (*Fiskeridirektoratet, u. å., a*).

Myndighetene deler også ut særtillatelser etter bestemte hensikter. Felles for særtillatelsene er at det ikke er antallsbegrenset og gis uten vederlag. Det gis lisenser for produksjon av stamfisk, til forskning og utvikling og i undervisningsøyemed. Produksjon av matfisk på land går som en type særtillatelse og har ikke spesielle krav i forhold til "trafikklyssystemet" eller MTB, men det må ikke gå utover oppdrettet i sjø. Oppdrett til havs krever også en særtillatelse, men regelverket er ikke helt fastsatt, da flere hensyn må tas til betraktning (*Regjeringen, 2021*).

I 2017 ble følgelig "trafikklyssystemet", illustrert i figur 4-2, innført av regjeringen etter enighet om behov for en mer bærekraftig og stabil vekst i næringen. Kysten ble delt inn i tretten ulike biter og gitt hver sin farge, grønn, gul eller rød, etter hvor høyt nivå området er

påvirket av lakselus. I de grønne områdene kan havbruksaktørene øke veksten av produksjonen sin, gult må holde produksjonen konstant, mens røde områder må redusere kapasiteten sin. Hvert andre år foretas det en ny vurdering for vekstmuligheter, hvor selskaper i grønne områder kan kjøpe noe produksjonstillegg til fastpris, mens resten auksjonerer (*Regjeringen, 2022*). Dette kan være katastrofalt for selskapene i de røde områdene. Redusert produksjon i form av mindre tillatt fiskemasse å ha i sjøen til enhver tid, vil føre til reduserte inntekter. Samtidig øker kostnadene for å bruke mer ressurser på avlusning. Det kan videre legge en demper på investeringsmuligheter og teknologisk vekst.



**Figur 4-2:** Produksjonsområder i oppdrettsnæringen og områdets miljøpåvirkning (direkte hentet fra *Regjeringen, 2022a*).

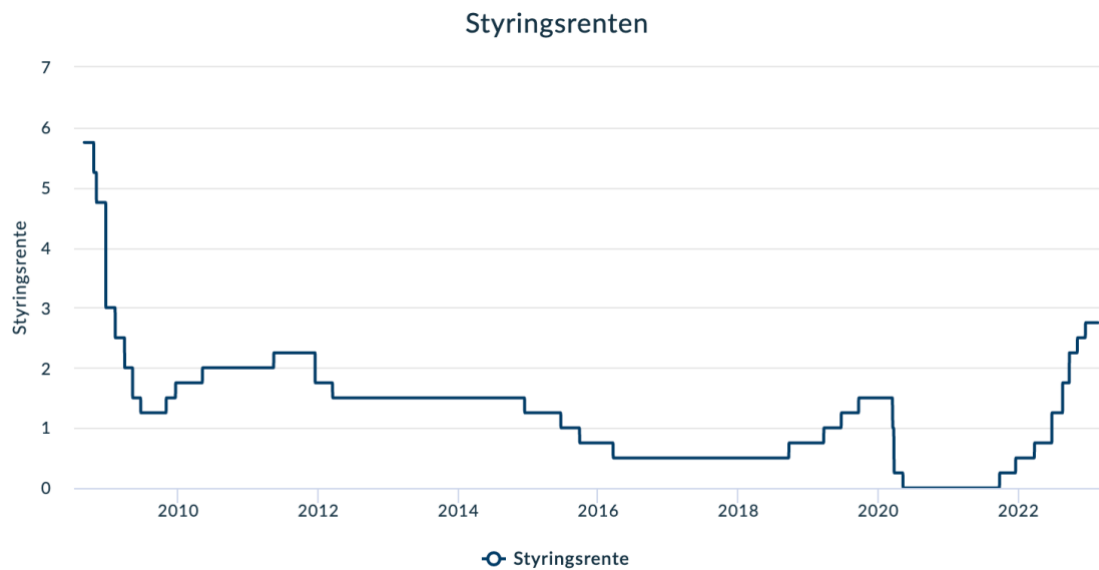
---

### 4.1.2 Økonomiske faktorer

Alle de store norske aktørene har hovedkontor i Norge, men eksporterer til sammen 95% av produksjonen til utlandet, som gjør at økonomiske trender nasjonalt- og internasjonalt er viktige faktorer som påvirker bransjen. Vi så i kapittel 2.5 at aksjekursen til aktørene svinger i samme retning som økonomiske trender, som antyder at oppdrettsbransjen blir påvirket av konjunktursvingninger i markedet. Videre vil endringer i valutakurser ha en direkte innvirkning på bransjen, da oppdrettsselskapene mottar betaling i utenlandsk valuta. Vi skal videre se nærmere på den økonomiske utviklingen både nasjonalt- og internasjonalt med hensikt om å avdekke økonomiske faktorer som vil ha en innvirkning på bransjen.

#### Økonomisk utvikling i Norge

I 2020 senket myndighetene renten for å motvirke de økonomiske utfordringene som oppstod som følge av nedstengninger under koronapandemien. Denne rentesenkingen ble gjort på toppen av det allerede historisk lave rentenivået, i tillegg lanserte regjeringen økonomiske tilleggspakker for å spre tapet mellom offentlig- og privat sektor. I 2022 ble imidlertid alle restriksjoner i Norge opphevet og etter flere måneder med økt konsumprisvekst og økte renter anslår Norges Bank at vi nå har nådd konjunkturtoppen (*Norges Bank, 2022*). I tredje kvartal ble styringsrenten hevet fra 2,25% til 2,50% med utsikter om å heve den ytterligere første kvartal 2023. Økningen i rentenivået påvirker lønnsomheten til oppdrettsbransjen ved at finansiering blir dyrere. Etter finanskrisen har styringsrenten i Norge vært historisk lav, som vist i figur 4-3. Dette har bidratt til en gunstig finansiell situasjon for oppdrettsbransjen som i samme periode har vært preget av sterk vekst.



**Figur 4-3:** Utvikling av styringsrenten fra august 2008 til februar 2023 (Norges Bank, 2023)

Norges Bank forventer at usikkerheten i de internasjonale finansmarkedene vil avta og at den norske kronekursen vil styrke seg. Likevel er det fremdeles betydelig usikkerhet knyttet til den videre kursutviklingen og anslagene innebærer at norske renter vil være lavere enn rentene hos handelspartnerne gjennom det neste året, noe som ikke har vært tilfelle siden før finanskrisen (Norges Bank, 2022). En styrking av den norske kronekursen vil gjøre eksportvarer dyrere og importerte varer billigere for utenlandske kjøpere og norske produsenter. Dette kan føre til en svekkelse av oppdrettsbransjens konkurranseevne i det internasjonale markedet, da den norske lakseprisen vil øke. En styrkning av den norske kronekursen på oppdrettsbransjen vil imidlertid avhenge av hvordan valutaendringene påvirker produksjonskostnader og etterspørselen etter oppdrettslaks. Ved innføring av grunnrenteskatt har regjeringen argumentert for at en kontantstrømbasert grunnrenteskatt på overskuddet vil være hensiktsmessig for bransjen, fordi den tar hensyn til både renteendringer og valutasvingninger, ved at det er overskuddet som blir skattlagt.

### Økonomisk utvikling internasjonalt

Krigen i Ukraina har resultert i luftromstegninger over Russland og økte transportkostnader for varer som skal eksporteres til Asia. Denne kostnadsøkningen gjør at volumet av varer reduseres og det kan oppstå flaskehalser i produksjonen. Norge sin eksport av laks har tilsynelatende ikke blitt preget i alvorlig grad, med tanke på at verdien på norsk lakseeksport

---

aldri har vært høyere, selv om volumet har vært synkende, som antyder at det er en underliggende etterspørsel etter laks i det internasjonale markedet (*Norges Sjømatråd, 2023b*). Eksportprisene målt i norske kroner har økt som et resultat av en svekket krone mot dollar og euro det siste året. Krigen mellom Russland og Ukraina har ført til dyrere fôr og energikostnader, men vi anser likevel ikke at oppdrettsbransjen er mer utsatt en annen eksportvirksomhet for påvirkninger fra krigen.

### 4.1.3 Sosiokulturelle faktorer

I dette kapitlet har vi som hensikt å identifisere om det foreligger sosiokulturelle forhold som vil ha en innvirkning på bransjen fremover. Med sosiokulturelle faktorer viser vi til aspekter ved samfunnet og kulturen som kan påvirke en virksomhet, som for eksempel sosiale trender og økt fokus på en sunn livsstil.

#### Livsstil

I Norge i dag spises det nok mat, men ikke nødvendigvis av den riktige typen. Det er et økt fokus på en sunnere livsstil, å trene mer og spise nok næringsrik mat. Den vanligste dødsårsaken hos nordmenn i dag er hjerte- og karsykdommer, hvor kostholdet og mettet fett spiller en stor faktor. Helsedirektoratet anbefaler at det spises fisk minst to til tre ganger i uken, i tillegg til å ha fisk som pålegg (*Helsedirektoratet, 2018*). Laks er en god kilde til umettet fett, proteiner, omega3 og flere andre vitaminer. Det at Helsedirektoratet mener flere burde spise mer fisk, er positivt for oppdrettsbransjen. Den norske laksen er verdenskjent, og finnes på matbutikker og restauranter rundt om i hele verden. En slik påstand fra Helsedirektoratet kan være med på å øke merkevaren og dermed etterspørselen etter laks. En høyere etterspørsel vil gagne bransjen.

Flere i dagens samfunn blir også vegetarianere og veganere, hvor de ikke spiser animalske produkter som fisk. Dette kan utvikle seg til å være negativt for næringen. I en undersøkelse gjort av Ipsos på forespørsel fra merkevareselskapet Orkla, kommer det frem at antall vegetarianere og veganer har økt fra 7% i 2021 til 11% i 2022 (*Orkla, 2023*). Flere opplyser også om at de vil begrense inntaket sitt av kjøttprodukter. Dette er derimot ikke store økninger eller høye tall, så det vil trolig ikke påvirke havbruksnæringen i særlig negativ forstand de neste årene.

## Befolkningsvekst

En voksende befolkning øker behovet for mer mat. Trender og prognoser viser til at verden innen 2050 vil ha en befolkning på omtrent 9 milliarder mennesker, hvorav en milliard anses som underernærte (*Sjømat Norge, 2011*). Matprodusenter er nødt til å produsere dobbelt så mye mat i 2050 som de gjorde i 2010. Når kloden består av 70% vann, men kun 2% av matproduksjon forekommer fra havet, finnes det store utviklingsmuligheter for akvakultur. Dette vil norsk havbruk nyte godt av. Den norske laksen er et sunt og næringsrikt produkt, som dekker noe av behovet for mat i verdensdelene. Havbruksaktørene har potensiale til å øke produksjonsveksten sin for å redusere etterspørselen etter næringsrik mat, så lenge det ikke går på bekostning av det miljøet tåler. I tillegg krever fisken lite fôr og energi for å kunne produsere en kilo laks, samtidig som klimaavtrykket er generelt lavere enn påvirkningen fra landbruk (*Mowi, 2022a*).

### 4.1.4 Teknologiske faktorer

Norge er ledende innen den teknologiske utviklingen i oppdrettsnæringen. Dette er en avkastning fra mange ressurser og innsats som er lagt ned for å overholde kravene fra myndighetene med fokus på fiskehelse og fiskevelferd gjennom forskning og utvikling. Samtidig har også høye salgspriser ført til muligheten for å investere i nyere og bedre teknologi. Havbruket er avhengig av kontinuerlig utvikling for å opprettholde den høye standarden og redusere miljøutfordringer.

For å kunne øke produksjonsveksten enda mer i næringen, må man utvikle og utnytte andre alternativer enn tradisjonelt oppdrett i åpne merder. De siste årene har havbruksaktører utviklet ny teknologi som kan brukes på flere områder langs kysten og til havs for å drive med lakseoppdrett. Nye typer oppdrettsanlegg som ønsker å konkurrere med åpne merder i sjø er lukkede anlegg i sjø, offshoreoppdrett og landbasert oppdrett. Felles for disse er at de fortsatt er under utvikling og det foreligger en usikkerhet i om det vil bli lønnsomt nok (*NOU 2019:18*).

Myndighetene har en ordning med utviklingstillatelser hvor de oppfordrer til innovasjon av nye, bærekraftige prosjekter. En forutsetning er at det ikke påvirker fiskens helse og velferd

---

negativt. Dette har skapt høy interesse for lukkede anlegg og offshoreoppdrett (EY, 2022). SalMar AS satte ut fisk i eget offshore-anlegg i 2017, “Ocean Farm 1”, som de første i verden. Fokuset var på bærekraft og fiskehelse, da anlegg til havs kan redusere faren for sykdom, lakselus og forurensing av havbunnen. Det første året var resultatene positive med hensyn til velferd og dødelighet. Høsten 2018 opplevde de derimot at anlegget tok inn vann, krenget og noe fisk rømte (SalMar, 2019a). En fordel med denne typen innovasjon er at havbruksaktørene kan samarbeide med aktører fra olje- og gassnæringen for å sammen finne gode løsninger og utnytte tilgjengelige ressurser.

Flere oppdrettere har tatt turen opp på land, inkludert Grieg Seafood som satser på både post-smolt til eget selskap og produksjon av matfisk. Foreløpig er de fleste fortsatt i en planleggingsfase, men planlagt landbasert produksjonsvolum har økt de seneste årene. Det kreves også tillatelser for å drive med oppdrett på land, og det er få selskaper som faktisk har fisk i tankene og fått det slaktet. En fordel med denne type oppdrett er at anleggene kan legges nærmere markedet, og minimere tid og kostnader fra slakt til salg. Rømming av fisk og miljøpåvirkning på havet vil også kunne unngås. Utfordringer for selskapene er kapitalinnhenting, prøving og feiling av teknologisk utstyr og usikkerheten knyttet til produksjonskostnader. I løpet av 2021 var det flere av aktørene med produksjon av fisk på land som slet med høy dødelighet (EY, 2022).

#### **4.1.5 Miljømessige faktorer**

Det har blitt et økt fokus på at produksjon av fisk i åpne merder har betydelige konsekvenser på det marine miljøet ved spredning av lakselus, rester av fôr og kjemikalier, samt innvirkninger på sjøfugl. Bransjens miljøavtrykk, sett sammen med den høye avkastningen, har resultert i at regjeringen ser at det er behov og rom for en grunnrenteskatt, der virksomhetene betaler for skaden de påfører miljøet ved bruk av felles naturressurser. I denne delen skal vi gå nærmere på de miljømessige faktorene som kan påvirke bransjen fremover.

##### **Lakselus**

Lakselusen, en type parasitt, er en av de største utfordringene til bransjen i dag (Misund, 2023). Den er ofte å finne på oppdrettslaks i lokaliteter langs norskekysten. Den kan også finnes på villaks ute i havet, men forsvinner etter hvert når laksen svømmer i elver og ferskvann.

Parasitten spiser på skinnet og blodet til laksen, og etter hvilket stadium lusen er i, jo større skade kan fisken få. Velferden til laksen blir kraftig redusert, og uten behandling kan dødelighet forekomme i høy grad (*Søvik, 2022*). Lusen trives best i mild sjø, med en temperatur fra 7-15 grader. Jo varmere vann, jo forttere utvikler den seg (*Biomar, u.å.*). Den milde temperaturen gjør at kysten fra Stad og nedover mot Haugesund spesielt opplever hyppigere forekomst av lakselus. I “trafikklyssystemet” som ble innført av myndighetene har dette området derfor fått en rød farge (*Regjeringen, 2022a*).

Oppdretterne investerer mye penger i å bekjempe lakselusen. Lusebehandlingen er lite skånsom, og millioner av fisk dør før slakt. Metodene som brukes må derfor være godkjente av Mattilsynet, og aktørene må dokumentere at fiskevelferden blir ivaretatt (*Mattilsynet, 2021*). Ved høy dødelighet basert på mye lus og lav fiskevelferd, vil selskapene tape inntekt. Tiltak som iverksettes for å holde antall lus nede er blant annet bruk av rensefisk og brakklegging av merdene før utsettelse av ny smolt. Ved brakklegging står lokalitetene tomme over en lengre periode slik at sykdom ikke skal følge over fra en fiskebestand til neste. Et annet tiltak er å bruke legemidler. Det er effektivt en stund, men så blir lusa resistent mot behandlingen. Basert på dette har det blitt innført fysisk fjerning av parasitten, gjennom spyling eller børsting av laksen og luseskjørt øverst på merdene (*Søvik, 2022*).

### **Rømming av laks**

I en periode på ni år, fra 2010 til 2018, ble det årlig registrert over 200 000 rømt laks (*Føre et al., 2019*). Rømming av oppdrettslaksen er til størst fare for de ville laksebestandene. Oppdrettslaksen har en annen genetik enn villaksen, og kan spre både uønskede gener og sykdommer som kan ende med negativt utfall dersom den gyter i elvene (*Misund, 2023*). Dernest har det en økonomisk effekt for selskapene, som taper inntekt og får økte kostnader gjennom reparasjon av ødelagte nøter, utstyr og gjenfangst av rømt fisk. Det foreligger ofte en usikkerhet på hvor mange fisk som faktisk er i noten, så tapet kan være vanskelig å estimere (*Føre et al., 2019*).

Havbruksaktørene vil helst unngå hendelser med rømming. Dersom det skjer, har de meldeplikt. Oppdretterne deler også erfaringer med hverandre, hvor de kartlegger sine rutiner slik at det ikke skal kunne igjen. Hovedårsakene til at rømming oppstår er teknisk svikt eller uvær, hvor det blir hull i noten eller kanten på merden kommer under vannoverflaten. Det kan også foreligge bakenforliggende årsaker, som menneskelig svikt hvor det har vært mangel på



---

tid, ressurser eller riktig opplæring (Føre et al., 2019). Fiskeridirektoratet (u. å., b) holder statistikk over rømt fisk og gjenfangst, som viser at det har vært en nedgang i antall hendelser de siste årene. De har også et ansvar for holde tilsyn med næringen, og forebygge rømming. Ved store rømningshendelser kan Fiskeridirektoratet ilegge selskapene bøter eller gi andre konsekvenser (Fiskeridirektoratet, u.å, b). Fra 1.januar 2023 iverksatte myndighetene en ny forskrift med strengere krav og regler for å unngå rømming fra oppdrettsanleggene (NYTEK23, 2023).

### **Bærekraft og forurensning**

Oppdrettsnæringen utsetter miljøet for utslipp fra samtlige ledd i verdikjeden. For å kunne nå FNs 1,5 grader mål for å redusere konsekvensene fra global oppvarming så mye som mulig, må klimagassutslippene begrenses (FN, 2020). Av produksjonen fra akvakultur og fiskeri er det laks som troner øverst på lista over klimagassutslipp. De største faktorene som bidrar til miljøutfordringene er fôr, råvarer til fôret, transport og lite energieffektive prosesser. Fersk laks fraktet til Paris med biltransport viste seg å være en av klimaverstingene, og ved å innarbeide forbedringer for alle faktorene kunne utslippet blitt redusert med nærmere 55% (Winther et al., 2017).

Fra produksjon av laks forekommer det også forurensning i havet. Oppdretterne slipper ut mye næringssalter i sjøen fra produksjonen, mest av fosfor og nitritt. Saltene påvirker havbunnen, økosystemene og vannkvaliteten. Fosfor kommer fra ingrediensene i fôret, og er blant annet til fare for dyr. Det kan også føre til høy algeproduksjon, som krever mer oksygen ved nedbryting, og med høyere sjøtemperaturer kan det føre til oksygensvikt og fiskedød (Miljødirektoratet, 2022). Videre vil også avføring fra fisken, sammen med fôret som ikke blir spist opp, kunne forurense havbunnen. Myndighetene setter krav til å holde utslippet på et lavt nivå og aktørene er derfor nødt å gjennomføre løpende overvåkinger og foreta undersøkelser av miljøpåvirkningen fra anleggene. Det vil være dårligst forhold rett under lokalitetene, men undersøkelser viser at de fleste anleggene holder påvirkningen på et lavt nivå (BarentsWatch, NoFima & Sintef, 2023).

#### 4.1.6 Juridiske faktorer

Innføring av grunnrenteskatt er både en politisk og en juridisk faktor som vil ha stor innvirkning på bransjen fremover. Avgjørelsen om innføringen av en grunnrenteskatt er en politisk beslutning som tas av myndighetene. Denne beslutningen er basert på politiske målsetninger og prioriteringer som å oppnå en bærekraftig utnyttelse av naturressurser, beskytte miljøet, og sikre en rettferdig fordeling av inntektene. Videre er det juridisk sett en skatt som er pålagt av myndighetene i henhold til lovgivningen. Det juridiske rammeverket rundt grunnrenten regulerer hvordan den skal beregnes, innkreves og forvaltes. Grunnrenteskatten er utformet gjennom et juridisk regime, men selve innføringen av skatten er politisk. Virksomheter i oppdrettsbransjen må i tiden fremover sikre at de overholder de nye skattereglene og rapporterer korrekt kontantstrøm for å beregne og betale den riktige grunnrenteskatten. Dette kan kreve tilpasninger og investeringer i regnskapsprosesser. Videre kan det oppstå tvister mellom oppdrettsselskapene og skattemyndighetene, dersom det oppstår uenighet om tolkning av skattereglene som kan skape utfordringer for virksomheter i bransjen.

Videre er det også allerede eksisterende lover som aktørene innen havbruk må følge. Akvakulturloven (2005) sitt formål er å stimulere til økt verdiskapning langs kysten basert på bærekraftig drift, og dernest legges det vekt på lønnsomhet. Loven legger rammer og krav for hvordan oppdrettet skal drives, inklusive hvilke sanksjoner som kan oppstå ved lovmessige overtredelser. Et par andre lover som også må følges er blant annet loven om dyrevelferd (2009) for hvordan fisken skal behandles og tas vare på, og forurensningsloven (1983) for å blant annet få tillatelse til nye lokaliteter med hensyn til utslipp.

Bransjen blir også ført tilsyn med av offentlige instanser. Søknader om å drive med oppdrett og få tilgang på konsesjoner skal sendes til Fiskeridirektoratet (*Fiskeridirektoratet, 2020*). Sammen med Mattilsynet, Fylkeskommunen og Kystverket skal direktoratet godkjenne tillatelser til å drive med oppdrett, basert på om aktøren oppfyller spesielle vilkår. Mattilsynets rolle er blant annet å vurdere om lokaliteten har de rette forholdene for å drive med bærekraftig oppdrett med hensyn til fiskens helse og velferd (*Mattilsynet, 2022*). Dersom selskapene ikke følger og forholder seg til de juridiske faktorene kan det ha store, negative konsekvenser. På den annen side gir de strenge reguleringene norsk laks konkurransefortrinn i utlandet, hvor fiskehelse verdsettes høyt.

---

#### 4.1.7 Oppsummering av PESTEL

En ny skatt innført i oppdrettsnæringen vil ha betydelig innvirkning på bransjens overskudd. Grunnrenteskatten skal imidlertid være utformet nøytralt som betyr at lønnsomme prosjekter før grunnrenteskatten også vil være lønnsomme etter. Tidligere lønnsomme investeringer vil ikke påvirkes, for skatten beregnes ut ifra overskudd, i tillegg til at investeringer tilknyttet sjø blir fradragsført. Videre skaper begrensede konsesjoner stagning i produksjonsutvikling. Myndighetene krever en mer bærekraftig vekst, og det ventes at teknologiske utviklinger som landbasert oppdrett kan bistå positivt på lengre sikt.

En økende befolkningsvekst og et større fokus på sunn og bærekraftig mat trekker i retning mot høyere etterspørsel etter laks. Dette vil presse opp de allerede høye prisene videre fremover, og sikre næringen god inntjening. Det historiske lave rentenivået sammen med sterk vekst i bransjen har skapt høy lønnsomhet, men trues med forventninger om en styrkende norsk krone og økende rente. Internasjonale kriger og globale konflikter truer også lønnsomheten til næringen på kort sikt, hvor import av råvarer, energi og eksport av laks har blitt dyrere.

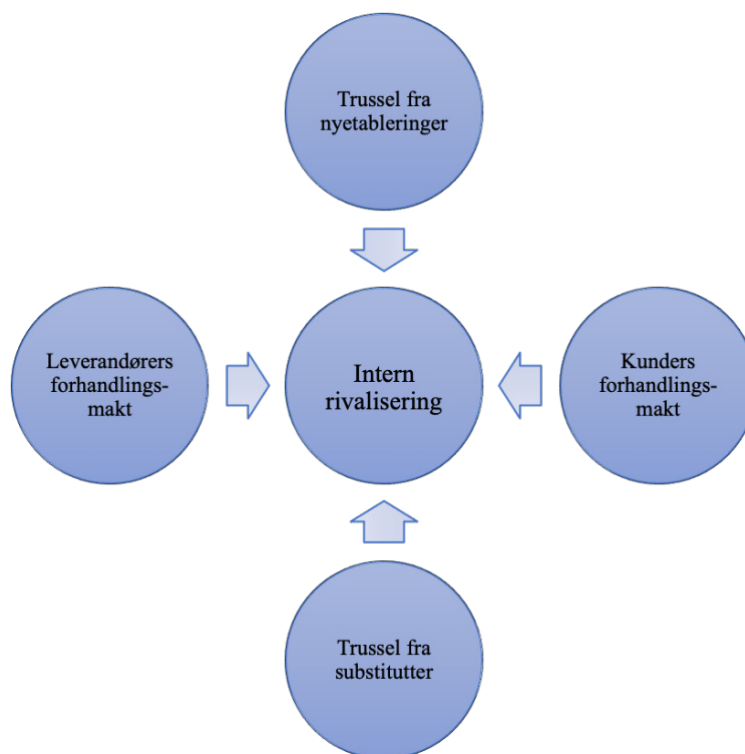
De største miljømessige utfordringene for oppdrettet er lakselus og rømming av laks. Selskapene bruker mye kapital på å unngå utfordringene. Problemene setter en stopper for bærekraftig vekst, og gjør at nye, teknologiske løsninger blir forsket på. På kort sikt utgjør ikke innovasjoner som landbasert oppdrett en trussel for oppdrett i sjø, da det enda er i oppstartsfasen, men på lengre sikt kan det være en stor trussel. Grunnen til at utvikling tar lang tid, er fordi oppdrettsnæringen er strengt regulert. Samtidig er en streng regulering noe av det som gir bransjen et konkurransefortrinn og gjør den norske oppdrettslaksen til verdens beste i sin kategori.

Når man samlet vurderer alle faktorer fra analysen ser man at maktforholdene fra det eksterne miljøet til bransjen gir flest muligheter og gode fremtidsutsikter. Grunnrenteskatten skal ikke ha noe effekt på den operasjonelle driften i bransjen, ved at det kun er overskuddet som skal skattlegges. Den skal være nøytralt utformet, og ta hensyn til både investeringer og svingninger i valuta og renter. Dette er derimot en faktor som vil true bransjen dersom den viser seg å være vridende. Det foreligger videre noe usikkerhet og trusler knyttet til lønnsomheten på grunn av økte kostnader som følger av krigen i Ukraina, men foreløpig er

det en stigende etterspørsel etter oppdrettslaks som legger gode forutsetninger for en videre profitabel fortjeneste.

## 4.2 Porters fem konkurransekrefter

I denne delen av den eksterne analysen skal vi se på Porters (1979) fem krefter og hvilke trusler som påvirker konkurranseforholdene i bransjen. Dette er en analyse av oppdrettsnæringen for å se om den har et lønnsomhetspotensiale og er attraktiv i markedet. Rammeverket består av de fem faktorene; trusler fra nyetableringer, kunders forhandlingsmakt, trusler fra substitutter, leverandørers forhandlingsmakt og intern rivalisering, vist i figur 4-4. Ved å anvende modellen kan vi identifisere mulige trusler som det kan være lurt å iverksette tiltak mot. Bransjen vil være mer attraktiv for andre aktører dess færre trusler som foreligger. Fokuset fra modellen ligger mer på verdikaping enn verdiskaping, og andre virksomheter utgjør en trussel mot lønnsomheten (*Porter, 1979*). Vi vil gå gjennom punktene i rammeverket hver for seg før vi oppsummerer påvirkningen fra disse kreftene samlet.



**Figur 4-4:** Porters modell av de fem konkurransekreftene (fritt etter Porter, 1979).

---

## 4.2.1 Trussel fra nyetableringer

Fremtidig konkurranse i næringen vil påvirkes av nye etableringer. Oppdrettsbransjen har høye salgsinntekter og en høy lønnsomhet, som gjør den svært attraktiv for fremtidige konkurrenter. Nyetableringer kan redusere lønnsomheten til selskapene som allerede eksisterer i bransjen, og kan utgjøre en stor trussel. Det finnes imidlertid noen inngangsbarrierer som hindrer nyetableringer fra å etablere seg i markedet (*Porter, 1979*).

Det første hinderet for nyetableringer er å få tilgang på konsesjoner, som man er avhengig av for å drive med oppdrett. Konsesjonene er under et strengt, regulert system, og det deles ut færre nye tillatelser. Nyetableringer kan erverve konsesjoner fra auksjon, dersom de kan vise til prosesser og innovasjoner som er bedre for samfunnet enn det aktørene i bransjen allerede har, eller gjennom oppkjøp av eksisterende selskaper (*NOU 2019:18*). For å videre kunne drive med oppdrett bedre enn konkurrentene og oppnå en høyere markedsposisjon, trenger man tilstrekkelig kunnskap. Slik kunnskap får man kun når man allerede er etablert i bransjen, og har opparbeidet en forståelse om hva som må til for å lykkes.

Den andre inngangsbarrieren er tilgangen på kapital. Oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje, med høye kostnader og store investeringer. Det er mye som må i sving før produksjonen kan starte, og nyetableringer som mangler kunnskap og kapital, kan ha vanskelig med å innhente tilstrekkelig kapital til å starte med bygging av fabrikker og anlegg. Det er først når det går godt at man klarer å bygge seg opp mer kapital. Selv med tilstrekkelig kapital, tar det flere år før man har slakteklar fisk i merdene. Nye aktører må derfor gå flere år med høye kostnader og ingen inntekter, som gjør det vanskelig å etablere seg.

På den andre siden er det flere nyetableringer som fokuserer på landbasert oppdrett hvor det ikke kreves konsesjon eller bruk av knappe lokaliteter. Landbasert oppdrett er mer bærekraftig enn sjøbasert og oppdrett, og er ikke avhengig av geografiske områder eller for eksempel flytransport (*NOU 2019:18*). Dersom det viser seg å være lønnsomt vil inngangsbarrierene falle bort. Likevel gjelder de samme hindrene for finansiering, hvor det kreves støtte av kreditorer som har troen på at det skal lykkes og lang produksjonstid før laksen er klar til salg. Når teknologien er kommet lengre og blitt mer tilgjengelig kan landbasert konkurranse bli en større trussel.

Basert på drøftelsen over konkluderer vi med at trusler fra nyetableringer er foreløpig lave.

## 4.2.2 Kunders forhandlingsmakt

Den andre konkurransekraften av Porters fem krefter er kunders forhandlingsmakt. Lønnsomheten til bransjen kan påvirkes i negativ retning av kunder med høy forhandlingsmakt. Kunder som har slik makt har mulighet til å senke prisnivået eller forhandle om kvaliteten slik at lønnsomheten reduseres (*Porter, 1979*). For oppdrettsnæringen består kundene av andre oppdrettsselskaper, grossister og detaljister. Sluttforbrukerne selv er normalt ikke kunder hos selskapene, men det er noen aktører som også har salg av laks eller biprodukter direkte til konsument.

Forhandlingsstyrken til kjøperne varierer avhengig av type produkt. Hvis produktet er allment tilgjengelig eller det er lett kan erstattes, vil kjøperne ha større forhandlingsstyrke. Derimot, hvis produktet er unikt, kan kjøperne ha mindre forhandlingsstyrke, og aktørene vil kunne kreve høyere priser for produktet sitt. Alle aktørene selger de samme produktene, hovedsakelig laks eller ørret. Produktet er lite differensiert, som øker makten hos kundene. Det er enkelt for en kunde å bytte leverandør, dersom produktet er av lavere kvalitet eller andre tilbyr en lavere pris. Sluttforbrukerne vil ikke merke forskjell på varen, og det står da på produsenten å optimalisere sitt produkt på andre måter. Kundene anses derfor å ha lave byttekostnader, som viser til en høyere forhandlingsmakt.

Mesteparten av laksen eksporteres, og sammen med den høye etterspørselen, gjør det at oppdrettsselskapene sin forhandlingsmakt over prisen øker og kunders reduseres. Som vist i kapittel 2 er lakseprisen svært volatil, men de siste årene har den vært stigende. Dette har gitt selskapene jevnt høye EBITDA-marginer (driftsresultat), sett bort i fra 2020 og 2021, hvor det har vært lavere marginer på grunn av pandemien (*EY, 2022*). Fra EY sin analyse av akvakulturen kan man se at distributørene også har jevne EBITDA-marginer, men på et mye lavere nivå. Den høye prisøkningen som produsentene sine gode marginer bunner i, har ikke blitt overført til distributørene, som viser til at kundenes forhandlingsmakt er liten.

Kundene har lave byttekostnader og krever mer fra oppdrettsselskapene. Forhandlingsmakten anses å være høy, men reduseres av høy etterspørsel internasjonalt og høye marginer hos

---

produsentene. Basert på dette vurderes trusselen fra kunders forhandlingsmakt til å være moderat.

### 4.2.3 Trussel fra substitutter

Trusselen fra substitutter er risikoen for at sluttforbrukerne velger alternative produkter fra andre bransjer som gir samme nytte som det oppdrettsselskapene gjør. Laks er en næringsrik kilde til proteiner, omega-3-fettsyrer og andre viktige næringsstoffer. Det er imidlertid også andre produkter som kjøttprodukter, fjørfe, hvit fisk og annet animalsk protein, som kan tilby lignende næringsinnhold og nytteverdi for forbrukerne. Derfor utgjør tilgjengeligheten av slike substitutter en trussel mot laksenæringen, spesielt hvis prisen på laks vokser i et hurtigere tempo enn substituttene.

Laksen er avhengig av riktige vær- og vannforhold som gjør at produksjonen er begrenset til relativt få land. Mesteparten av lakseproduksjonen skjer i Norge, Skottland, Canada og Chile, mens den eksporteres til alle verdens hjørner (*Mowi, 2022a*). Sett sammen med økt etterspørsel etter laks er det lite som tyder på at det er substitutter som er i ferd med å overta laks sin allerede etablerte posisjon i verdensmarkedet. I januar i år eksporterte Norge 89 698 tonn laks til en verdi av 8,9 milliarder kroner, der verdien har økt med 1,8 milliarder kroner og volumet gikk ned 6% (*Norges Sjømatråd, 2023a*). Videre steg verdien på solgt laks med 120% fra 2012 til 2021, mens volumet steg med 45% i samme periode, som taler for en underliggende etterspørsel etter laks (*Mowi, 2022a*). Lavt volum som følge av ettervirkninger av koronapandemien sett sammen med økt etterspørsel etter norsk laks har løftet eksportprisen til 93,25 kroner for en hel laks i januar, som er en 32% økning fra samme måned i fjor (*Norges Sjømatråd, 2023a*). Ut ifra utviklingen og tallene som er publisert i 2023 er det lite som tyder på at substitutter er en stor trussel for oppdrettsbransjen.

I likhet med kjøtt og fjærkre har laks også et høyt proteininnhold. I motsetning til sine substitutter har laks også sunne fettsyrer som omega 3, fiskeolje og vitamin D (*HelseNorge, 2021*). HelseNorge anbefaler også befolkningen å spise totalt 300-450 gram ren fisk i uka, der minst 200 gram burde komme fra laks, ørret, makrell eller sild. Hvit fisk er imidlertid også en god kilde til jod, men produksjon og eksport av dette segmentet er fortsatt betydelig lavere enn for laksen. Lakseeksporten i Norge i januar var i overkant av 89 tusen tonn, mens eksportverdien på torsk og skrei på henholdsvis 3800 tonn og 451 tonn i januar, som tyder på

at disse substituttene ikke er en stor trussel for oppdrettslaksen (*Norges Sjømatråd, 2023a*).

Selv om det de siste årene har blitt et økt fokus på miljøpåvirkningen til oppdrettsbransjen, er det imidlertid store forskjeller fra rødt kjøtt og laks når det kommer til karbondioksidutslipp. I henhold til en artikkel publisert av Bård Amundsen hevdes det at kjøtt fra storfe fører til nesten åtte ganger så mye global oppvarming som kjøtt fra laks og kylling. Videre er det presentert en oversikt over karbonutslippet til de ulike matgruppene der både lam, gris og kylling har større karbonavtrykk enn laksen (*Amundsen, 2018*). I en artikkel publisert av NRK vises det til tall fra Helsedirektoratet der nordmenn har et forbruk på kjøtt som tilsvarer nesten 75 kg per person i 2020 og EU-borgere nesten 80 kg per person. I henhold til klimaforsker Martin Qaim må kjøttforbruket reduseres med 20 kg årlig per person for å kunne nå de internasjonale klimamålene (*Nordvåg & Egge, 2022*). Det økte klimafokuset blant forbrukerne indikerer dermed at folk vil fortsette å kjøpe fisk i fremtiden.

I tråd med diskusjonen ovenfor konkluderer vi med at trusselen fra substitutter er lav. Selv om det finnes alternative produkter som kan tilby lignende næringsinnhold og nytteverdi for forbrukerne, taler de økte prisene sett sammen med det synkende eksportvolumet for en underliggende etterspørsel i markedet. Produksjonen av laks er langt større enn produksjonen av hvitfisk, i tillegg til at miljøavtrykket til kjøtt og fjærkre er mer belastende enn fra oppdrettslaksen som indikerer at forbrukerne vil fortsette å kjøpe laks fremover.

#### **4.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt**

Den fjerde konkurransekraften av Porters fem krefter er leverandørs forhandlingsmakt. Leverandørs forhandlingsmakt handler om hvor enkelt leverandørene kan heve prisene på sine varer, endre kvaliteten eller redusere tilbudet. Dess færre leverandører det finnes for en type marked i bransjen, jo høyere makt innehar de. Ved høy forhandlingsmakt kan tilbydere gjøre det mindre profitabelt for aktører i bransjen, som er en stor trussel man ønsker å unngå (*Porter, 1979*).

På leverandørsiden i oppdrettsbransjen finnes det mange ulike typer av leverandører, og man er nødt til å avgrense ved å se på de leverandørene som kan utgjøre en gjennomgripende forskjell for virksomhetene. Fra kapittel 2.2.5, hvor vi gikk gjennom kostnadsdriverne til bransjen, ser vi at det er kostnader for fôr som er høyest. Dette er dermed det viktigste når vi



---

ser på hoveddriften til aktørene. Det er ikke av interesse å se på produkter hvor aktører lett kan bytte leverandør eller varer kan substitueres, slik som andre driftskostnader, selv om det er en av de største kostnadsdriverne.

I Norge finnes det et fåtall av fiskefôrleverandører som har hele markedet. Leverandørene består av BioMar AS, Skretting AS, Cargill og Mowi Feed AS, hvor de tre første har fôrproduksjon som kjernedrift, mens sistnevnte produserer sitt eget fôr til oppdrettsproduksjonen (Aas *et al.*, 2022). Sett bort fra Mowi, er bransjen avhengig av leverandørene. Laksen trenger fôret som er spesiallaget for den, og det kan man ikke få av andre typer fôrprodusenter. Dette gir leverandørene høy forhandlingsmakt. For å redusere makten kan man starte produksjon av eget fôr, slik som Mowi har gjort. Grunnen til at ikke flere har startet med det, kan være at det ikke gir noe kostnadsbesparelse. Dersom fôrkostnadene stiger, vil derimot flere få incentiver til det.

På den andre siden er fôrprodusentene også delvis avhengige av aktørene. Leverandørene er avhengige av at oppdrettsprodusenter kjøper fôret. Fôret i sin helhet kan kanskje ikke brukes optimalt for andre arter, men ingrediensene kan byttes ut. Det kan derimot være vanskelig for fiskefôrprodusenter å entre andre fôrmarkeder, hvor det finnes nye inngangsbarrierer. Slik problematikk vil også kunne oppstå for produsenter av medisiner og behandling til fisk. Produktene er unike laget for fisketyper, og det foreligger gjensidig avhengighet. Dersom bransjen klarer å redusere behovet for behandling, vil det også redusere forhandlingsmakten til slike produsenter.

Sett under ett vurderes trusselen fra leverandørers forhandlingsmakt til å være moderat.

#### **4.2.5 Intern rivalisering**

Intern rivalisering handler om hvordan dagens konkurransesituasjon er internt mellom aktørene i bransjen. Jo flere antall konkurrenter, med lite differensierte produkter og lav vekst, jo mindre makt har den enkelte aktør. Dette er noen av faktorene som det kan være nyttig å drøfte ved vurdering av rivaliseringen (Porter, 1979).

Dagens markedsstruktur varierer med selskaper av ulike størrelser. Siden starten på oppdrettsnæringen har det gått fra å være mange og små selskaper, til å bli færre og store.

Næringen er svært konkurransedyktig, hvor aktørene konkurrerer om å øke sine markedsandeler. Vi så under kapittel 2 at de ti største selskapene står for over 70% av markedet, hvor Mowi har størst andel. Påvirkningskraften fra de andre aktørene er liten, og markedet anses å være rimelig konsentrert. Dette medfører lavere press på rivaliseringen.

De fleste selskapene må konkurrere på pris, kvalitet og produkt differensiering. Dette fører til reduserte fortjenestemarginer, da bedrifter må investere i markedsføring og produktutvikling for å holde seg konkurransedyktige. Produktene er lite differensierte, som øker rivalisering. Lakseprisen er som tidligere nevnt volatil, og bestemmes av etterspørselen og kapasitetsbegrensninger. Produsentene er å anse som pristakere, og det er utfordrende å skille seg fra konkurrentene. Dersom man senker prisen vil de andre følge etter, som også øker rivaliseringen. Høy grad av rivalisering fører videre til lavere lønnsomhet i næringen. Rivaliseringen basert på pris og produkt differensiering anses derfor å være moderat.

Bransjen har betydelig vekst, som gjør at aktørene kan ekspandere uten at det går utover konkurrentene. Dette fører til lavere rivalisering. Mye av denne veksten drives av høye inntekter. Markedet for laks er umettet, og det forventes at etterspørselen skal stige. Det resterende av veksten kan forklares av nye innovasjoner og fokuset på tillatelser til særlige formål, som utviklingstillatelser. Gjennom landbasert oppdrett og oppdrett til havs, kjemper aktørene om å bedre utnytte stordriftsfordeler og vinne markedsandeler. Den stigende bransjeveksten antyder at rivaliseringsgraden er lav til moderat.

Alt i alt vurderes trusselen fra intern rivalisering til å være moderat til lav.

#### **4.2.6 Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter**

En analyse av Porters fem konkurransekrefter viser at det foreligger lavt til moderat trusler mot lønnsomheten i bransjen. Den laveste trusselen kommer trolig fra nyetableringer, hvor konsesjonssystemet setter begrensninger med høye inngangsbarrierer. På den andre siden tyder det på at kunders forhandlingsmakt truer høyest. En krevende kundemasse med lave byttekostnader reduseres av høy etterspørsel etter laks. Den norske laksen er svært etterspurt internasjonalt, og trenden er stigende.

Aktørene blir færre og større, som alle produserer nokså homogene produkter. Marginene er

gode, og det er vanskelig å skille seg ut fra mengden. Bransjen er svært attraktiv, har god vekst og et høyt lønnsomhetspotensial. Prisnivået kan påvirkes av kunder og leverandører, mens produsenter anses som pristakere. Samlet sett eksisterer det få trusler som virkelig truer lønnsomheten, og nivået av trusler vurderes til å være på et nivå nærmere moderat enn lavt. Resultatene fra analysen er oppsummert i tabell 4-1.

	<b>Lav</b>	<b>Moderat</b>	<b>Høy</b>
Trussel fra nyetableringer	X		
Kundes forhandlingsmakt		X	
Trussel fra substitutter	X		
Leverandørers forhandlingsmakt		X	
Intern rivalisering		X	
<b>Samlet vurdering</b>		<b>X</b>	

*Tabell 4-1: Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter (egenprodusert).*

### 4.3 VRIO-analyse

Vi er nå over i den interne ressursorienterte analysen. Her er hensikten å identifisere selskapers evner og ressurser, for å deretter vurdere hvordan funnene kan bidra til å oppnå et varig konkurransefortrinn. Jay Barney utviklet VRIO-modellen i 1991 som en videreføring av tidligere forskning om strategisk ledelse og ressursteori. Vi skal i det følgende benytte oss av dette rammeverket for å identifisere om Grieg Seafood har en strategisk fordel. Under er de ulike komponentene i VRIO-modellen illustrert i tabell 4-2.

Betingelse	Egenskaper
Valuable	Ressursen må ha en verdi for virksomheten som bidrar eller styrker deres strategiske posisjon.
Rare	Ressursen må være sjelden eller unik for virksomheten og vanskelig å etterligne av konkurrentene.
Inimitable	Ressursen må være vanskelig å imitere, kopiere, eller ha tilgang til for konkurrentene.
Organized	Ressursen må være organisert og integrert i virksomhetens struktur og prosesser for å kunne støtte virksomhetens strategiske mål og målsetninger.

**Tabell 4-2:** VRIO-rammeverket (Barney, 1998).

Store endringer i teknologi, markedsforhold og konkurrentenes strategier fører til at ressurser som tidligere har vært et konkurransefortrinn fort kan bli erstattet med nye metoder og løsninger. For å vurdere om Grieg Seafood har en konkurransefordel i bransjen, har vi identifisert seks elementer som vi tror kan være mulige VRIO-ressurser for Grieg Seafood. Følgende elementer er; Lokasjon, Reposisjonering av verdikjede, Postsmolt-program, Precision farming og Blue Farm.

### 4.3.1 Lokasjon

Grieg Seafood har i dag virksomhet i Norge og Canada. Atlantisk laks trives best i temperaturer mellom 8 og 14 grader, og vokser best rundt 13 grader, på grunn av at fisken har et stort oksygenbehov og der er oksygenverdiene optimale. Oksygenverdiene synker i varmere hav og laksen kan ikke overleve i hav over 16 grader (Gjerdrum, 2020). Videre trives også laksen best der det er strømminger i vannet, siden dette også gir bedre tilgang til oksygen, samtidig som det bidrar til å opprettholde vannkvaliteten (Hjukse, 2007).

Både Canada og Norge har gode temperatur- og strømningsforhold der laksen kommer til å trives, samtidig som de politiske forholdene muliggjør å etablere seg der. På vestkysten av Canada har imidlertid bransjen hatt begrensede vekstmuligheter siste årene på grunn av problemer knyttet til urbefolkningen og politisk motstand. Som følger av dette har Grieg

---

Seafood uttalt at de øker produksjonen på de andre lokalitetene som følger av utfasing i British Columbia (*Evans, 2020*). Videre uttalte nylig fiskeriminister Joyce Murray at 15 lisenser rundt Discovery Island i British Columbia ikke vil fornyes av hensyn til villaksen (*Meissner, 2023*). På østkysten ligger imidlertid forholdene både politisk og biologisk til rette for fremtidige vekstmuligheter (*NOU 2019:18*). Grieg Seafood har identifisert betydelige vekstmuligheter i USA og har som mål å etablere seg som hovedleverandør i markedet, ved å strategisk posisjonere seg i Canada og dra nytte av den geografiske nærheten (*Grieg Seafood, 2021*). Videre er den nylige innførte grunnrenten utarbeidet slik at kontantstrømmen fra utlandet ikke vil bli skattlagt, fordi de ikke utnytter norske naturressurser. Det betyr at overskuddet generert fra produksjonen i Canada ikke vil bli påført grunnrenteskatten på 35-40%. Dette kan bidra til å gi de en strategisk fordel overfor de aktørene som har hele sin produksjon i Norge.

Etter vår vurdering tilfører avdelingenes lokasjoner verdi for Grieg Seafood konsernet, spesielt etter innføring av grunnrenteskatt. Lokasjonene til Grieg Seafood er også å anse som organisert, der alle avdelingene er i drift og helintegrerte i verdikjeden. Av bransjeutvalget har også Mowi anlegg på både vest- og østkysten av Canada, i tillegg til Cermaq, og vi anser derfor ikke denne ressursen som sjelden eller uforlignelig.

### **4.3.2 Helintegrert verdikjede**

I 2020 etablerte Grieg Seafood en helintegrert salgs- og markedsorganisasjon, og det tidligere samarbeidet Ocean Quality sammen med Bremnes Seashore ble avviklet. Med sin helintegrerte salgssavdeling åpner de for muligheten til å optimalisere markedstiming og biologisk ytelse gjennom et tettere samarbeid mellom oppdrett og salg. Dette bidrar også til å sikre god prising på produktene og redusere kostnader ved å eliminere mellomledd i verdikjeden. Videre etablerte Grieg Seafood i 2021 en egen VAP-salgssavdeling, som vil være hovedfaktoren til produktporteføljen de kommende årene. De ferdige produktene vil selges gjennom VAP-salgssavdelinger til både det europeiske og amerikanske markedet. Videre fokuserer Grieg Seafood nå på å utvikle deres nedstrøms-strategi gjennom strategiske samarbeidspartnere, VAP og merkevarebygging (*Grieg Seafood, 2022a*). I tillegg til dette er salgssorganisasjonene i både Norge og Canada sertifisert etter ASC chain of custody og GLOBALG.A.P.

Grieg Seafood har i utgangspunktet kun solgt fersk fisk, i tillegg til å ha etablert to høykvalitetsmerker for HoReCa-bransjen, men har fremtidsutsikter om å øke salget av frossen- og filetert laks gjennom deres nye VAP-salgsavdeling (*Grieg Seafood, 2021*). Høykvalitetsproduktene til Grieg Seafood, Skuna Bay og Kvitsøylaksen, kan imidlertid skille seg noe fra markedet. Skuna Bay er et høykvalitetsmerke som Grieg Seafood produserer i Canada og selger til blant annet gourmetrestauranter i USA. Kvitsøylaksen er produsert i Rogaland og selges hovedsakelig til Spania og Italia (*Grieg Seafood, 2019*).

Grieg Seafood er ikke alene om å ha en helintegreert salgs- og markedsorganisasjon av bransjeutvalget selv om den er organisert på en effektiv måte som tilsvarer selskapets fremtidige vekstambisjoner. Det er også bra at salgsavdelingene i både Norge og Canada er miljøsertifisert, men dette er verken å anse som sjeldent eller uforlignelig. Videre forsøker Grieg Seafood å oppnå strategiske fordeler gjennom partnerskap med større aktører, men denne strategien er ikke unik og det er rimelig å anta at bransjeaktørene har like intensjoner.

Høykvalitetsproduktene til Grieg Seafood gir en verdifull fordel, ettersom det er stor betalingsvillighet for dem og gourmetrestauranter anerkjenner kvaliteten. Ressursen er også å anse som strategisk organisert ved at Kvitsøy-merket fra Norge tilbyr kvalitetslaks til Europa og tilsvarende tilbyr Skuna Bay-merket fra Canada det samme til USA, som sikrer selskapet en geografisk nærhet og bedre muligheter for å utnytte markedspotensialet. Vi anser at høykvalitetsproduktene er verdifulle og strategisk organisert, men at de verken anses som sjeldne eller uforenlige, da vi ikke ser noe hinder for at de andre aktørene kan tilby samme type produkt. Samlet sett kan ikke den nye helintegreerte salgs- og markedsorganisasjonen til Grieg Seafood anses som VRIO.

### **4.3.3 Precision Farming**

Grieg Seafood har en operasjonell strategi som er rettet mot tre primærområder; reduksjon av oppholdstid for laksen i åpne merder, forbedring av fiskevelferd og implementering og videreutvikling av precision farming, med hensikt om å redusere kostnader knyttet til sykdom- og dødelighet. I 2022 hadde Grieg Seafood store biologiske utfordringer som resulterte i en antibiotikabruk på 877 kilo, hovedsakelig i Canada, men også i Finnmark (*Knudsen, 2023*). Forebyggende tiltak for å unngå slike situasjoner er utviklingen av post-smolt produksjon og

---

Precision farming. I denne delen skal vi kun se på sistnevnte, da flere av de største oppdrettsfirmaene i Norge har egne rutiner for post-smolt produksjon og det gir dermed ikke Grieg Seafood et konkurransefortrinn.

Grieg Seafood Precision Farming er et konsept for digitalisering av oppdrett og innebærer at kunstig intelligens og dataanalyser skal tilby strategisk-, taktisk- og operasjonell beslutningsstøtte i selskapets produksjonsprosesser (*Grieg Seafood, 2022a*). Med avanserte sensorer, kunstig intelligens og automatisering av prosesser, skal produktiviteten øke, avfall og kostnader reduseres, og tilsvarende skal bruken av ressurser optimaliseres. Big Data kan også gi innsikt i ukjente forhold mellom fisk og miljø som kan bidra til å forebygge negative hendelser tidlig i løpet (*Grieg Seafood, 2022a*). Grieg Seafood har hatt et prosjekt som bruker Big Data og IBM Watson-teknologi for å forbedre fôromsetningsforholdet i virksomheten. IBM-watson teknologi er et dataprogram som bruker kunstig intelligens og maskinlæring for å analysere store datamengder, dette hjelper Grieg Seafood med å optimalisere fôringen og redusere tilsvarende redusere kostnader (*Furuset, 2018*).

Grieg Seafood har oppnådd gode resultater i precision farming, der selskapet har utviklet en rekke verktøy og teknologier som gir strategisk og taktisk støtte for å håndtere biologiske utfordringer. Dette har blant annet resultert i implementering av høyoppløselig biomassekamera og fullstendig autonom foring, i tillegg til at de har gjennomført en rekke nye data- og regresjonsanalyse som gir strategisk beslutningsstøtte (*Grieg Seafood, 2022a*).

Basert på faktorene ovenfor anser vi at Grieg Seafood Precision Farming er en ressurs som har verdifull betydning for Grieg Seafood ved at den vil optimalisere driften på lang sikt. Det er imidlertid verdt å merke seg at selskapet har brukt eksterne leverandører for utviklingen av noen av disse teknologiene og vi ser ingen hindre for at andre aktører kan gjøre det samme, da det er flere ressurssterke aktører i bransjen. Mowi har også gjort fremskritt innenfor området med sin “Smart Farming 4.0”, som indikerer at denne type teknologi heller ikke er å anse som sjelden. Ressursen er imidlertid å anse som organisert, da de har en helhetlig og systematisk tilnærming til å samle inn, analysere og bruke data for å forbedre produksjonen og redusere biologisk risiko, men ressursen er ikke å anse som VRIO da den verken er å anse som sjelden eller uforlignelig.

### 4.3.4 Blue Farm

Blue Farm-konseptet er basert på betongmerder med strekkforankring til havbunnen som er utviklet av Grieg Seafood sammen med Blue Farm AS og andre samarbeidspartnere. Konseptet benytter ekspertise fra olje- og gassindustrien i Rogaland og konseptet har integrert funksjonshus for lagring av fôr, død fisk, fasiliteter for operatører og maskinrom (*Stiim, 2021; Grieg Seafood, 2018*). Selv om Blue Farm med dets spesifikke betongmerder kan sies å være unikt for Grieg Seafood, ble offshore-oppdrett allerede implementert av SalMar, med Ocean Farm 1 som allerede har oppnådd gode resultater, lansert i 2017. Dermed gir ikke konseptet Blue Farm en varig konkurransefordel for Grieg Seafood, spesielt ettersom Blue Farm-konseptet ble satt på pause i 2022 etter varsling om grunnrenteskatt fra og med 1.januar 2023. Selv om utviklingen av konseptet offshore farming er å anse som verdifullt for Grieg Seafood er den ikke å vurderes som VRIO ettersom det ikke gir en unik og varig konkurransefordel og heller ikke er organisert på en måte som gir Grieg Seafood en konkurransefordel per dags dato.

### 4.3.5 Oppsummering

	Value	Rare	Inimitable	Organized	SUM
Lokasjon	Ja	Nei	Nei	Ja	Ikke varig konkurransefordel
Reposisjonering av verdikjede	Ja	Nei	Nei	Ja	Ikke varig konkurransefordel
Precision farming	Ja	Nei	Nei	Ja	Ikke varig konkurransefordel
Blue Farm	Ja	Nei	Nei	Nei	Ikke varig konkurransefordel

**Tabell 4-3:** Oppsummering av VRIO-analysen (egenprodusert).

Oppsummering av VRIO-analysen følger av tabell 4-3. Av den ressursbaserte analysen anser vi ikke at Grieg Seafood har strategiske ressurser som gir de et varige konkurransefortrinn slik de er organisert i dag. Oppdrettsbransjen i Norge er preget av mange ressurssterke aktører, der alle kontinuerlig jobber mot nye, effektive og innovative løsninger. Kravene om sjeldenhet og ikke-imiterbare begrenser ressursene til Grieg Seafood fra å bli ansett som strategiske, som skyldes konkurrentenes evne til å kunne skape tilsvarende verdi. Det er imidlertid verdt å påpeke at det kan være vanskelig å identifisere egenskapene sjelden og ikke-imiterbar, som gjør at det er muligheter for at Grieg Seafood besitter strategiske ressurser som vi ikke har



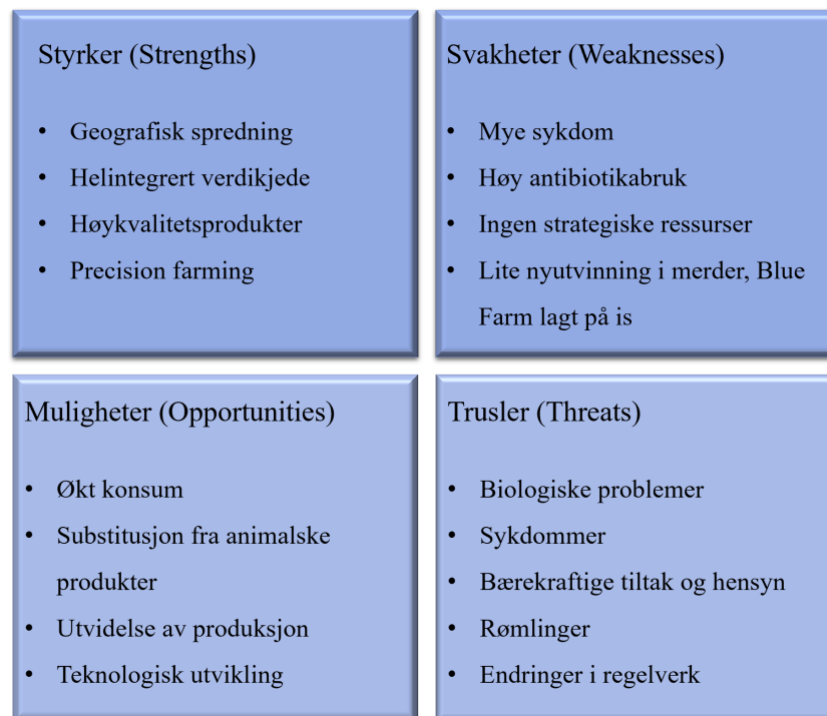
---

oppdaget, men gitt analysen som vi har gjennomført er det ingen indikasjoner på at Grieg Seafood vil oppleve en overrepresentasjon i forhold til bransjegjennomsnittet.

## 4.4 SWOT-analyse

En SWOT-analyse er et rammeverk som kan brukes for å strategisk analysere et selskaps posisjon og fremtidige potensial. Analysen består av fire komponenter; (1) styrker, (2) svakheter, (3) muligheter og (4) trusler. De to første komponentene i SWOT-analysen, styrker og svakheter, er interne faktorer som kontrolleres av virksomheten, og det er disse som skaper grunnlaget for selskapsprognosen. Styrker og svakheter representerer de positive og negative egenskapene ved virksomheten som kan påvirkes og endres av virksomheten selv. Videre er de to siste komponentene i analysen, muligheter og trusler, eksterne faktorer som virksomheten ikke direkte kan kontrollere, og det er disse som danner grunnlaget for bransjeprognoen. De representerer eksterne muligheter eller trusler rundt virksomheten, og hva som kan påvirke virksomheten sin suksess og ytelse.

Følgende vil SWOT-analysen kombinere resultatene fra de foregående analysene for å skape et helhetligbilde av selskaps- og bransjeprognoene. Oppsummering av SWOT-analysen, som er presentert i figur 4-5, må derfor sees i sammenheng med foregående analyser for å gi fullstendig informasjon, ettersom figur 4-5 inkluderer funnene vi har gjort i den strategiske analysen.



**Figur 4-5:** SWOT-analyse av Grieg Seafood (egenprodusert).

Formålet med den strategiske analysen var å avdekke om Grieg Seafood har en strategisk fordel sammenlignet med bransjeutvalget. Vi har identifisert flere styrker hos Grieg Seafood, som oppsummert i figur 4-5, men anser likevel ikke at disse gir Grieg Seafood en strategisk fordel. Årsaken til dette er basert på at vi ikke ser noe hindring for at de andre ressurssterke aktørene i bransjeutvalget kan implementere tilsvarende ressurser. Videre har vi også påpekt noen svakheter utover at de ikke har strategiske ressurser, som i hovedsak er tilknyttet store sykdomsutfordringer både i Norge og Canada som følge av et høyt antibiotikabruk. Selskapet har også lite fremgang når det kommer til å utvikle og implementere nye og mer miljøvennlige merder i forhold til bransjeutvalget. Avslutningsvis har vi også identifisert trusler og muligheter for bransjen, som nevnt oppsummert i figur 4-5, der det er spesielt grunnrenteskatten som vil påvirke bransjen i betydelig grad fremover. Vi skal derfor gå litt nærmere inn på denne faktoren.

Oppdrettsbransjen sine reduserte kontantstrømmer som følge av den nye grunnrenteskatten er den største endringen bransjen vil stå overfor i nær fremtid, og vil derfor være en viktig faktor i vår verddivurdering av Grieg Seafood. I kapittel 9 skal vi utarbeide fremtidsregnskapet og fremtidige kontantstrømmer, og vi må her ta hensyn til endringene bransjen står overfor og

---

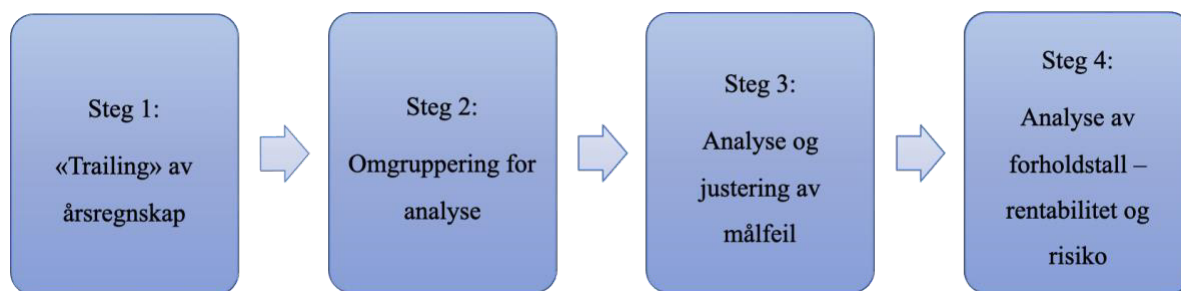
implementere dette i budsjetteringen av fremtidige kontantstrømmer. De fremtidige kontantstrømmene skal videre brukes for å verdsette selskapet i kapittel 11.

Som tidligere nevnt har regjeringen estimert at skatteprovenyet vil ligge mellom 3,65 og 3,8 milliarder kroner og at det er innført et bunnfradrag på 70 millioner kroner for å beskytte mindre aktører i markedet. Grieg Seafood er imidlertid en av de største aktørene i bransjen og vil derfor måtte betale grunnrenteskatt fra og med i år. Det er verdt å merke seg at kun kontantstrømmene fra produksjon i Norge vil bli skattlagt, og at kontantstrømmene fra oppdrett i Canada vil være skjermet fra grunnrenteskatten. Dette gjør at Grieg Seafoods ressurs, lokasjoner, er ekstra verdifull fra og med 2023 sett opp mot aktører som har hele produksjonen sin i Norge.

## 5. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen er en kvantitativ analyse hvor risiko og rentabilitet fra den strategiske fordelen analysert i kapittel 4 blir kvantifisert. Grunnlaget for analysen er Grieg Seafood og komparative virksomheters årsregnskaper og kvartalsrapporter for analyseperioden. For å kunne bruke den historiske regnskapsinformasjonen er vi nødt til å omgruppere regnskapet for ett kapitalinnskyter-perspektiv. Videre skal de omgrupperte tallene analyseres og justeres for eventuelle målefeil. Til slutt vil dette danne grunnlaget for en forholdstallanalyse, som har med hensikt å gi innsikt i rentabilitet og risiko. Forholdstallene blir analysert nærmere i kommende kapitler om risiko og strategisk lønnsomhet.

Rammeverket til Knivsflå (2023c) presenteres i figur 5-1 under.



**Figur 5-1:** Rammeverk for regnskapsanalyse (Fritt etter Knivsflå, 2023c).

### 5.1 Praktiske valg

Før en kan starte med regnskapsanalysen er det noen praktiske valg som må tas knyttet til analysenivå, analyseperiode og komparative selskap.

#### 5.1.1 Valg av analysenivå

Det første praktiske valget en er nødt til å ta er hvilket nivå analysen skal foregå på. Dette kan gjøres enten ved å analysere hele konsernet samlet eller dele konsernet opp basert på ulike forretningsområder. Selskaper som har svært ulike forretningsområder og segmenter bør analyseres hver for seg. Derimot er ofte tilgangen på regnskapsinformasjon fra disse områdene begrenset, da er det bedre å analysere virksomheten samlet (*Knivsflå, 2023c*). I Grieg Seafood sitt tilfelle, har de sin virksomhet innenfor oppdrett av atlantisk laks. Selskapet er bestående

---

av to hovedsegmenter, produksjon og salg, samt markedsføring. Hele verdikjeden er integrert og vi ser ingen hensikt med å skille konsernet i flere “undergrupper”. Det er dermed mest hensiktsmessig å analysere Grieg Seafood samlet som et konsern, da det fanger hele virksomheten og dens synergier fra segmentene.

### 5.1.2 Valg av analyseperiode

Analyseperioden baserer seg på hvor mange år tilbake man skal analysere regnskapstallene til selskapet. Dette valget avhenger av hvor stabil eller labil virksomheten har vært de siste årene. Dersom selskapet har endret seg over tid, vil en kortere analyseperiode og tidshorisont være det som er mest representativt for dagens virksomhet (*Knivsflå, 2023c*). For virksomheter i sykliske bransjer, slik som Grieg Seafood opererer i, er det mest aktuelle å velge en tidshorisont som fanger både oppgangs- og nedgangstider. Grieg Seafood sin virksomhet har stort sett vært stabil over en lengre periode, men de har foretatt noen store transaksjoner i form av oppkjøp og salg av deler av virksomheten. Det mest hensiktsmessige for analysen er å velge en periode som dekker både sykliske forhold, i tillegg til viktige strukturelle endringer som har skjedd i virksomheten. Vi velger derfor å sette tidshorisonten fra 2016-2022, da vi anser det som mest representativt for selskapet

### 5.1.3 Valg av komparative selskap

Valget av komparative selskap gjøres for å ha en målestokk å sammenligne forholdstallene til selskapet med senere i regnskapsanalysen. Derfor må regnskapstallene til bransjegjennomsnittet, som skal inneholde virksomheter med lignende faktorer som Grieg Seafood, analyseres. Som tidligere beskrevet i delkapittel 2.4 ble det drøftet at de komparative selskapene skal være Mowi ASA, Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA, som i 2022 ble fusjonert med Norway Royal Salmon ASA.

Mowi ASA er det største oppdrettsselskapet og utgjør nesten 50% av markedet. Ved bruk av bransjesnittet vil påvirkningen fra Mowi prege resultatet sterkt, men også dersom den tas bort fra snittet. Vi har derfor valgt å inkludere Mowi i bransjesnittet, selv om det er et dominerende selskap. Videre inkluderes også Grieg Seafood som en del av bransjesnittet.

## 5.2 Presentasjon av historiske tall

I dette delkapittelet presenteres Grieg Seafoods resultatregnskap, balanseoppstilling og endring i egenkapital for årene 2016-2022, hvor informasjonen er hentet fra virksomhetens årsrapporter. Regnskapstallene er avlagt i samsvar med International Financial Reporting Standards (IFRS) og presentasjonsvaluta er i norske kroner (NOK). Det er kontrollert at alle årsrapportene i analyseperioden har fått avgitt en ren revisjonsberetning av en uavhengig revisor. Tallene er dermed pålitelige tall for videre analyse. Som følge av at Grieg Seafood sin årsrapport for 2022 ble publisert og offentliggjort 31.mars 2023, anses det ikke som nødvendig å utføre "trailing" for regnskapsåret 2022.

I det følgende presenteres tabell 5-1, 5-2, 5-3 og 5-4, som viser henholdsvis resultatregnskap, balanseoppstilling for eiendeler og egenkapital og gjeld, samt oppstilling over endring i egenkapital for Grieg Seafood. I tabellene skilles det mellom normale og unormale poster, klargjort for regnskapsanalyse.

Resultatregnskap - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	6 586 206	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330	7 195 446
- Varekostnad	3 069 907	3 591 775	3 645 139	1 383 974	1 540 054	1 620 817	2 008 731
- Lønn- og personalkostnader	483 473	482 827	541 047	493 183	499 546	577 434	695 577
- Andre driftskostnader	1 491 867	1 724 604	1 821 623	1 407 263	1 592 852	1 527 347	2 087 310
- Avskrivninger	180 388	201 132	235 655	307 071	368 874	375 674	451 347
= <b>Driftsresultat før unormale kostnader</b>	<b>1 360 571</b>	<b>1 038 889</b>	<b>1 282 705</b>	<b>1 187 611</b>	<b>411 710</b>	<b>568 058</b>	<b>1 952 481</b>
+ Verdjustering knyttet til biologiske eiendeler	515 741	-91 463	256 097	-254 931	-289 705	523 036	83 412
- Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler	-6 472	-	-	-	-	-	140 074
- Andre gevinster/tap	-17 386	1 514	-26 157	-3 612	4 786	6 752	-13 393
- Produksjonsskatt	-	-	-	-	-	24 463	26 350
- Ekstraordinær dødelighet	217 252	132 425	207 716	114 508	177 225	117 450	224 924
- Rettstvister og saksomkostninger	-	-	-	-	-	-	157 065
- Avviklingskostnader	-	-	-	-	-	-	24 382
= <b>Driftsresultat</b>	<b>1 682 918</b>	<b>813 487</b>	<b>1 357 243</b>	<b>821 784</b>	<b>-59 997</b>	<b>942 429</b>	<b>1 476 490</b>
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper - Normalt	569	-550	-2 328	211	3 350	-1 486	21 096
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper - Unormalt	12 083	-	-	-	-	-	-
+ Finansinntekter - Normalt	11 129	16 563	18 864	6 318	-	-	-
- Finanskostnader - Normalt	83 849	54 601	65 950	63 274	121 086	207 635	167 881
+ Finansinntekter - Unormalt	9 350	25 771	10	34 377	103	125 233	121 609
- Finanskostnader - Unormalt	71 364	2 188	30 915	3 101	126 809	4 864	3 672
= <b>Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet</b>	<b>1 560 836</b>	<b>798 482</b>	<b>1 276 924</b>	<b>796 315</b>	<b>-304 439</b>	<b>853 677</b>	<b>1 447 642</b>
- Skattekostnad - Normalt	328 027	204 738	279 657	197 137	59 603	261 023	326 865
- Skattekostnad - Unormalt	10 478	-7 157	148	-	-48 046	-11 722	-33 002
= <b>Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet</b>	<b>1 222 331</b>	<b>600 901</b>	<b>997 119</b>	<b>599 178</b>	<b>-315 996</b>	<b>604 376</b>	<b>1 153 779</b>
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	45 729	-198 823	600 291	-
- Netto minoritetsresultat - Normalt	36 299	30 362	24 615	25 398	26 234	-	-
= <b>Årsresultat til majoritet</b>	<b>1 186 032</b>	<b>570 539</b>	<b>972 504</b>	<b>619 509</b>	<b>-541 053</b>	<b>1 204 667</b>	<b>1 153 779</b>
+ Andre driftsrelaterte resultatetelementer	-76 914	25 089	-3 740	70 406	-70 156	-15 894	128 673
+ Andre finansielle resultatetelementer	19	-295	11	-107	-433	-	-
= <b>Totalresultat til majoritet</b>	<b>1 109 137</b>	<b>595 333</b>	<b>968 775</b>	<b>689 808</b>	<b>-611 642</b>	<b>1 188 773</b>	<b>1 282 452</b>
Utdelt utbytte	331 236	220 824	220 867	-	-	-	-

**Tabell 5-1: Resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

<b>Eiendeler - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Immaterielle eiendeler	1 186 815	1 199 548	1 257 568	1 260 359	2 213 779	2 233 277	2 169 493
+ Varige driftsmidler	1 510 379	1 871 804	2 292 912	2 957 942	3 033 154	3 402 629	4 035 590
+ Tilknyttede selskap	-	9 450	37 122	81 071	84 421	104 675	216 624
+ Andre langsiktige finansielle eiendeler	4 167	167	167	3 130	49 476	130 897	57 935
+ Langsiktige finansielle investeringer	1 445	1 150	1 160	-	-	-	-
= <b>Sum anleggsmidler</b>	<b>2 702 806</b>	<b>3 082 119</b>	<b>3 588 929</b>	<b>4 302 502</b>	<b>5 380 830</b>	<b>5 871 478</b>	<b>6 479 642</b>
Varelager	89 164	92 262	126 092	177 847	78 001	128 299	240 172
+ Biologiske eiendeler	2 459 625	2 698 352	3 195 142	3 437 948	2 545 903	3 449 412	4 045 800
+ Kundefordringer	800 591	761 407	925 232	459 897	179 384	151 793	259 137
+ Andre driftsrelaterte fordringer	212 240	246 759	169 175	341 993	217 258	184 924	195 048
+ Kontanter og kontantekvivalenter	503 613	271 715	137 920	214 497	275 427	928 342	642 719
+ Kortsiktige finansielle investeringer	-	-	-	-	-	-	1 012 848
= <b>Sum omløpsmidler</b>	<b>4 065 233</b>	<b>4 080 496</b>	<b>4 553 561</b>	<b>4 632 182</b>	<b>3 295 973</b>	<b>4 842 770</b>	<b>6 395 724</b>
+ Eiendeler holdt for salg	-	-	-	-	1 972 725	-	-
= <b>Sum Eiendeler</b>	<b>6 768 039</b>	<b>7 152 614</b>	<b>8 142 490</b>	<b>8 934 684</b>	<b>10 649 528</b>	<b>10 714 248</b>	<b>12 875 366</b>

**Tabell 5-2: Balanseoppstilling (eiendeler) for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

<b>EK og Gjeld - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Egenkapital majoritet	3 150 681	3 304 364	3 834 052	4 084 211	4 370 918	5 563 303	6 485 708
+ Minoritetsinteresser	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-	-
= <b>Sum Egenkapital</b>	<b>3 206 951</b>	<b>3 347 905</b>	<b>3 882 510</b>	<b>4 140 842</b>	<b>4 370 918</b>	<b>5 563 303</b>	<b>6 485 708</b>
Avsetning for krav og forpliktelser	686 044	730 537	886 132	883 043	909 449	1 080 917	1 047 857
+ Langsiktig leieforpliktelser	250 452	201 899	292 358	632 666	531 644	577 797	653 650
+ Langsiktig rentebærende gjeld	979 874	1 191 688	1 298 713	1 563 935	3 376 178	2 381 000	2 838 809
+ Annen rentefri langsiktig gjeld	15 963	15 353	14 047	13 240	-	-	-
= <b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>1 932 333</b>	<b>2 139 477</b>	<b>2 491 250</b>	<b>3 092 884</b>	<b>4 817 271</b>	<b>4 039 714</b>	<b>4 540 316</b>
Betalbar skatt	172 057	157 244	130 287	211 569	14 791	88 641	353 191
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	601 025	599 849	727 083	184 334	104 435	54 475	141 968
+ Kortsiktige leieforpliktelser	67 116	58 353	68 083	199 327	153 195	178 032	226 910
+ Andre kortsiktige finansielle forpliktelser	23 990	35 208	14 915	20 591	16 757	22 379	65 517
+ Leverandørgjeld	493 534	585 378	649 352	855 061	562 848	523 196	717 498
+ Annen kortsiktig gjeld	271 032	229 203	178 009	230 077	116 483	244 510	344 256
= <b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>1 628 754</b>	<b>1 665 235</b>	<b>1 767 729</b>	<b>1 700 959</b>	<b>968 509</b>	<b>1 111 233</b>	<b>1 849 340</b>
+ Forpliktelser til avhendning	-	-	-	-	492 829	-	-
= <b>Sum Egenkapital og Gjeld</b>	<b>6 768 038</b>	<b>7 152 617</b>	<b>8 142 489</b>	<b>8 934 686</b>	<b>10 649 527</b>	<b>10 714 250</b>	<b>12 875 364</b>

**Tabell 5-3: Balanseoppstilling (egenkapital og gjeld) for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

<b>Endring i egenkapital - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Egenkapital per 01.01	2 207 160	3 150 680	3 304 363	3 834 062	4 084 219	4 370 918	5 563 301
+ Resultat til majoritet	1 109 138	595 331	968 775	689 916	-611 642	1 188 773	1 282 452
- Betalt utbytte	165 618	441 648	439 077	439 759	-897 919	-3 610	360 046
+ Netto dirty surplus	-	-	-	-	-	-	-
= <b>Egenkapital per 31.12</b>	<b>3 150 680</b>	<b>3 304 363</b>	<b>3 834 061</b>	<b>4 084 219</b>	<b>4 370 918</b>	<b>5 563 301</b>	<b>6 485 708</b>

**Tabell 5-4: Oppstilling over endring i egenkapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

## 5.3 Omgruppering for analyse

Formålet med å omgruppere regnskapet for analyse er å gjøre det mer relevant for brukeren. Fokuset rettes fra kreditor alene til både å omfatte kreditor og investor, hvor risiko, inntjening og verdiskaping er av interesse. Resultatregnskapet og balansen før omstilling har et kreditororientert fokus, hvor eiendeler grupperes etter omsettelighet, gjeld etter forfallsdato og formål om et positivt årsresultat. Et omgruppert regnskap gir bedre innsikt i den historiske informasjonen med hensyn til interessentene, i tillegg til at det blir skreddersydd og presist for videre analyse. Ved å skille mellom drift- og finansaktiviteter, herunder trekke ut normale poster fra de unormale, kan en investor se hvordan verdien i selskapet skapes og deretter stille en prognose om fremtidig inntjening (*Knivsflå, 2023d*).

### 5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatet etter rammeverket til Knivsflå kan deles opp i fire steg (*Knivsflå, 2023d*):

1. Identifisering av fullstendig nettoresultat
2. Fordeling av fullstendig nettoresultat
3. Identifisering av normale og unormale poster
4. Fordeling av skattekostnaden

#### **Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat**

Det fullstendige nettoresultatet (FNR), som presenteres i tabell 5-5, består av det rapporterte årsresultatet (RES), annet fullstendig resultat (AFR) og et eventuelt “dirty surplus” (DSP). Etter IFRS består annet fullstendig resultat av andre resultatelementer, inntekter og kostnader, som skal føres over “other comprehensive income” og ikke i årsresultatet. Dette kan for eksempel være urealisert gevinst eller tap fra finansielle instrument. “Dirty surplus” kommer fra brudd på kongruensprinsippet etter norsk god regnskapsskikk, hvor poster blir ført direkte mot egenkapitalen istedenfor over resultatet. Etter hovedregelen skal det ikke forekomme “dirty surplus” i regnskap etter norske lover, likevel kan det oppstå som følge av for eksempel endringer i regnskapsprinsipper. IFRS bruker som nevnt annet fullstendig resultat, hvor poster som ville gått under “dirty surplus” normalt føres. Dette gjør at “dirty surplus” i prinsippet er



lik null for selskap som avlegger regnskap etter IFRS (*Knivsflå, 2023d*).

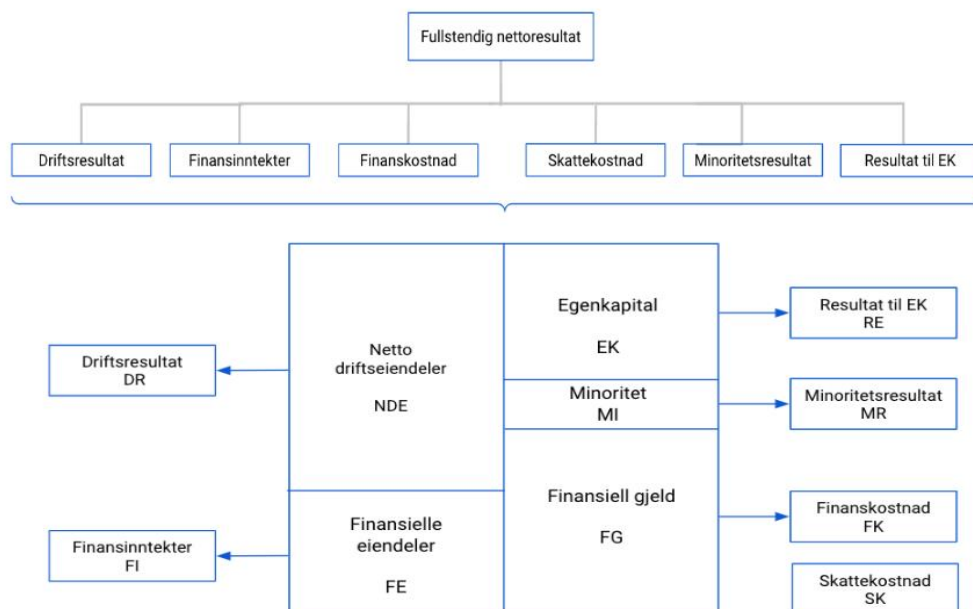
Siden Grieg Seafood rapporterer etter IFRS kan det rapporterte årsresultat og annet fullstendig resultat hentes fra årsrapportene. Det har ikke vært noe dirty surplus å identifisere for selskapet over analyseperioden. Det fullstendige nettoresultatet presenteres i tabell 5-5.

Fullstendig nettoresultat - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Årsresultat til majoritet	1 186 032	570 539	972 504	619 509	-541 053	1 204 667	1 153 779
+ Andre resultatелеmenter (OCI)	-76 895	24 794	-3 729	70 299	-70 589	-15 894	128 673
+ Dirty surplus							
= Fullstendig nettoresultat - Tall i 1000 NOK	1 109 137	595 333	968 775	689 808	-611 642	1 188 773	1 282 452

**Tabell 5-5:** Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

## Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Det andre steget er å fordele det fullstendige nettoresultatet på de ulike kapitalene i balansen, slik at vi kan finne tilbake til kildene den består av. Nærmere bestemt betyr det å finne netto driftseiendeler som er driftsresultatet, de finansielle eiendelene bestående av finansinntekter og finanskostnader, samt skattekostnad, minoritetsresultat og resultat til egenkapitalen (*Knivsflå, 2023d*), illustrert i figur 5-2.



**Figur 5-2:** Fordeling av fullstendig nettoresultat (*Knivsflå, 2023d*).

I tabell 5-6 og 5-7 presenteres henholdsvis fullstendig driftsresultat og fullstendig finansresultat. Under hver tabell kommenterer vi de ulike punktene vi har valgt å fordele til.

Fullstendig driftsresultat - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	6 586 206	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330	7 195 446
- Driftskostnader	4 903 288	6 225 740	6 168 926	3 957 318	4 473 042	3 726 901	5 718 956
= <b>Driftsresultat</b>	<b>1 682 918</b>	<b>813 487</b>	<b>1 357 243</b>	<b>821 784</b>	<b>-59 997</b>	<b>942 429</b>	<b>1 476 490</b>
+ Resultat fra tilknyttede selskap	12 652	-550	-2 328	211	3 350	-1 486	21 096
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	-76 914	25 089	-3 740	70 406	-70 156	-15 894	128 673
+ Driftsrelatert dirty surplus	-	-	-	-	-	-	-
= <b>Fullstendig driftsresultat før skatt</b>	<b>1 618 656</b>	<b>838 026</b>	<b>1 351 175</b>	<b>892 401</b>	<b>126 803</b>	<b>925 049</b>	<b>1 626 259</b>

**Tabell 5-6:** Fullstendig driftsresultat før skatt for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

For å finne ut av hvordan det fullstendige nettoresultatet skal fordeles, bruker vi årsregnskapet med noter. Det meste fordeles rett fram, hvor driftsinntekter består av salgsinntekter og annen inntekt, og driftskostnader er samlet av varekostnad, lønn- og personalkostnad samt andre driftskostnader. Resultat fra tilknyttede selskap henføres til drift og driftsresultatet. Tallet består av resultatet fra investeringer som er gjort i tilknyttede selskaper hvor Grieg Seafood eier mellom 20-50%, og vurderes derfor til å være en del av driften. Andre driftsrelaterte resultatelementer er hentet fra “other comprehensive income” i årsregnskapet, som består av omregningsdifferanser fra valutaeffekter og skatteeffekter. Transaksjonene anses mest nærliggende å klassifiseres til drift. Det er ikke identifisert noe driftsrelatert “dirty surplus”.

Fullstendig finansresultat - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansinntekter	20 479	42 334	18 874	40 695	103	125 233	121 609
- Finanskostnader	155 213	56 789	96 865	66 376	247 895	212 499	171 553
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	45 729	-198 823	600 291	-
+ Andre finansielle resultatelementer	19	295	11	-107	-433	-	-
= <b>Fullstendig finansresultat før skatt</b>	<b>-134 715</b>	<b>-14 750</b>	<b>-77 980</b>	<b>19 942</b>	<b>-447 048</b>	<b>513 025</b>	<b>-49 944</b>

**Tabell 5-7:** Fullstendig finansresultat før skatt for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Finansinntekter og finanskostnader følger direkte av noten og inneholder renteinntekter, rentekostnader, valutagevinst og valutatap knyttet til finansiering. Inkludert i postene er også annen finansiell inntekt som ikke er utbrodert i noten, men stammer fra inntekt knyttet til investeringer utenom normal drift. Resultat fra diskontinuerlig virksomhet kommer fra virksomhet som ikke lenger foregår, hvor eiendeler er holdt for salg og/eller avviklet. Et

eventuelt resultat skal henføres til finans. Grieg Seafood hadde ikke et slikt resultat i 2022. Det var heller ikke tilfelle av andre finansielle resultatelementer i 2022, som for eksempel kunne vært endring i virkelig verdi av egenkapitalinstrumenter.

### **Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster**

I det tredje steget skal vi skille normale og unormale poster fra drift og finans i det fullstendige nettoresultatet. Dette gjøres da det kun er normale poster som skal brukes til fremtidsregnskapet senere i verdsettelsen. De postene som anses å være normale, er stabile over tid og kan finnes igjen i periode etter periode. Unormale poster er på den andre siden ustabile og ofte engangstilfeller som således ikke er relevante når prognoser for fremtiden skal utarbeides. Noen poster kan være enkle å identifisere som normale og unormale, men det vil ikke alltid være like lett. For en usikker post må det brukes skjønn, og tas en vurdering basert på om det kan finnes en trend som tilsier at posten skal identifiseres som normal (*Knivsflå, 2023d*).

$$\text{Fullstendig resultat} = \text{normalt resultat} + \text{unormalt resultat}$$

#### **Formel 5-1: Fullstendig resultat (*Knivsflå, 2023d*).**

I det følgende foreligger tabell 5-8 som viser unormalt driftsresultat. Slik som under steg to kommer vi til å kommentere de ulike postene tilhørende resultatet for hver tabell.

<b>Unormalt driftsresultat - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	515 741	-91 463	256 097	-254 931	-289 705	523 036	83 412
- Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler	-6 472	-	-	-	-	-	140 074
- Andre gevinster/tap	-17 386	1 514	-26 157	-3 612	4 786	6 752	-13 393
- Ekstraordinær dødlighet	217 252	132 425	207 716	114 508	177 225	117 450	224 924
- Rettstvister og saksomkostninger	-	-	-	-	-	-	157 065
- Avviklingskostnader	-	-	-	-	-	-	24 382
+ Andel resultat fra tilknyttede selskaper - Unormalt	12 083	-	-	-	-	-	-
= <b>Driftsresultat unormalt</b>	<b>334 430</b>	<b>-225 402</b>	<b>74 538</b>	<b>-365 827</b>	<b>-471 716</b>	<b>398 834</b>	<b>-449 640</b>
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	-76 914	25 089	-3 740	70 406	-70 156	-15 894	128 673
+ Driftsrelatert dirty surplus	-	-	-	-	-	-	-
= <b>Unormalt driftsresultat før skatt</b>	<b>257 516</b>	<b>-200 313</b>	<b>70 798</b>	<b>-295 421</b>	<b>-541 872</b>	<b>382 940</b>	<b>-320 967</b>

**Tabell 5-8: Unormalt driftsresultat før skatt for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Driftsrelaterte poster vi anser som normale, slik som for eksempel salgsinntekt og varekostnad, er gjengangere vi ikke kommer til å kommentere. Disse er dermed ikke med i tabellen. Det er derimot de postene vi anser som unormale som kommenteres videre.

### **Verdijustering av biologiske eiendeler**

Ifølge IAS 41, regnskapsstandard om landbruk hvor biologiske eiendeler som fisk går inn under, skal eiendelene måles til virkelig verdi. Videre impliserer det at alle verdiendringer på beholdningen skal resultatføres løpende, i posten “verdijustering knyttet til biologiske eiendeler”. Justeringen avhenger blant annet av slaktevekt og slaktevolum, men også lakseprisen, som vi tidligere har nevnt å være volatil. De store svingningene i verdijusteringen, som vi kan se av tabell 5-8, gjør fremtidige verdier vanskelig å predikere. Basert på dette anser vi posten som unormal.

### **Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler**

En annen post vi anser som unormal er reversering/nedskrivning av varige driftsmidler. Etter IAS 36 skal driftsmidler til bruk i drift vurderes ved slutten av hver periode om det er indikasjon på verdifall. Er det tilfelle, skal middelet nedskrives dersom gjenvinnbart beløp er lavere enn balanseført verdi. Slike nedskrivninger skjer ikke ved hver periode, og anses som å være typisk engangstilfeller. Grieg Seafood har kun brukt denne posten to ganger i løpet av analyseperioden. Det er ikke indikasjon på noe trend, og posten klassifiseres som unormal.

### **Andre gevinster/tap**

Andre gevinster/tap er derimot ofte å se i resultatregnskapet til Grieg Seafood. Tallet består av gevinster og tap fra valutainstrumenter og salg av anleggsmidler eller lignende utstyr. Posten har ikke en klar trend, og svinger mellom å være negativ og positiv. Dette gjør det vanskelig å predikere videre, og ustabile verdier gjør at andre gevinster/tap vurderes som unormal.

### **Ekstraordinær dødelighet**

I løpet av regnskapsåret kan det oppstå unormal dødelighet blant biomassen som anses å være særskilte hendelser. Selskapet klassifiserer selv dette som ekstraordinært, da det har oppstått av uvanlige årsaker som store rømminger, sykdom eller andre uforutsette årsaker. Selv om selskapet klassifiserer kostnader som unormale, er det viktig å vurdere om det faktisk er tilfelle. De kan ha insentiv til å fremstille poster slik det vil være best fra et kreditorperspektiv.

### Rettstvister og saksomkostninger

I regnskapsåret 2022 har Grieg Seafood pådratt seg kostnader relatert til et søksmål fra indirekte kunder i Nord-Amerika. Saken ble avsluttet i februar 2023, men kostnadene ble pådratt i løpet av året som var og er derfor bokført i regnskapet på balansedagen. Posten har kun oppstått en gang over analyseperioden, og er dermed å anse som unormal.

### Avviklingskostnader

Det har også oppstått avviklingskostnader for Grieg Seafood i løpet av 2022. Selskapet valgte å avslutte produksjonen på deres anlegg i British Columbia, hvor kostnader for å rydde opp på stedet oppstod. Dette er et engangstilfelle, og derfor en unormal post.

### Andre unormale driftsrelaterte poster

Denne posten består av andre driftsrelaterte resultatelementer som ikke inngår i det normale resultatet. Beløpet varierer fra år til år, og henger ikke sammen med underliggende drift, da det kun påvirker egenkapitalen. Derfor vurderes posten som unormal.

I det følgende presenteres tabell 5-9 som viser unormalt finansresultat før skatt.

Unormalt finansresultat - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansinntekter - Unormalt	9 350	25 771	10	34 377	103	125 233	121 609
- Finanskostnader - Unormalt	71 364	2 188	30 915	3 101	126 809	4 864	3 672
+ Andre finansielle resultatelementer	19	-295	11	-107	-433	-	-
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	45 729	-198 823	600 291	-
= Unormalt finansresultat før skatt	-61 995	23 288	-30 894	76 898	-325 962	720 660	121 609

**Tabell 5-9: Unormalt finansresultat før skatt for Grieg Seafood, 2016-2022 (egenprodusert).**

### Finansinntekter og finanskostnader

Unormal finansinntekt og finanskostnad består av endring i virkelig verdi på sikringsinstrumenter og netto valutagevinst. Selskapet har en viss andel av sine kontrakter sikret, og ved fluktueringer vil det oppstå tap eller gevinst. Posten har variert mye og har ingen klar trend. På bakgrunn av dette klassifiserer vi posten som unormal.

### Andre finansielle resultatelementer

Andre finansielle resultatelementer er ofte å se i resultatregnskapet til Grieg Seafood, men har vært fraværende de siste to årene. Elementene består av endring i virkelig verdi på

egenkapitalinstrumenter, som ikke skal reklassifiseres til resultatet senere år. Slike resultatelementer faller som tidligere nevnt utenfor det normale resultatet, og vurderes som en unormal post.

### **Resultat fra diskontinuerlig virksomhet**

Denne posten består av engangstilfeller som ikke er ment å komme tilbake periode etter periode, og klassifiseres dermed som unormal. Grieg Seafood har kun hatt resultat fra diskontinuerlig virksomhet i tre år av analyseperioden, det viser ikke til noe trend og således lite relevant for fremtiden.

### **Steg 4: Fordeling av skattekostnaden**

Det fjerde og siste steget i omgrupperingen av resultatregnskapet er å fordele skattekostnaden på de ulike postene som det fullstendige nettoresultatet består av. Først skal den rapporterte skattekostnaden fordeles mellom normal skattekostnad og unormal skattekostnad. Videre skal den normale skattekostnaden fordeles på normal driftsskatt på normalt driftsresultat, unormal driftsskatt på normalt driftsresultat, skatt på unormalt driftsresultat, skatt på normal finanskostnad, skatt på normal finansinntekt og skatt på unormal finansresultat (*Knivsflå, 2023d*).

Fordelingen baserer seg på selskapet sin skattesats (sss), finansinntektsskattesats (fiss) og driftsskattesats (dss). Selskapsskattesatsen er den skatten virksomheter betaler på sine overskudd, og er fastsatt av regjeringen. Denne var på 22% i 2022, og gjelder også for finansinntekter. Etter skatteloven § 2-38 og fritaksmetoden er derimot gevinster og utbytte fra investeringer i andre aksjeselskaper skattefritt (*Skatteloven, 1999*). Dette gjør at den effektive skattesatsen på normal finansinntekt og unormalt finansresultat blir redusert, slik at selskapets reelle skattekostnad ikke samsvarer med den nominelle selskapsskattesatsen. Ifølge Knivsflå (2023d) kan man benytte en tommelfingerregel hvor finansinntektsskattesatsen utgjør to tredjedeler av selskapsskattesatsen. I tabell 5-10 presenteres selskapsskatten og finansinntektsskattesatsen til Grieg Seafood.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Selskapsskattesats (sss)	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %	22%
Finansinntektsskattesats (fiss)	17 %	16 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15%

**Tabell 5-10: Selskapsskattesats og finansinntektsskattesats for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Ved hjelp av disse to skattesatsene kan vi regne ut netto normal finanskostnad, presentert i tabell 5-11, og netto normal finansinntekt, vist i tabell 5-12. Store deler av finansinntekt og -kostnad består av renteinntekter og -kostnader. For normal finanskostnad brukes derfor alminnelig selskapsskattesats, mens for normal finansinntekt brukes finansinntektsskattesatsen. Dette gjøres for å ta hensyn til annen finansinntekt som ikke er renter. Dersom finansinntekten til Grieg Seafood er bestående av kun renteinntekter kan alminnelig skattesats brukes, men det er ikke tilfelle.

Netto normal finanskostnad - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finanskostnader - Normalt	83 849	54 601	65 950	63 274	121 086	207 635	167 881
- Skatt	20 962	13 104	15 169	13 920	26 639	45 680	36 934
= Netto finanskostnad	62 887	41 497	50 782	49 354	94 447	161 955	130 947

**Tabell 5-11: Netto finanskostnad for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Netto normal finansinntekt - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansinntekter - Normalt	11 129	16 563	18 864	6 318	-	-	-
- Skatt	1 855	2 650	2 892	927	-	-	-
= Netto finansinntekt	9 274	13 913	15 972	5 391	-	-	-

**Tabell 5-12: Netto finansinntekt for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Vi bruker også finansinntektsskattesatsen for å beregne netto unormalt finansresultat, tabell 5-13, og netto normalt driftsresultat, presentert i tabell 5-14. Ved unormalt finansresultat legges postene “andre finansielle resultatelementer” og “resultat fra diskontinuerlig virksomhet” fra steg 2 ved beregning av fullstendig finansresultat. Ved normalt driftsresultat legges “resultat fra tilknyttede selskap” til, fra steg 2 ved beregning av fullstendig driftsresultat.

Netto unormalt finansresultat - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Unormalt netto finanskostnad	-62 014	23 583	-30 905	31 276	-126 706	120 369	121 609
- Skatt	-10 336	3 773	-4 739	4 587	-18 584	17 654	17 828
+ Andre finansielle resultatetelementer	19	-295	11	-107	-433	-	-
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	45 720	-198 823	600 291	-
= <b>Netto unormalt finansresultat</b>	<b>-51 659</b>	<b>19 515</b>	<b>-26 155</b>	<b>72 311</b>	<b>-307 378</b>	<b>703 006</b>	<b>139 437</b>

**Tabell 5-13:** Netto unormalt finansresultat for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Netto normalt driftsresultat - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	6 586 206	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330	7 195 446
- Driftskostnader	5 225 635	6 000 338	6 243 464	3 591 491	4 001 326	4 125 735	5 269 315
= <b>Driftsresultat</b>	<b>1 360 571</b>	<b>1 038 889</b>	<b>1 282 705</b>	<b>1 187 611</b>	<b>411 719</b>	<b>543 595</b>	<b>1 926 131</b>
- Normal driftsskattesats	297 399	227 085	280 379	259 593	89 995	118 821	451 510
+ Resultat fra tilknyttede selskap	569	-550	-2 328	211	3 350	-1 486	21 096
= <b>Netto normalt driftsresultat</b>	<b>1 063 741</b>	<b>811 254</b>	<b>999 998</b>	<b>928 229</b>	<b>325 074</b>	<b>423 288</b>	<b>1 495 717</b>

**Tabell 5-14:** Netto normalt driftsresultat for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Driftsskattesatsen brukes for å beregne normalt og unormalt driftsresultat. Satsen kan avvike fra selskapsskattesatsen som følge av særskatter, fremførbart underskudd, permanente forskjeller eller skatt i utlandet (*Knivsfå, 2023d*), og blir beregnet for å kunne finne netto resultat til drift. Driftsskattesatsen kan ifølge Knivsfå (2023d) beregnes ved bruk av følgende formel:

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{fordelt finanskostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

$$= \frac{\text{NSK} - \text{fiss} * (\text{FI} + \text{UFR}) + \text{sss} * \text{FK}}{\text{DR} + \text{UDR}}$$

**Formel 5-2:** Beregning av driftsskattesats (*Knivsfå, 2023d*).

hvor *NSK* = normal skattekostnad, *fiss* = finansinntektsskattesats, *FI* = normale finansinntekter, *UFR* = unormalt finansresultat, *sss* = selskapsskattesats, *FK* = normale finanskostnader, *DR* = normalt driftsresultat, *UDR* = unormalt driftsresultat.

Videre kan den normaliserte driftsskattesatsen regnes ut ved å benytte den minst ekstreme av gjennomsnitt og median (*Knivsfå, 2023d*). Den gjennomsnittlige satsen er -4% og median



utgjør 23,44%. Selskapsskatten er på 22%, og siden medianen er den minst ekstreme, vil det dermed utgjøre den normaliserte driftsskattesatsen. Denne skattesatsen blir brukt til beregning av normal skatt på normalt driftsresultat. I tabell 5-15 viser en oversikt over ulike skattesatser for Grieg Seafood, inkludert beregning av normal og unormal driftsskattesats.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Selskapsskattesats (sss)	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Finansinntektsskattesats (fiss)	17 %	16 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
NSK	328 027	204 738	279 657	197 137	59 603	261 023	326 865
DR + UDR	1 682 918	813 487	1 357 243	821 784	-59 997	942 429	1 476 490
skatt på finansinntekt	-8 481	6 243	-1 846	5 514	-18 584	17 654	17 828
Driftsskattesats	21 %	26 %	22 %	25 %	-175 %	31 %	23 %
Gjennomsnitt	-4 %						
Median	23 %						
Unormal driftsskattesats	-2,1 %	2,9 %	-1,4 %	1,7 %	-198,9 %	7,2 %	0,0 %

**Tabell 5-15: Oversikt over ulike skattesatser for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Unormal driftsskattesats finnes ved å ta differansen mellom driftsskattesatsen og den normaliserte driftsskattesatsen. Videre brukes den til å finne unormal skatt på normalt driftsresultat, og sammen med normal driftsskattesats kan postene i netto unormalt driftsresultat beregnes. Nedenfor vises henholdsvis tabell 5-16 med presentasjon av netto unormalt driftsresultat, og deretter presenteres skattekostnaden i tabell 5-17.

Unormalt driftsresultat - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Unormalt driftsresultat	332 347	-225 402	74 538	-365 827	-471 176	398 834	-449 640
- Skatt på unormalt driftsresultat	70 460	-49 269	16 293	-79 964	-103 110	87 179	-98 921
+ Netto unormalt resultat fra tilknyttede selskap	12 083	-	-	-	-	-	-
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	-76 914	25 089	-3 740	70 406	-70 156	-15 894	128 673
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	42 744	22 249	14 643	1 681	583	770	0
- Unormal skatt på normalt og unormalt	-10 478	7 157	-148	-	48 046	11 722	33 002
= <b>Netto unormalt driftsresultat</b>	<b>154 791</b>	<b>-180 449</b>	<b>40 010</b>	<b>-217 139</b>	<b>-487 391</b>	<b>283 270</b>	<b>-255 048</b>

**Tabell 5-16: Netto unormalt driftsresultat for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Presentasjon skattekostnad - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Normal driftsskatt	297 399	227 085	280 379	259 593	89 995	118 821	451 510
+ Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	42 744	22 249	14 643	1 681	583	770	0
+ Skatt på unormalt driftsresultat	70 460	-49 269	16 293	-79 964	-103 110	87 179	-98 921
+ Unormal skatt på normalt og unormalt	-10 478	7 157	-149	-	48 046	11 722	33 002
+ Skatt på unormalt finansresultat	-10 336	3 773	-4 739	4 587	-18 584	17 654	17 828
- Skatt på finanskostnad	20 962	13 104	15 169	13 920	26 639	45 680	36 934
+ Skatt på finansinntekt	1 855	2 650	2 892	927	-	-	-
= <b>Skattekostnad</b>	<b>370 682</b>	<b>200 540</b>	<b>294 152</b>	<b>172 904</b>	<b>9 708</b>	<b>190 466</b>	<b>366 485</b>

**Tabell 5-17: Beregning av skattekostnad for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

## Presentasjon av omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood

Resultatregnskap - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	6 586 206	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330	7 195 446
- Varekostnad	3 069 907	3 591 775	3 645 139	1 383 974	1 540 054	1 620 817	2 008 731
- Lønn- og personalkostnader	483 473	482 827	541 047	493 183	499 546	577 434	695 577
- Andre driftskostnader	1 491 867	1 724 604	1 821 623	1 407 263	1 592 852	1 527 347	2 087 310
- Avskrivninger	180 388	201 132	235 655	307 071	368 874	375 674	451 347
= <b>Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>1 360 571</b>	<b>1 038 889</b>	<b>1 282 705</b>	<b>1 187 611</b>	<b>411 719</b>	<b>568 058</b>	<b>1 952 481</b>
- Driftsrelatert skatt	297 399	227 085	280 379	259 593	89 995	118 821	451 510
= <b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>1 063 571</b>	<b>811 804</b>	<b>1 002 326</b>	<b>928 018</b>	<b>321 724</b>	<b>449 237</b>	<b>1 500 971</b>
+ Netto resultat fra TS	569	-550	-2 328	211	3 350	-1 486	21 096
= <b>Netto driftsresultat</b>	<b>1 063 741</b>	<b>811 254</b>	<b>999 998</b>	<b>928 229</b>	<b>325 074</b>	<b>447 751</b>	<b>1 522 067</b>
+ Netto finansinntekt	9 274	13 913	15 972	5 391	-	-	-
= <b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>1 073 015</b>	<b>825 167</b>	<b>1 015 970</b>	<b>933 620</b>	<b>325 074</b>	<b>447 751</b>	<b>1 522 067</b>
- Netto finanskostnad	62 887	41 497	50 782	49 354	94 447	161 955	130 947
- Netto minoritetsresultat	36 299	30 362	24 615	25 398	26 234	-	-
= <b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>973 829</b>	<b>753 309</b>	<b>940 573</b>	<b>858 869</b>	<b>204 393</b>	<b>285 795</b>	<b>1 391 120</b>
+ Netto unormalt driftsresultat	154 791	-180 449	40 010	-217 139	-487 391	283 270	-255 048
+ Netto unormalt finansresultat	-51 659	19 515	-26 155	72 311	-307 378	703 006	139 437
= <b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>1 076 960</b>	<b>592 374</b>	<b>954 428</b>	<b>714 041</b>	<b>-590 377</b>	<b>1 272 071</b>	<b>1 275 509</b>
- Netto utbetalt utbytte	165 618	441 648	439 077	439 759	-898 271	3 610	360 046
= <b>Endring i egenkapital</b>	<b>911 342</b>	<b>150 726</b>	<b>515 351</b>	<b>274 282</b>	<b>307 894</b>	<b>1 268 461</b>	<b>915 463</b>

**Tabell 5-18: Omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

### 5.3.2 Omgruppering av balansen

Balansen er i likhet med resultatregnskapet etter IFRS kreditororientert. Ved omgruppering av balansen vil den også bli mer investororientert, som er ønskelig etter et verdsettelsesformål. Balansen bør ha et klart skille mellom poster til drift og poster til finansiering for å kunne uttrykke netto driftskapital og hva som driver verdiskapningen. Slik som omgrupperingen for resultatet foregår også denne omgrupperingen etter fire steg (*Knivsflå, 2023e*):

1. Eventuelt avsatt utbytte skal anses som egenkapital
2. Skille mellom drift og finansiering i totalbalansen

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

Den omgrupperte balansen presenteres etter steg 1 og 2, henholdsvis i tabell 5-19 med eiendeler og tabell 5-20 med egenkapital og gjeld.

### **Steg 1: Eventuelt avsatt utbytte skal anses som egenkapital**

Etter Norsk God Regnskapsskikk (NGRS) føres avsatt utbytte som kortsiktig gjeld. Ved en investororientert analyse hvor fokuset er på eierne, vil ikke avsatt utbytte anses å være gjeld, men egenkapital som skal tilbake til eierne. Derfor må avsatt utbytte reklassifiseres fra gjeld til egenkapital (*Knivsflå, 2023d*). Siden Grieg Seafood avlegger regnskap etter IFRS og ikke NGRS, er det ikke behov for å gjennomføre en korrigerende av avsatt utbytte.

### **Steg 2: Skille mellom drift og finansiering i totalbalansen**

Ved det andre steget i omgrupperingen skal vi skille postene mellom drift og finansiering i totalbalansen. Venstresiden av totalbalansen før omgruppering viser omløpsmidler og anleggsmidler som etter omgruppering skal deles inn etter driftsrelaterte eiendeler og finansielle eiendeler. Høyresiden viser langsiktig og kortsiktig gjeld som skal deles inn etter driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld. Dette gjøres for å klart kunne henviser hver resultatpost i resultatregnskapet til sin eiendel- eller kapitalpost i balansen. Alle transaksjoner skal henge sammen med enten drift eller finansiering (*Knivsflå, 2023e*).

For at en eiendel skal klassifiseres som driftsrelatert må den være knyttet til selskapets sin operasjonelle drift. Motsatt vil en eiendel klassifiseres som finansiell dersom den ikke er knyttet til driftssyklusen eller dens infrastruktur. Gjelden deles opp ved at finansiell gjeld er lån hvor det betales rente på, og driftsrelatert gjeld er en del av driftssyklusen hvor det ikke betales rente på. Et eksempel på driftsrelatert gjeld er leverandørgjeld. Egentlig er all gjeld rentebærende gjeld, men indirekte finansiering gjennom drift har en "innebygd rentekostnad" i driftskostnaden, som tar hensyn til dette (*Knivsflå, 2023e*).

Noen eiendeler og gjeld vil ha uklar gruppering. Da må man vurdere om posten har relevans for fremtidig drift, eller om innholdet kan selges uten at det vil gå utover selve driften (*Knivsflå, 2023e*).

**Driftsrelaterte eiendeler**

Immaterielle eiendeler består av ikke-fysiske gjenstander som utsatt skattefordel, goodwill, konsesjoner og andre lisenser, investeringskattefradrag, kundeporteføljer og programvare. Utsatt skattefordel kan være både drift og finansiering, men er mest nærliggende å klassifisere som drift da det oppstår som følge av driftsrelaterte hendelser. Investeringskattefradraget regnskapsført i 2021 har blitt reversert i 2022, og går mot utsatt skatt i fremtiden. Goodwill, konsesjoner, kundeporteføljer og programvare er alle knyttet til drift av virksomheten, og klassifiseres derfor også som driftsrelaterte poster.

Varige driftsmidler inkluderer eiendom, anlegg og utstyr. Eiendom omfavner driftsfasiliteter på land og kontorer, mens utstyr omfavner alt som brukes til og i produksjon. Ut fra notene tyder det ikke på at noe av eiendom er finansielle investeringer istedenfor drift, og alt klassifiseres da som driftsrelatert.

Aksjer i tilknyttede selskaper består av investeringer i selskap hvor Grieg Seafood har 20-50% eierskap. Som drøftet under steg 2 i delkapittel 5.4.1 knyttes disse investeringene seg til drift, da det blant annet er investeringer i selskaper som har samme virke. Det er viktig å ha konsistens mellom resultatregnskapet og balansen, derfor er også denne posten klassifisert som driftsrelatert.

Varelager, biologiske eiendeler og kundefordringer er alle naturlige deler av driften. Postene knytter seg til produksjon og salg av fisk, hvor den ene påvirker den andre. Den klassifiseres derfor som driftsrelaterte eiendeler.

Andre driftsrelaterte fordringer inneholder merverdiavgift, forskuddsbetalinger og valutaterminkontrakter. Dette gjelder fremtidige innbetalinger som virksomheten har krav på og som oppstår på grunn av driften. Basert på dette vurderes posten til å være driftsrelatert.

**Finansielle eiendeler**

Langsiktige finansielle investeringer og eiendeler holdt for salg vil ikke påvirke fremtidig drift, og vurderes dermed som en finansiell eiendel.

Kontanter og kontantekvivalenter er likvidbeholdning som virksomheten har på balansedagen.

Posten kan klassifiseres både som driftsrelatert og finansiell eiendel, men uten dypere innsikt i driften enn det noteinformasjonen oppgir, er det utfordrende. Vi ser det derfor som mest hensiktsmessig å vurdere posten som finansiell basert på manglende opplysninger.

Kortsiktige finansielle investeringer består av investeringer i tre pengemarkedsfond og urealisert tap/gevinst. Dette er en kortsiktig investering som følge av overskuddslikviditet, og klassifiseres som finansiell.

### **Driftsrelatert gjeld**

Avsetning for krav og forpliktelser inneholder hovedsakelig av utsatt skatt/skattefordel, og spesifiseres videre av hvilke eiendeler og gjeld det kommer fra. I 2022 beløper dette seg til å utgjøre utsatt skatt, som er en langsiktig, driftsrelatert gjeldspost.

Langsiktige og kortsiktige leieforpliktelser består av selskapets ulike låneavtaler, som inkluderer kontorer, diverse utstyr og biler relatert til driften.

Annen rentefri langsiktig gjeld er ifølge tidligere noteopplysninger tilhørende et ansvarlig rentefritt lån. Posten klassifiseres derfor som driftsrelatert.

Betalbar skatt er det som forventes å betales i skatt hvert år og kommer av driften. Posten anses derfor som driftsrelatert gjeld, og er kortsiktig.

Andre kortsiktige finansielle forpliktelser anses å være driftsrelatert. Posten inneholder derivater i forbindelse med fastpriskontrakter for å sikre noe av inntekten til driften, og henger sammen med derivatene under andre driftsrelaterte fordringer.

Leverandørgjeld er en naturlig del av driften og klassifiseres derfor som driftsrelatert gjeld.

Balanseposten annen kortsiktig gjeld er ifølge noteopplysninger er påløpte kostnader fra driften, produksjonsavgift selskapet må betale av produksjonen, og andre lignende avsetninger som skal betales innen 12 måneder. Den klassifiseres derfor som driftsrelatert.

## Finansiell gjeld

Langsiktig rentebærende gjeld består av lån som forfaller om mer enn ett år hvor det oppstår rentekostnad på, og klassifiseres som finansiell.

Kortsiktig rentebærende gjeld forfaller innen ett år, og anses også som finansiell gjeld.

Forpliktelse til avhending er ikke relevante for fremtidig drift og klassifiseres som en finansiell post.

Den omgrupperte balansen er presentert som nevnt innledningsvis i henholdsvis tabell 5-19 med eiendeler og tabell 5-20 med egenkapital og gjeld.

### Presentasjon av omgruppert balanse for Grieg Seafood:

Eiendeler - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Immaterielle eiendeler	1 186 815	1 199 548	1 257 568	1 260 359	2 213 779	2 324 174	2 187 428
+ Varige driftsmidler	1 510 379	1 871 804	2 292 912	2 957 942	3 033 154	3 402 629	4 035 590
+ Tilknyttede selskap	-	9 450	37 122	81 071	84 421	104 675	216 624
= <b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>2 697 194</b>	<b>3 080 802</b>	<b>3 587 062</b>	<b>4 299 372</b>	<b>5 331 354</b>	<b>5 831 478</b>	<b>6 439 642</b>
Varelager	89 164	92 262	126 092	177 847	78 001	128 299	240 172
+ Biologiske eiendeler	2 459 625	2 698 352	3 195 142	3 437 948	2 545 903	3 449 412	4 045 800
+ Kundefordringer	800 591	761 407	925 232	459 897	179 384	151 793	259 137
+ Andre driftsrelaterte fordringer	212 240	246 759	169 175	341 993	217 258	184 924	195 048
+ Varige driftsmidler	4 167	167	167	3 130	49 476	40 000	40 000
+ Kortsiktige driftsrelaterte investeringer	-	-	-	-	-	-	1 012 848
= <b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>3 565 787</b>	<b>3 798 947</b>	<b>4 415 808</b>	<b>4 420 815</b>	<b>3 070 022</b>	<b>3 954 428</b>	<b>5 793 005</b>
Sum driftseiendeler	6 262 981	6 879 749	8 003 410	8 720 187	8 401 376	9 785 906	12 232 647
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	1 445	1 150	1 160	-	-	-	-
= <b>Finansielle anleggsmidler</b>	<b>1 445</b>	<b>1 150</b>	<b>1 160</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Kontanter og kontantekvivalenter	503 613	271 715	137 920	214 497	275 427	928 342	642 719
+ Eiendeler holdt for salg	-	-	-	-	1 972 725	-	-
= <b>Finansielle omløpsmidler</b>	<b>503 613</b>	<b>271 715</b>	<b>137 920</b>	<b>214 497</b>	<b>2 248 152</b>	<b>928 342</b>	<b>642 719</b>
Sum finansielle eiendeler	505 058	272 865	139 080	214 497	2 248 152	928 342	642 719
= <b>Sum Eiendeler</b>	<b>6 768 039</b>	<b>7 152 614</b>	<b>8 142 490</b>	<b>8 934 684</b>	<b>10 649 528</b>	<b>10 714 248</b>	<b>12 875 366</b>

**Tabell 5-19:** Omgruppering av totalbalansen (eiendeler) for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

<b>EK og Gjeld - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Egenkapital majoritet	3 150 681	3 304 364	3 834 052	4 084 211	4 370 918	5 563 303	6 485 708
+ Minoritetsinteresser	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-	-
= <b>Sum egenkapital</b>	<b>3 206 951</b>	<b>3 347 905</b>	<b>3 883 510</b>	<b>4 140 843</b>	<b>4 370 918</b>	<b>5 563 303</b>	<b>6 485 708</b>
Avsetning for krav og forpliktelser	686 044	730 537	886 132	883 043	909 449	1 080 917	1 047 857
+ Langsiktige leieforpliktelser	15 963	15 353	14 047	13 240	-	-	-
+ Annen rentefri langsiktig gjeld	250 452	201 899	292 358	632 666	531 644	577 797	653 650
+ Betalbar skatt	172 057	157 244	130 287	211 569	14 791	88 641	353 191
+ Andre kortsiktige finansielle forpliktelser	23 990	35 208	14 915	20 591	16 757	22 379	65 517
+ Leverandørgjeld	493 534	585 378	649 352	855 061	562 848	523 196	717 498
+ Annen kortsiktig gjeld	271 032	229 203	178 009	230 077	116 483	244 510	344 256
+ Kortsiktige leieforpliktelser	67 116	58 353	68 083	199 327	153 195	178 032	226 910
= <b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>1 980 188</b>	<b>2 013 175</b>	<b>2 233 183</b>	<b>3 045 574</b>	<b>2 305 167</b>	<b>2 715 472</b>	<b>3 408 879</b>
+ Langsiktig rentebærende gjeld	979 874	1 191 688	1 298 713	1 563 935	3 376 178	2 381 000	2 838 809
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	601 025	599 849	727 083	184 334	104 435	54 475	141 968
+ Forpliktelser til avhending	-	-	-	-	492 829	-	-
= <b>Finansiell gjeld</b>	<b>1 580 899</b>	<b>1 791 537</b>	<b>2 025 796</b>	<b>1 748 269</b>	<b>3 973 442</b>	<b>2 435 475</b>	<b>2 980 777</b>
Sum gjeld	3 561 087	3 804 712	4 258 979	4 793 843	6 278 609	5 150 947	6 389 656
= <b>Sum Egenkapital og Gjeld</b>	<b>6 768 038</b>	<b>7 152 617</b>	<b>8 142 489</b>	<b>8 934 686</b>	<b>10 649 527</b>	<b>10 714 250</b>	<b>12 875 364</b>

**Tabell 5-20: Omgruppering av totalbalansen (egenkapital og gjeld) for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

### Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Det tredje steget i omgrupperingen er å gå fra totalkapital til sysselsatt kapital. Totalbalansen etter omgruppering presenterer driftsrelatert gjeld under kapital. Dette blir ikke riktig for vårt formål, da driftsrelatert gjeld er en virkning av driften og ikke en del av sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital skal representere kapitalen som er innskutt i selskapet, og presenteres i tabell 5-21.

For å vise et riktig bilde av sysselsatt kapital flyttes derfor driftsrelatert gjeld over til eiendelssiden og trekkes fra på driftseiendeler slik at vi får netto driftseiendeler. Da får vi et skille mellom sysselsatte eiendeler på venstre side av balansen og sysselsatt kapital på høyre side (*Knivsfå, 2023e*).

<b>Sysselsatt kapital - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Netto driftsanleggsmidler	1 744 735	2 133 013	2 395 065	2 770 423	3 890 261	4 172 764	4 738 135
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 538 058	2 733 561	3 375 162	2 904 190	2 205 948	2 897 670	4 085 633
= <b>Netto driftseiendeler</b>	<b>4 282 793</b>	<b>4 866 574</b>	<b>5 770 227</b>	<b>5 674 613</b>	<b>6 096 209</b>	<b>7 070 434</b>	<b>8 823 768</b>
Finansielle eiendeler	505 058	272 865	139 080	214 497	2 248 152	928 342	642 719
= <b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>4 787 851</b>	<b>5 139 439</b>	<b>5 909 307</b>	<b>5 889 110</b>	<b>8 344 361</b>	<b>7 998 776</b>	<b>9 466 487</b>
Egenkapital	3 150 681	3 304 364	3 834 052	4 084 211	4 370 918	5 563 303	6 485 708
+ Minoritetsinteresser	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-	-
+ Finansiell gjeld	1 580 899	1 791 537	2 025 796	1 748 269	3 973 442	2 435 475	2 980 777
= <b>Sysselsatt kapital</b>	<b>4 787 850</b>	<b>5 139 442</b>	<b>5 909 306</b>	<b>5 889 112</b>	<b>8 344 360</b>	<b>7 998 778</b>	<b>9 466 485</b>

**Tabell 5-21: Omgruppering til sysselsatt kapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

#### Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Siste steget i omgrupperingen av balansen er å gjøre om fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Dette gjøres ved å flytte finansielle eiendeler over til kapitalsiden for deretter å trekke fra på finansiell gjeld. Da sitter man igjen med netto driftskapital. Siden finansielle eiendeler er likvide midler som er med i den investerte kapitalen, og ikke eiendeler som er med på å drifte virksomheten, er det naturlig å sette finansielle eiendeler sammen med finansiell gjeld (*Knivsflå, 2023e*). Tabell 5-22 viser Grieg Seafood sin netto driftskapital.

<b>Netto driftskapital - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Netto driftsanleggsmidler	1 744 735	2 133 013	2 395 065	2 770 423	3 890 261	4 172 764	4 738 135
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 538 058	2 733 561	3 375 162	2 904 190	2 205 948	2 897 670	4 085 633
= <b>Netto driftseiendeler</b>	<b>4 282 793</b>	<b>4 866 574</b>	<b>5 770 227</b>	<b>5 674 613</b>	<b>6 096 209</b>	<b>7 070 434</b>	<b>8 823 768</b>
Egenkapital	3 150 681	3 304 364	3 834 052	4 084 211	4 370 918	5 563 303	6 485 708
+ Minoritetsinteresser	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-	-
+ Netto finansiell gjeld	1 075 841	1 518 672	1 886 716	1 533 772	1 725 290	1 507 133	2 338 058
= <b>Netto driftskapital</b>	<b>4 282 792</b>	<b>4 866 577</b>	<b>5 770 226</b>	<b>5 674 615</b>	<b>6 096 208</b>	<b>7 070 436</b>	<b>8 823 766</b>

**Tabell 5-22: Omgruppering til netto driftskapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

### 5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm

Det er også ønskelig å omgruppere kontantstrømmen for å gjøre den mindre kreditororientert. Fokuset etter IFRS ligger på likviditet og betalingsmidler, hvor drift-, investering- og finansieringsaktiviteter blandes. Målet ved en omgruppering er å få fokuset over på det bidraget som kommer fra driften og kan deles ut til eierne gjennom fri kapital (*Knivsflå,*



2023e). Kontantstrømmen, illustrert i tabell 5-23, lages basert på det omgrupperte resultatet fra delkapittel 5.4.1 og den omgrupperte balansen fra delkapittel 5.4.2.

Grunnrenteskatten på havbruk innføres som tidligere nevnt i kapittel 2 fra 1.januar 2023 som en kontantstrømskatt. Skatten har ingen faktisk påvirkning på kontantstrømmen til Grieg Seafood for vår analyseperiode 2016-2022, men noen investeringer er utsatt til 2023 for å kunne få fullt fradrag for investeringsbeløpet istedenfor kun avskrivninger. Dette vil ikke kunne ses på den historiske kontantstrømmen direkte, men resultatet kan være noe høyere enn det kanskje egentlig skulle bli i 2022. Vi skal dermed i kapittel 9 og i fremtidsregnskapet hensynta grunnrenteskatten når vi utarbeider prognoser som skal brukes i den fundamentale verdsettingen.

Kontantstrøm - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	1 063 741	811 254	999 998	928 229	325 074	447 751	1 522 067
+ Netto unormalt driftsresultat	154 791	-180 449	40 010	-217 139	-487 391	283 270	-255 048
- Endring i netto driftseiendeler	-	583 781	903 653	-95 614	421 596	974 225	1 753 334
= <b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>1 218 532</b>	<b>47 024</b>	<b>136 355</b>	<b>806 704</b>	<b>-583 913</b>	<b>-243 204</b>	<b>-486 315</b>
+ Netto finansinntekt	9 274	13 913	15 972	5 391	-	-	-
+ Netto unormalt finansresultat	-51 659	19 515	-26 155	72 311	-307 378	703 006	139 437
- Endring i netto finansielle eiendeler	-	-232 193	-133 785	75 417	2 033 655	-1 319 810	-285 623
= <b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>1 176 147</b>	<b>312 645</b>	<b>259 957</b>	<b>808 989</b>	<b>-2 924 946</b>	<b>1 779 612</b>	<b>-61 255</b>
- Netto finanskostnad	62 887	41 497	50 782	49 354	94 447	161 955	130 947
+ Endring i netto finansiell gjeld	-	210 638	234 259	-277 527	2 225 173	-1 537 967	545 302
- Netto minoritetsresultat	36 299	30 362	24 615	25 398	26 234	-	-
+ Endring i minoritetsinteresse	-	-12 729	5 917	7 174	-56 632	-	-
= <b>Fri kontantstrøm til egenkapitalen</b>	<b>1 076 961</b>	<b>438 695</b>	<b>424 736</b>	<b>463 884</b>	<b>-877 086</b>	<b>79 690</b>	<b>353 100</b>

**Tabell 5-23:** Omgruppering av kontantstrøm for Grieg Seafood i analyseperioden 2016-2022 (egenprodusert).

## 5.4 Analyse og justering av målefeil

### 5.4.1 Målefeil

Etter å ha omgruppert regnskapstallene fra et kreditororientert perspektiv til investororientert, er de klargjort for videre analyse og justering av målefeil. Rammeverkene som brukes ved finansiell rapportering, i Grieg Seafood sitt tilfelle er dette IFRS, skal sikre at informasjonen blir presentert nøyaktig og i tråd med de underliggende, økonomiske forholdene. Likevel kan det forekomme målefeil mellom rapporterte tall og virkelige tall. Disse feilene oppstår når selskapet overrapporterer eller underrapporterer i forhold til de faktiske underliggende,

økonomiske forholdene (*Knivsflå, 2023f*).

Målefeilene kan oppstå i både resultatregnskapet og i balansen. I resultatregnskapet vil en da rapportere et større nettoresultat enn det som er tilfelle, og rapportere om en lavere egenkapital enn faktisk i balansen. Sammen vil dette utgjøre målefeil i den fullstendige rentabiliteten, som består av normal rentabilitet og unormal rentabilitet. Vi er opptatt av de normaliserte målefeilene, da de unormale målefeilene anses som dårlige og er støy fra usikre momenter. Målefeil vi ser etter er derfor lik normalisert egenkapitalrentabilitet minus egenkapitalkravet. Dette kan være et uttrykk for målt strategisk fordel, som burde være bra, men gjennom dekomponering vil vi se at ikke alle målefeilene er like bra. Målefeilene består av tre typer som Knivsflå definerer som “the good”, “the bad” og “the ugly” (*Knivsflå, 2023f*).

### **Målefeil type 1 - “The good”**

Målefeil av type 1 er et uttrykk for strategisk fordel og dermed superrentabilitet. Feilen oppstår som følge av ulik rapporteringsmodell, hvor man i noen tilfeller for eiendeler kan velge å bruke enten historisk kost-modell eller virkelig verdi-modell. Ved historisk kost måles rentabilitet som avkastning på faktisk investert kapital, som er bra for rentabilitetsmålingen da det gir faktisk rentabilitet. Dette er egnet for virksomheter som driver med drift, hvor eiendeler holdes til forfall. Ved virkelig verdi måles til avkastning på re-investert kapital, og da blir den gode målefeilen eliminert bort over perioden. Verdimodellen er på den andre siden mer egnet for finansiering hvor virksomheter har som formål å holde for å selge (*Knivsflå, 2023f*).

### **Målefeil type 2 - “The bad”**

Den dårlige målefeilen oppstår som følge av feilmåling etter regnskapsregler og finansielle rammeverk. Feilmålingen kan komme av manglende innregning, feil bruk av målemodell etter innregning eller feilperiodisering av innregnede verdier. Rammeverkene tillater dette ved å være konservative for å ivareta flere hensyn, og fokuset legges mer på kreditoranalyse enn investoranalyse. Ved manglende innregning vil kapitalen bli undervurdert og rentabiliteten overvurdert, som følge av kostnadsføring istedenfor balanseføring. Videre hensyntas ikke uheldige investeringer i regnskapet, selv om de også er en del av driften. En potensiell kilde for feil bruk av målemodell, er dersom en eiendel måles etter virkelig verdi som krav i IFRS, mens vi ønsker å se historisk kost-verdien. Dette vil være tilfelle for biologiske eiendeler, og dermed Grieg Seafood som opererer etter IFRS. Feilperiodisering over tid kan også oppstå, men rammeverkene har detaljerte regler for å unngå systematisk bokføring (*Knivsflå, 2023f*).

### **Målefeil type 3 - “The ugly”**

Den tredje målefeilen i Knivsflå (2023f) sitt rammeverk kommer fra kreativ bokføring eller fra tilfeldige feil. Dette kan være å redusere kostnadsposter for å blåse opp resultatet, eller manipulere tallene slik at virksomheten skal virke mer lønnsom og mindre risikabel for å fange kreditors interesse. Andre former for regnskapsmanipulasjon kan for eksempel være klassifikasjonsskifting, hvor poster skiftes fra normale til unormale, eller resultatstabilisering etter som hvor godt eller dårlig årsresultatet er. Avvik som oppstår av denne målefeilen, er støy som vi ikke ønsker i regnskapet.

### **5.4.2 Justering**

Postene som er påvirket fra målefeil av den gode typen (type 1) er ikke ønskelig å justere, men målefeil av type 2 og 3 kan justeres. Justering går ut på å endre selskapets rapporterte regnskapstall for å bedre reflektere de underliggende regnskapstallene. Det finnes både fordeler og ulemper for justering, da det kan tilføye mer støy til regnskapet enn man klarer å fjerne. Ulempen kommer av at analytikere som verdsetter ikke har tilgang på informasjon fra innsiden av virksomheten hvor regnskapet utarbeides. Justering bør kun forekomme dersom nytten er større enn kostnaden. Ofte er også grunnleggende regnskapsskikk bra nok, slik at målefeil av type 2 blir redusert. Imidlertid er det hensiktsmessig å justere for slike målefeil som forekommer fra feil målemodell på måling av for eksempel biologiske eiendeler (*Knivsflå, 2023g*). Det er ikke fordelaktig å justere for målefeil av type 3 når årsregnskapet har blitt revidert og kontrollert av en uavhengig revisor. I det følgende kommer vi derfor til å kun fokusere på justeringer av type 2.

De justeringene vi kommer til å drøfte omhandler biologiske eiendeler, som kanskje er mest relevant for Grieg Seafood. Selskapet og resten av bransjen har ikke utfyllende nok noteinformasjon til å kunne justere for immaterielle eiendeler etter IAS 38, som forskning og utvikling, og leasing etter IFS 16, uten at det vil tilføre mer støy til regnskapet enn fjerne støy. Vi har derfor valgt å ikke justere for de målefeilene.

#### **Justering av biologiske eiendeler**

Biologiske eiendeler regnskapsføres som tidligere nevnt etter regnskapsstandarden IAS 41.

Etter IFRS skal vanligvis varebeholdning behandles etter kostmodellen, bortsett fra biologiske eiendeler. Laksen skal verdsettes etter virkelig verdi som følger av IFRS 13, basert på når optimalutnyttelse er og om det foreligger et aktivt marked. For å måle superrentabilitet er historisk kost beste metode, spesielt med hensyn til et investorperspektiv for predikering. Endringen i virkelig verdi på laksen føres over resultatet som en justering av historisk kost, og endringen kan påvirke resultatet selv om det ikke er realisert. Potensielt store verdiendringer kan skape mye støy i regnskapet. Dersom man ser på tallene for verdijusteringsposten i resultatregnskapet, har det vært store endringer i verdi over perioden. Basert på dette velger vi å justere de biologiske eiendelene slik at beholdningen vurderes til historisk kost. Justeringen medfører endring i balanseført verdi, og illustreres følgende i tabell 5-24.

Justering balanse IAS 41 - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftseiendeler	4 282 793	4 866 574	5 770 227	5 674 613	6 096 209	7 070 434	8 823 768
Biologiske eiendeler - Virkelig verdi	2 459 625	2 698 352	3 195 142	3 437 948	2 545 903	3 449 412	4 045 800
Biologiske eiendeler - Historisk kost	1 943 884	2 789 815	2 939 045	3 692 879	2 835 608	2 926 376	3 962 388
Justering fra virkelig verdi til historisk kost	-515 741	91 463	-256 097	254 931	289 705	-523 036	-83 412
Skatteeffekt på utsatt skatt (ndss)	112 733	-19 992	55 979	-55 724	-63 325	114 327	19 553
Netto effekt på netto driftseiendeler	-403 008	71 471	-200 118	199 207	226 380	-408 709	-63 859
<b>Netto driftseiendeler - Justert</b>	<b>3 879 785</b>	<b>4 938 045</b>	<b>5 570 109</b>	<b>5 873 820</b>	<b>6 322 589</b>	<b>6 661 725</b>	<b>8 759 909</b>
Egenkapital	3 150 681	3 304 364	3 834 052	4 084 211	4 370 918	5 563 303	6 485 708
+ Netto effekt på egenkapitalen	-403 008	71 471	-200 118	199 207	226 380	-408 709	-63 859
= Egenkapital - Justert	2 747 673	3 375 835	3 633 934	4 283 418	4 597 298	5 154 594	6 421 849
+ Minoritetsinteresser	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-	-
+ Netto finansiell gjeld	1 075 841	1 518 672	1 886 716	1 533 772	1 725 290	1 507 133	2 338 058
= <b>Netto driftskapital - Justert</b>	<b>3 879 784</b>	<b>4 938 048</b>	<b>5 570 108</b>	<b>5 873 822</b>	<b>6 322 588</b>	<b>6 661 727</b>	<b>8 759 907</b>

Justering resultat IAS 41 - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Effekt på netto unormalt driftsresultat	-377 058	474 479	-271 589	399 325	27 173	-635 089	344 850

**Tabell 5-24:** Justering av biologiske eiendeler for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

## 5.5 Omgruppert og justert regnskap for Grieg Seafood

I dette delkapittel presenteres resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for Grieg Seafood etter omgruppering og justering, i henholdsvis tabell 5-25, 5-26, 5-27 og 5-28.

<b>Omgruppert og justert resultatregnskap - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Driftsinntekter	6 586 206	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330	7 195 446
- Varekostnad	3 069 907	3 591 775	3 645 139	1 383 974	1 540 054	1 620 817	2 008 731
- Lønn- og personalkostnader	483 473	482 827	541 047	493 183	499 546	577 434	695 577
- Andre driftskostnader	1 491 867	1 724 604	1 821 623	1 407 263	1 592 852	1 527 347	2 087 310
- Avskrivninger	180 388	201 132	235 655	307 071	368 874	375 674	451 347
= <b>Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>1 360 571</b>	<b>1 038 889</b>	<b>1 282 705</b>	<b>1 187 611</b>	<b>411 719</b>	<b>568 058</b>	<b>1 952 481</b>
- Driftsrelatert skatt	297 399	227 085	280 379	259 593	89 995	118 821	451 510
= <b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>1 063 571</b>	<b>811 804</b>	<b>1 002 326</b>	<b>928 018</b>	<b>321 724</b>	<b>449 237</b>	<b>1 500 971</b>
+ Netto resultat fra TS	569	-550	-2 328	211	3 350	-1 486	21 096
= <b>Netto driftsresultat</b>	<b>1 063 741</b>	<b>811 254</b>	<b>999 998</b>	<b>928 229</b>	<b>325 074</b>	<b>447 751</b>	<b>1 522 067</b>
+ Netto finansinntekt	9 274	13 913	15 972	5 391	-	-	-
= <b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>1 073 015</b>	<b>825 167</b>	<b>1 015 970</b>	<b>933 620</b>	<b>325 074</b>	<b>447 751</b>	<b>1 522 067</b>
- Netto finanskostnad	62 887	41 497	50 782	49 354	94 447	161 955	130 947
- Netto minoritetsresultat	36 299	30 362	24 615	25 398	26 234	-	-
= <b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>973 829</b>	<b>753 309</b>	<b>940 573</b>	<b>858 869</b>	<b>204 393</b>	<b>285 795</b>	<b>1 391 120</b>
+ Netto unormalt driftsresultat	-222 268	294 029	-231 579	182 187	-460 218	-351 819	89 802
+ Netto unormalt finansresultat	-51 659	19 515	-26 155	72 311	-307 378	703 006	139 437
= <b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>699 902</b>	<b>1 066 853</b>	<b>682 839</b>	<b>1 113 366</b>	<b>-563 204</b>	<b>636 982</b>	<b>1 620 358</b>
- Netto utbetalt utbytte	165 618	441 648	439 077	439 759	-898 271	3 610	360 046
= <b>Endring i egenkapital</b>	<b>534 284</b>	<b>625 205</b>	<b>243 762</b>	<b>673 607</b>	<b>335 067</b>	<b>633 372</b>	<b>1 260 312</b>

**Tabell 5-25: Omgruppert og justert resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

<b>Sysselsatt kapital - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Netto driftsanleggsmidler	1 744 735	2 133 013	2 395 065	2 770 423	3 890 261	4 172 764	4 738 135
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 135 050	2 805 032	3 175 044	3 103 397	2 432 328	2 488 961	4 021 774
= <b>Netto driftseiendeler</b>	<b>3 879 785</b>	<b>4 938 045</b>	<b>5 570 109</b>	<b>5 873 820</b>	<b>6 322 589</b>	<b>6 661 725</b>	<b>8 759 909</b>
Finansielle eiendeler	505 058	272 865	139 080	214 497	2 248 152	928 342	642 719
= <b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>4 384 843</b>	<b>5 210 910</b>	<b>5 709 189</b>	<b>6 088 317</b>	<b>8 570 741</b>	<b>7 590 067</b>	<b>9 402 628</b>
Egenkapital	2 747 673	3 375 835	3 633 934	4 283 418	4 597 298	5 154 594	6 421 849
+ Minoritetsinteresser	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-	-
+ Finansiell gjeld	1 580 899	1 791 537	2 025 796	1 748 269	3 973 442	2 435 475	2 980 777
= <b>Sysselsatt kapital</b>	<b>4 384 842</b>	<b>5 210 913</b>	<b>5 709 188</b>	<b>6 088 319</b>	<b>8 570 740</b>	<b>7 590 069</b>	<b>9 402 626</b>

**Tabell 5-26: Omgruppert og justert sysselsatt kapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022(egenprodusert).**

<b>Justert netto driftskapital - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Netto driftsanleggsmidler	1 744 735	2 133 013	2 395 065	2 770 423	3 890 261	4 172 764	4 738 135
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 135 050	2 805 032	3 175 044	3 103 397	2 432 328	2 488 961	4 021 774
= <b>Netto driftseiendeler</b>	<b>3 879 785</b>	<b>4 938 045</b>	<b>5 570 109</b>	<b>5 873 820</b>	<b>6 322 589</b>	<b>6 661 725</b>	<b>8 759 909</b>
Egenkapital	2 747 673	3 375 835	3 633 934	4 283 418	4 597 298	5 154 594	6 421 849
+ Minoritetsinteresser	56 270	43 541	49 458	56 632	-	-	-
+ Netto finansiell gjeld	1 075 841	1 518 672	1 886 716	1 533 772	1 725 290	1 507 133	2 338 058
= <b>Netto driftskapital</b>	<b>3 879 784</b>	<b>4 938 048</b>	<b>5 570 108</b>	<b>5 873 822</b>	<b>6 322 588</b>	<b>6 661 727</b>	<b>8 759 907</b>

**Tabell 5-27: Omgruppert og justert netto driftskapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Kontantstrøm justert - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	1 063 741	811 254	999 998	928 229	325 074	447 751	1 522 067
+ Netto unormalt driftsresultat	-222 268	294 029	-231 579	182 187	-460 218	-351 819	89 802
- Endring i netto driftseiendeler	-	1 058 260	632 064	303 711	448 769	339 136	2 098 184
= <b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>841 473</b>	<b>47 023</b>	<b>136 355</b>	<b>806 705</b>	<b>-583 913</b>	<b>-243 204</b>	<b>-486 315</b>
+ Netto finansinntekt	9 274	13 913	15 972	5 391	-	-	-
+ Netto unormalt finansresultat	-51 659	19 515	-26 155	72 311	-307 378	703 006	139 437
- Endring i netto finansielle eiendeler	-	232 193	133 785	-75 417	-2 033 655	1 319 810	-285 623
= <b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>799 088</b>	<b>-151 742</b>	<b>-7 613</b>	<b>959 824</b>	<b>1 142 364</b>	<b>-860 008</b>	<b>-61 255</b>
- Netto finanskostnad	62 887	41 497	50 782	49 354	94 447	161 955	130 947
+ Endring i netto finansiell gjeld	-	-210 638	-234 259	277 527	-2 225 173	1 537 967	545 302
- Netto minoritetsresultat	36 299	30 362	24 615	25 398	26 234	-	-
+ Endring i minoritetsinteresse	-	12 729	-5 917	-7 174	56 632	-	-
= <b>Fri kontantstrøm til egenkapitalen</b>	<b>699 902</b>	<b>-421 510</b>	<b>-323 186</b>	<b>1 155 425</b>	<b>-1 146 858</b>	<b>516 004</b>	<b>353 100</b>

**Tabell 5-28:** Omgruppert og justert kontantstrøm for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

## 5.6 Omgruppert og justert regnskap for bransjen

Slik som for Grieg Seafood må også regnskapene til bransjeutvalget også omgrupperes og justeres. Valg av bransjeutvalg er nevnt i delkapittel 5.1.3. Omgruppering og justering av bransjen må gjennomføres for å kunne ha et konsist sammenligningsgrunnlag mellom Grieg Seafood og utvalget for videre analyse. Vi har metodisk fulgt de samme stegene for omgrupperingen som vi gjorde for vårt selskap. Siden Mowi AS sin presentasjonsvaluta er i EUR, har vi omgjort den med valutakurs fra Norges Bank på balansedato for 2022.

I det følgende presenteres omgruppert og justert resultatregnskap i tabell 5-29, omgruppert og justert sysselsatt kapital i tabell 5-30, omgruppert og justert netto driftskapital i tabell 5-31 og til slutt omgruppert og justert kontantstrøm i tabell 5-32.

<b>Resultatregnskap - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
- Driftsinntekter	69 719 045	75 456 097	80 366 921	83 777 089	82 715 882	91 302 028	105 946 185
- Varekostnad	37 340 384	37 738 795	40 201 087	42 568 223	44 212 808	48 767 822	48 674 453
- Lønn- og personalkostnader	7 373 568	8 446 203	9 255 108	10 335 548	11 046 142	11 610 535	12 845 928
- Andre driftskostnader	10 307 397	9 816 386	12 117 219	11 623 995	12 255 002	12 925 891	15 827 127
- Avskrivninger	2 434 903	2 683 942	2 994 458	4 951 433	6 032 851	6 378 408	6 843 074
= <b>Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>12 262 793</b>	<b>16 770 771</b>	<b>15 849 050</b>	<b>14 297 889</b>	<b>9 169 079</b>	<b>11 619 371</b>	<b>21 755 603</b>
- Driftsrelatert skatt	2 714 774	3 699 588	3 528 769	3 169 748	1 928 696	2 269 946	4 786 424
= <b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>9 548 019</b>	<b>13 071 183</b>	<b>12 320 280</b>	<b>11 128 142</b>	<b>7 240 383</b>	<b>9 349 425</b>	<b>16 969 179</b>
+ Netto resultat fra TS	1 215 692	878 022	987 558	795 342	382 643	1 241 440	775 620
= <b>Netto driftsresultat</b>	<b>10 763 711</b>	<b>13 949 205</b>	<b>13 307 838</b>	<b>11 923 484</b>	<b>7 623 027</b>	<b>10 590 865</b>	<b>17 744 799</b>
+ Netto finansinntekt	30 404	44 916	50 834	54 442	32 697	33 561	50 877
= <b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>10 794 115</b>	<b>13 994 121</b>	<b>13 358 672</b>	<b>11 977 926</b>	<b>7 655 724</b>	<b>10 624 425</b>	<b>17 795 676</b>
- Netto finanskostnad	606 374	615 603	523 912	927 459	934 305	941 062	1 097 289
- Netto minoritetsresultat	2 888 709	2 345 980	3 765 948	2 563 331	2 222 110	2 685 986	693 335
= <b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>7 299 033</b>	<b>11 032 537</b>	<b>9 068 812</b>	<b>8 487 137</b>	<b>4 499 309</b>	<b>6 997 377</b>	<b>16 005 051</b>
+ Netto unormalt driftsresultat	-488 327	4 100 484	-4 626 818	2 725 738	-1 352 524	-2 678 799	900 605
+ Netto unormalt finansresultat	-644 819	-1 356 286	-1 290 268	2 284 382	-1 550 582	2 262 374	332 284
= <b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>6 165 887</b>	<b>13 776 735</b>	<b>3 151 726</b>	<b>13 497 256</b>	<b>1 596 203</b>	<b>6 580 953</b>	<b>17 237 941</b>
- Netto utbetalt utbytte	4 057 111	3 208 733	3 744 406	9 155 829	4 473 677	6 028 261	8 167 136
= <b>Endring i egenkapital</b>	<b>2 108 776</b>	<b>10 568 003</b>	<b>-592 680</b>	<b>4 341 428</b>	<b>-2 877 474</b>	<b>552 691</b>	<b>9 070 805</b>

**Tabell 5-29: Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

<b>Justert sysselsatt kapital - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Netto driftsanleggsmidler	30 325 700	38 057 595	44 893 229	50 836 852	59 647 022	63 446 298	91 450 475
+ Driftsrelatert arbeidskapital	23 706 450	29 880 515	30 000 912	34 955 111	34 589 169	30 485 213	32 551 687
= <b>Netto driftseiendeler</b>	<b>54 032 150</b>	<b>67 938 110</b>	<b>74 894 141</b>	<b>85 791 963</b>	<b>94 236 192</b>	<b>93 951 511</b>	<b>124 002 162</b>
Finansielle eiendeler	4 069 936	4 836 538	4 630 026	4 930 842	7 267 677	6 460 144	20 650 512
= <b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>58 102 086</b>	<b>72 774 647</b>	<b>79 524 167</b>	<b>90 722 805</b>	<b>101 503 868</b>	<b>100 411 654</b>	<b>144 652 674</b>
Egenkapital	38 115 959	53 399 646	57 227 148	63 347 936	65 321 824	65 785 314	79 960 221
+ Minoritetsinteresser	1 115 392	1 056 008	1 181 042	1 751 592	2 073 188	3 056 659	8 003 107
+ Finansiell gjeld	18 872 533	18 318 013	21 066 973	25 623 276	34 107 806	31 565 685	56 689 344
= <b>Sysselsatt kapital</b>	<b>58 103 884</b>	<b>72 773 667</b>	<b>79 525 162</b>	<b>90 722 804</b>	<b>101 502 817</b>	<b>100 407 659</b>	<b>144 652 672</b>

**Tabell 5-30: Omgruppert og justert sysselsatt kapital for bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

<b>Justert netto driftskapital - Tall i 1000 NOK</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Netto driftsanleggsmidler	30 325 700	38 057 595	44 893 229	50 836 852	59 647 022	63 466 298	91 450 475
+ Driftsrelatert arbeidskapital	23 706 450	29 880 515	30 000 912	34 955 111	34 589 169	30 485 213	32 551 687
= <b>Netto driftseiendeler</b>	<b>54 032 150</b>	<b>67 938 110</b>	<b>74 894 141</b>	<b>85 791 963</b>	<b>94 236 192</b>	<b>93 951 511</b>	<b>124 002 162</b>
Egenkapital	38 115 959	53 399 646	57 277 148	63 347 936	65 321 824	65 785 314	79 960 221
+ Minoritetsinteresser	1 115 392	1 056 008	1 181 042	1 751 592	2 073 188	3 056 659	8 003 107
+ Netto finansiell gjeld	14 802 597	13 481 475	16 436 946	20 692 434	26 840 129	35 105 542	36 038 832
= <b>Netto driftskapital</b>	<b>54 033 948</b>	<b>67 397 130</b>	<b>74 895 136</b>	<b>85 791 962</b>	<b>94 245 141</b>	<b>93 947 515</b>	<b>124 002 160</b>

**Tabell 5-31: Omgruppert og justert netto driftskapital for bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**



Kontantstrøm justert - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	10 763 711	13 949 205	13 307 838	11 923 484	7 623 027	10 590 865	17 744 799
+ Netto unormalt driftsresultat	-488 327	4 100 484	-4 626 818	2 725 738	-1 352 524	-2 678 799	900 605
- Endring i netto driftseiendeler	-	13 905 960	6 956 031	10 897 822	8 444 229	-284 681	30 050 651
= <b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>10 275 384</b>	<b>4 143 729</b>	<b>1 724 989</b>	<b>3 751 400</b>	<b>-2 173 726</b>	<b>8 196 747</b>	<b>-11 405 247</b>
+ Netto finansinntekt	30 404	44 916	50 834	54 442	32 697	33 561	50 877
+ Netto unormalt finansresultat	-644 819	-1 356 286	-1 290 268	2 284 382	-1 550 582	2 262 374	332 284
- Endring i finansielle eiendeler	-	766 602	-206 512	300 816	2 336 835	-807 533	14 190 368
= <b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>9 660 969</b>	<b>2 065 757</b>	<b>692 067</b>	<b>5 789 408</b>	<b>-6 028 446</b>	<b>11 300 215</b>	<b>-25 212 454</b>
- Netto finanskostnad	606 374	615 603	523 912	927 459	934 305	941 062	1 097 289
+ Endring i netto finansiell gjeld	-	-1 321 122	2 955 471	4 255 488	6 147 695	-1 734 587	10 933 290
- Netto minoritetsresultat	2 888 709	2 345 980	3 765 948	2 563 331	2 222 110	2 685 986	693 335
+ Endring i minoritetsinteresse	-	-59 384	125 034	570 550	321 596	983 471	4 946 448
= <b>Fri kontantstrøm til egenkapitalen</b>	<b>6 165 886</b>	<b>-2 276 332</b>	<b>-517 288</b>	<b>7 124 656</b>	<b>-2 715 570</b>	<b>6 922 051</b>	<b>-11 123 340</b>

**Tabell 5-32:** Omgruppert og justert kontantstrøm for bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

## 5.7 Rammeverk for forholdstallene

Det relative forholdet mellom regnskapstallene utgjør forholdstall, og gir oss innsikt i både risiko og rentabilitet. Hva som er et godt forholdstall avhenger av målestokken det blir sammenlignet med (*Knivsflå, 2023h*). I rammeverket til Knivsflå nevnes det tre ulike målestokker å sammenligne forholdstallene med for å vurdere om de er gode eller dårlige, dette er tidsserieanalyse, bransjeanalyse og teoretisk analyse.

Tidsserieanalyse innebærer å analysere utviklingen av selskapets historiske forholdstall. Dette skal gjøres ved å tidsvekte årsresultatene fra analyseperioden, siden bransjen har vært gjennom endringer over analyseperioden. Endring og innovasjon medfører at seneste år vil være mer relevante for å predikere fremtiden, og legges derfor mer vekt på. For Grieg Seafood har vi på bakgrunn av dette valgt å vektlegge de seneste årene mer, presentert i tabell 5-33. Vi anser disse som mer relevante for en analyse.

For ustabile forholdstall kan det være vanskelig å oppdage en trend, og da kan det være lurt å bruke regresjonsanalyse. Det er videre en fordel å bruke normaliserte forholdstall, som er mer relevante for verdivurdering, men også for å minske uønskede ustabile forholdstall. Vi har i dette kapitlet normalisert regnskapene til Grieg Seafood og bransjen. En positiv indikasjon på forholdstallene, er om forholdstall for risiko faller over tid og forholdstall for rentabilitet stiger over tid (*Knivsflå, 2023h*). En tidsserieanalyse vil kunne si noe om hvilken retning virksomheten utvikler seg i.



Bransjeanalyse går ut på å sammenligne Grieg Seafood sine forholdstall med bransjegenomsnittet. Bransjesnittet bør være både verdivektet og tidsvektet, hvor alle årsregnskapene omregnes til lik valuta og bruker samme tidsvektelse som for selskapet vi skal verdsette (*Knivsflå, 2023h*). En slik analyse kan fortelle noe om hvordan selskapet presterer i forhold til næringen. Videre finnes det kun teori for forholdstall til rentabilitet, og det gjelder for avkastningskravet. Teoretisk målestokk blir dermed brukt i kapittel 7. I det følgende viser tabell 5-33 tidsvektingen.

År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tidsvekting	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %

**Tabell 5-33:** Tidsvekting av forholdstall for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Basert på de omgrupperte og justerte regnskapene for Grieg Seafood og bransjen skal det i de tre neste kapitlene utarbeides forholdstallanalyser. I kapittel 6 skal vi bruke forholdstall til å gjennomføre en risikoanalyse, med fokus på kortsiktig risiko gjennom en likviditetsanalyse og langsiktig risiko gjennom en soliditetsanalyse. Utfallet fra denne analysen vil resultere i en syntetisk rating av Grieg Seafood. I kapittel 7 skal det beregnes historiske avkastningskrav til de ulike kapitalene, som videre skal brukes til å gjennomføre en strategisk lønnsomhetsanalyse av selskapet i kapittel 8. Videre skal den strategiske regnskapsanalysen brukes til å fremskrive fremtidsregnskapet i kapittel 9, som legger basen for den fundamentale verdivurderingen i kapittel 11. I kapittel 9 og videre i utredningen vil hovedfokuset være påvirkningen fra grunnrenteskatten, som ikke inntreffer før regnskapsåret 2023, det første året i fremtidsregnskapet.

## 6. Analyse av risiko

I dette kapitlet skal vi gjennomføre en risikoanalyse av Grieg Seafood og bransjen, hvor fokuset hovedsakelig er å se på kredittrisikoen. Kredittrisiko er relevant for kreditorer, og kan defineres som faren for å tape som kreditor tar ved å låne bort penger. Dette er en systematisk risiko som ikke kan diversifiseres bort, og er dermed kun en nedside for långiver. Systematisk risiko, eller selskapsspesifikk risiko, er også relevant for investor. Det relative forholdet mellom regnskapstallene sammenlignet med bransjen, som for eksempel likviditetsgrad 1, vil vise et klart skille for selskaper som har en konkursfare og de som ikke har det. For en kreditor som er opptatt av selskapets konkurstrisiko og kredittrisikoen til lånet, vil slikt komme frem ved en risikoanalyse, og er dermed relevant for verdivurdering (*Knivsflå, 2023h*).

Risikoanalysen foregår i tre deler; analyse av likviditet, analyse av soliditet og en syntetisk rating. Analysene ser på hvordan selskapet er i stand til å dekke henholdsvis kortsiktig og langsiktig gjeld. Likviditetsanalysen er viktig på kort sikt, da den forteller om det foreligger fare for konkurs på grunn av manglende likvide midler. Soliditetsanalysen skal kartlegge hvorvidt selskapet tåler tap over en lengre periode (*Knivsflå, 2023h*). Den syntetiske ratingen oppsummerer funnene fra analysen med en karakter, hvor utfallene rangeres fra best, AAA, til dårlig, D. Ratingen skal brukes videre i utredningen når vi skal finne kravet til avkastning og gjeld.

### 6.1 Analyse av kortsiktig risiko / likviditetsanalyse

Målet med likviditetsanalysen er å kartlegge om selskapet er i stand til dekke kortsiktig gjeld, eller om de står i fare for å komme i en likviditetsskvis i nærmeste fremtid. Ved analysering benytter vi oss av forholdstallene likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, finansiell gjeldsdekning og rentedekningsgrad. Den beste målestokken for å sammenligne selskapets forholdstall med er bransjen, og en indikasjon på om forholdstallet er godt er dersom det ligger over bransjegjennomsnittet (*Knivsflå, 2023h*).

#### 6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld i balansen. Omløpsmidler er kortsiktige eiendeler som skal skiftes ut innen et år, og kortsiktig gjeld er

gjeld man forventer å ha stående i mindre enn et år. En annen måte å beskrive forholdstallet på er hvor mye likvide midler man har i forhold til gjeld som forfaller på kort sikt (*Knivsflå, 2023h*). Ifølge Knivsflå er det en tommelfingerregel som sier at likviditetsgrad 1 bør være minst 2. Videre er forholdstallet godt dersom det er bedre enn bransjesnittet. Formel 6-1 for likviditetsgrad 1 kan utledes slik (*Knivsflå, 2023h*):

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

**Formel 6-1:** Likviditetsgrad 1 (*Knivsflå, 2023h*).

I figur 6-1 nedenfor presenteres utviklingen av likviditetsgrad 1 over analyseperioden for Grieg Seafood og bransjen.



**Figur 6-1:** Utviklingen i likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Figur 6-1 illustrerer at Grieg Seafood har hatt en positiv utvikling i likviditet frem til 2022, og ligget godt over bransjesnittet siden 2020. Det at selskapet ligger over bransjen er et positivt tegn. Nedgangen i 2022 kan bestå av flere årsaker, men siden biologiske eiendeler utgjør den største andelen av omløpsmidlene for selskapene, vil noen år bli undervurdert og andre overvurdert. Dette skyldes at produksjonssyklusen går over to til tre år, og biomassen vil derfor ikke kunne omgjøres til kortsiktige midler. Sammenlignet med bransjen kan Grieg Seafood ha

en likviditetsfordel, men både Grieg Seafood og de komparative selskapene ligger godt over tommelfingerregelen. Den tidsvektede verdien for selskapet er 3,41 og henholdsvis 2,68 for bransjen, som følgelig også er positivt.

### 6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er tilnærmet lik likviditetsgrad 1, men måler forholdet mellom de mest likvide midlene, definert som finansielle omløpsmidler, og kortsiktig gjeld. Tradisjonelt trekkes varelageret ut fra formelen for likviditetsgrad 2, men Knivsflå (2023) har utarbeidet en formel som kun tar hensyn til de finansielle omløpsmidlene fra balansen som er delt mellom drift og finans. Det er også en tommelfingerregel for hvordan likviditetsgrad 2 bør være, som tilsier at en grad over 1 er bra (Damodaran, 2012). Knivsflå (2023) foreslår videre å bruke bransjegjennomsnittet som målestokk for vurdering av hvor bra forholdstallet er. Likviditetsgrad 2 kan uttrykkes følgende ved formel 6-2:

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

**Formel 6-2:** Likviditetsgrad 2 (Knivsflå, 2023h).

I figur 6-2 presenteres utviklingen i likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen over analyseperioden.

**Figur 6-2:** Utviklingen i likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Som vi kan se av grafen i figur 6-2 ligger Grieg Seafood under bransjesnitt i perioden mellom 2016 og 2019, men har en relativt høy likviditetsgrad 2 frem til 2022. Selskapet har på den andre siden hatt en betydelig økning i forholdstallet siden bunnen i 2018, som er positivt. Som for likviditetsgrad 1 overskygger også de biologiske eiendelene litt av hensikten med likviditetsgrad 2, da de ikke er likvide på kort sikt. Videre skyldes det store hoppet i 2020 balanseføringen av eiendeler holdt for salg fra virksomheten i Shetland. Sammenlignet med tommelfingerregelen gjør både Grieg Seafood og bransjen det dårlig. Dersom det kommer en periode med nedgang i lakseprisen kan dette være en ulempe for selskapene. Det tidsvektede snittet er henholdsvis 0,65 for Grieg Seafood og 0,39 for bransjen, som er et grønt flagg for selskapet.

### 6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad belyser forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Ved bruk av finansiell gjeldsdekningsgrad starter vi med å analysere gjeldsdekning i balansen på lang sikt. Det vi ønsker å finne ut av er om virksomheten har nok finansielle eiendeler til å dekke all finansiell gjeld, og et forholdstall større enn 1 tilsier dette. Faren for likviditetsskvis og videre konkurs øker dersom det er få av finansielle eiendeler, og da spesielt de mest likvide omløpsmidlene (*Knivsflå, 2023h*). Formel 6-3 (*Knivsflå, 2023h*) og figur 6-3 kan ses i det følgende:

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

**Formel 6-3:** *Finansiell gjeldsdekningsgrad (Knivsflå, 2023h).*

**Figur 6-3:** *Utviklingen i finansiell gjeldsdekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).*

Resultatene for finansiell gjeldsdekningsgrad fremgår av figur 6-3. Vi ser at Grieg Seafood svinger motsatt i forhold til bransjen, og med større avstand mellom forholdstallene. Utviklingen i den finansielle gjeldsdekningsgraden samsvarer med likviditetsgrad 2. Den høye gjeldsdekningsgraden i 2020 skyldes også salget av Shetland-virksomheten, som øker de finansielle eiendelene. I 2022 går derfor utviklingen nedover som følge av redusert beholdning av finansielle eiendeler. I forhold til tommelfingerregelen har både Grieg Seafood og bransjen en ulempe, men det at bransjen er svært kapitalintensiv og dermed har naturlig høy gjeld, kan forklare de generelt lave forholdstallene. Grieg Seafood sitt tidsvektede snitt ligger 0,5 over bransjen, og er følgelig en fordel.

#### **6.1.4 Rentedekningsgrad**

Rentedekningsgrad, presentert i figur 6-4, går ut på å analysere gjeldsdekning gjennom resultatet, og uttrykker selskapet sin evne til å dekke rentekostnader med resultatet. Formelen består av å dividere nettoresultatet fra sysselsatt kapital med selskapets netto finanskostnad. En tommelfingerregel sier at en rentedekningsgrad bør være over 1 (Damodaran, 2012). Ved

---

rentedekningsgrad under 1, kan selskapet komme i en likviditetsskvis hvor de vil ha vanskelig med å betjene sine rentekostnader. En ulempe ved forholdstallet er at det ikke hensyntar avdrag på lån, som er mindre ønskelig for en kapitalintensiv bransje som oppdrettsbransjen. Rentedekningsgraden kan beregnes på følgende måte i formel 6-4:

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

**Formel 6-4:** Rentedekningsgrad (Knivsflå, 2023h).

**Figur 6-4:** Utviklingen i rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Grieg Seafood sin rentedekningsgrad i figur 6-4 følger samme trend som bransjen over perioden, men har de siste årene ligget godt under bransjesnittet. Dette kan sies å være et rødt flagg for selskapet, hvor det foreligger større likviditetsrisiko i forhold til bransjen. Utviklingen er heldigvis positiv, som kan forklares av gode år hvor det har vært høye laksepriser. 2020 og 2021 var som tidligere nevnt i kapittel 2 dårlige år for Grieg Seafood med både biologiske utfordringer og koronapandemien. Det kan derimot være vanskelig å si noe om videre utvikling, da rentedekningsgraden avhenger av både rentenivået og lakseprisen. Det tidsvektede snittet for Grieg Seafood er på 10,02 i forhold til bransjen som har 14,38, som er positivt selv om de ligger noe under.

## 6.2 Analyse av langsiktig risiko / soliditetsanalyse

Målet med soliditetsanalysen er å avdekke om selskapet har god soliditet og dermed tåler en lengre periode med tap. Negative resultater fra driften tærer på egenkapitalen, og en grunnrenteskatt vil tære på egenkapitalen. Etter at grunnrenteskatten er innført vil det ta lengre tid å bygge opp igjen egenkapitalen til et høyere nivå sammenlignet med før. Fokuset i denne delen er følgelig på hvor rustet konsernets egenkapital er for fremtidige tap (*Knivsflå, 2023h*). Vi skal benytte oss av egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet og utarbeidelse av en finansieringsmatrise for å se på selskapets kapitalstruktur og analysere utviklingen av den langsiktige risikoen.

### 6.2.1 Egenkapitalprosent

Forholdstallet egenkapitalprosent belyser hvor mye egenkapital og minoritetsinteresser utgjør av totalkapitalen, og skal fortelle hvor solid en virksomhet er. En høyere% tilsier mer egenkapital i forhold til totalkapitalen, og er følgelig bra. Den angir hvordan selskapet er finansiert og hvor mye tap det kan tåle (*Knivsflå, 2023h*). Hva som er en god egenkapital% vil avhenge av selskap og bransje, men er egenkapitalprosenten til selskapet lavere enn bransjegjennomsnitt er det en negativ indikasjon. Formel 6-5 for egenkapitalprosenten er som følger:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital (majoritet)} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$

**Formel 6-5:** Egenkapitalprosent (*Knivsflå, 2023h*).

Utviklingen av egenkapitalprosenten for Grieg Seafood og bransjen vises i figur 6-5.



**Figur 6-5:** *Utviklingen i egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).*

Resultatene i figur 6-5 viser at Grieg Seafood sin egenkapitalgrad har ligget jevnt under bransjen frem til 2021. Det tidsvektede snittet viser også at selskapet ligger under bransjen med henholdsvis 48% mot 50%. Dette kan antyde at Grieg Seafood sin soliditet er dårligere enn bransjen, men de har gjennom perioden hatt en egenkapitalprosent på over 40%, som er positivt. Ifølge årsrapporten til selskapet skal de ha et minimum egenkapitalprosent på 30% i forhold til lånevilkår, som de klarer å overholde. Bunnpunktet for egenkapitalprosenten var i 2020 som skyldes nytt låneopptak av langsiktig rentebærende gjeld og et dårligere resultat enn tidligere år som følge av koronapandemien. Grieg Seafood har derimot økt sin egenkapitalprosent betydelig siden 2020, og ligger nå over bransjen. Samlet sett taler det for at både Grieg Seafood og bransjen har en god soliditet.

### **6.2.2 Netto driftsrentabilitet**

Netto driftsrentabilitet, illustrert i figur 6-6, måler den underliggende lønnsomheten i selskapet, da det er normalisert drift på lang sikt som skaper verdi. Siden tap tærer på egenkapitalen, vil det gå selskapet negativt dersom det oppstår dårlig rentabilitet over tid. Dette gjør at en analyse av faren for en lav egenkapital-rentabilitet er en viktig del av soliditetsanalysen (*Knivsflå, 2023h*). Det finnes ingen god teoretisk målestokk for sammenligning av forholdstallet, så da vil også bransjegjennomsnittet brukes som sammenligningsgrunnlag. Netto driftsrentabilitet, presentert ved formel 6-6, beregnes ved å ta

netto driftsresultat dividert på gjennomsnittlig netto driftseiendeler, og viser med det avkastningen på netto driftseiendeler (Knivsflå, 2023h):

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

**Formel 6-6:** Netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2023h).

**Figur 6-6:** Utviklingen i netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Grieg Seafood sin netto driftsrentabilitet i figur 6-6 har variert mellom 5% og 32%, og bransjen har hatt en lignende variasjon. Selskapet ligger under bransjen halve perioden, og det tidsvektede snittet viser også at Grieg Seafood har marginalt lavere lønnsomhet enn bransjen med 0,41%. Driftsrentabiliteten avhenger av lakseprisen og dens volatile trend, og indikerer at selskapene har hatt en lønnsom drift siden alle år er positive. Videre skyldes bunnpunktet i 2020 for både Grieg Seafood og bransjen koronapandemien med lavere laksepriser og høyere pris på innsatsfaktorer. Samlet sett, basert på netto driftsrentabilitet, er soliditetsrisikoen til Grieg Seafood lav.

### 6.2.3 Kapitalstruktur

En finansieringsmatrise er en oppstilling som viser hvordan eiendelene er finansiert med kapital på et visst tidspunkt. Eiendelene er rangert vertikalt fra minst likvid til mest likvid, og kapitalen er rangert horisontalt fra mest langsiktig til hvor kortsiktig den er. En optimal kurve i matrisen er at det skal gå tidlig nedover til høyre, som da vil tilsi at flertallet av eiendelene er langsiktig finansiert, og dermed solid finansiert. Dersom eiendelene kun er finansiert med EK, er det lite risiko i selskapet (*Knivsflå, 2023h*). Eiendelene deles inn etter driftsrelaterte- og finansielle anleggsmidler og omløpsmidler. Kapitalen deles inn etter egenkapital, minoritetsinteresser og langsiktig- og kortsiktig driftsrelatert og finansiell gjeld. Matrisen fremstilles basert på Grieg Seafood og bransjen sine årsrapporter for 2022. De respektive matrisene for henholdsvis Grieg Seafood og bransjen vises i tabell 6-1 og tabell 6-2.

#### Grieg Seafood

Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	6 439 642						6 439 642
FAM	0						0
DOM	46 066	0	1 701 507	2 838 809	1 206 623		5 793 005
FOM					500 749	141 968	642 717
Total kapital	6 485 708	0	1 701 507	2 838 809	1 707 372	141 968	12 875 364

Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	100 %						50 %
FAM	100 %						0 %
DOM	1 %	0 %	29 %	49 %	21 %		45 %
FOM					78 %	22 %	5 %
Total kapital	50 %	0 %	13 %	22 %	13 %	1 %	100 %

**Tabell 6-1:** Finansieringsmatrise for Grieg Seafood for regnskapsåret 2022 (egenproduisert).

Som vi kan se av tabell 6-1 finansierer Grieg Seafood alle anleggsmidlene med egenkapitalen, og store deler av de andre eiendelene finansieres med langsiktig kapital. De har ingen minoritetsinteresser. De resterende 5% av totale eiendeler, som omfatter de finansielle omløpsmidlene, finansieres med kortsiktig gjeld. Her er det negativt at hele 22% er finansiert med kortsiktig finansiell gjeld, som er den dyreste typen. At den grå kurven tidlig går mot bunnen er positivt, og at store deler dekkes av langsiktig gjeld, taler for at Grieg Seafood sin kapitalstruktur er sunn og lite risikabel.

**Bransjen**

Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	82 427 541	8 003 107	11 984 174				102 414 822
FAM			642 406				642 406
DOM			3 534 568	44 268 884	20 751 784		68 555 236
FOM					7 587 646	12 420 460	20 008 106
Total kapital	82 427 541	8 003 107	16 161 148	44 268 884	28 339 430	12 420 460	191 620 570

Finansieringsmatrise	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	80 %	8 %	12 %				53 %
FAM			100 %				0 %
DOM			5 %	65 %	30 %		36 %
FOM					38 %	62 %	10 %
Total kapital	43 %	4 %	8 %	23 %	15 %	6 %	100%

**Tabell 6-2:** Finansieringsmatrise for bransjen for regnskapsåret 2022 (egenprodusert).

Sammenlignet med Grieg Seafood har bransjen i tabell 6-2 en noe annerledes kapitalstruktur. For bransjen finansieres de driftsrelaterte anleggsmidlene med både egenkapital, minoritetsinteresser og deler av langsiktig driftsrelatert gjeld, og 100% av de finansielle anleggsmidlene finansieres med denne typen gjeld. Grieg Seafood har til motsetning en langt mindre risikabel finansiering av sine anleggsmidler. Videre er de driftsrelaterte og finansielle omløpsmidlene finansiert med både langsiktig og kortsiktig gjeld. Bransjen må bruke betydelige deler av kortsiktig finansiell gjeld til å dekke de finansielle omløpsmidlene, hele 62%, mens Grieg Seafood kun bruker 22% av den dyreste gjelden for å dekke de samme eiendelene.

Samlet sett fremstår både finansieringsmatrisen for Grieg Seafood og bransjen som sunn og godt finansiert, men Grieg Seafood gjør det betydelig bedre. Selskapet har en vesentlig større evne enn de komparative selskapene til å bære tap da store deler av eiendelene er finansiert med egenkapital. Basert på den historiske utviklingen foreligger det ingen bekymring for selskapets soliditet, men ved innføring av den nye grunnrenteskatten fra 2023 vil finansieringsmatrisen og soliditeten trolig se annerledes ut for både Grieg Seafood og resten av bransjen.

## 6.3 Oppsummering - syntetisk rating

Avslutningsvis skal likviditetsanalysen og soliditetsanalysen oppsummeres i en syntetisk rating. Ratingen har navnet syntetisk da den er hjemmelaget, til forskjell fra organisert rating av et selskap som har kredittvurdering som hovedvirke. Den syntetiske ratingen handler om å prøve å estimere en karakter på virksomhetens risikoanalyse basert på de fire forholdstallene likviditetsgrad (LG1), rentedekningsgrad (RDG), egenkapitalprosent (EK-prosent) og netto driftsrentabilitet (ndr) (Knivsflå, 2023h).

Ifølge Knivsflå (2023h) bygger hans rammeverk på Standard & Poor's Global ratings, hvor karakter AAA er det beste og D er det dårligste utfallet. En bedre karakter angir en lavere konkurssansynlighet, og motsatt. En ulempe med dette rammeverket er at det er veldig generelt, og tar ikke høyde for forhold som er spesifikke for de ulike bransjene, som i vårt tilfelle der vi jobber med oppdrettsbransjen. Muligheten for at viktige forholdstall blir utelatt fra vurderingen øker når man bruker et generelt rammeverk. Derfor må man gjøre skjønnsmessige vurderinger på om ratingen man får ved bruk av rammeverket stemmer overens med den virkelige situasjonen.

Tabell 6-3 viser de ulike ratingklassene basert på verdier av forholdstallene.

Rating	LG1	RDG	EK-%	ndr	Konkurssansynlighet
AAA	11,4	16,9	0,934	0,33	0
	8,7	11,6	0,886	0,288	
AA	6	6,3	0,837	0,246	0,0002
	4,4	4,825	0,738	0,196	
A	2,8	3,35	0,638	0,146	0,0008
	2,15	2,755	0,527	0,111	
BBB	1,5	2,16	0,417	0,076	0,0026
	1,25	1,69	0,358	0,062	
BB	1	1,22	0,3	0,048	0,0097
	0,85	1,06	0,252	0,034	
B	0,7	0,9	0,204	0,02	0,0493
	0,55	0,485	0,162	0,006	
CCC	0,4	0,07	0,12	-0,008	0,1261
	0,35	-0,345	0,096	-0,022	
CC	0,3	-0,76	0,073	-0,036	0,2796
	0,25	-1,17	0,028	-0,05	
C	0,2	-1,58	-0,018	-0,064	0,5099
	0,15	-1,995	-0,09	-0,078	
D	0,1	-2,41	-0,161	-0,092	0,8554

**Tabell 6-3:** Oversikt over verdier til syntetisk rating (Fritt etter Knivsflå, 2023h)

Basert på tabell 6-3 har vi utarbeidet en syntetisk rating for Grieg Seafood og bransjen presentert i henholdsvis tabell 6-4 og 6-5 i det følgende. Kolonnen “Tidsvektet” viser et tidsvektet gjennomsnitt av alle forholdstallene i analyseperioden, med samlet bokstavkarakter nederst. Gjennomsnittsratingen nederst i tabellen gir en gjennomsnittlig bokstavkarakter basert på ratingen det aktuelle året. Karakterene uttrykkes i form av et tall, hvor minus betyr at ratingen går ned med 0,5 og pluss betyr at ratingen går opp med 0,5. Deretter summeres de sammen og vi beregner snittet av summen. Dersom tallet overstiger 0,5 runder vi opp en karakter, og i tilfeller der verdien er rett under 0,5 runder vi ned til nærmeste hele karakter. Eksempelvis blir  $4,625 = AA$ , og tilsvarende  $4,25 = A$ .

Syntetisk rating - Grieg Seafood	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	2,50	2,45	2,58	2,72	3,40	4,36	3,46	3,41
Rating	A(-)	A(-)	A(-)	A(-)	A	A	A	A
Rentedekninggrad	17,06	19,89	20,01	18,92	3,44	2,76	11,62	10,02
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	A	A(-)	AAA(-)	AA(+)
Egenkapitalprosent	47 %	47 %	48 %	46 %	41 %	52 %	50 %	48 %
Rating	BBB(+)	BBB(+)	BBB(+)	BBB(+)	BBB	BBB(+)	BBB(+)	BBB(+)
Netto driftsrentabilitet	30 %	17 %	17 %	18 %	5 %	6 %	17 %	13 %
Rating	AA(+)	A	A	A	BB	BB(+)	A	A(-)
Gjennomsnittsrating	AA	A	A	A	A	A	A	A

**Tabell 6-4:** Oversikt over forholdstall og forslag til syntetisk rating for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Syntetisk rating - Bransjen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	2,5	2,82	2,87	3,06	2,92	2,77	2,19	2,68
Rating	A(-)	A	A	A	A	A(-)	A(-)	A(-)
Rentedekninggrad	17,8	22,73	25,50	12,91	8,19	11,29	16,22	14,38
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA(-)	AA	AA	AAA(-)	AAA(-)
Egenkapitalprosent	45 %	56 %	56 %	54 %	51 %	51 %	43 %	50 %
Rating	BBB(+)	A(-)	A(-)	A(-)	BBB(+)	BBB(+)	BBB(+)	BBB(+)
Netto driftsrentabilitet	19 %	22 %	18 %	14 %	8 %	12 %	25 %	16 %
Rating	A(+)	AA(-)	A(+)	BBB(+)	BBB	BBB(+)	AA	A(+)
Gjennomsnittsrating	A	AA	AA	A	A	A	A	A

**Tabell 6-5:** Oversikt over forholdstall og forslag til syntetisk rating for bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Resultatene fra tidsvektelsen av den syntetiske ratingen viser at både Grieg Seafood og bransjen får gjennomsnittlig karakter A. De gjør det begge godt for alle årene, og har ganske like resultater. Grieg Seafood ligger på snittet marginalt lavere enn bransjen på områder som rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Denne ratingen indikerer at verken bransjen eller Grieg Seafood har noe særlig likviditetsfordel overfor den andre. Næringen er kapitalintensiv og har en følgelig mye gjeld, men resultatene viser at Grieg

Seafood og bransjen har en frisk soliditet og er godt finansiert. Dersom det kommer en nedgangsperiode, skal selskapene tåle dette.

Dette stemmer overens med våre betraktninger fra kapittel 4. I kapittel 4 konkluderte vi med en SWOT-analyse på den strategiske analysen, hvor resultatet er at Grieg Seafood ikke har noen ressursfordeler i forhold til bransjen. Aktørene i oppdrettsbransjen har flere av de samme mulighetene og truslene, og det er vanskelig å skille seg ut og skape ekstraordinær verdi. Selv om Grieg Seafood eksempelvis har oppnådd gode resultater og økt verdi gjennom sitt precision farming-program, gir det ikke et varig konkurransefortrinn fordi det er en ressurssterk bransje, som aktivt deltar i utviklingen i bransjen og implementerer tilsvarende tiltak. Dette reduserer konkurransedyktigheten til Grieg Seafood sin strategi og gjør det utfordrende å opprettholde en konkurransefordel på sikt. Som videre antyder at Grieg Seafood ikke burde ha noe høyere rating enn bransjen, men heller ikke noe særlig lavere fordi de er blant de største aktørene. I fremtiden antar vi at forholdstallene og den samlede ratingen vil gå ned for Grieg Seafood og bransjen som følge av grunnrenteskatten.

Videre i oppgaven skal vi bruke disse ratingene til å vurdere kredittrisikoen for Grieg Seafood og bransjen, men det foreligger noe usikkerhet knyttet til den syntetiske ratingen. Ratingen kan være overvurdert eller undervurdert. Dersom ratingen er feilvurdert så vil det vurderes i den strategiske lønnsomhetsanalysen i kapittel 8, med hjelp av de historiske avkastningskravene vi skal utarbeide i kapittel 7.

## 7. Historisk avkastningskrav

Vi skal nå beregne historiske avkastningskrav for Grieg Seafood ved å basere oss på de omgrupperte og justerte regnskapstallene fra kapittel 5 og den syntetiske ratingen i kapittel 6. Kravene skal videre brukes i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 og når vi beregner fremtidsregnskapet for Grieg Seafood i kapittel 9. Avkastningskravet reflekterer den avkastning som investor krever for å investere kapitalen sin i et prosjekt eller virksomhet og kan ses på som en minimumsrente for å påta seg investeringens risiko.

### 7.1 Generelt om avkastningskrav

Avkastningskravet reflekterer risikoen knyttet til kontantstrømmene og består av to elementer, kompensasjon for tidspreferanse og risikopreferanse. Kompensasjon for tidspreferanse er assosiert med en generell oppfatning om at investor verdsetter konsum i dag høyere enn konsum i fremtiden, og derfor krever en risikofri rente. Risikopreferanse refererer til investorenes usikkerhet tilknyttet investeringer som innebærer risiko og kommer til uttrykk ved at investor krever en ekstra risikopremie for å påta seg den ekstra risikoen som er involvert i avkastningskravet (*Knivsfå, 2023i*). Risiko kan med andre ord forstås som sannsynligheten for å oppnå en avkastning som avviker fra forventet avkastning.

Risikoen tilknyttet et avkastningskrav måles ofte ved varians eller standardavvik for egenkapitalrisiko. Dette gir et mål på historisk variasjon i avkastningen til en investering for å estimere sannsynligheten for fremtidig variasjon i avkastningen (*Damodaran, 2012*). Varians og standardavviket forteller oss noe om hvor mye det svinger fra gjennomsnittet, desto større svingningene er, jo større er rommet for variasjon i avkastningen og det er derfor en økt risiko. Vi kan i hovedsak gruppere risiko tilknyttet investeringer inn i selskapsspesifikk og markedsspesifikk risiko, der selskapsspesifikk er det som kun gjelder for det selskapet, mens markedsrisiko gjelder for hele bransjen og markedet (*Damodaran, 2012*).

#### 7.1.1 Avkastning til totalkapitalen – WACC

Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) er en viktig faktor i fundamental verdsettelse og representerer den gjennomsnittlige kapitalkostnaden for en virksomhet (*Kaldestad & Møller, 2016*). Når en beregner avkastningskravet til totalkapitalen refereres det vanligvis til investert



kapital, fordi driftsfremmede poster som ikke er direkte relatert til virksomhetens primære drift og pengeposter ofte blir vurdert separat (*Kaldestad & Møller, 2016*). Kravet representerer den forventede avkastningen som en virksomhet må generere på sin samlede kapital for å tilfredsstille både investor- og kreditor og tar hensyn til risikoen som er tilknyttet de ulike finansieringskildene. I den forbindelse er det viktig for selskapet å ha tilstrekkelig med frie kontantstrømmer for å kunne møte forpliktelsene som følger med finansieringskildene (*Kaldestad & Møller, 2016*). Kort oppsummert spiller avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) en viktig rolle i fundamental verdsettelse ved at den gir et overordnet bilde av selskapets gjennomsnittlige kapitalkostnad og gir investorer og kreditor verdifull innsikt når de skal evaluere selskapets risiko og evne til å generere avkastning.

Avkastningen til totalkapitalen kan beregnes ved bruk av formel 7-1.

$$WACC = R_e \frac{E}{E + G} + R_G(1 - t) \frac{G}{E + G}$$

*Der:*

*E = Markedsverdi av egenkapital*

*G = Markedsverdi av gjeld*

*R<sub>e</sub> = Selskapets egenkapitalkostnad*

*R<sub>d</sub> = Selskapets gjeldskostnad*

*t = Nominell selskapsskatt*

**Formel 7-1:** Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) (*Kaldestad & Møller, 2016*).

I henhold til Kaldestad & Møller (2016) kan selskapskravet beregnes på to måter, enten ved netto driftskapital eller ved sysselsatt kapital. Vi skal i den fundamentale analysen i kapittel 11 benytte begge kravene når vi skal verdivurdere Grieg Seafood. Vi skal derfor beregne disse mot slutten av kapitlet etter vi har tatt nødvendige forutsetninger og beregninger.

## 7.2 Egenkapitalkrav

For å kunne gjennomføre en pålitelig verdsettelse av egenkapitalen til Grieg Seafood er det avgjørende å ha en grundig forståelse av selskapets kapitalstruktur, kapitalkostnader og kravene knyttet til minoritetsinteresser. Disse faktorene har en vesentlig innvirkning på selskapets verdi og det er derfor nødvendig å estimere kravene nøyaktig for å opprettholde en høy grad av pålitelighet i verdsettelsesprosessen. Vi skal i denne delen av kapittelet estimere Grieg Seafood sine avkastningskrav som videre skal brukes for å estimere deres lønnsomhet i forhold til bransjen og i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

### 7.2.1 Avkastningen til egenkapitalen – Kapitalverdimodellen

Egenkapitalkostnaden, også kjent som avkastningen til egenkapitalen, forklarer forholdet mellom systematisk risiko og forventet avkastning. En av de mest brukte metodene for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen er kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model (CAPM)). Denne modellen bygger på antagelsen om at kapitalmarkedene er effektive, slik at investorene kun krever betaling for systematisk risiko. Usystematisk risiko kan investorene diversifisere bort fordi denne er selskapsspesifikk, og modellen gir derfor ikke kompensasjon for denne type risiko (*Knivsflå, 2023i*). Systematisk risiko er knyttet til faktorer som påvirker alle selskaper, som for eksempel rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon (*Kaldestad & Møller, 2016*). Kapitalverdimodellen beregner avkastningskravet til egenkapitalen ved å ta hensyn til selskapets risikojusterte avkastning og den risikofrie renten. En høy risikofri rente eller en høy systematisk risiko øker egenkapitalkostnad og dermed avkastningskravet til egenkapitalen.

I henhold til kapitalverdimodellen beregnes egenkapitalkostnaden ved bruk av formel 7-2.

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

Der:

$R_f$  = Risikofri rente

$R_m$  = Avkastning på markedsportefølje

$R_M - R_f$  = Markedets risikopremie

$\beta$  = Selskapets egenkapitalbeta (systematisk risiko)

**Formel 7-2:** Avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM) (*Kaldestad & Møller, 2016*).

---

## 7.2.2 Risikofri rente

Vi skal nå vurdere hvilken risikofrie rente vi skal legge til grunn for analyseperioden 2016-2022 i forbindelse med verdsettelsen av Grieg Seafood. Enhver investering som ikke er å egne som risiko må være i stand til å kunne gi en avkastning som overstiger den risikofrie renten, fordi investorene forventer en avkastning som kompenserer for den risikoen de påtar seg (*Kaldestad & Møller, 2016*).

Selv om den risikofrie renten ofte brukes som en referanse for avkastningskravet, er det viktig å merke seg at ingen investeringer utelukker all risiko. Derfor er den risikofrie renten egentlig en hypotetisk avkastning som brukes om investeringer der sannsynligheten for konkurs eller mislighold er tilnærmet lik null (*Knivsflå, 2023i*). Det nærmeste en kommer en risikofri investering er å se på statsobligasjoner fra stabile land med god kredittverdighet (*Kaldestad & Møller, 2016*). Dersom disse obligasjonene kan kjøpes og selges uten at prisen blir påvirket betydelig, indikerer dette at markedet for statsobligasjoner er likvid og at det eksisterer en risikofri referanse (*Jacobsen, 2023*).

Alternativt kan man bruke en NIBOR-rente, som er en internbankrente med kortsiktig løpetid på typisk tre måneder. Bankene i Norge er i gjennomsnitt kredittvurdert til en syntetisk rating tilsvarende AA, som tilsvarer en kreditttrisikopremie på 0,005 som tillegges dersom man benytter NIBOR-renten. Norges Stat har fått den høyeste kredittvurderingen som er AAA av flere kredittbyråer, og det er dermed ikke nødvendig å ta hensyn til en kreditttrisikopremie dersom 10-årig statsobligasjoner legges til grunn (*Fitch Ratings, 2023*).

Hvert år utfører PwC en undersøkelse der de undersøker risikopremien i det norske markedet sammen med Foreningen for finansfag Norge. Undersøkelsen er basert på svar fra 140 av forenings 1.000 medlemmer (*PwC, 2023*). Basert på denne undersøkelsen angir halvparten at en 10-årig statsobligasjon bør benyttes som risikofri rente i forbindelse med beregning av avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper (*PwC, 2023*). For å beregne et så presist avkastningskrav som mulig, er det viktig å være konsistent ved utregninger og basere seg på det samme tallgrunnlaget.

Etter vår vurdering har Grieg Seafood lang levetid med forventninger om positive kontantstrømmer fremover, selv etter å ha fratrukket grunnrenteskatten. Kontantstrømmene til

selskapet vil imidlertid oppleve en nedgang i trenden dette året ved at grunnrenten blir innført, men vi forventer at selskapet vil fortsette å generere positive og stabile kontantstrømmer i årene fremover selv etter innføring av ny skatt. Siden Grieg Seafood sitt hovedkontor og mesteparten av produksjon og tilhørende salgssinntekter kommer fra avdelingene i Norge, anser vi en 10-årig statsobligasjon som det mest nærliggende å ta utgangspunkt i, siden dette er en lang rente, med lav varians og som over tid gir et stabilt avkastningskrav.

Historisk risikofri rente er oppsummert i tabell 7-1:

Risikofri rente, 10-årig	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Statsobligasjon, gjennomsnitt	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,82 %	1,39 %	2,83 %
Skattesats	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Skatt	0,35 %	0,39 %	0,43 %	0,33 %	0,18 %	0,31 %	0,62 %
<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,98 %</b>	<b>1,25 %</b>	<b>1,45 %</b>	<b>1,16 %</b>	<b>0,64 %</b>	<b>1,08 %</b>	<b>2,21 %</b>

**Tabell 7-1:** Risikofri rente i analyseperioden 2016-2023 (data hentet fra Norges Bank (2023)).

### 7.2.3 Egenkapitalbeta

Kapitalverdimodellen bygger på forutsetningen om at en investor er rasjonelle og risikovillige, der det kreves en høyere avkastning for å investere i mer risikofylte eiendeler. Betaverdien er en nøkkelkomponent som representerer følsomheten til eiendelens avkastning for endringer i den samlede markedsavkastningen. I snitt er beta lik 1, som tilsier at en aksje svinger i takt med markedet (Kaldestad & Møller, 2016). En betakoeffisient over 1 angir at en aksje svinger mer enn markedet, og tilsvarende indikerer en verdi under 1 at aksjen svinger mindre enn markedet.

I vår beregning av egenkapitalbetaen til Grieg Seafood har vi samlet inn månedlig avkastningsdata for Grieg Seafood og Oslo Børs i perioden 2016-2022, som deretter ble brukt for å utføre en regresjonsanalyse. Utfordringen ved bruk av Oslo Børs som markedsindeks, er dens dominans av oljetunge selskaper som kan antas å ha en høyere grad av risikoeksponering sammenlignet med andre sektorer. Dette resulterer i at selskaper som ikke er involvert i oljeutvinning kan ha en betaverdi lavere enn 1 når det måles mot Oslo Børs (Kaldestad & Møller, 2016).

Oppdrettsbransjen påvirkes av konjunktursvingninger og vi anser det dermed som rimelig at

Grieg Seafood sin egenkapitalbeta vil ligge rundt 1. Ved å benytte Excel sitt regresjonsverktøy kom vi frem til følgende resultater i beregningen av Grieg Seafood sin egenkapitalbeta som vist i tabell 7-2.

<i>Regresjonsstatistikk</i>						
Multipel R	0.3734					
R-kvadrat	0.1394					
Justert R-kvadrat	0.1288					
Standardfeil	0.1092					
Observasjoner	83					
<i>Variansanalyse</i>						
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>	
Regresjon	1	0.1566	0.1566	13.1243	0.0005	
Residualer	81	0.9664	0.0119			
Totalt	82	1.1229				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	0.0088	0.0123	0.7118	0.4786	-0.0157	0.0333
OSEBX	1.0325	0.2850	3.6227	0.0005	0.4654	1.5996

**Tabell 7-2:** Resultat av regresjonsanalyse Grieg Seafood mot OSEBX 2016-2023 (Oslo Børs, 2023a).

Fra regresjonsanalysen har vi beregnet en egenkapitalbeta på 1,0325 for Grieg Seafood. Det vil si at avkastningen på Grieg Seafood sine aksjer svinger mer enn markedet for øvrig. Vi ser også at forklaringskraften til modellen er på 12,88% som betyr at det kun er 12,88% av variasjonen i avkastningen til Grieg Seafood som forklares av variasjonen i utviklingen på Oslo Børs, mens de resterende 87,12% er selskapsspesifikke faktorer. Vi har kontrollert beregningen ved bruk av formel 7-3 og kommer frem til samme svar som i regresjonsanalysen:

$$\beta_{EK} = \frac{Kov(r, r_m)}{Var(r_m)}$$

$r$  = aksjeavkastning Grieg Seafood

$r_m$  = aksjeavkastning markedsportefølje

**Formel 7-3:** Beregning av egenkapitalbeta (Kaldestad & Møller, 2016).

Videre beregnet vi løpende betaverdi de siste 12 månedene for å undersøke utviklingen i betaverdien til selskapet. Der ser vi at selskapets betaverdi var under 1 frem til august i fjor, men fra og med september har betaverdien vært over 1 i våre beregninger. Denne utviklingen samsvarer med nedgangen i aksjekursen som skjedde etter regjeringens kunngjøring om innføring av grunnrenteskatt i september i fjor. Det er imidlertid viktig å understreke at andre faktorer som selskapsesifikke forhold og samfunnets økonomiske situasjon også kan ha påvirkningskraft.

Over tid vil betaverdien til en aksje generelt konvergere mot markedsindeksens beta-verdi på 1, gitt at aksjens svingninger over tid normalt korreleres med svingningene i markedsindeksen. Å justere en betaverdi over tid er enklere enn å arbeide med flere betaverdier, og følgelig vil betaverdien justeres mot 1 (Damodaran, 2012). Vi vekter henholdsvis  $\frac{2}{3}$  og  $\frac{1}{3}$  og beregningen av justert beta blir som følger vist i formel 7-4:

$$\text{Justert } \beta_{EK} = 1,0325 * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3} = 1,0217$$

**Formel 7-4:** Betaverdi justert mot 1 (Damodaran, 2012)

Etter å ha justert egenkapitalbeta ender vi opp med en verdi på 1,0217 som kommer til å benyttes videre i beregningen av egenkapitalkravene. Videre har vi gjort det samme for alle selskapene i bransjeutvalget. Egenkapitalbeta for bransjeutvalget er vist i tabell 7-3.

	Mowi	Lerøy	SalMar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt
Beta	1,0852	1,0948	0,8799	1,0325	1,0231
Justert Beta	1,0568	1,0632	0,9199	1,0217	1,0154

**Tabell 7-3:** Egenkapitalbeta for bransjeutvalget, basert på aksjekursavkastning fra 2016-2023 hentet fra Oslo Børs (Oslo Børs, 2023a).

---

## 7.2.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie kan beskrives som den meravkastningen en investor krever for å bli eksponert for risiko i markedet, fremfor å investere i risikofrie verdipapirer (*Kaldestad & Møller, 2016*). Markedets risikopremie er ikke en observerbar verdi og det er ingen modell som har fått universal aksept når det kommer til å estimere markedets risikopremie, det finnes dermed flere ulike metoder (*Koller et al., 2020*).

De tre metodene som Kaldestad & Møller (2016) presenterer for å estimere markedets risikopremie er historisk risikopremie, implisitt risikopremie og spørreundersøkelse. Metoden for historisk risikopremie innebærer å bruke historisk avkastning for markedet og risikofrie verdipapirer over en gitt tidsperiode for å estimere fremtidig risikopremie. Implisitt markedsrisikopremie tar utgangspunkt i en form for vekstmodell med hensikt om å estimere hvilken risikopremie som er nødvendig for å forsvare dagens børsnivå (*Kaldestad & Møller, 2016*). Den siste metoden, spørreundersøkelse, innebærer å samle inn undersøkelser der deltakerne blir bedt om å gi sine synspunkter på framtidig avkastning i aksjemarkedet. Resultatet av disse undersøkelsene kan gi et godt estimat av markedets forventninger, gitt at deltakerne er representative for markedet. (*Kaldestad & Møller, 2016*).

Ved beregningen av markedsrisikopremien har vi basert oss på kalkulasjoner som er utført av Knivsflå, i tillegg til å vurdere dette opp mot spørreundersøkelsen gjennomført av PwC og FFN. Knivsflå sine beregninger er basert på en langsiktig børsavkastning og en kortsiktig børsavkastning normalisert etter skatt, der disse vektes henholdsvis  $\frac{1}{3}$  og  $\frac{2}{3}$  (*Knivsflå, 2023i*). Førstnevnte tar utgangspunkt i børsavkastning fra 1958 til 2020 og den kortsiktige tar utgangspunkt i gjennomsnittlig geometrisk avkastning utover risikofri rente per måned fra 1995 til 2020 på årlig basis. Hensikten med denne vektingen er at det kortsiktige perspektivet gir innsikt i de nyeste og mest relevante dataene om markedet, mens det langsiktige perspektivet identifiserer langsiktige trender (*Knivsflå, 2023i*). I tabell 7-4 presenteres Knivsflå sine beregninger for risikopremie for perioden 2016-2020.

t	2016	2017	2018	2019	2020
Årlig risikopremie 95-t	3,50 %	3,30 %	3,80 %	3,90 %	3,40 %
(*) Vekt	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
(+) Årlig risikopremie 58-t	7,30 %	7,50 %	7,30 %	7,40 %	7,00 %
(*) Vekt	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
<b>Løpende Risikopremie</b>	<b>4,77 %</b>	<b>4,70 %</b>	<b>4,97 %</b>	<b>5,07 %</b>	<b>4,60 %</b>

**Tabell 7-4:** Løpende risikopremie for 2016-2020 beregnet av Knivsflå (2023i).

I henhold til PwC (2023) sin undersøkelse ble gjennomsnittspremien i det norske markedet beregnet til 4,8% i 2021, mens medianen holdt seg uendret på 5,0%. I det påfølgende året ble gjennomsnittspremien vurdert til 4,9%, mens medianen holdt seg uendret (PwC, 2023). Gjennomsnittspremien gir viser den generelle oppfatningen av risikopremien i markedet, basert på svarene til kandidatene som deltok i undersøkelsen.

Tabell 7-5 viser PwC sine vurderinger av risikopremien fra 2016 og utover.

t	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Markedspremie, gjennomsnitt	4,9 %	5,0 %	5,0 %	4,9 %	4,8 %	4,8 %	4,9 %
Markedspremie, median	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %

**Tabell 7-5:** Markedsrisikopremie publisert av PwC i samarbeid med FFN i perioden 2016-2022 (PwC, 2023).

I henhold til PwC sin undersøkelse mener 75% av respondentene at de har endret sitt syn på investeringer i det norske markedet etter innføring av grunnrenteskatt. Videre tror 51% av respondentene at dette vil endre risikopremien i markedet ved at den blir hevet. Norges Bank har også ytterligere utsikter om å heve styringsrenten, som også taler for en høyere risikopremie enn den har vært tidligere i fremtiden. For å beregne historisk risikopremie har vi imidlertid vurdert at Knivsflå sine beregninger danner et godt grunnlag for risikopremien i perioden 2016-2020 og legger derfor disse tallene til grunn de første årene av analyseperioden.

Videre ser vi at det kun er små forskjeller mellom Knivsflå sine beregninger og PwC sin undersøkelse og legger derfor den gjennomsnittlige premien til grunn for 2021 og 2022, ettersom den viser den generelle oppfatningen av risikopremien i markedet.



Historisk risikopremie for analyseperioden 2016-2022 er oppsummert i tabell 7-6:

Markedspremie	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	4,8 %	4,7 %	5,0 %	5,1 %	4,6 %	4,8 %	4,9 %

**Tabell 7-6:** Risikopremie til videre beregninger 2016-2023 (basert på Knivsfå sine beregninger og PwC sin undersøkelse).

## 7.2.5 Andre premier

I tillegg til markedets risikopremie kan det vurderes tilleggspremier for å ta hensyn til spesifikke omstendigheter eller risikoer. Likviditetspremie brukes for å beskrive forventet kompensasjon for å investere i et mindre likvid eller mer risikabelt marked (*Regjeringen, 2020*). Det er viktig å merke seg at dette er en skjønnsmessig vurdering og dens relevans kan variere med formål og investor (*Kaldestad & Møller, 2016*). Børsnoterte aksjer har vanligvis god likviditet med løpende prisfastsettelse og et etablert handelsmarked. I et børsnotert selskap er aksjene ofte lett omsettelige, som indikerer at en eventuell likviditetsrabatt vil være lav.

Som følge av den konsentrerte eierandelen i Grieg Seafood, der den største aksjonæren står for 50,17% av eierandelen og de 20 største aksjonærene til sammen eier 73,04% av aksjene i selskapet, tilsier det at den frie flyten av aksjen er relativt liten. Den store andelen gjør det vanskelig for investorer å kjøpe eller selge større volum uten at det påvirker prisen. Dette medfører at det kan være vanskelig å realisere verdien av investeringen og vi har derfor valgt å inkludere en likviditetspremie på 1% for Grieg Seafood i egenkapitalkravene.

I situasjoner der en aksjonær sitter med flertallet av aksjene i selskapet kan det oppstå en situasjon der investeringene kan bli innelåst. Denne risikoen viser til situasjoner der minoritetsinvestorer kan ha en begrenset tilgang til kjøpere. Selv om Grieg Seafood sine aksjer tilsynelatende er lett omsettelige på Oslo Børs gir Grieg Aqua AS sin høye eierandel grunnlag for å inkludere en minoritetsrabatt for å kompensere for slik risiko. Videre ser vi også fra regresjonsanalysen gjennomført i delkapittel 7.2.3 at den selskapsspesifikke risikoen tilsvarende 87,12% og selv om det i teorien er mulig å diversifisere bort denne risikoen, er ikke dette alltid like lett i praksis. Å oppnå full diversifisering kan kreve betydelige investeringer og den

risikojusterte avkastningen kan fortsatt være lavere enn forventet. I tillegg kan selskapsspesifikk risiko være knyttet til faktorer som selskapets strategi og ledelse, og ikke markedsforhold. Slike risikofaktorer kan være vanskelig å diversifisere. Siden denne risikoen tilsynelatende utgjør mesteparten av svingningene i Grieg Seafood sin aksjekurs, sett sammen med innlåsningsrisiko har vi valgt å inkludere en skjønnsmessig likviditetspremie for minoritetsinteressentene på 2%.

## 7.3 Finansielle krav

I dette delkapittelet skal vi beregne hvilke krav Grieg Seafood må ha for å drive og finansiere driften sin. Dette gjøres ved å estimere selskapets finansielle gjeldskrav, eiendelskrav og netto gjeldskrav. Videre skal kravene brukes for å beregne selskapets sysselsatte kapitalkrav og netto driftskrav. For at beregningene skal bli riktige når vi skal beregne selskapets lønnsomhet i neste kapittel er vi nødt til å bruke gjennomsnittlig verdi når vi vekter kravene for å sikre konsistens.

### 7.3.1 Finansielt gjeldskrav

En investor har en oppside ved å investere i et selskap i form av avkastning, det har ikke en långiver (*Knivsflå, 2023i*). Kreditor stiller derfor en rekke finansielle krav som en långiver må overholde. Finansielt gjeldskrav brukes for å fastsette kostnadene forbundet med fremtidige forpliktelser og for å kunne beregne nåverdien av gjeldsforpliktelsene. Formelen til finansielt gjeldskrav kan uttrykkes på følgende måte ved formel 7-5:

$$\text{Finansielt Gjeldskrav} = r_f \text{ etter skatt} + \text{kredittrisiko-premie}$$

$$r_f = \text{risikofri rente}$$

**Formel 7-5:** Finansielt gjeldskrav (*Knivsflå, 2023i*).

I henhold til Knivsflå (2023i) blir kredittrisikoen basert på syntetisk rating som vi har foretatt i kapittel 6. Denne ratingen tar utgangspunkt i oversikten til Knivsflå som presenterer en oversikt over estimatene etter skatt, som vist i tabell 7-7.

Rating	Kortsiktig KRP	Langsiktig KRP
AAA	0,20 %	0,40 %
AA	0,40 %	0,60 %
A	0,60 %	0,90 %
BBB	1,10 %	1,40 %
BB	2,90 %	3,30 %
B	4,40 %	4,90 %
CCC	8,60 %	9,20 %
CC	15,70 %	16,40 %
C	22,80 %	23,60 %
D	29,90 %	30,70 %

\* Tall oppgitt etter skatt

**Tabell 7-7:** Kredittrisikopremie (Knivsflå, 2023h).

Den vesentlige delen av gjelden til Grieg Seafood er langsiktig, og vi tar dermed utgangspunkt i langsiktig kredittrisikopremie i beregningen av gjeldskravet. I tabell 7-8 er finansielt gjeldskrav i perioden 2016 til 2022 presentert.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Syntetisk Rating	AA	A	A	A	A	A	A	A
Langsiktig kredittrisikopremie	0,60 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %
Risikofri rente	0,98 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,08 %	2,21 %	2,39 %
<b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b>1,58 %</b>	<b>2,15 %</b>	<b>2,35 %</b>	<b>2,06 %</b>	<b>1,54 %</b>	<b>1,98 %</b>	<b>3,11 %</b>	<b>3,29 %</b>

**Tabell 7-8:** Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

For å estimere endringen i avkastning på gjeld når virksomhetens egenkapital endres, må man beregne gjeldsbetaen. Gjeldsbetaen er en måling av sensitiviteten til gjeldens avkastning ved endringer i virksomhetens egenkapitalavkastning. Dersom gjeldsbetaen er høy betyr det at gjeldens avkastning er mer følsom for endringer i egenkapitalavkastningen, og omvendt. For å beregne tar vi i bruk følgende formel 7-6:

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

*mrd* = markedsrisikodelen

*krp* = kredittrisikopremie

*mrp* = markedsrisikopremie

**Formel 7-6: Finansiell gjeldsbeta (Knivsflå, 2023i)**

Kredittrisikopremien er gitt overfor og verdien for markedsrisikopremien fant vi i kapittel 7.2.3. Videre kan markedsrisikodelen hentes fra regresjonsanalysen i kapittel 7.2.3 hvor vi bruker verdien for justert  $R^2$ , 0,1288, som vi i henhold til Knivsflå kan multiplisere med en justeringsfaktor på gjeldsavkastning på 1/3 for å justere for at gjelden ikke endres like raskt som rentenivået, og vi ender med en markedsrisikodel tilsvarende  $0,1288 * 0,33 = 0,043$ .

Når vi bruker følgende tall kan vi estimere gjeldsbetaen som gjort i tabell 7-9:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Syntetisk Rating	AA	A	A	A	A	A	A	A
Kredittrisikopremie	0,006	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
/ Markedspremien	0,048	0,047	0,050	0,051	0,046	0,048	0,049	0,050
= Gjeldsbeta når <i>mrd</i> =1	0,126	0,191	0,181	0,178	0,196	0,188	0,184	0,180
* Markedsrisikodel	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043
= Gjeldsbeta	0,0054	0,0082	0,0078	0,0076	0,0084	0,0081	0,0079	0,0077

**Tabell 7-9: Gjeldsbeta til Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Grieg Seafood har en god syntetisk rating som sammenfaller med en lav gjeldsbeta for den beregnede perioden.

### 7.3.2 Finansielt eiendelskrav

I henhold til Knivsflå (2023i) finner vi finansielt eiendelskrav ved å vekte kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet. Kontantkravet settes til risikofri rente etter skatt, for den anses for å være risikofri, og vi må videre finne verdiene for fordringskravet og investeringskravet. Fordringskravet utgjør risikofri rente etter skatt pluss en kredittrisikopremie, men siden Grieg Seafood ikke har hatt noen finansielle fordringer i

analyseperioden kan vi se bort i fra denne. Videre må vi ta noen forutsetninger for å bestemme investeringskravet. For å kunne anvende risikofri premie etter skatt i beregningen av kravet på finansielle eiendeler, må investeringsbeta være lik 1 og likviditetspremien er 0.

I tabell 7-10 presenteres beregningen av egenkapitalkravet fra og med 2016:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Kontantkravet	0,98 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,08 %	2,21 %	1,33%
* Kon/FE	0,997	0,996	0,992	1,000	0,123	1,000	1,000	0,818
+ Investeringskrav	5,75 %	5,95 %	6,41 %	6,23 %	5,24 %	5,88 %	7,11 %	6,32 %
* Investeringsvekt	0,003	0,004	0,008	0,000	0,877	0,000	0,000	0,221
= <b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b>0,998%</b>	<b>1,27%</b>	<b>1,49%</b>	<b>1,16%</b>	<b>4,68%</b>	<b>1,08%</b>	<b>2,21%</b>	<b>2,34 %</b>

**Tabell 7-10: Finansielt eiendelskrav Grieg Seafood 2016-2022 (egenprodusert).**

Videre for å bestemme betaen til finansielle eiendeler tar vi i bruk følgende formel 7-7:

$$\beta_{FE} = \frac{(\beta_{Kon} * Kon) + (\beta_{For} * For) + (\beta_{Inv} * Inv)}{FE}$$

$\beta_{FE}$  = Betaen til finansielle eiendeler

$\beta_{Kon}$  = Betaen til kontanter

$\beta_{For}$  = Betaen til fordringer

$\beta_{Inv}$  = Betaen til investeringer

**Formel 7-7: Finansiell eiendelsbeta (Knivsfå, 2023i).**

Betaen til de ulike finansielle eiendelene er forskjellige, som vil si at beta til finansielle eiendeler vil være et vektet krav av disse. I beregningen av finansielt gjeldskrav tok vi forutsetningen om at kontanter er risikofrie og betaverdien til kontanter er dermed 0 siden forventet avkastning tilsvarer risikofri rente. Videre forutsatte vi en investeringsbeta lik 1. Selskapet har ikke fordringer og vi ser dermed bort fra denne delen av formelen.

I tabell 7-11 er det beregnet finansiell eiendelsbeta for Grieg Seafood i analyseperioden 2016-2023:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Tidsvektning	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
KON/FE	0,0098	0,0125	0,0145	0,0116	0,0064	0,0108	0,0221	0,0132
* Betaverdi kontanter	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Investeringsvekt	0,0029	0,0042	0,0083	0,0000	0,8775	0,0000	0,0000	0,1767
* Betaverdi investeringer	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
<b>Finansiell eiendelsbeta</b>	<b>0,0029</b>	<b>0,0042</b>	<b>0,0083</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,8775</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,1767</b>

**Tabell 7-11:** Finansiell eiendelsbeta Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

### 7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Etter å ha estimert finansielle gjelds- og eiendelskrav i de to foregående delkapitlene kan vi nå estimere netto finansielt gjeldskrav. Dette gjør vi ved å vekte eiendels- og gjeldskravet opp mot finansiell gjeld, som vist i formel 7-8. Videre er beregningene for Grieg Seafood sitt netto finansielt gjeldskrav over analyseperioden presentert i tabell 7-12.

$$\text{Netto finansielt gjeldskrav} = f_{gk} * \frac{FG}{NFG} - f_{ek} * \frac{FE}{NFG}$$

**Formel 7-8:** Netto finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2023i).

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Tidsvektning	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	1,58 %	2,15 %	2,35 %	2,06 %	1,54 %	1,98 %	3,11 %	2,21 %
* Finansiell gjeld/ netto finansiell gjeld	1,344	1,298	1,117	1,103	1,778	2,035	1,423	1,574
- Finansielt eiendelskrav	0,99 %	1,27 %	1,49 %	1,16 %	4,68 %	1,08 %	2,21 %	2,14 %
* Finansielle eiendeler/ netto finansiell gjeld	0,390	0,213	0,083	0,127	1,421	0,605	0,346	0,573
<b>= Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b>1,74 %</b>	<b>2,52 %</b>	<b>2,50 %</b>	<b>2,13 %</b>	<b>-3,91 %</b>	<b>3,38 %</b>	<b>3,66 %</b>	<b>1,65 %</b>

**Tabell 7-12:** Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Videre kan vi vekte den finansielle gjeldsbetaen og egenkapitalbetaen med andelen finansiell gjeld, og tilsvarende vekte eiendelsbeta med finansielle eiendeler som vist ved formel 7-9:

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

**Formel 7-9:** Beta til netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2023i).

Ved å benytte formel 7-9 får vi følgende netto finansiell beta for Grieg Seafood i analyseperioden, vist i tabell 7-13:

Tidsvektning	2016 5 %	2017 5 %	2018 10 %	2019 10 %	2020 20 %	2021 25 %	2022 25 %	Tidsvektet gjennomsnitt
Beta til finansiell gjeld	0,0054	0,0082	0,0078	0,0076	0,0084	0,0081	0,0079	0,008
* Finansiell gjeld/ netto finansiell gjeld	1,3437	1,2976	1,1175	1,1031	1,7782	2,0345	1,4230	1,574
- Beta til finansiell eiendel	0,0029	0,0042	0,0083	0,0000	0,8775	0,0000	0,0000	0,177
* Finansielle eiendeler/ netto finansiell gjeld	0,3904	0,2126	0,0825	0,1271	1,4208	0,6047	0,3461	0,573
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,0061	0,0097	0,0080	0,0084	-1,2318	0,0165	0,0112	-0,089

**Tabell 7-13:** Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

### 7.3.4 Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta

I kapittel 7.2.5 beregnet vi en justert egenkapitalbeta på 1,0217 for Grieg Seafood ved å gjennomføre en regresjonsanalyse i Excel. Videre fant vi netto finansiell gjeldsbeta i foregående kapittel og vi kan nå beregne netto driftskapitalbeta. For å beregne netto driftskapitalbeta benyttes formel 7-19:

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

**Formel 7-10:** Netto driftskapitalbeta (Knivsflå, 2023i).

Ved beregning av betaverdien til egenkapitalen, ble det gjort basert på historisk avkastning over hele analyseperioden. Vi er derfor nødt til å gjøre det samme her for å holde konsistens i beregningene. Miller & Modigliani sin første proposisjon sier at verdien av et selskap er riktig kalkulert dersom den er basert på nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, og at verdien er uavhengig av selskapets kapitalstruktur (Chen, 2022). Dersom vi baserer oss på at denne

teorien stemmer betyr det at vi kan holde egenkapitalbetaen og minoritetsbetaen konstant, fordi verdien av selskapet ikke vil bli påvirket av risikoen knyttet til egenkapitalen og minoritetsinteressene ved endringer i selskapets gjeldsgrad. Driftskapitalbetaen vil i dette tilfelle bli det samme som driftskapitalen fordi endringer i selskapets finansieringsstruktur ikke påvirker risikoen knyttet til netto driftskapital. Ved å ta følgende forutsetninger kan vi beregne samlet netto driftskapitalbeta for hele analyseperioden som fremstilt i tabell 7-14:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Beta til egenkapital	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022
* Egenkapital/netto driftskapital	0,595	0,670	0,637	0,674	0,733	0,761	0,733	0,714
+ Beta til netto finansiell gjeld	0,006	0,010	0,008	0,008	-1,232	0,016	0,011	-0,237
* Netto finansiell gjeld/ Netto driftskapital	0,392	0,321	0,354	0,321	0,267	0,245	0,267	0,285
+ Beta til minoritet	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022
* Minoritet/ Netto driftskapital	0,008	0,009	0,007	0,008	0,003	0,000	0,000	0,003
<b>= Netto driftskapitalbeta</b>	<b>0,665</b>	<b>0,665</b>	<b>0,665</b>	<b>0,665</b>	<b>0,665</b>	<b>0,665</b>	<b>0,665</b>	<b>0,665</b>

**Tabell 7-14:** Netto driftskapitalbeta for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Avslutningsvis trenger vi den årlige egenkapitalbetaen før vi kan sette sammen de ulike avkastningskravene. Dette gjør vi ved å benytte oss av følgende formel 7-11:

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

**Formel 7-11:** Egenkapitalbeta (Knivsflå, 2023i)

I tabell 7-15 har vi beregnet årlig egenkapitalbeta i analyseperioden:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Netto driftskapitalbeta	0,665	0,665	0,665	0,665	0,665	0,665	0,665	0,665
Netto finansiell gjeldsbeta	0,006	0,010	0,008	0,008	-1,232	0,016	0,011	-0,237
*NFG/(EK+MI)	0,651	0,472	0,550	0,471	0,363	0,322	0,365	0,402
<b>= Egenkapitalbeta</b>	<b>1,094</b>	<b>0,975</b>	<b>1,027</b>	<b>0,975</b>	<b>1,353</b>	<b>0,874</b>	<b>0,904</b>	<b>1,019</b>

**Tabell 7-15:** Egenkapitalbeta for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).



## 7.4 Egenkapital-, minoritet-, og selskapskrav

Avslutningsvis skal vi bruke beregningene fra kapittel 7.3 for å sammenstille de historiske kravene til egenkapitalen, minoriteten og selskapet.

### 7.4.1 Egenkapital- og minoritetskrav

For å finne egenkapital- og minoritetskravet tar vi utgangspunkt i kapitalverdimodellen som vi presenterte i kapittel 7.2.1. Ved å benytte denne modellen finner vi følgende avkastningskrav til egenkapitalen og minoriteten til Grieg Seafood i analyseperioden 2016-2022, vist i tabell 7-16:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Risikofri rente etter skatt	0,98 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,64 %	1,08 %	2,21 %	1,32 %
+ Egenkapitalbeta	1,094	0,975	1,027	0,975	1,353	0,874	0,904	1,019
* Markedsrisikopremie	4,77 %	4,70 %	4,97 %	5,07 %	4,60 %	4,80 %	4,90 %	4,82 %
= Egenkapitalkravet etter CAPM	6,20 %	5,83 %	6,55 %	6,10 %	6,86 %	5,28 %	6,64 %	6,22 %
+ Likviditetspremie majoriteten	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
<b>= Egenkapitalkrav</b>	<b>7,20 %</b>	<b>6,83 %</b>	<b>7,55 %</b>	<b>7,10 %</b>	<b>7,86 %</b>	<b>6,28 %</b>	<b>7,64 %</b>	<b>7,22 %</b>
+ Likviditetspremie minoritet	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2,00 %
<b>= Minoritetskrav</b>	<b>9,20 %</b>	<b>8,83 %</b>	<b>9,55 %</b>	<b>9,10 %</b>	<b>9,86 %</b>	<b>8,28 %</b>	<b>9,64 %</b>	<b>9,22 %</b>

**Tabell 7-16: Egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Endelig krav er noe høyere enn ved kapitalverdimodellen som følge av likviditetspremiene vi la til grunn i kapittel 7.2.6. Videre var det en liten nedgang i 2020 som følge av de historisk lave rentene.

### 7.4.2 Netto driftskrav

For å beregne netto driftskrav, tar vi utgangspunkt i egenkapitalkravet, minoritetskravet og kravet til netto finansiell gjeld og vekter disse i henhold til deres andel av netto driftskapital slik som formel 7-12 viser:

$$\text{Netto driftskrav} = \text{Egenkapitalkrav} * \frac{EK}{NDK} + \text{Minoritetskrav} * \frac{MI}{NDK} + \text{Netto finansielt gjeldskrav} * NFG/NDK$$

**Formel 7-12: Netto driftskrav (Knivsflå, 2023i).**

I tabell 7-17 følgende er beregnet netto driftskrav i analyseperioden oppsummert.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	7,20 %	6,83 %	7,55 %	7,10 %	7,86 %	6,28 %	7,64 %	7,22 %
* EK/NDK	59,50 %	67,04 %	63,68 %	67,35 %	73,26 %	76,11 %	73,28 %	71,43 %
+ Minoritetskrav	9,20 %	8,83 %	9,55 %	9,10 %	9,86 %	8,28 %	9,64 %	9,22 %
* MI/NDK	0,76 %	0,87 %	0,72 %	0,77 %	0,26 %	0,00 %	0,00 %	0,28 %
+ Netto finansielt gjeldskrav	1,74 %	2,52 %	2,50 %	2,13 %	-3,91 %	3,38 %	3,66 %	1,65 %
* NFG/NDK	39,24 %	32,06 %	35,45 %	32,11 %	26,66 %	24,49 %	26,72 %	28,46 %
= Netto driftskrav	5,04 %	5,46 %	5,77 %	5,54 %	4,75 %	5,60 %	6,58 %	5,65 %

**Tabell 7-17:** Netto driftskrav Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (Egenprodusert).

### 7.4.3 Sysselsatt kapitalkrav

Avkastningskravet til sysselsatt kapital referer til den totale forventede avkastningen som den totale kapitalen til Grieg Seafood forventer å generere, og kan beregnes ved bruk av formel 7-13:

$$\text{Sysselsatt kapitalkrav} = \text{Egenkapitalkrav} * \frac{EK}{SSK} + \text{Minoritetskrav} * \frac{MI}{SSK} + \text{Finansielt gjeldskrav} * \frac{FG}{SSK}$$

**Formel 7-13:** Sysselsatt kapitalkrav (Knivsflå, 2023i).

Ved å benytte formelen får vi følgende beregninger for Grieg Seafood sitt sysselsatte kapitalkrav i analyseperioden, presentert i tabell 7-18:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	7,20 %	6,83 %	7,55 %	7,10 %	7,86 %	6,28 %	7,64 %	7,22 %
* EK/SSK	52,44 %	61,20 %	61,13 %	65,19 %	60,68 %	60,73 %	65,84 %	62,09 %
+ Minoritetskrav	9,20 %	8,83 %	9,55 %	9,10 %	9,86 %	8,28 %	9,64 %	9,22 %
* MI/SSK	0,67 %	0,79 %	0,69 %	0,74 %	0,21 %	0,00 %	0,00 %	0,26 %
+ Finansielt gjeldskrav	1,58 %	2,15 %	2,35 %	2,06 %	1,54 %	1,98 %	3,11 %	2,21 %
* FG/SSK	46,47 %	37,98 %	38,03 %	34,29 %	39,26 %	39,76 %	34,16 %	37,79 %
= Sysselsatt kapitalkrav	4,57 %	5,07 %	5,58 %	5,40 %	5,40 %	4,60 %	6,09 %	5,33 %

**Tabell 7-18:** Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (Egenprodusert).

## 7.5 Oversikt over Grieg Seafood sine avkastningskrav

Tabell 7-19 oppsummerer avkastningskravene vi har beregnet for Grieg Seafood i analyseperioden 2016-2022. Disse avkastningskravene vil videre bli brukt i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 og ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9.

Oversikt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Egenkapitalkrav	7,20 %	6,83 %	7,55 %	7,10 %	7,86 %	6,28 %	7,64 %	7,22 %
Minoritetskrav	9,20 %	8,83 %	9,55 %	9,10 %	9,86 %	8,28 %	9,64 %	9,22 %
Finansielt gjeldskrav	1,58 %	2,15 %	2,35 %	2,06 %	1,54 %	1,98 %	3,11 %	2,21 %
Netto finansielt gjeldskrav	1,74 %	2,52 %	2,50 %	2,13 %	-3,91 %	3,38 %	3,66 %	1,65 %
Finansielt eiendelskrav	0,99 %	1,27 %	1,49 %	1,16 %	4,68 %	1,08 %	2,21 %	2,14 %
Netto driftskrav	5,04 %	5,46 %	5,77 %	5,54 %	4,75 %	5,60 %	6,58 %	5,65 %
Sysselsatt kapitalkrav	4,57 %	5,07 %	5,58 %	5,40 %	5,40 %	4,60 %	6,09 %	5,33 %

**Tabell 7-19:** Beregnet avkastningskrav for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

---

## 8. Strategisk lønnsomhetsanalyse

I det siste kapittelet av regnskapsanalysen skal vi foreta en strategisk rentabilitetsanalyse. I de foregående kapitlene har vi analysert regnskapet og avkastningskravet til selskapet, og vi skal i denne delen analysere Grieg Seafood sin evne til å generere overskudd gjennom sin strategiske posisjonering og operasjonelle effektivitet. Vi baserer oss på tall fra regnskapsanalysen i kapittel 5 som videre er basert på tall fra årsregnskapene til Grieg Seafood og bransjeutvalget i perioden 2016-2022. Ved å analysere selskapets rentabilitet får man innsikt i hvor mye kapitalen genererer i form av prosentvis avkastning, som gjør det mulig å sammenligne lønnsomheten mellom ulike virksomheter over tid (*Knivsflå, 2023j*). Det er ulike metoder for å beregne rentabilitet, men vi tar utgangspunkt i formel 8-1:

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

**Formel 8-1:** Generell formel for rentabilitet (*Knivsflå, 2023j*).

Hensikten med å gjennomføre en strategisk lønnsomhetsanalyse er å avdekke om Grieg Seafood besitter en målbar fordel i forhold til sine konkurrenter, og i så fall identifisere kildene til denne strategiske fordelene. Vi benytter oss av normaliserte tall som er basert på omgrupperingen og justeringen fra regnskapsanalysen i kapittel 5, i tillegg til å benytte kravene som vi estimerte i kapittel 7. Det er mest relevant å bruke normaliserte tall i en verdivurdering fordi den normaliserte rentabiliteten er mer fremtidsrettet og funnene fra analysen skal brukes til å utarbeide fremtidsregnskapet i kapittel 9 (*Knivsflå 2023j*). Vi benytter oss derfor av følgende formel 8-2 for rentabilitet:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{IB + \left( \frac{\Delta \text{Kapital} - \text{Normalisert nettoresultat}}{2} \right)}$$

**Formel 8-2:** Formel for normalisert rentabilitet (*Knivsflå, 2023j*).

I denne lønnsomhetsanalysen benytter vi oss av Knivsflå sitt rammeverk, hvor de dekomponerer strategisk eierfordel inn i driftsfordel og finansieringsfordel (Knivsflå, 2023j). En driftsfordel innebærer at en virksomhet oppnår en lønnsomhetsfordel i forhold til sine konkurrenter på grunn av sin evne til å drive mer effektivt eller oppnå høyere inntekter. Videre har en virksomhet finansieringsfordel når de oppnår fordeler eller gunstige betingelser i forbindelse med finansieringen av sine operasjoner eller investeringer.

## 8.1 Superrentabilitet til egenkapitalen

Dersom egenkapitalrentabiliteten overskrider avkastningskravet til egenkapitalen betyr det at selskapet genererer en avkastning utover det som er forventet, og selskapet har i så tilfellet oppnådd superrentabilitet, også kalt en strategisk fordel. Formel 8-3 til superrentabiliteten er som følger:

$$\text{Strategisk eierfordel} = \text{Egenkapitalrentabilitet} - \text{Egenkapitalkrav}$$

**Formel 8-3:** Strategisk eierfordel (Knivsflå, 2023j).

Når vi skal utarbeide fremtidsregnskapet forutsetter vi at kontantstrømmen blir realisert på slutten av regnskapsåret. I beregningen av egenkapitalrentabiliteten tar vi dermed utgangspunkt i inngående balanse og justerer for opptjent kapital i perioden (Knivsflå, 2023j). Vi benytter oss av egenkapitalkravet vi fant i kapittel 7.4.1 og benytter oss av formel 8-4 for å estimere egenkapitalrentabiliteten.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{NRE}{EK_{IB} + \left(\frac{\Delta EK - NRE}{2}\right)}$$

$$NRE = \text{Netto resultat til egenkapitalen}$$

**Formel 8-4:** Egenkapitalrentabilitet (Knivsflå, 2023j).

En strategisk fordel er superrentabiliteten til egenkapitalen. Beregning av strategisk eierfordel for Grieg Seafood i analyseperioden er presentert i tabell 8-1:

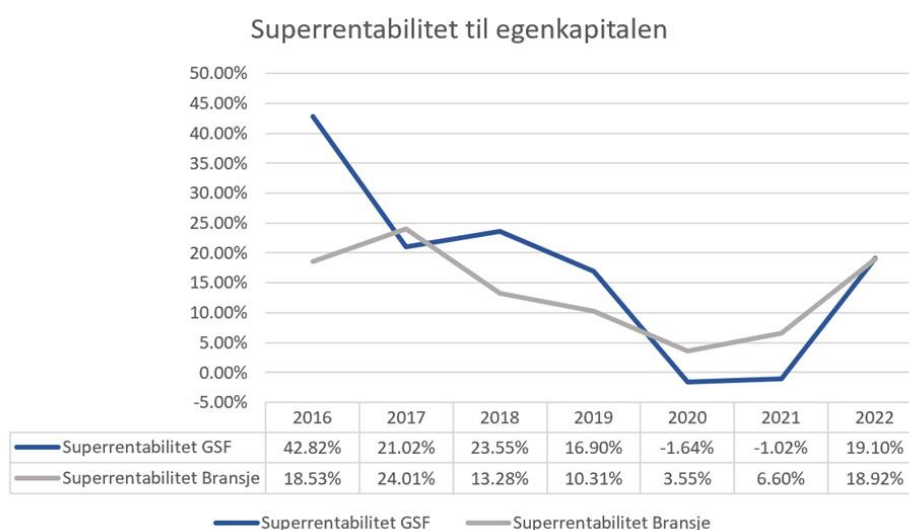
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
<b>Grieg Seafood</b>	<b>5 %</b>	<b>5 %</b>	<b>10 %</b>	<b>10 %</b>	<b>20 %</b>	<b>25 %</b>	<b>25 %</b>	<b>gjennomsnitt</b>
Egenkapitalrentabilitet	49,65 %	28,07 %	31,07 %	24,25 %	4,70 %	5,99 %	27,32 %	18,68 %
-Egenkapitalkrav	7,20 %	6,83 %	7,55 %	7,10 %	7,86 %	6,28 %	7,64 %	7,22 %
<b>=Superrentabilitet til EK</b>	<b>42,45 %</b>	<b>21,24 %</b>	<b>23,51 %</b>	<b>17,15 %</b>	<b>-3,16 %</b>	<b>-0,29 %</b>	<b>19,68 %</b>	<b>11,47 %</b>

**Tabell 8-1: Superrentabilitet til egenkapitalen til Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Tabell 8-1 viser at Grieg Seafood har hatt en historisk trend med rentabilitet som overstiger driftskravet, men en nedgang i 2020 og en ytterligere reduksjon i 2021. Disse negative resultatene kan delvis tilskrives lavere priser og lavere etterspørsel etter laks som følger av pandemien, i tillegg til økte kostnader tilknyttet biologiske utfordringer og rettslige tvister ved avdelingen i British Columbia. I kapittel 4 konkluderte vi med at Grieg Seafood ikke hadde en strategisk fordel overfor bransjen, men at bransjen som helhet har hatt en strategisk fordel de siste tiårene. Dersom våre vurderinger stemmer overens med historiske tall så forventer vi at superrentabiliteten til bransjen skal overstige superrentabiliteten til Grieg Seafood. Superrentabiliteten til bransjen er presentert i tabell 8-2, og illustrert i figur 8-1.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
<b>Bransjen</b>	<b>5 %</b>	<b>5 %</b>	<b>10 %</b>	<b>10 %</b>	<b>20 %</b>	<b>25 %</b>	<b>25 %</b>	<b>gjennomsnitt</b>
Egenkapitalrentabilitet	23,03 %	29,12 %	18,67 %	15,39 %	7,54 %	11,27 %	24,67 %	16,51 %
- Egenkapitalkrav	4,50 %	5,11 %	5,39 %	5,08 %	3,99 %	4,67 %	5,75 %	4,93 %
<b>= Superrentabilitet til EK</b>	<b>18,53 %</b>	<b>24,01 %</b>	<b>13,28 %</b>	<b>10,31 %</b>	<b>3,55 %</b>	<b>6,60 %</b>	<b>18,92 %</b>	<b>11,58 %</b>

**Tabell 8-2: Superrentabilitet til egenkapitalen til bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**



**Figur 8-1: Superrentabilitet til egenkapitalen for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

---

I samsvar med forventningene har bransjen en egenkapitalavkastning som overstiger kravet, som betyr at bransjen oppnår en avkastning som overgår forventningene. Vi ser av figur 8-1 at Grieg Seafood sin superrentabilitet overstiger bransjesnittet i periodene 2016, 2018 og 2019, noe som indikerer at selskapet har hatt en strategisk fordel. Vi fant ikke grunnlag for at selskapet hadde strategiske fordeler overfor bransjen i kapittel 4, men resultatene fra figur 8-1 kan vise til at Grieg Seafood har hatt slike ressurser likevel. Videre ser vi at bransjen sin superrentabilitet overstiger Grieg Seafood i perioden under pandemien, der Grieg Seafood hadde en negativ avkastning i 2021. Dette samsvarer også med tidligere vurderinger, der vi blant annet så i kapittel 2 at Grieg Seafood sin aksjekurs i perioden hadde størst avvik fra markedsindeksen.

For å undersøke om Grieg Seafood sine strategiske fordeler er iboende eller om de stammer fra en ekstern bransjefordel, skiller vi mellom ekstern bransjefordel og intern ressursfordel. En ekstern bransjefordel refererer til strategiske forhold som hele bransjen nyter godt av, mens en intern ressursfordel omfatter eventuelle fordeler som følge av Grieg Seafood sine ressurser. Hvis dette skal samsvare med tidligere vurderinger, forventer vi at Grieg Seafoods superrentabilitet kan tilskrives en bransjefordel. En strategisk fordel kan dekomponeres ved å benytte formel 8-5:

$$\text{Strategisk fordel} = (Ekr_{\text{Bransjen}} - Ekk) + (Ekr - Ekr_{\text{Bransjen}})$$

$Ekr$  = Egenkapitalrentabilitet

$Ekk$  = Egenkapitalkrav

**Formel 8-5:** Dekomponering av strategisk fordel (Knivsflå, 2023j).

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	
Ekstern bransjefordel	15,83 %	22,29 %	11,12 %	8,29 %	-0,32 %	4,99 %	17,03 %	9,29 %
Intern ressursfordel	26,62 %	-1,05 %	12,40 %	8,86 %	-2,84 %	-5,28 %	2,64 %	2,18 %
<b>= Strategisk driftsfordel</b>	<b>42,45 %</b>	<b>21,24 %</b>	<b>23,51 %</b>	<b>17,15 %</b>	<b>-3,16 %</b>	<b>-0,29 %</b>	<b>19,68 %</b>	<b>11,47 %</b>

**Tabell 8-3:** Dekomponering av Grieg Seafood sin strategiske fordel over perioden 2016-2022 (egenprodusert).

I henhold til tabell 8-3 ser vi at bransjen har en gjennomsnittlig, tidsvektet bransjefordel på 16,46%, mens Grieg Seafood sin vektete fordel tilsvarende 2,64%. Dette samsvarer med våre vurderinger om at mesteparten av Grieg Seafood sin strategiske fordel stammer fra en bransjefordel. Vi skal videre undersøke den strategiske fordelene nærmere og dekomponerer fordelene ytterligere inn i driftsfordel og finansieringsfordel, for å identifisere den underliggende kilden til Grieg Seafood sin superrentabilitet.

## 8.2 Strategisk driftsfordel

En driftsfordel oppstår når en organisasjon eller virksomhet har ressurser, kompetanse eller evner som gir dem et konkurransefortrinn. Vi kan dekomponere driftsfordelen inn i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel, som kan utledes ved bruk av formel 8-6:

$$\text{Driftsfordel} = \underbrace{(ndr_B - ndk_B)}_{\text{Bransjefordel}} + \underbrace{(ndr - ndr_B)}_{\text{Ressursfordel}} + \underbrace{(ndr_B - ndk)}_{\text{Gearingfordel}} + \underbrace{(ndr - ndk) * (nfgg - mig)}_{\text{Gearingfordel}}$$

$ndr$  = Netto driftsrentabilitet

$ndk$  = Netto driftskrav

$nfgg$  = Netto Finansiell gjeldsgrad

$mig$  = minoritetsgrad

**Formel 8-6:** Driftsfordel (Knivsflå, 2023k).

De to første komponentene i formelen, bransjefordel og ressursfordel, er også omtalt som strategisk ressursfordel og kan uttrykkes som følgende i formel 8-7:



$$\text{Ren driftsfordel} = \text{Netto driftsrentabilitet} - \text{Netto driftskrav}$$

**Formel 8-7:** Ren driftsfordel (Knivsflå, 2023k).

Strategisk driftsfordel oppstår når en organisasjon oppnår høyere produktivitet, lavere kostnader eller bedre kvalitet gjennom effektiv drift og ressursutnyttelse. Denne fordelten er imidlertid ikke nødvendigvis varig eller unik. I tabell 8-4 har vi beregnet strategisk ressursfordel for Grieg Seafood i analyseperioden. Vi bruker netto driftsrentabilitet fra kapittel 6.2.2 og netto driftskrav fra kapittel 7.4.2 i beregningen.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	
Netto driftsrentabilitet	32,78 %	20,26 %	21,03 %	17,65 %	5,48 %	7,14 %	21,90 %	14,88 %
- Netto driftskrav	5,04 %	5,46 %	5,77 %	5,54 %	4,75 %	5,60 %	6,58 %	5,65 %
= Strategisk driftsfordel	27,75 %	14,80 %	15,27 %	12,12 %	0,73 %	1,54 %	15,33 %	9,23 %

**Tabell 8-4:** Strategisk driftsfordel til Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Vi ser av tabell 8-4 at Grieg Seafood har hatt en positiv driftsfordel gjennom hele analysen, men med en betydelig nedgang under koronapandemien. Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje som reagerer på konjunktursvingninger både i det internasjonale markedet og i det norske markedet. Det er derfor ikke urimelig at det er svingninger i den strategiske driftsfordelen. Videre skal vi dekomponere fordelten ytterligere i henhold til formel 8-6. Vi antar at den største andelen av den strategiske fordelten vil komme fra driften, på grunn av kredittmarkedet i Norge er effektivt med regulerte lånemarkeder. I tillegg er Norge et land med høy kredittverdighet, noe som gjør det lettere og billigere for selskaper og skaffe finansiering. Dermed kan man anta at en eventuell finansieringsfordel vil være begrenset. Det er også verdt å merke seg at når driftsfordelen dekomponeres så vil det vektete gjennomsnittet bli feil, mens verdiene for hvert enkelt år er korrekte.

### 8.2.1 Bransjefordel

En bransjefordel oppstår når netto driftsrentabilitet i en bransje overskrider netto driftskrav. Netto driftsrentabilitet måler hvor effektivt og lønnsomt en bransje genererer inntekter i

forhold til driftskostnadene, mens netto driftskrav representerer den forventede avkastningen (*Knivsflå, 2023k*). Når en bransje har en bransjefordel, betyr det at avkastningen for bransjeutvalget overstiger forventningene. Denne sammenhengen kan formuleres på følgende måte i formel 8-8:

$$\text{Bransjefordel} = ndr_{\text{Bransjen}} - ndk_{\text{Bransjen}}$$

$$ndr_{\text{Bransjen}} = \text{Netto driftsrentabilitet}$$

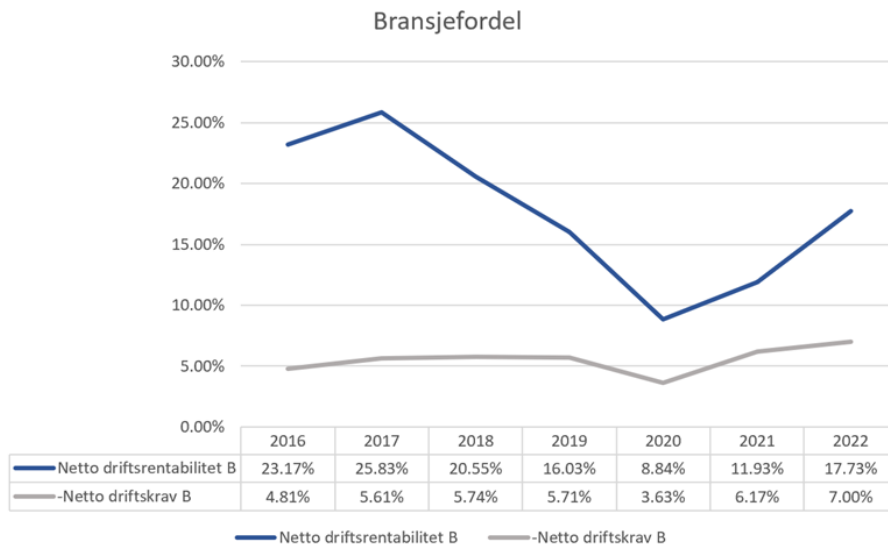
$$ndk_{\text{Bransjen}} = \text{Netto driftskrav}$$

**Formel 8-8:** *Bransjefordel (Knivsflå, 2023k).*

Vi antar her at driftskravet for bransjen er tilnærmet likt netto driftskrav for Grieg Seafood. Først og fremst opererer Grieg Seafood innenfor oppdrettsbransjen, hvor de generelle driftsforholdene og kravene er relativt like for de ulike aktørene. Dette inkluderer behovet for å opprettholde tilstrekkelig likviditet for å dekke løpende driftskostnader, investeringer i driftsmidler og håndtering av sesongmessige svingninger. Siden Grieg Seafood er en stor aktør i markedet og vi ser at bransjen blir preget av samme type svingninger, legger vi denne til grunn for bransjesnittet. Det er viktig å merke seg at individuelle forskjeller kan forekomme, men at dette kan gi oss et overordnet bilde av bransjefordelen. I tabell 8-5 er beregnet bransjefordel i analyseperioden presentert, og figur 8-2 illustrerer fordelen.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet B	23,17 %	25,83 %	20,55 %	16,03 %	8,84 %	11,93 %	17,73 %	15,29 %
- Netto driftskrav B	5,04 %	5,46 %	5,77 %	5,54 %	4,75 %	5,60 %	6,58 %	5,65 %
<b>= Bransjefordel</b>	<b>18,13 %</b>	<b>20,36 %</b>	<b>14,78 %</b>	<b>10,49 %</b>	<b>4,10 %</b>	<b>6,32 %</b>	<b>11,15 %</b>	<b>9,64 %</b>

**Tabell 8-5:** *Bransjefordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2016-2022 (egenprodusert).*



**Figur 8-2:** Bransjefordel for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

I figur 8-2 ser vi bransjefordelen illustrert ved at netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskrav. Videre i neste kapittel skal vi se nærmere på hvordan Grieg Seafood utnytter sine interne ressurser, ved å beregne intern ressursfordel ved bruk av formel 8-6 som viser dekomponert driftsfordel.

## 8.2.2 Ressursfordel

Et selskaps ressursfordel er det som skiller selskapets rentabilitet fra resten av bransjen. Dersom rentabiliteten til Grieg Seafood overstiger bransjesnittet vil selskapet ha en ressursfordel, og i motsatt tilfelle en ressursulempet (Knivsflå, 2023j). Vi kan uttrykke ressursfordel ved formel 8-9:

$$\text{Ressursfordel drift} = (ndm - ndm_{\text{Bransjen}}) * onde + ndm_{\text{Bransje}} * (onde - onde_{\text{Bransje}})$$

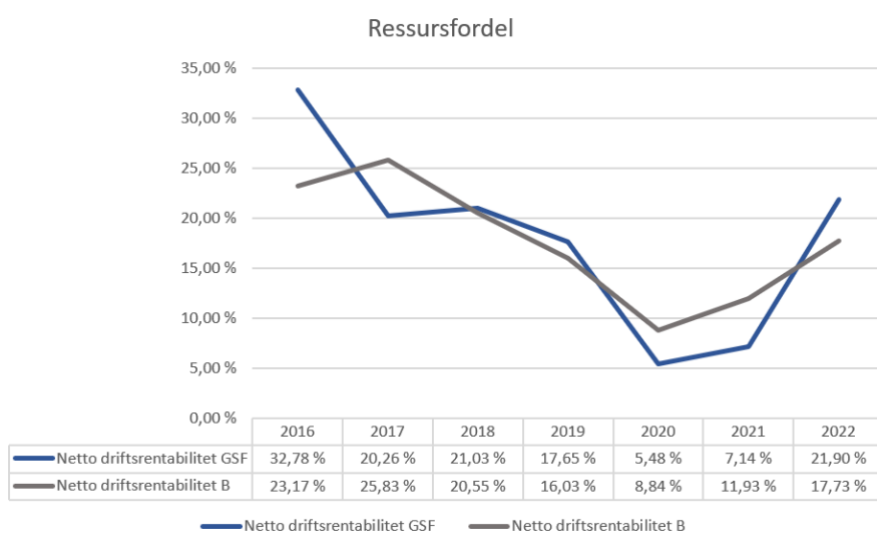
**Formel 8-9:** Ressursfordel fra drift (Knivsflå, 2023j).

I det foregående delkapittel la vi til grunn at bransjens netto driftskrav er det samme som Grieg Seafood sitt netto driftskrav. Vi vil derfor kun drøfte ressursfordelen som kommer fra

rentabilitet, fordi vi har forutsatt at netto driftskrav er likt. Tabell 8-6 oppsummerer Grieg Seafood sin ressursfordel og ulempe fra drift i analyseperioden, også presentert i figur 8-3:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet GSF	32,78 %	20,26 %	21,03 %	17,65 %	5,48 %	7,14 %	21,90 %	14,88 %
- Netto driftsrentabilitet B	23,17 %	25,83 %	20,55 %	16,03 %	8,84 %	11,93 %	17,73 %	15,29 %
= Ressursfordel	9,62 %	-5,56 %	0,49 %	1,62 %	-3,37 %	-4,78 %	4,17 %	-0,41 %

**Tabell 8-6:** Ressursfordel for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).



**Figur 8-3:** Ressursfordel Grieg Seafood perioden 2016-2022 (egenprodusert).

For å ytterligere undersøke Grieg Seafood sin ressursfordel og ulempe overfor bransjen i analyseperioden, har vi valgt å benytte oss av en DuPont-analyse. Her deles de interne ressursene inn i en marginfordel, som viser bedriftens evne til å generere overskudd i forhold til driftsinntektene. Videre forteller omløpsfordelen oss om virksomhetens effektivitet, ved at en måler inntekter generert per krone investert. Formel 8-10 illustrerer komponentene i ressursfordelen fra drift.

$$\text{Ressursfordel drift} = (\text{ndm} - \text{ndm}_{\text{Bransjen}}) * \text{onde} + \text{ndm}_{\text{Bransje}} * (\text{onde} - \text{onde}_{\text{Bransje}})$$

$$(\text{ndm} - \text{ndm}_{\text{Bransjen}}) * \text{onde} = \text{Marginfordel}$$

$$\text{ndm}_{\text{Bransje}} * (\text{onde} - \text{onde}_{\text{Bransje}}) = \text{Omløpsfordel}$$

$$\text{onde} = \text{Omløpshastighet netto driftseiendeler}$$

$$\text{ndm} = \text{Netto driftsmargin}$$

**Formel 8-10:** Ressursfordel drift dekomponert i marginfordel og omløpsfordel (Knivsflå, 2023j).

I det følgende skal vi se nærmere på de to komponentene i modellen for å vurdere om Grieg Seafood har en ressursfordel eller ulempe.

### Marginfordel

Marginfordel i DuPont-analysen viser hvor effektivt en bedrift klarer å generere overskudd i forhold til driftsinntektene. I tabell 8-7 har vi beregnet marginfordelen for Grieg Seafood i analyseperioden:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Netto driftsmargin	16,15 %	11,52 %	13,29 %	19,42 %	7,37 %	9,59 %	21,15 %	13,81 %
- Netto driftsmargin B	15,44 %	18,49 %	16,56 %	14,23 %	9,22 %	11,60 %	16,75 %	13,71 %
= Uvektet marginfordel	0,71 %	-6,96 %	-3,27 %	5,19 %	-1,85 %	-2,01 %	4,40 %	0,11 %
* onde	2,00	1,76	1,58	0,91	0,74	0,74	1,04	1,03
= Vektet marginfordel	1,42%	-12,24%	-5,18%	4,72%	-1,38%	-1,50%	4,56%	0,11 %

**Tabell 8-7:** Marginfordel Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Av tabell 8-7 ser vi Grieg Seafood sin årlige marginfordel og ulempe i forhold til bransjen i analyseperioden. Vi ser at selskapet hadde en større ulempe i årene 2017 og 2018, men at trenden har økt de siste årene. For å undersøke hvilke resultatelementer som påvirker marginfordelen har vi utført en “common-size”-resultatanalyse i tabell 8-8. Denne metoden gjør det lettere å sammenligne og vurdere ulike kostnadskomponenter i forhold til driftsinntektene. Vi kan sammenligne kostnadsstrukturen vår med bransjesnittet over analyseperioden for å avdekke om kostnadsdelene har endret seg over tid eller om de generelt skiller seg fra bransjesnittet. I tabell 8-8 har vi presentert resultatpostene som en prosentandel

av driftsinntektene. Dette gjør det mulig å sammenligne Grieg Seafood sine resultatposter mot bransjesnittet. Analysen fremgår av tabell 8-8 og 8-9 under:

Grieg Seafood	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Tidsvektning	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Varekostnad	46,61 %	51,03 %	48,43 %	28,96 %	34,90 %	34,71 %	27,92 %	35,26 %
Lønnskostnader	7,34 %	6,86 %	7,19 %	10,32 %	11,32 %	12,37 %	9,67 %	10,23 %
Andre driftskostnader	22,65 %	24,50 %	24,20 %	29,45 %	36,09 %	32,71 %	29,01 %	30,37 %
Avskrivninger	2,74 %	2,86 %	3,13 %	6,43 %	8,36 %	8,05 %	6,27 %	6,49 %
Driftsresultat fra egen virksomhet	20,66 %	14,76 %	17,04 %	24,85 %	9,33 %	12,17 %	27,13 %	17,65 %
Driftsrelatert skatt	4,52 %	3,23 %	3,73 %	5,43 %	2,04 %	2,54 %	6,27 %	3,92 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	16,14 %	11,53 %	13,32 %	19,42 %	7,29 %	9,62 %	20,86 %	13,74 %
Netto resultat fra TS	0,01 %	-0,01 %	-0,03 %	0,00 %	0,08 %	-0,03 %	0,29 %	0,08 %
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>16,15 %</b>	<b>11,52 %</b>	<b>13,29 %</b>	<b>19,42 %</b>	<b>7,37 %</b>	<b>9,59 %</b>	<b>21,15 %</b>	<b>13,81 %</b>

**Tabell 8-8:** "Common-size"-analyse for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Bransjen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Tidsvektning	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Varekostnad	53,56 %	50,01 %	50,02 %	50,81 %	53,45 %	53,41 %	45,94 %	50,79 %
Lønnskostnader	10,58 %	11,19 %	11,52 %	12,34 %	13,35 %	12,72 %	12,12 %	12,36 %
Andre driftskostnader	14,78 %	13,01 %	15,08 %	13,87 %	14,82 %	14,16 %	14,94 %	14,52 %
Avskrivninger	3,49 %	3,56 %	3,73 %	5,91 %	7,29 %	6,99 %	6,46 %	6,14 %
Driftsresultat fra egen virksomhet	17,59 %	22,23 %	19,66 %	17,07 %	11,09 %	12,73 %	20,53 %	16,20 %
Driftsrelatert skatt	3,89 %	4,90 %	4,39 %	3,78 %	2,33 %	2,49 %	4,52 %	3,47 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	13,69 %	17,32 %	15,27 %	13,28 %	8,75 %	10,24 %	16,02 %	12,72 %
Netto resultat fra TS	1,74 %	1,16 %	1,23 %	0,95 %	0,46 %	1,36 %	0,73 %	0,98 %
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>15,44 %</b>	<b>18,49 %</b>	<b>16,50 %</b>	<b>14,23 %</b>	<b>9,22 %</b>	<b>11,60 %</b>	<b>16,75 %</b>	<b>13,70 %</b>

**Tabell 8-9:** "Common-size"-analyse for bransjesnittet i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

I denne analysen er det samlepostene som er viktig, for det kan variere mellom bransjene hva som inngår i de ulike resultatpostene, mens det stilles krav til hva som kan inkluderes i de ulike samlepostene.

Tabell 8-8 og 8-9 viser at Grieg Seafood oppnår et driftsresultat fra egen virksomhet på 17,65% mot bransjen på 16,20%. Dette kan tilskrives at Grieg Seafood har hatt økende salgsinntekter og reduserte varekostnader, mens bransjesnittet sine varekostnader ligger stabilt på rundt 50%. Vi ser imidlertid at Grieg Seafood har en betydelig høyere post når det gjelder «andre driftskostnader». Ifølge årsrapportene til de ulike aktørene kan det tilskrives at Grieg Seafood er den eneste aktøren i bransjeutvalget som inkluderer en del av produksjonskostnadene i denne posten, og at det i 2022 alene utgjorde 647 millioner kroner

(Grieg Seafood, 2022a). Som nevnt tidligere er det imidlertid samleposten som er viktigst i denne analysen, og her ser vi at Grieg Seafood har en marginfordel.

Vi ser imidlertid at forskjellene jevnes ut når vi inkluderer resultatet fra tilknyttede selskaper, som refererer til selskaper som er relatert til hovedselskapet gjennom eierandel, samarbeidsavtaler eller andre former for tilknytning. Disse selskapene kan være datterselskaper, felleskontrollerte selskaper eller tilknyttede selskaper. Vi ser her at bransjeutvalget har et større resultat fra tilknyttede selskaper, som kan tilskrives at Grieg Seafood har lite verdier tilknyttet minoritetsandeler. Dette er ikke nødvendigvis noe negativt, og kan like gjerne være et strategisk valg fra Grieg Seafood. Totalt sett ser vi at Grieg Seafood har prestert tilnærmet lik bransjesnittet, men har vært preget av periodevis svingninger.

### Omløpsfordel

Neste element i DuPont-modellen er omløpsfordel, som er et mål på effektivitet og viser selskapets evner til å skape inntekter per krone investert (Knivsflå, 2023k). Oppdrettsbransjen har generelt sett en høy omløpshastighet på grunn av behovet for effektiv logistikk og distribusjon, for å sikre at fisken når markedet mens den fortsatt er fersk. Omløpsfordelen kan beregnes ved bruk av formel 8-11. Vektet omløpsfordel presenteres videre i tabell 8-10.

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B$$

**Formel 8-11:** Omløpsfordel (Knivsflå, 2023k).

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
Onde	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	1,03
- Onde B	2,00	1,76	1,58	0,91	0,74	0,74	1,04	1,03
= Uvektet omløpsfordel	1,47	1,40	1,24	1,13	0,96	1,03	1,06	1,09
* Netto driftsmargin B	0,53	0,36	0,34	-0,22	-0,22	-0,28	-0,02	-0,06
= Vektet omløpsfordel	15,44 %	18,49 %	16,56 %	14,23 %	9,22 %	11,60 %	16,75 %	13,71 %
	8,20 %	6,68 %	5,67 %	-3,09 %	-1,99 %	-3,29 %	-0,39 %	-0,31 %

**Tabell 8-10:** Vektet omløpsfordel til Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Vi ser av tabell 8-10 at Grieg Seafood har oppnådd en høyere omløpsfordel sammenlignet med bransjen de fire første årene i analyseperioden, etterfulgt av en avtakende trend. Denne nedgangen kan forklares ved lavere laksepriser under koronapandemien, som resulterte i

reduerte driftsinntekter og dermed også en lavere omløpshastighet. Tidligere har vi også bemerket at Grieg Seafood lå under bransjesnittet i aksjekursutviklingen under pandemien, som kan reflekteres i periodens resultater og dermed i omløpsulempen de siste årene. Videre har Grieg Seafood solgt avdelingen på Shetland i 2021 og etablert en avdeling på Newfoundland som genererte inntekter for første gang i 2022, som gir antydninger om at produksjonen vil stige ytterligere i årene fremover. Disse strategiske beslutningene kan dermed også ha påvirket omløpsulempen de siste årene.

### Oppsummering ressursfordel

Vi har nå beregnet marginalfordelen og omløpsfordelen til Grieg Seafood som til sammen utgjør ressursfordelen. Resultatene fra disse beregningene er oppsummert i tabell 8-11 under:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	
Marginalfordel	1,42 %	-12,24 %	-5,18 %	4,72 %	-1,38 %	-1,50 %	4,56 %	0,11 %
+ Omløpsfordel	8,20 %	6,68 %	5,67 %	-3,09 %	-1,99 %	-3,29 %	-0,39 %	-0,31 %
= Ressursfordel	9,62 %	-5,56 %	0,49 %	1,62 %	-3,37 %	-4,78 %	4,17 %	-0,41 %

**Tabell 8-11:** Ressursfordel for Grieg Seafood over analyseperioden (egenprodusert).

### 8.2.3 Gearingfordel

En gearingfordel er den siste av de tre komponentene i beregningen av Grieg Seafood sin totale driftsfordel. Gearingfordel oppstår når et selskap har en høyere avkastning på investeringene enn kostnaden ved å skaffe finansiering gjennom gjeld (*Knivsflå, 2023j*). Med andre ord kan selskapet tjene mer på å bruke gjeldsfinansiering enn det koster å betjene gjelden. En høy gearingfordel kan være positivt for aksjonærene, da det kan bidra til å øke avkastningen på egenkapitalen. Samtidig kan en høy gjeldsandel også øke selskapets finansielle risiko og gjøre de mer sårbare for konjunktursvingninger. Gearingfordel kan utledes ved bruk av formel 8-12:



$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * \text{gearing}$$

$$\text{gearing} = \text{nfgg} + \text{mig}$$

*ndr* = Netto driftsrentabilitet

*ndk* = Netto driftskrav

*nfgg* = Netto finansiell gjeldsgrad

*mig* = minoritetsgrad

**Formel 8-12:** Gearingfordel (Knivsflå, 2023j).

I tabell 8-12 har vi beregnet Gearingfordel for Grieg Seafood i analyseperioden:

	2016 5 %	2017 5 %	2018 10 %	2019 10 %	2020 20 %	2021 25 %	2022 25 %	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	32,78 %	20,26 %	21,03 %	17,65 %	5,48 %	7,14 %	21,90 %	14,88 %
- Netto driftskrav	5,04 %	5,46 %	5,77 %	5,54 %	4,75 %	5,60 %	6,58 %	5,65 %
= Ren driftsfordel	27,75 %	14,80 %	15,27 %	12,12 %	0,73 %	1,54 %	15,33 %	9,23 %
* Gearing	65,71 %	51,63 %	59,39 %	48,97 %	-264 %	18,47 %	34,99 %	-22,73 %
= Gearingfordel drift	18,23 %	7,64 %	9,07 %	5,93 %	-1,93 %	0,28 %	5,36 %	3,82 %

**Tabell 8-12:** Gearingfordel for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

En gearingfordel i årene i analyseperioden stemmer godt overens med virkeligheten, ved at markedet lenge har vært preget av lave renter og stigende laksepriser. Med unntak av 2020 der det var både fallende priser og etterspørsel etter laks. Som følge av dette har Grieg Seafood kunne ta opp mer lån og skapt merverdier. Selv om dette er en gearingfordel er det imidlertid verdt å merke seg at økt gjeldsfinansiering også øker risikoen tilknyttet selskapet og følgelig avkastningskravene.

## 8.2.4 Oppsummering av driftsfordel

Vi har nå vurdert hvilken andel av Grieg Seafood sin strategiske fordel som kommer fra driften ved å dekomponere driftsfordelen inn i bransjefordel og ressursfordel, der sistnevnte har blitt ytterligere dekomponert inn i marginfordel, omløpsfordel og gearingfordel. I tabell 8-13 er ressursfordelen til Grieg Seafood oppsummert:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	
Bransjefordel	18,13 %	20,36 %	14,78 %	10,49 %	4,10 %	6,32 %	11,15 %	9,64%
+ Ressursfordel	9,62 %	-5,56 %	0,49 %	1,62 %	-3,37 %	-4,78 %	4,17 %	-0,41%
= Strategisk Driftsfordel	27,76 %	14,80 %	15,27 %	12,12 %	0,73 %	1,54 %	15,33 %	9,23%
+ Gearing	18,23 %	7,64 %	9,07 %	5,93 %	-1,93 %	0,28 %	5,36 %	3,82%
= Driftsfordel	45,99 %	22,44 %	24,34 %	18,05 %	-1,20 %	1,82 %	20,69 %	13,05%

**Tabell 8-13:** Driftsfordel til Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Vi har nå vurdert hvilken andel av Grieg Seafood sin strategiske fordel som kommer fra driften og skal i det følgende vurdere den andre kilden til en strategisk fordel, som er en finansieringsfordel. Etter vi har vurdert fordeler og ulemper ved Grieg Seafood sin finansiering, skal vi oppsummere den strategiske fordelten til Grieg Seafood.

### 8.3 Finansieringsfordel

Finansieringsaktivitetene til et selskap kan ha strategiske fordeler eller ulemper på lik linje med de driftsrelaterte aktivitetene. En finansieringsfordel oppstår når selskapet kan oppnå lavere gjeldskostnader enn renten på gjelden eller når minoritetskravet er lavere enn minoritetsrenten. Selv om finansieringsfordel ofte har et kortsiktig perspektiv, gir fordelten øyeblikkelig gevinst som har potensial til å forsterke selskapets økonomiske situasjon på sikt. I denne delen av lønnsomhetsanalysen skal vi identifisere kilden til en slik fordel eller ulempe ved å analysere selskapets finansielle gjeld og minoritetsinteresser. Finansieringsfordelen kan uttrykkes ved formel 8-13:

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

*nfgk* = Netto finansielt gjeldskrav

*nfgr* = Netto finansiell gjeldsrente

*nfgg* = Netto finansiell gjeldsgrad

*mik* = Minoritetskrav

*mir* = minoritetsrente

*mig* = minoritetsgrad

**Formel 8-13:** Finansieringsfordel (Knivsflå, 2023j).

Videre skal vi først avdekke om Grieg Seafood har en finansieringsfordel knyttet til deres finansielle gjeld. Deretter vil vi se videre på fordeler eller ulemper knyttet til minoritetsinteresser. Hensikten med analysen er å få et overblikk over selskapets finansieringsstruktur og identifisere hva som påvirker selskapets strategiske fordel, som vi identifiserte i tabell 8-1 der vi beregnet superrentabiliteten til egenkapitalen.

### 8.3.1 Netto finansiell gjeld

Som følger av at dagens kapitalmarkeder er preget av effektiv informasjonsflyt og begrenset asymmetri, antar vi ikke at det vil foreligge noe vesentlig finansieringsfordel og at fordelene knyttet til netto finansiell gjeld er tilnærmet lik null. Beregningen av finansieringsfordel som er tilknyttet finansiell gjeld vil være relatert til første ledd av formel 8-14, og kan dekomponeres på følgende måte:

$$\text{Finansieringsfordel til Finansiell gjeld} = (f_{gk} - f_{gr}) * f_{gg} + (f_{er} - f_{ek}) * f_{eg}$$

$f_{gk}$  = Finansielt gjeldskrav

$f_{gr}$  = Finansiell gjeldsrente

$f_{gg}$  = Finansiell gjeldsgrad

$f_{er}$  = Finansiell eiendelsrentabilitet

$f_{ek}$  = Finansielt eiendelskrav

$f_{eg}$  = Finansiell eiendelsgrad

**Formel 8-14:** *Finansieringsfordel tilknyttet finansiell gjeld (Knivsflå, 2023j).*

Første del av formelen beregner differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsrente, og multipliserer dette med finansiell gjeldsgrad. Dette representerer den potensielle fordelene knyttet til å ha lavere gjeldskostnader enn gjeldsrenten. Deretter beregnes differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav, som multipliseres med finansiell eiendelsgrad. Dette tar hensyn til den potensielle fordelene knyttet til å oppnå en høyere avkastning på finansielle eiendeler enn det kravet er. Samlet sett gir formelen en kvantitativ måling av den totale finansieringsfordelen som kan oppnås gjennom optimal bruk av finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Vi benytter oss av finansielle tall siden selskapet ikke hadde noe nettoinntekt. For å oppnå en bedre oversikt over finansieringsfordelen knyttet til kostnader på finansiell gjeld og fordeler ved høyere avkastning enn krav på finansielle

eiendeler, har vi valgt å dele de to leddene i formelen i separate tabeller. I tabell 8-14 er finansieringsfordelen til finansiell gjeld for Grieg Seafood i analyseperioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	2,21 %
- Finansiell gjeldsrente	0,04	0,02	0,03	0,03	0,03	0,05	0,05	4,05 %
* Finansiell gjeldsgrad	88,62 %	62,06 %	62,21 %	52,59 %	64,70 %	65,47 %	51,89 %	61,29 %
= Finansieringsfordel FG	-1,81 %	-0,21 %	-0,22 %	-0,31 %	-1,18 %	-2,10 %	-0,96 %	-1,13 %

**Tabell 8-14:** Finansieringsfordel til finansiell gjeld for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Vi ser at gjeldsrenten overskrider kapitalkostnaden i analyseperioden, som betyr at Grieg Seafood har en ulempe knyttet opp mot sin finansielle gjeld. Dette kan tilskrives at betydelige deler av gjelden har vært knyttet opp mot euro og kanadisk valuta, som har vært lite hensiktsmessig på grunn av den betydelige svekkede kronekursen. Imidlertid har ulempen blitt forminsknet i 2022, som kan være et resultat av at Grieg Seafood har refinansiert betydelige deler av gjelden sin (*Grieg Seafood, 2022a*). Videre utstedte selskapet grønne obligasjoner for 1,5 milliarder kroner i 2020, og slike lån har vanligvis en høyere likviditetspremie.

Videre skal vi beregne tilsvarende for finansielle eiendeler, presentert i tabell 8-15:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,02	0,04	0,08	0,03	0,00	0,00	0,00	1,40 %
- Finansielt eiendelskrav	0,01	0,01	0,01	0,01	0,05	0,01	0,02	2,14 %
* Finansiell eiendelsgrad	22,67 %	14,23 %	6,54 %	4,92 %	28,31 %	33,29 %	21,03 %	22,23 %
= Finansieringsfordel FE	0,01 %	0,03 %	0,10 %	0,02 %	-0,22 %	-0,01 %	-0,05 %	-0,16 %

**Tabell 8-15:** Finansieringsfordel til finansiell gjeld for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Vi ser av tabell 8-15 at Grieg med veldig små marginer har en finansieringsfordel de første fire årene av analyseperioden, med en negativ trend fra og med koronapandemien inntraff. Det er imidlertid svært små marginer, og er ikke av stor betydning. I tabell 8-16 vises netto finansiell gjeldsfordel samlet for Grieg Seafood over analyseperioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Finansieringsfordel FG	-1,81 %	-0,21 %	-0,22 %	-0,31 %	-1,18 %	-2,10 %	-0,96 %	-1,15 %
+ Finansieringsfordel FE	0,01 %	0,03 %	0,10 %	0,02 %	-0,22 %	-0,01 %	-0,05 %	-0,04 %
<b>= Netto finansiell gjeldsfordel</b>	<b>-1,80 %</b>	<b>-0,18 %</b>	<b>-0,12 %</b>	<b>-0,29 %</b>	<b>-1,39 %</b>	<b>-2,11 %</b>	<b>-1,01 %</b>	<b>-1,20 %</b>

**Tabell 8-16:** Netto finansiell gjeldsfordel for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Vi ser av det vektete snittet at netto finansiell ulempe tilsvarende -1,15%, og at mesteparten ulempen er tilknyttet finansiell gjeld. Fra tabell 8-16 ser vi at Grieg Seafood har hatt en finansieringsulempe hele analyseperioden, og at nesten hele ulempen er tilknyttet til finansiell gjeld. Videre ser vi at netto finansiell ulempe økte i 2021 som kan grunne i svak kronekurs og store utenlandske lån, i tillegg til det grønne obligasjonslånet som ble utstedt i 2020 på 1,5 milliarder norske kroner. En netto finansiell gjeldulempe på -1,01% er imidlertid ikke en betydelig andel, som samsvarer med forventningene.

### 8.3.2 Minoritetsinteresser

Det andre leddet i formelen for finansieringsfordeling relaterer seg til minoritet. En minoritetsfordel oppstår ved at avkastningskravet er høyere enn rentabiliteten. Dette betyr at minoriteten også må bære eventuelle økonomiske tap som er tilknyttet datterselskapene. Vi forventer heller ikke noe vesentlig fordel her da Grieg Seafood historisk har hatt en lavere andel minoritet enn bransjen for øvrig, og fra og med 2020 hadde de ikke minoritetsinteresser i det hele tatt. Tabell 8-17 oppsummerer minoritetsfordelen til Grieg Seafood i analyseperioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Minoritetskrav	9,20 %	8,83 %	9,55 %	9,10 %	9,86 %	8,28 %	9,64 %	9,22 %
- Minoritetsrentabilitet	1,443	0,874	0,720	0,630	1,726	0,000	0,000	0,596
* Minoritetsgrad	1,28 %	1,29 %	1,13 %	1,14 %	0,35 %	0,00 %	0,00 %	0,43 %
<b>= Finansieringsfordel MI</b>	<b>-1,73 %</b>	<b>-1,02 %</b>	<b>-0,71 %</b>	<b>-0,61 %</b>	<b>-0,57 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>-0,21 %</b>

**Tabell 8-17:** Finansieringsfordel minoritetsinteresser for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Vi ser fra tabell 8-17 at det har vært en finansieringsulempe tilknyttet Grieg Seafood sine minoritetsinteresser i årene det var aktuelt. De siste årene har ikke selskapet hatt minoritetsinteresser og dermed heller ikke en fordel eller ulempe tilknyttet minoriteter.

## 8.4 Oppsummering av Grieg Seafood sin strategiske eierfordel

I dette kapittelet har vi analysert lønnsomheten til Grieg Seafood basert på historiske regnskapstall fra kapittel 5 og de estimerte historiske avkastningskravene fra kapittel 7. Vi identifiserte i kapittel 8.1 at Grieg Seafood hadde en strategisk fordel, også kalt superrentabilitet til egenkapitalen, de fleste årene i analyseperioden med unntak av 2020 og 2021. Vi har deretter dekomponert denne fordelen inn i driftsfordel og finansieringsfordel for å undersøke hva som er opphavet til denne strategiske fordelen. Oppsummeringen presenteres i tabell 8-18.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Bransjefordel	18,13 %	20,36 %	14,78 %	10,49 %	4,10 %	6,32%	11,15 %	9,64 %
+ Ressursfordel	9,62 %	-5,56 %	0,49 %	1,62 %	-3,37 %	-4,78 %	4,17 %	-0,41 %
= Strategisk driftfordel	27,75 %	14,80 %	15,27 %	12,12 %	0,73 %	1,54 %	15,33 %	9,23 %
+ Gearing	18,23 %	7,64 %	9,07 %	5,93 %	-1,93 %	0,28 %	5,36 %	3,82 %
= Driftsfordel	45,98 %	22,44 %	24,34 %	18,05 %	-1,20 %	1,82 %	20,68 %	13,05 %
+ Finansieringsfordel	-3,53 %	-1,20 %	-0,82 %	-0,90 %	-1,96 %	-2,11 %	-1,01 %	-1,58 %
= <b>Strategisk fordel</b>	<b>42,45 %</b>	<b>21,24 %</b>	<b>23,51 %</b>	<b>17,15 %</b>	<b>-3,16 %</b>	<b>-0,29 %</b>	<b>19,68 %</b>	<b>11,47 %</b>

**Tabell 8-18:** Oppsummering av strategisk fordel for Grieg Seafood i perioden 2016 - 2022 (egenprodusert).

Innføringen av grunnrenteskatt i oppdrettsbransjen skyldes at næringen som helhet har opplevd ekstraordinære avkastninger de siste tiårene. I kapittel 4 fant vi ikke tilstrekkelig grunnlag for å konkludere med at Grieg Seafood har noen strategiske fordeler over konkurrentene sine. Videre nevnte vi også tidligere i dette kapittelet at vi ikke forventet at en eventuell finansieringsfordel ville være av stor betydning, ettersom kredittmarkedene i Norge er regulatorisk regulert og preget av effektiv informasjonsflyt. Vi forventet derfor at mesteparten av Grieg Seafood sin strategiske fordel som vi identifiserte i kapittel 8.1 ville komme fra en bransjefordel, som, betyr at det er en fordel hele bransjen nyter godt av. Fra tabell 8-18 ser vi at 9,64% (ca. 80% av den strategiske fordelen) kommer fra en bransjefordel, mens resten kommer fra en gearingfordel. Disse funnene stemmer godt overens med våre tidligere beregninger og vurderinger. Videre i kapittel 9, skal vi utarbeide fremtidsregnskapet for Grieg Seafood, som vil bygge på lønnsomhetsanalysen vi nettopp har gjennomført.

---

## 9. Fremtidsregnskap

I del tre av den fundamentale verdsettelsen skal vi utarbeide et fremtidsregnskap og fremtidskrav for Grieg Seafood. Utarbeidelsen skal skje på bakgrunn av innsikt tilegnet fra den strategiske regnskapsanalysen som ble gjennomført fra kapittel 4 til kapittel 8. Utgangspunktet for tallene i fremtidsregnskapet vil basere seg på regnskapsanalysen i kapittel 5. Fremtidsregnskapet skal videre brukes til den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11 (*Knivsflå, 2023l*).

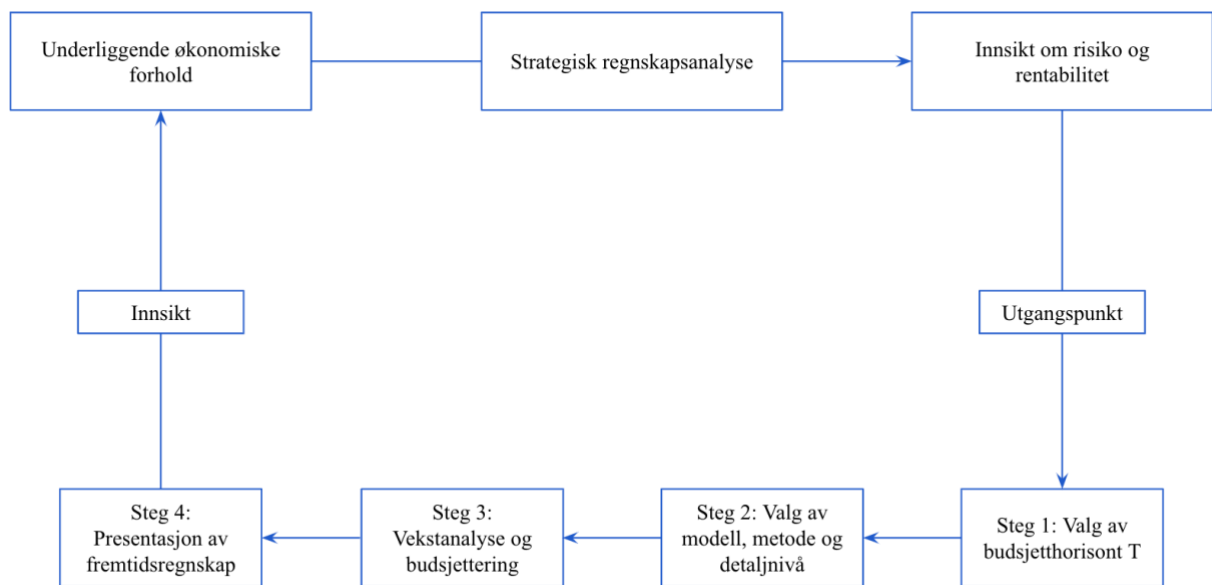
Vi skal følgelig i dette kapittelet prognostisere et fremtidsregnskap for å avdekke hvilke effekter grunnrenteskatten vil ha på verdien til Grieg Seafoods egenkapital. For å kunne lage de beste prognosene er det nødvendig å skille mellom inntekter og kostnader som inkluderes i grunnrenteinntekten, og de inntekter og kostnader som holdes utenfor. Som følge av at kontantstrømmer fra utlandet ikke beskattes, må det også skilles mellom kostnader og inntekter for virksomhet i Norge og utlandet. Som tidligere nevnt i kapittel 2 skal skatten utformes som en kontantstrømskatt og vil dermed redusere overskuddet fra kontantstrømmene til virksomhetene. Verdiene som kommer fra produksjon i sjø skal beskattes, mens investeringene som blir gjort i den samme fasen skal det tas fradrag for. Det er derfor viktig å fremskrive kontantstrømmer som best mulig kan estimere hvor mye av overskuddet som blir pliktig til grunnrentebeskatning.

I neste delkapittel presenteres først rammeverket som benyttes i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet og de tilhørende stegene blir nærmere beskrevet. Deretter analyseres det fremtidige vekstpotensialet til Grieg Seafood og bransjen basert på den strategiske analysen. Til slutt utarbeides fremtidige kontantstrømmer, som videre skal benyttes i selve verdsettelsen i kapittel 11.

### 9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet skal vi følge Knivsflå (2023l) sitt rammeverk, som er til likhet med Penman (2013) sitt rammeverk. Utgangspunktet for fremtidsregnskapet er den strategiske regnskapsanalysen som ble gjennomført tidligere i oppgaven. Den strategiske regnskapsanalysen baserer seg på de underliggende økonomiske forholdene vi har avdekket, og gjennom analysen skal videre innsikt om fremtidig vekst avdekket (*Knivsflå, 2023l*).

I første steget fastsettes en budsjettthorison T, inn i det som kalles “steady state” hvor budsjett drivere har konstant vekst. Deretter skal historisk vekst analyseres og drift budsjetteres i tredje steg. I dette steget bygges det bro mellom finansregnskapet og framskriving av vekst drivere. Vekst er den viktigste budsjett drivere, hvor grunnlaget baserer seg på driftsinntektsveksten. Budsjetteringen består i seg selv av flere steg. Det fjerde steget i rammeverket består av å presentere fremtidsregnskapet som danner grunnlaget for den senere fundamentale verdivurderingen (*Knivsflå, 2023l*). Rammeverket presenteres i figur 9-1.



**Figur 9-1:** Rammeverk for fremtidsregnskap (fritt etter *Knivsflå, 2023l*).

## 9.2 Valg av budsjettthorison

Det første steget i rammeverket er å velge budsjettthorison. Budsjettthorisonen går fra år 0 til T og videre inn i “steady state” hvor det er stabil utvikling og konstant vekst. Hvor mange år inn i fremtiden man bør budsjettere avhenger av levetiden til selskapet. Dersom selskapet har en endelig levetid bør man budsjettere ut levetiden til det avvikles, og hvis det ikke foreligger planer om avvikling bør man budsjettere et par år inn i “steady state” (*Knivsflå, 2023l*). Det vil også være individuelt for hvert selskap når det vil oppnå “steady state”, og valget av budsjettthorison avhenger videre av kvaliteten på regnskapsføringen. Dersom regnskapsføringen er av lav kvalitet og regnskapet inneholder flere målefeil, bør budsjettthorisonen ta høyde for det og utvides (*Knivsflå, 2023l*).



---

Ifølge Grieg Seafoods årsrapport for 2022 foreligger det forutsetning om fortsatt drift og det finnes ikke grunnlag til å trekke konklusjoner om avvikling. Med periodens høyeste årsresultat og slaktevolumet hittil, har selskapet forventninger om økende vekst også i årene fremover. I 2026 er målet et produksjonsvolum mellom 120 000 - 135 000 tonn, som tilsier en vekst på minst 40% fra 2022 (*Grieg Seafood, 2023a*). Siden bransjen er syklisk, dras det i retning mot en lengre horisont for å få med konjunkturer. Nye teknologiske løsninger og metoder øker også vekstpotensialet. På den andre siden kan ikke veksten være evig, da bransjen nå er moden og strengt regulert, som videre reduserer lengden på budsjettthorisonen. Basert på disse momentene velger vi å sette budsjettthorisonen til syv år, fra 2023 til 2029, hvor 2029 vil være år T. Videre velger vi å budsjettere to år inn i “steady state” med konstant vekst, som da inkluderer årene 2030 (T+1) og 2031 (T+2).

Videre kan det være hensiktsmessig å velge et par budsjettpunkter mellom år 0 og T, dersom man har en konkret antakelse om hva som vil skje med utviklingen til en gitt budsjettdriver på det aktuelle tidspunktet (*Knivsflå, 2023l*). For de første årene i budsjettthorisonen har vi tilgang på informasjon fra årsrapporten om fremtidige planer, slik at vi velger de korte budsjettpunktene til å være 2023 og 2024. Det mellomlange budsjettpunktet vil være i år 2026, da Grieg Seafood har fremlagt en langsiktig styringsstrategi frem til dette året som vi kan basere budsjettdriverne på. Det siste budsjettpunktet vil være terminalåret 2029.

### 9.3 Valg av budsjett drivere og budsjettmodell

Før vi kan velge budsjett drivere og begynne å budsjettere må vi velge budsjettmodell og nærmere bestemt et detaljnivå. Valg av detaljnivå innebærer å velge antall drivere som skal budsjetteres for og således inkluderes i fremtidsregnskapet. Dette avhenger av budsjettthorisonen og graden av usikkerhet fremover. Ved høy usikkerhet bør detaljnivået være lavt for å ikke skape mer støy enn presisjon. Ved en kort budsjettthorison, kan detaljnivået være høyt, da man med mindre usikkerhet i estimatene kan framskrive mer presist med flere budsjett drivere (*Knivsflå, 2023l*). Budsjettthorisonen til Grieg Seafood er satt til syv år, en mellomlang horisont, hvor vi da vil ha fokus på å anvende færre, men essensielle budsjett drivere.

I valg av budsjett drivere har vi valgt å skille mellom inntektsdrivere og kostnadsdrivere. Førstnevnte består av salgpris- og slaktevolum, mens sistnevnte hovedsakelig er drivere tilknyttet produksjonskostnader og andre kostnader. Dette utgjør avskrivninger, finanskostnader, investeringer og arbeidskapital. For resten av regnskapet har vi med budsjett driverne netto driftseiendeler, netto driftsresultat- og margin, netto finansiell gjeld, minoritetsinteresser og netto minoritetsresultat. Det presiseres også at til forskjell fra regnskapsanalysen forutsettes det at fremtidige kontantstrømmer forekommer per 31.12, slik at rentabilitet blir regnet på inngående kapital istedenfor gjennomsnittlig kapital.

Den neste delen av steg to er å velge teknikk for fremskriving. Fremskrivingsteknikk handler om hvordan budsjett driverne skal fremskrives. Utgangspunktet er den historiske utviklingen til driverne som vi har tilegnet oss kunnskap om gjennom den strategiske regnskapsanalysen. Ved å bruke innsikten opparbeidet gjennom analysen skal horisonten deles opp i ulike perioder som baseres på de ulike budsjett punktene. Videre fremskrives lineær forventet utvikling mellom punktene. Det er rimelig å anta at en trend kan fortsette i samme takt en viss tid, men på lengre sikt vil de fleste drivere vende tilbake til gjennomsnittet (*Knivsflå, 2023l*).

En vanlig metode for å hensynta usikkerheten i fremtidsregnskapet er å gjennomføre en scenarioanalyse. Dette innebærer å vurdere utviklingen under ulike scenarier, som for eksempel optimistisk, nøktern eller pessimistisk utvikling (*Knivsflå, 2023l*). En slik fremgangsmåte er imidlertid mer relevant for et oppstartsselskap og ikke et modent selskap som Grieg Seafood. Det er også mer relevant dersom man lager flere budsjetter. På bakgrunn av dette lages det kun ett budsjett basert på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen. For å ta hensyn til usikkerheten som er tilstedeværende legges det senere i oppgaven opp til en sensitivitetsanalyse og en simuleringsanalyse. Disse analysene tar høyde for usikkerheten på en mer effektiv måte og er bedre egnet for å vurdere fremtidig utvikling (*Knivsflå, 2023l*).

## **9.4 Vekstanalyse og budsjettering av fremtidig kontantstrøm**

I dette delkapittelet budsjetteres inntektsdriverne og kostnadsdriverne som ble presenterte i foregående kapittel. Videre utarbeides en fremtidig kontantstrøm som vises i delkapittel 9.5. Dette er steg nummer 3 i rammeverket og er siste del av driftsbudsjetteringen. I steg nummer 4 legges fremtidsregnskapet frem. Alle regnskapstall er i 1000 NOK, mens volum vises i tonn.

### 9.4.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene til Grieg Seafood består hovedsakelig av salgsinntekter fra laks, men de opererer også med andre driftsinntekter. Salgsinntektene beregnes av slaktet volum multiplisert med salgspris, og andre driftsinntekter utgjør solgte biprodukter, som smolt og ensilasje (*Grieg Seafood, 2023a*). Slaktevolum og laksepris er derfor to viktige budsjett drivere, som også gjør driftsinntektene svært følsomme for endringer. Ved beregning av grunnrenteskattepliktig inntekt er det salgsinntekter fra driften som skaper grunnrenten som skal inkluderes. Betydningen av dette er at det kun er inntektene fra salg av laks fra Grieg Seafood sine oppdrettsanlegg i Norge som skal beskattes. I resultatet og kontantstrømmen skal derimot alle driftsinntektene til konsernet med i utarbeidelsen.

Vekst er tilbakevendende til gjennomsnittet “mean reversion”, hvor den vil være høy i noen perioder og lavere i andre perioder. På kort sikt vil veksten avhenge av den generelle økonomiske veksten i samfunnet, veksten i bransjen og hva selskapet kan oppnå basert på interne ressurser. På lang sikt avhenger veksten av makroøkonomiske modeller som folketall, teknologisk utvikling, produksjon og sparing. I “steady state”, hvor det er konstant vekst, kan ikke veksten være høyere enn realvekst i verdensøkonomien inkludert inflasjon (*Damodaran, 2012*). Ifølge Knivsflå (2023l) kan denne veksten estimeres til et rimelig anslag på 3%.

Vekst er i utgangspunktet vekst i endring av kapital, og grunnleggende for kapital er rentabilitet. Rentabiliteten kommer videre frem av resultatet og avkastning på eiendelene. Vekstanalysen starter derfor med budsjett driveren driftsinntektsveksten, som legger grunnlaget for både resultat og kapital. Driftsinntektsveksten kan si noe om hvor stort selskapet blir i fremtiden. Denne driveren er derfor viktig å forstå for den videre budsjetteringen (*Knivsflå, 2023l*). Formelen for driftsinntektsveksten følger av formel 9-1.

$$\text{Driftsinntekter}_t = (1 + \text{driftsinntektsvekst}_t) * \text{driftsinntekter}_{t-1}$$

**Formel 9-1:** Direkte beregning av driftsinntektsvekst ved bruk av driftsinntekter (*Knivsflå, 2023l*).

Videre presenteres den historiske utviklingen til driftsinntektsveksten for Grieg Seafood og bransjen i figur 9-2.

**Figur 9-2:** Historisk utvikling i driftsinntekter for Grieg Seafood og bransjen over analyseperioden 2016-2022 (egenprodusert).

Driftsinntektene til Grieg Seafood og selskaper i oppdrettsbransjen preges som nevnt av lakseprisen og slaktevolum. Figur 9-2 illustrerer at 2016 var et godt år for bransjen, etter et krevende år i 2015. Chile hadde vanskeligheter i 2016, noe som førte til at Norge eksporterte mer laks. En sterk global etterspørsel etter laks og gode salgspriser, førte dermed til høye salgsinntekter. I 2017 økte omsetningen til Grieg Seafood hovedsakelig som følge av økt aktivitet i salgsselskapet. Lakseprisen var noe lavere enn i 2016, men en svak krone førte til god inntjening. Bransjen ligger over med 1,3%, som kan skyldes skjevfordeling av produksjon internt i Grieg Seafood i forhold til de volatile lakseprisene i løpet av året, samtidig som det var vekst i global produksjon.

Året 2018 var et godt år også for både Grieg Seafood og resten av bransjen som følge av økende inntekter. Det globale slaktevolumet økte, med stabile priser gjennom året. Økningen for Grieg Seafood fra året før skyldtes hovedsakelig rekordhøyt slaktevolum i British Columbia og med det økt salg til USA. Videre viser 2019 et bunnpunkt for selskapet, som følge av at virksomheten i Shetland ble balanseført og holdt for salg etter IFRS 5. Regnskapstallene for 2019 ble derfor i 2020 justert deretter, for å være sammenlignbare med regnskapsåret 2020. Noe som igjen viser et stort fall i driftsinntekter, selv om salgsinntekter inkludert fra Shetland var høyere i 2019 enn i 2018. Generelt i bransjen økte slaktevolumet som følge av bedre produksjon tilpasset biologiske utfordringer, mens gjennomsnittsprisen for

året gikk ned for første gang siden starten av analyseperioden.

Unntaksåret 2020 medførte en nedgang i driftsinntekter for hele bransjen. Koronapandemien skapte nedgang i laksepriser og økning på prisene til innsatsfaktorer, mens solgt volum globalt vokste med 4% (*Grieg Seafood, 2021*). Reduksjonen var større for Grieg Seafood enn bransjens gjennomsnitt, hvor hovedårsaken var mindre salg til Europa enn året før og biologiske utfordringer i Finnmark. Solgt volum økte likevel globalt i 2021 også, med en økning i norsk eksport. Økt solgt volum og høyere laksepris førte til økte salgsinntekter for hele bransjen. I 2022 hadde Grieg Seafoods høyeste slaktevolum noensinne, som blant annet skyldes en 40% økning i virksomheten på British Columbia. Videre skyldtes høye gjennomsnittspriser på laks for økningen både i driftsinntekten til Grieg Seafood og resten av bransjen. Gjennomsnittsvest i bransjen for analyseperioden ligger på 7,4%, mens den er 4,9% for Grieg Seafood i samme periode.

Som et alternativ for den direkte budsjetteringen av driftsinntektsveksten, kan man også budsjettere driftsinntektsveksten indirekte ved bruk av omløpet til netto driftseiendeler (onde). En slik alternativ måte foretrekkes da netto driftseiendeler er mer stabile å ta utgangspunkt i enn driftsinntektene (*Penman, 2013*). Formelen for budsjettering av driftsinntektsvekst presenteres i formel 9-2.

$$div_1 = \frac{DI_1 - DI_0}{DI_0} = \frac{onde_1 * NDE_0 - DI_0}{DI_0}$$

**Formel 9-2:** Indirekte beregning av driftsinntektsvekst ved bruk av onde (*Knivsflå, 2023*).

En onde på 1,093 i 2022 gir en driftsinntektsvekst på 33,1% i 2023. Vi kan se av figur 9-2 at driftsinntektsveksten var henholdsvis 5,8% i 2021 og 54,1% i 2022. En vekst på 33,1% i 2023 kan virke noe lavt i forhold til 2022, men veldig høyt i forhold til 2021. På den andre siden var 2022 et unormalt år i analyseperioden med betydelig sterk vekst i både markedet og lakseprisen, som kan være vanskelig å holde på videre. Slaktevolumet og lakseprisen er viktige drivere for inntekten, noe som igjen kan gi en pekepinn på hva driftsinntektsveksten bør settes til. Ifølge Grieg Seafoods årsrapport for 2022 estimeres slaktevolum på 82 000 tonn i 2023, som er en nedgang på 3,2% fra 2022, hvor slaktevolumet var 84 697. Utvikling i historisk

slaktevolum er presentert i tabell 9-1. Den reduserte forventningen er basert på det nye anlegget i Newfoundland og biologiske utfordringer som har oppstått i Finnmark ved årsslutt 2022. Første fisk i Newfoundland forventes å høstes sent 2023.

Tall i tonn sløyd vekt	2016	2017	2018	2019*	2020*	2021*	2022
Totalt slaktevolum	64 727	62 598	74 623	71 700	71 142	75 601	84 697
endring i %	-	-3,3 %	19,2 %	-3,9 %	-0,8 %	6,3 %	12,0 %

\*Tall fra 2019 til og med 2021 ekskluderer volum fra Shetland-virksomheten

**Tabell 9-1: Utvikling i totalt slaktevolum for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Grunnrenteskatten kan påvirke volumet både positivt og negativt, ut ifra hvilke strategier som kreves. Selskapene kan enten redusere produksjonen for å redusere kostnadene og opprettholde lønnsomheten, eller øke produksjonen for å kompensere for skatten gjennom økt effektivitet. Grieg Seafood forventer å ha et slaktevolum på 120 000 til 135 000 tonn i 2026, basert på økt effektivitet fra nåværende anlegg. Forskjellen på 15 000 tonn utgjør forventet volum fra Newfoundland. Dersom vi forventer at selskapet vil slakte 82 000 tonn i 2023 og 120 000 tonn i 2026, gir dette en lineær økning på 15,45% og et estimat på 94 669 tonn i 2024. For 2025 og 2026 tar vi hensyn til ønsket slaktevolum fra Newfoundland, og estimerer en lineær økning på 21,3%, fra 94 669 tonn i 2024 til 135 000 tonn i 2026.

Lakseprisen er svært volatil og usikker frem i tid. Usikkerheten rundt grunnrenteskatten påvirker også prisen. I tiden rett etter lansering av forslaget til grunnrenteskatten, steg lakseprisene kraftig (*Molland, 2023*). Økningen kan også skyldes andre faktorer, som krigen i Ukraina, høye priser på innsatsfaktorer og jevnt stigende etterspørsel sammen med stabil produksjon. En fremtidig faktisk salgspris er vanskelig å estimere, men Fish Pool opplyser om forwardpriser frem i tid som markedet forventer. Fish Pool estimerer en forward-pris per 9. mai 2023 på 92,57 kr/kg for 2023 og 91,50 kr/kg for 2024, noe som tilsvarer en økning fra gjennomsnittsprisen i 2022 på henholdsvis 11,3% og 10%. Den gjennomsnittlige lakseprisen i analyseperioden, presentert i tabell 9-2, har vært stigende siden 2020. Siden oppdrettsbransjen er syklisk kan det over tid forventes at den vil reduseres igjen, som samsvarer med nedgang i forwardpris for 2024.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Laksepris</b>	63,13	60,88	60,76	59,15	55,48	58,26	83,18
<b>endring i %</b>	-	-3,56 %	-0,20 %	-2,65 %	-6,20 %	5,01 %	42,77 %

**Tabell 9-2:** Historiske priser (NOK/kg) og prisvekst basert på årlige gjennomsnittspriser fra Fish Pool i perioden 2016-2022 (Fish Pool, 2023) (egenprodusert).

Basert på forventningene ovenfor virker en driftsinntektsvekst på 33,1% i 2023 overdrevent høyt. Som følge av den sterke etterspørselen i markedet og økende priser, men forventet redusert slaktevolum fra 2022 til 2023, anser vi 17% som et plausibelt estimat på driftsinntektsvekst for Grieg Seafood i 2023 (budsjettpunkt 1). Videre forventes det at Grieg Seafood skal ha en økt produksjonsvekst i 2024, med 21,3%, når Newfoundland har hatt sitt første slakt og vil være i full operativ drift. På bakgrunn av dette fastsetter vi en vekst på 23% for 2024 (budsjettpunkt 2), og 18% i 2025. Grieg Seafood har som nevnt i kapittel 2 og 4 utarbeidet konseptet Blue Farm, hvor selskapet planlegger å produsere laks i merder offshore. Konseptet vil trolig kunne øke volumet betydelig, men om selskapet starter med produksjon avhenger av utfallet på grunnrenteskatten. Skatten skal innføres i 2023, hvor prosenten foreløpig er usikker (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*). For 2026 (budsjettpunkt M) anser vi derfor 10% som et rimelig estimat på driftsinntektsvekst, basert på fallende priser og utsettelse av Blue Farm. Etter 2026 har vi ingen observerbare estimat på forventet volum eller priser, og lar derfor veksten konvergere mot Knivsflå sitt estimat på 3% når selskapet når “steady state”.

Basert på denne drøftingen viser vi i tabell 9-3 budsjettering av driftsinntektene for fremtidsregnskapet.

	0		M			T	T+1	T+2	
Vekst driftsinntekter	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekt t-1	7 195 446	8 418 672	10 354 966	12 218 860	13 440 746	14 475 684	15 242 895	15 700 182	16 171 187
Vekstrate + 1	1,170	1,230	1,180	1,100	1,077	1,053	1,030	1,030	1,030
<b>Driftsinntekt t</b>	<b>8 418 672</b>	<b>10 354 966</b>	<b>12 218 860</b>	<b>13 440 746</b>	<b>14 475 684</b>	<b>15 242 895</b>	<b>15 700 182</b>	<b>16 171 187</b>	<b>16 656 323</b>

**Tabell 9-3:** Budsjetterte driftsinntekt for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

Ved beregning av grunnrenteskatten er det som tidligere nevnt kun salgsinntekter av laks fra Norge som skal beskattes. Salgsinntekter må derfor skilles ut fra de totale driftsinntektene, og fremtidig vekst må estimeres. Tabell 9-4 illustrerer at salgsinntekter fra laks produsert i Norge utgjør gjennomsnittlig tre fjerdedeler av Grieg Seafood sine totale salgsinntekter. Ifølge

Regjeringen sin proposisjon 78 LS (2022-2023) til Stortinget (2023), skal utviklingstillatelser etter hvert gjøres om til matfisktillatelser ved Fiskeridirektoratets vurdering, slik at produksjon fra Blue Farm vil tas med i grunnrenteskattepliktig inntekt. Som følge av forventet økt volum fra Newfoundland og Blue Farm-konseptet, som ikke vil inkluderes i norske salgsinntekter, velger vi å bruke det tidsvektede snittet på 76% av driftsinntektene fra 2023 til 2026, før det vil konvergere mot 66% i “steady state”. Vår antagelse er at dette er en følge av påvirkning fra grunnrenteskatten, hvor selskapet vil vri driften mot økt produksjon i utlandet. Prognosen på salgsinntektene fra Norge presenteres i tabell 9-5.

Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
<b>Grieg Seafood</b>								
Totale salgsinntekter	6 545 187	7 017 456	7 500 316	4 755 705	4 384 357	4 598 585	7 163 956	
% salgsinntekter i Norge	76 %	78 %	72 %	80 %	70 %	76 %	74 %	76 %
= Salgsinntekter i Norge	<b>4 974 342</b>	<b>5 473 616</b>	<b>5 400 228</b>	<b>3 804 564</b>	<b>3 069 050</b>	<b>3 494 925</b>	<b>5 301 327</b>	
endring i %	-	10,04 %	-1,34 %	-29,55 %	-19,33 %	13,88 %	51,69 %	4,23 %
+ Andre driftsinntekter	41 019	21 771	25 853	23 397	28 688	70 745	31 490	
= Totale driftsinntekter	<b>6 586 206</b>	<b>7 039 227</b>	<b>7 526 169</b>	<b>4 779 102</b>	<b>4 413 045</b>	<b>4 669 330</b>	<b>7 195 446</b>	
endring i %	-	6,9 %	6,9 %	-36,5 %	-7,7 %	5,8 %	54,1 %	4,9 %

**Tabell 9-4:** Historisk utvikling i salgsinntekter i Norge og totale driftsinntekter for Grieg Seafood over perioden 2016-2022 (egenprodusert).

	0		M		T	T+1	T+2	
	2023	2024	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekt t	8 418 672	10 354 966	13 440 746	14 475 684	15 242 895	15 700 182	16 171 187	16 656 323
% av driftsinntekt	76 %	76 %	76 %	73 %	69 %	66 %	66 %	66 %
<b>Salgsinntekter fra Norge</b>	<b>6 398 191</b>	<b>7 869 774</b>	<b>10 214 967</b>	<b>10 518 997</b>	<b>10 568 407</b>	<b>10 362 120</b>	<b>10 672 984</b>	<b>10 993 173</b>

**Tabell 9-5:** Budsjetterte salgsinntekter fra Norge for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

## 9.4.2 Produksjonskostnader

Produksjonskostnader blir beregnet av produksjonsvolum og produksjonskostnader per kilo. Grieg Seafoods produksjonskostnader består av varekostnad, lønnskostnad, annen driftskostnad, andre gevinster/tap og ekstraordinær dødelighet. Varekostnad inkluderer hovedsakelig årets tilgang på fiskebeholdning, smoltkostnader og førkostnader. Annen driftskostnad omfatter blant annet kostnader til vedlikehold, leiekostnader, transportkostnader, kjemikalier, vaksine og annet utstyr.



---

I beregning av netto grunnrenteinntekt kommer kun produksjonskostnader i sjøfasen i Norge til fradrag. Dette innebærer alle kostnader som nevnt over, foruten verdijusteringer og eventuelle andre kostnader. Posten annen driftskostnad kan også inneholde kostnader som ikke er fradragsberettiget, som for eksempel kostnader tilknyttet salg og markedsføring. Slike kostnader skilles ut. Videre kan det derimot være andre kostnader som også skulle blitt skilt ut, men som er vanskelig å plassere om det er til bruk i sjø eller på land. Vi forutsetter dermed at resten av posten annen driftskostnad er i forbindelse med produksjon i sjø.

Videre ble det opprinnelig også foreslått en naturressursskatt som skulle være fradragsberettiget ved beregning av grunnrenteskatten. Regjeringen gikk bort fra dette og foreslo isteden å øke produksjonsavgiften (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*). Produksjonsavgift ble innført fra og med regnskapsåret 2021, og kommer til fradrag ved beregning av skatten, krone for krone. Produksjonsavgiften skal fortsatt betales, men det er foreslått en økning fra 40 øre/kg til 60 øre/kg. I regnskapsanalysen i kapittel 5 har vi klassifisert produksjonsskatt som en unormal kostnad, som følge av at den kun har oppstått to ganger over analyseperioden og ikke har en tydelig trend. Avgiften er derfor ikke en del av produksjonskostnadene, og vi velger videre å ikke hensynte denne produksjonsavgiften.

Den historiske utviklingen i produksjonskostnadene over analyseperioden presenteres i tabell 9-6. Fra og med 2019 til 2021 er kostnadene i forbindelse med Shetland-virksomheten skilt ut og representert som avviklet virksomhet, nettopp grunnet salg. Siden Grieg Seafood presenterer sine regnskap som konsernregnskap, er det ikke gode nok noter til å kunne skille ut produksjonskostnader i Norge fra virksomheten i utlandet. Derfor velger vi å vise produksjonskostnadene i Norge basert på salgsinntektene i Norge, da de er direkte knyttet til hverandre og gir en indikasjon på lønnsomhet.

Produksjonskostnader	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Varekostnad	3 069 907	3 591 775	3 645 139	1 383 974	1 540 054	1 620 817	2 008 731	
Lønnskostnad	483 473	482 827	541 047	493 183	499 546	577 434	695 577	
Annen driftskostnad	1 491 867	1 724 604	1 821 623	1 407 263	1 592 852	1 527 347	2 087 310	
Andre gevinster/tap	-17 386	1 514	-26 517	-3 612	3 786	6 752	-13 393	
Ekstraordinær dødelighet	217 252	132 425	207 716	114 508	177 225	117 450	224 924	
- Markedsføringskostnader	7 669	8 613	8 996	7 913	5 517	2 942	6 642	
<b>= Fradragsberettigede prod.kostnader</b>	<b>5 237 444</b>	<b>5 924 532</b>	<b>6 180 012</b>	<b>3 387 403</b>	<b>3 807 946</b>	<b>3 846 858</b>	<b>4 996 507</b>	
% salgsinntekter i Norge	76 %	78 %	72 %	80 %	70 %	76 %	74 %	
<b>= Produksjonskostnader i Norge</b>	<b>3 980 457</b>	<b>4 621 135</b>	<b>4 449 609</b>	<b>2 709 922</b>	<b>2 665 562</b>	<b>2 923 612</b>	<b>3 697 415</b>	
endring i %	-	16,10 %	-3,71 %	-39,10 %	-1,64 %	9,68 %	26,47 %	5,23 %

**Tabell 9-6:** Utvikling i historiske fradragsberettigede produksjonskostnader for Grieg Seafood sin virksomhet i Norge i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Som vi kan se av tabell 9-6 har produksjonskostnadene hatt store svingninger i løpet av analyseperioden. Det store fallet i 2019 skyldes som nevnt tidligere at Shetland-virksomheten er ekskludert. Dette preger også kostnadene for resten av analyseperioden. Videre skyldes økninger i varekostnad og annen driftskostnad blant annet dyrere innsatsfaktorer, større bruk av spesialfôr og fokuset på å redusere biologiske utfordringer, som nevnt i kapittel 2. I takt med innføringen av "trafikklyssystemet" er det strengere vilkår for å kunne få produsere mer i områder med mye lakselus. Grieg Seafood sine anlegg i Rogaland klassifiseres som røde områder etter systemet, og medfører økte kostnader for å bekjempe utfordringene. En av løsningene er økt fokus på post-smolt for å redusere tiden for laks i sjøen og påvirkning fra lus. Den totale økningen produksjonskostnader i 2020 skyldes blant annet kjøpet av Newfoundland-virksomheten, og den høye økningen i 2022 kan forklares av behovet for flere ansatte som følge av økt slaktevolum og startkostnader ved digitaliseringsprosjekter. Selskapet hadde også i 2022 kostnader relatert til advokater og et søksmål i Nord-Amerika.

Basert på den historiske utviklingen i kostnadene, er det rimelig å anta at kostnadsøkningen vil fortsette i fremtiden. Det er derimot vanskelig å skulle forutsi hvor stor denne økningen eventuelt blir, da det avhenger av grunnrenteskatten og fremtidsplanene knyttet til nye konsepter som Blue Farm, biologiske utfordringer, og økonomiske faktorer som rente og valutaendringer. Produksjonskostnadene har et tidsvektet snitt på 5,23% i Norge. Kostnadene har variert, men økt kraftig de siste årene.

Som tidligere nevnt ved estimering av driftsinntektene i punkt 9.4.1 har Grieg Seafood forventninger om økt slaktevolum de neste årene, men hvor noe av volumet beror på utfallet av grunnrenteskatten. Økt produksjon innebærer økte produksjonskostnader. Dersom Grieg

Seafood klarer å effektivisere produksjonen, kan produksjonskostnadene reduseres. Vi velger å se bort fra det tidsvektede snittet, grunnet påvirkningen fra Shetland-salget, og øke konsernets produksjonskostnad med 9,6% i 2023, 15% i 2024, 12,5% i 2025 og 10,5% i 2026 før det konvergerer mot 4% i “steady state”. Produksjonskostnadene i Norge vil ha en trend med 7% vekst i 2023, 13% i 2024, 9,5% i 2025 og 7% i 2026 før det konvergerer mot 4% i “steady state”. Veksten i de norske produksjonskostnadene mener vi er rimelig som følge av reduserte salgsinntekter i Norge da produksjonen kan bli flyttet til utlandet for å unngå høy grunnrenteskatt.

Kostnadene i “steady state” vil trolig øke med inflasjonen og behovet for vedlikehold. For å ikke bringe for mye støy inn i verdsettelsen, lar vi kostnadene øke fra sitt respektive snitt for analyseperioden frem til 2026 (budsjettpunkt M), før det konvergerer mot 4% i “steady state”, hvor vi har brukt Knivsflå sitt estimat på 3% for vekst i økonomien og hensyntatt 1% til vedlikehold. Prognosene for produksjonskostnader er presentert i tabell 9-7 og 9-8.

	0		M			T		T+1	T+2
Produksjonskostnader	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Produksjonskostnader t-1	5 237 444	5 740 239	6 601 274	7 426 434	8 206 209	8 890 060	9 438 280	9 815 812	10 208 444
Vekstrate + 1	1,096	1,150	1,125	1,105	1,083	1,062	1,040	1,040	1,040
<b>Produksjonskostnad t</b>	<b>5 740 239</b>	<b>6 601 274</b>	<b>7 426 434</b>	<b>8 206 209</b>	<b>8 890 060</b>	<b>9 438 280</b>	<b>9 815 812</b>	<b>10 208 444</b>	<b>10 616 782</b>

**Tabell 9-7:** Budsjetterte totale produksjonskostnader for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

Vekst i produksjonskostn. i Norge	0		M			T		T+1	T+2
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Produksjonskost i Norge t-1	3 697 415	3 956 234	4 470 545	4 895 246	5 237 914	5 552 189	5 829 798	6 062 990	6 305 509
Vekstrate + 1	1,070	1,130	1,095	1,070	1,060	1,050	1,040	1,040	1,040
<b>Produksjonskostnad t</b>	<b>3 956 234</b>	<b>4 470 545</b>	<b>4 895 246</b>	<b>5 237 914</b>	<b>5 552 189</b>	<b>5 829 798</b>	<b>6 062 990</b>	<b>6 305 509</b>	<b>6 557 730</b>

**Tabell 9-8:** Budsjettert produksjonskostnad i Norge for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

### 9.4.3 Avskrivninger

Det er kun avskrivninger på driftsmidler forbundet med produksjon i sjø som er fradragsberettiget ved beregning av grunnrenteskatteliklig inntekt. Det gis fradrag for skattemessige avskrivninger for historiske investeringer, mens nye investeringer fra og med 2023 umiddelbart føres til fradrag i grunnrentegrunnelaget (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*).

Grieg Seafoods avskrivninger består av avskrivninger på både anleggsmidler og immaterielle eiendeler. Anleggsmidlene deles blant annet videre inn i bygninger og eiendom, anlegg og lektere, nøter, merder og fortøyninger samt annet utstyr. Bygninger og eiendom består hovedsakelig av ferskvannsanlegg, slakteri og kontorer. Det kan være vanskelig å definere hvilke avskrivninger som er knyttet til merdene i Norge, da bygninger og eiendom kan være knyttet til drift på både sjø og land.

Det er ikke spesifisert i notene til årsrapportene til Grieg Seafood hvilke driftsmidler som benyttes hvor. Grieg Seafood har et stort fokus på landbaserte postsmoltanlegg som skal redusere tiden til fisken i havet. Dette er en del av deres strategier frem mot 2026, men nye anlegg tilknyttet post-smolt, som FishGLOBE, ble satt på vent grunnet forslaget om grunnrenteskatten. Ifølge Prop. 78 LS (2022-2023) fra Finansdepartementet, skal kostnader ved egen tilvirkning av smolt være fradragsberettigede. Om selskapet fortsetter med Blue Farm-konseptet og annen ny teknologi som ikke er tilknyttet oppdrett i åpne merder, beror på utfallet av grunnrenteskatten. Vi ser det uansett rimelig å forutsette at en del av avskrivningene i fremtiden vil knyttes til ny teknologi som ikke er fradragsberettiget, for at Grieg Seafood skal kunne holde tritt med utviklingen i bransjen.

Avskrivninger	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Salgsinntekter i Norge	4 974 342	5 473 616	5 400 228	3 804 564	3 069 050	3 494 925	5 301 327	
<b>Totale avskrivninger</b>	<b>180 388</b>	<b>201 132</b>	<b>235 655</b>	<b>307 071</b>	<b>368 874</b>	<b>375 674</b>	<b>451 347</b>	
<i>endring i %</i>	-	11,50 %	17,16 %	30,31 %	20,13 %	1,84 %	20,14 %	14,84 %
hvorav tilknyttet driftsmidler	175 352	196 237	230 262	301 400	360 178	368 482	434 641	
<i>% salgsinntekter i Norge</i>	76,00 %	78,00 %	72,00 %	80,00 %	70,00 %	76,00 %	74,00 %	
<b>= Avskrivninger tilknyttet Norge</b>	<b>133 268</b>	<b>153 065</b>	<b>165 789</b>	<b>241 120</b>	<b>252 125</b>	<b>280 046</b>	<b>321 634</b>	
<i>% i salgsinntekter</i>	2,68 %	2,80 %	3,07 %	6,34 %	8,22 %	8,01 %	6,07 %	6,38 %

**Tabell 9-9:** Utvikling i historiske avskrivninger for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Vi har valgt å vise avskrivningene tilknyttet Norge som andel av salgsinntektene i Norge, som vist i tabell 9-9. Avskrivninger skal vise slitasje på anleggsmidlene, og som følge av at mesteparten av driften til Grieg Seafood foregår i Norge, viser avskrivningene tilknyttet Norge hvor mye som går med på å erstatte utstyr brukt i produksjonen. Av tabell 9-10 kan vi også se endringen i totale avskrivninger, som har hatt en økning hele perioden. Bakgrunnen for dette er et økt investeringsnivå for å holde tritt med utviklingen i bransjen og strenge reguleringer fra myndighetene, som nevnt i kapittel 4. Det tidsvektede snittet er 14,84%, mens

avskrivningene i Norge har vært mer stabile, og har et tidsvektet snitt på 6,38%.

For prognosen på avskrivninger velger vi å holde en konstant sats av de budsjetterte inntektene for hele perioden. Økt inntjening og bedre lønnsomhet kan føre til et høyere investeringsnivå, og som følge av det må avskrivningene følge denne økningen. De totale avskrivningene fremskrives med en konstant sats på 14,84% av driftsinntektene, og avskrivningene tilknyttet produksjon i sjø i Norge fremskrives med en sats på 6,38% av salgsinntektene i Norge. Videre forventer vi som nevnt at 100% av avskrivningene i Norge i fremtiden ikke er fradragsberettigede ved utregning av grunnrenteskattgrunnlaget, og anser dermed 90% av kostnadene som fradragsberettiget fra 2026. Budsjetterte avskrivninger er fremstilt i tabell 9-10 og 9-11.

Vekst avskrivninger	0			M			T	T+1	T+2
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekter	8 418 672	10 354 966	12 218 860	13 440 746	14 475 684	15 242 895	15 700 182	16 171 187	16 656 323
Avskrivningssats	14,84 %	14,84 %	14,84 %	14,84 %	14,84 %	14,84 %	14,84 %	14,84 %	14,84 %
<b>Avskrivninger</b>	<b>1 249 331</b>	<b>1 536 677</b>	<b>1 813 279</b>	<b>1 994 607</b>	<b>2 148 191</b>	<b>2 262 046</b>	<b>2 329 907</b>	<b>2 399 804</b>	<b>2 471 798</b>

**Tabell 9-10:** Budsjetterte avskrivninger for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

Vekst avskrivninger i Norge	0			M			T	T+1	T+2
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Salgsinntekter i Norge	6 398 191	7 869 774	9 286 334	10 214 967	10 518 997	10 568 407	10 362 120	10 672 984	10 993 173
Avskrivningssats	6,38 %	6,38 %	6,38 %	6,38 %	6,38 %	6,38 %	6,38 %	6,38 %	6,38 %
Fradragsats	100 %	100 %	100 %	90 %	90 %	90 %	90 %	90 %	90 %
<b>Avskrivninger i Norge</b>	<b>408 205</b>	<b>502 092</b>	<b>592 468</b>	<b>586 543</b>	<b>604 001</b>	<b>606 838</b>	<b>594 993</b>	<b>612 843</b>	<b>631 228</b>

**Tabell 9-11:** Budsjetterte avskrivninger i Norge for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

#### 9.4.4 Netto finanskostnader

Netto finanskostnader er differansen mellom netto finanskostnad (NFK) og netto finansinntekt (NFI). Det gis ikke fradrag for finanskostnader i grunnrenteskattepliktig inntekt, da grunnrenten kun oppstår basert på meravkastningen fra oppdrettskonsesjonene. Netto finanskostnader er ikke en del av produksjonen som beskattes, men kan derimot redusere den frie kontantstrømmen. Formel for netto finanskostnader følger av formel 9-3.

$$\text{Netto finanskostnad}_t = \text{fgr}_t * \text{finansiell gjeld}_{t-1}$$

$$\text{Netto finansinntekt}_t = \text{fer}_t * \text{finansielle eiendeler}_{t-1}$$

**Formel 9-3:** Netto finanskostnad og -inntekt (Knivsflå, 2023m).

Netto finanskostnad og netto finansinntekt fremskrives fra finansiell gjeld (FG) og finansielle eiendeler (FE), hvor budsjettering av FG og FE finner sted i punkt 9.6.2, ved hjelp av finansiell gjelds- og eiendelsrente. I punkt 8.3.1 ble det funnet ut at den finansielle gjeldsrenten (fgr) var høyere enn sitt krav, mens den finansielle eiendelsrenten (fer) var vekslet mellom å være lavere eller høyere enn sitt krav. Dette kan tyde på at kravet er satt noe lavt. I velfungerende kapitalmarkeder vil differansen mellom renten og kravet være tilnærmet lik null, og rentene kan med det bli lik sine respektive krav i fremtiden (Knivsflå, 2023m). Ved budsjettering av netto finanskostnader velger vi å bruke denne forutsetningen, og setter de to rentene lik kravene som beregnes i delkapittel 10.2. Budsjetteringen er presentert i tabell 9-12.

Netto finanskostnad	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Finansiell gjeld t-1	2 980 777	2 803 171	3 515 982	4 225 883	4 729 776	5 178 068	5 537 624	5 788 085	5 961 728
fgr	2,42 %	2,57 %	2,50 %	2,42 %	2,34 %	2,26 %	2,18 %	2,18 %	2,18 %
<b>Netto finanskostnad</b>	<b>72 075</b>	<b>72 154</b>	<b>87 759</b>	<b>102 182</b>	<b>110 677</b>	<b>117 128</b>	<b>120 942</b>	<b>126 412</b>	<b>130 204</b>
Finansielle eiendeler t-1	642 719	437 995	603 870	786 258	942 671	1 095 716	1 235 224	1 352 965	1 393 554
fer	2,21 %	2,75 %	2,88 %	2,89 %	2,89 %	2,87 %	2,94 %	2,94 %	2,94 %
<b>Netto finansinntekt</b>	<b>14 221</b>	<b>12 037</b>	<b>17 392</b>	<b>22 699</b>	<b>27 278</b>	<b>31 443</b>	<b>36 303</b>	<b>39 764</b>	<b>40 956</b>
<b>Netto finanskostnad</b>	<b>57 854</b>	<b>60 117</b>	<b>70 367</b>	<b>79 483</b>	<b>83 399</b>	<b>85 685</b>	<b>84 639</b>	<b>86 648</b>	<b>89 248</b>

**Tabell 9-12:** Budsjettering av netto finanskostnad for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

### 9.4.5 Investeringer

Kun investeringer i sjø i Norge blir fradragsført, som nevnt under avskrivninger. Hovedmengden av virksomhetens investeringer skjer derimot på land, og ikke i forbindelse med produksjon i sjø. Noe som igjen utgjør store kostnader som ikke er fradragsberettiget. I regnskapsanalysen i kapittel 5 ble investeringer klassifisert som både driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Ifølge kontantstrømmen og notene til Grieg Seafoods årsrapporter over analyseperioden kan vi finne den årlige investeringen i bygninger, anlegg og utstyr. Basert på usikkerheten rundt skille mellom hvor driftsmiddelet er brukt, velger vi å bruke hele beløpet

som et rimelig estimat på driftsmidler tilknyttet sjøfasen. Deretter tar vi beløpet som andel av salgsinntektene i Norge for å kunne fradragsføre fra grunnrentegrunnelaget. Ved å basere fremtidige investeringer på salgsinntekter får vi frem hvilket investeringsnivå Grieg Seafood kan ligge på basert på vekstpotensialet.

På den andre siden er ikke nødvendigvis historiske investeringer et godt estimat for fremtidige investeringer. Mange oppdrettsselskaper har satt store investeringer på vent da skatten ikke innføres før 1.1.2023. Ved å utsette investeringer til 2023, kan aktørene fradragsføre hele kostnaden i grunnlaget for beregning av grunnrenteskatten. Kostnader for investeringer før 2023 kan ikke direkte fradragsføres, men blir fradragsført gjennom skattemessige avskrivninger, som nevnt i delkapittel 9.4.4. Grieg Seafood har blant annet satt investeringer for 2,3 milliarder norske kroner på vent i slutten av 2022 som følge av usikkerheten rundt skatten, hvor kostnader knyttet til FishGLOBE er en av dem (*Grieg Seafood, 2023a*). Historiske investeringer presenteres i tabell 9-13.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Driftsinntekter	4 974 342	5 473 616	5 400 228	3 804 564	3 069 050	3 494 925	5 301 327	
<b>Totale investeringer</b>	<b>264 852</b>	<b>552 841</b>	<b>723 034</b>	<b>284 505</b>	<b>1 539 619</b>	<b>564 874</b>	<b>1 564 721</b>	
<i>i % av driftsinntekter</i>	<i>5,32 %</i>	<i>10,10 %</i>	<i>13,39 %</i>	<i>7,48 %</i>	<i>50,17 %</i>	<i>16,16 %</i>	<i>29,52 %</i>	<i>24,31 %</i>
Salgsinntekter i Norge	4 974 342	5 473 616	5 400 228	3 804 564	3 069 050	3 494 925	5 301 327	
Investeringer tilknyttet driftsmidler	247 783	548 661	665 192	282 870	760 089	561 041	561 916	
<i>% salgsinntekter i Norge</i>	<i>76 %</i>	<i>78 %</i>	<i>72 %</i>	<i>80 %</i>	<i>70 %</i>	<i>76 %</i>	<i>74 %</i>	
<b>= Investeringer i Norge</b>	<b>188 315</b>	<b>427 956</b>	<b>478 938</b>	<b>226 296</b>	<b>532 062</b>	<b>426 391</b>	<b>415 818</b>	
<i>i % av salgsinntekter i Norge</i>	<i>3,79 %</i>	<i>7,82 %</i>	<i>8,87 %</i>	<i>5,95 %</i>	<i>17,34 %</i>	<i>12,20 %</i>	<i>7,84 %</i>	<i>10,54 %</i>

**Tabell 9-13: Utvikling i historiske investeringer for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).**

Tabell 9-13 viser at selskapets investeringer har økt over hele perioden. Forholdet mellom totale investeringer og investeringer i driftsmidler i Norge har en lik trend. Den store økningen i 2020 skyldes investeringen i og oppkjøpet av virksomheten i Newfoundland, og i 2022 investerte Grieg Seafood cirka 1 milliard norske kroner av overskuddsmidler i et pengesond med ønske om å maksimere avkastningen på midlene (*Grieg Seafood, 2023a*). Slike investeringer vises dermed ikke i utviklingen for investeringer i Norge, da det ikke er fradragsberettiget ved beregning av grunnrenteskatten og forklarer differansen mot de totale investeringene samme år.

Prognosen for investeringsnivå til selskapet, som vist i tabell 9-14 og 9-15, setter vi til 18% av driftsinntektene, og til 10,54% for investeringsnivået tilknyttet produksjon i sjøfasen i Norge. Som nevnt er kanskje ikke historiske investeringer det beste estimatet for fremtidige investeringer, men som følge av usikkerheten rundt grunnrenteskatten, kapasitetsøkninger/-reduksjoner i form av “trafikklyssystemet” og nye konsesjoner, anser vi en konstant sats for perioden som rimelig. Årsaken til at vi har redusert investeringsnivået for de totale investeringene fra snittet, er for å hensynte at store oppkjøp og investeringer i pengefond ikke forekommer hvert år. I “steady state” forventer vi at investeringsnivået kun baseres på vedlikehold for slitasje på driftsmidlene, og verdien i “steady state” settes dermed lik som nivået for avskrivningene. For at investeringsnivået i Norge skal samsvare med avskrivningsnivået, blir kun 90% fradragsberettiget fra 2026 og ut i “steady state”.

Vekst investeringer	0		M				T		T+1	T+2
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Driftsinntekter	8 418 672	10 354 966	12 218 860	13 440 746	14 475 684	15 242 895	15 700 182	16 171 187	16 656 323	
Investeringsnivå	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	14,84 %	14,84 %	14,84 %	
Investeringer	1 515 361	1 863 894	2 199 395	2 419 334	2 605 623	2 743 721	2 329 907	2 399 804	2 471 798	

**Tabell 9-14:** Budsjetterte totale investeringer for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

Vekst investeringer i Norge	0		M				T		T+1	T+2
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Salgsinntekter i Norge	6 398 191	7 869 774	9 286 334	10 214 967	10 518 997	10 568 407	10 362 120	10 672 984	10 993 173	
Investeringsnivå	10,54 %	10,54 %	10,54 %	10,54 %	10,54 %	10,54 %	6,38%	6,38%	6,38%	
Fradragsatts	100 %	100 %	100 %	90 %	90 %	90 %	90 %	90 %	90 %	
Investeringer i Norge	674 369	829 474	978 780	968 992	997 832	1 002 519	594 993	612 843	631 228	

**Tabell 9-15:** Budsjetterte investeringer i driftsmidler i Norge for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

## 9.4.6 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen påvirker selskapsverdien, og med det den frie kontantstrømmen. Netto arbeidskapital er differansen mellom driftsrelaterte omløpsmidler og driftsrelatert kortsiktig gjeld, som er et mål på likviditet og tilsier om selskapet er i stand til å dekke sine kortsiktige forpliktelser. I regnskapsanalysen i kapittel 5 omgrupperte vi balansen til sysselsatt kapital, slik at vi fikk splittet netto driftseiendeler i netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital. For Grieg Seafood består de driftsrelaterte omløpsmidlene av varelager, biologiske eiendeler,



kortsiktige fordringer og investeringer, mens den driftsrelaterte kortsiktige gjelden inkluderer betalbar skatt, leverandørgjeld og andre kortsiktige forpliktelser.

Historisk arbeidskapital presenteres i tabell 9-16. Arbeidskapitalen kan påvirkes av en rekke faktorer, blant annet biologiske utfordringer hos laksen, eller problemer med leverandører. For å få en helhetlig forståelse av endringene og identifisere eventuelle trender velger vi å vise endring i arbeidskapitalen i forhold til salgsinntektene tilknyttet Norge.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Totale driftsinntekter	6 586 206	7 039 227	7 526 169	4 779 102	4 413 045	4 669 330	7 195 446	
<b>Arbeidskapital</b>	<b>2 135 050</b>	<b>2 805 032</b>	<b>3 175 044</b>	<b>3 103 397</b>	<b>2 432 328</b>	<b>2 488 961</b>	<b>4 021 774</b>	
endring i arbeidskapital	286 649	669 982	370 012	-71 647	-671 069	56 633	1 532 813	
% av driftsinntekter	32,42 %	39,85 %	42,19 %	64,94 %	55,12 %	53,30 %	55,89 %	52,65 %

**Tabell 9-16:** Utvikling i historisk netto arbeidskapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Historisk sett har endring i arbeidskapital hatt en jevn økning frem til 2020. Nedgangen i 2020 skyldes hovedsakelig omklassifisering av Shetland-virksomheten, og svingningene fra år til år består av endringer i biologiske eiendeler som følge av lang produksjonstid. Den store økningen i arbeidskapital fra 2021 til 2022 forklares av en investering på 1 milliard norske kroner i et pengesfond, som nevnt i delkapittel 9.4.5. Veksten som forventes videre vil påvirkes av produksjon og salg, svingninger i laksepris og innsatsfaktorer, samt sesongvariasjoner. Det tidsvektede snittet for perioden var på 52,65% med stabil trend de siste årene, men vi velger å nedjustere arbeidskapitalen til 50% av salgsinntektene grunnet usikkerheten rundt påvirkningen fra grunnrenteskatten. Budsjettet arbeidskapital presenteres i tabell 9-17.

	0		M			T		T+1	T+2
Vekst arbeidskapital	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekter	8 418 672	10 354 966	12 218 860	13 440 746	14 475 684	15 242 895	15 700 182	16 171 187	16 656 323
Arbeidskapitalsats	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %
Arbeidskapital	4 209 336	5 177 483	6 109 430	6 720 373	7 237 842	7 621 448	7 850 091	8 085 594	8 328 161
<b>Endring arbeidskapital</b>	<b>187 562</b>	<b>968 147</b>	<b>931 947</b>	<b>610 943</b>	<b>517 469</b>	<b>383 606</b>	<b>228 643</b>	<b>235 503</b>	<b>242 568</b>

**Tabell 9-17:** Budsjettet arbeidskapital for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

## 9.5 Fremtidig kontantstrøm

I dette delkapittelet presenteres budsjettert beregning av grunnrenteskattepliktig inntekt og den budsjetterte kontantstrømmen til Grieg Seafood baserer seg på de driverne som er budsjetterte hittil i kapittelet. Kontantstrømmen presenteres etter skatt, og både med og uten påvirkning av grunnrenteskatten.

### 9.5.1 Grunnrenteskattepliktig inntekt

Grunnrenteskatten beregnes av netto grunninntekt, som er resultatet etter at fradragsberettigede kostnader og et bunnfradrag er trukket fra. Bunnfradraget er foreslått satt til 70 millioner kroner. Bunnfradraget skal fastsettes årlig, gis et per konsern og kommer til fradrag ved positiv grunnrenteinntekt. Fastsettelsen tar utgangspunkt i bransjens lønnsomhet, og er ment å øke i takt med den. Ved å fastsette bunnfradraget årlig vil oppdrettsnæringen hvert år stå overfor en usikkerhet rundt det totale skattetrykket, da det kan justeres både opp og ned. Bunnfradraget skal ha til hensikt å begrense skattebyrden for de små og mellomstore selskapene, ved å bare gjelde for selskaper med høyest overskudd (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*).

Ved å beregne gjennomsnittet av endring i det budsjetterte driftsresultatet før renter og skatt, får vi et snitt på 16,86%. Vi velger med det å la bunnfradraget øke med 17% årlig over budsjettorisonten og inn i “steady state”. Som nevnt har ikke regjeringen beskrevet hvordan bunnfradraget skal justeres, og derfor kan vår forutsetning være noe optimistisk. Fremskrevet bunnfradrag er vist i tabell 9-18. Beregning av grunnrenteskatt presenteres i tabell 9-19 og prognosen for skattepliktig grunnrenteinntekt presenteres i tabell 9-20.

Bunnfradrag	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Bunnfradrag	70 000	70 000	81 900	95 823	112 113	131 172	153 471	179 561	210 087
Vekstrate + 1	-	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170
<b>Bunnfradrag t</b>	<b>70 000</b>	<b>81 900</b>	<b>95 823</b>	<b>112 113</b>	<b>131 172</b>	<b>153 471</b>	<b>179 561</b>	<b>210 087</b>	<b>245 802</b>

**Tabell 9-18:** Fremskrevet bunnfradrag i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

Beregning av grunnrenteskatt	
	Driftsinntekter
-	Produksjonskostnader
-	Avskrivninger
=	<b>Brutto grunnrenteinntekt</b>
-	Investeringer
-	Bunnfradrag
=	<b>Netto grunnrenteinntekt</b>
*	skattesats (35%)
=	<b>Grunnrenteskatt</b>

**Tabell 9-19: Beregning av grunnrenteskatt (egenprodusert).**

Beregning av grunnrenteskatt i Norge	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Salgsinntekter	6 398 191	7 869 774	9 286 334	10 214 967	10 518 997	10 568 407	10 362 120	10 672 984	10 993 173
- Produksjonskostnader	3 956 234	4 430 982	4 851 926	5 143 041	5 417 337	5 670 146	5 896 952	6 132 830	6 378 143
- Avskrivninger	408 205	502 092	592 468	586 543	604 001	606 838	594 993	612 843	631 228
= <b>Brutto grunnrenteinntekt</b>	<b>2 033 752</b>	<b>2 936 700</b>	<b>3 841 940</b>	<b>4 485 383</b>	<b>4 497 659</b>	<b>4 291 423</b>	<b>3 870 175</b>	<b>3 927 311</b>	<b>3 983 802</b>
- Investeringer	575 837	708 280	835 770	827 412	852 039	856 041	594 993	612 843	631 228
- Bunnfradrag	70 000	81 900	95 823	112 113	131 172	153 471	179 561	210 087	245 802
= <b>Netto grunnrenteinntekt</b>	<b>1 387 915</b>	<b>2 146 521</b>	<b>2 910 347</b>	<b>3 545 857</b>	<b>3 514 448</b>	<b>3 281 911</b>	<b>3 095 621</b>	<b>3 104 382</b>	<b>3 106 773</b>
* skattesats	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
= <b>Grunnrenteskatt</b>	<b>485 770</b>	<b>751 282</b>	<b>1 018 621</b>	<b>1 241 050</b>	<b>1 230 057</b>	<b>1 148 669</b>	<b>1 083 467</b>	<b>1 086 534</b>	<b>1 087 370</b>

**Tabell 9-20: Budsjettert grunnrenteskattepliktig inntekt for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).**

## 9.5.2 Fremtidig fri kontantstrøm til totalkapitalen med og uten grunnrenteskatt

I kontantstrømmen legges det til grunn en selskapsskatt på 22% for hele budsjettperioden, basert på dagens skattesats. For grunnrenteskatten har Finansdepartementet foreslått en særskatt på 35%, og sammen med selskapsskatten vil det totale skattetrykket utgjøre 57%. Fremgangsmåten for utarbeidelse av fri kontantstrøm er vist i tabell 9-21, og fremskrevet fri kontantstrøm med og uten grunnrenteskatt er vist i tabell 9-22. Driftsresultatet varierer en del i årene før det stabiliserer seg i 2028 med konstant vekst fra 2029. Svingningene skyldes den volatile lakseprisen og forventningene rundt grunnrenteskatten.

Fri kontantstrøm uten grunnrenteskatt		Fri kontantstrøm med grunnrenteskatt	
Driftsinntekter		Driftsinntekter	
- Produksjonskostnader		- Produksjonskostnader	
- Avskrivninger		- Avskrivninger	
= <b>Driftsresultat før renter og skatt</b>		= <b>Driftsresultat før renter og skatt</b>	
- Netto finanskostnader		- Netto finanskostnader	
= <b>Driftsresultat før skatt</b>		= <b>Driftsresultat før skatt</b>	
- Selskapsskatt (22%)		- Selskapsskatt (22%)	
= <b>Driftsresultat etter skatt</b>		- Grunnrenteskatt (35%)	
+ Avskrivninger		= <b>Driftsresultat etter skatt</b>	
- Investeringer		+ Avskrivninger	
+/- Endringer i arbeidskapital		- Investeringer	
= <b>Fri kontantstrøm</b>		+/- Endringer i arbeidskapital	
		= <b>Fri kontantstrøm</b>	

**Tabell 9-21:** Fremgangsmåte for fri kontantstrøm med og uten grunnrenteskatt (egenprodusert).

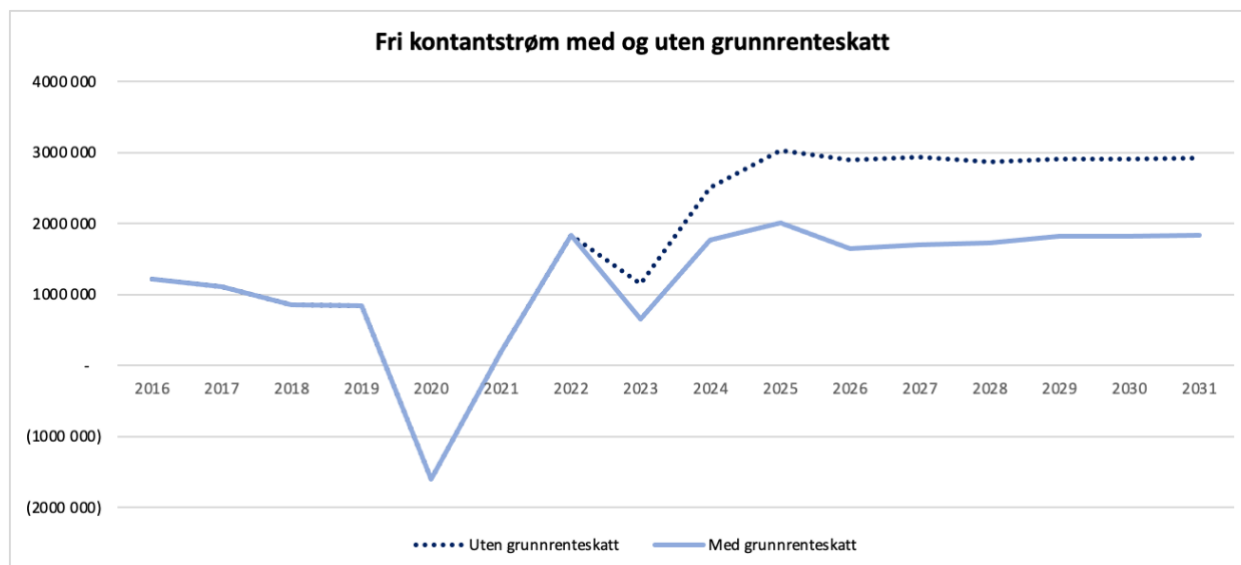
### Fremtidig budsjettert kontantstrøm

	0		T					T+1	T+2
Fremtidig fri kontantstrøm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekter	8 418 672	10 354 966	12 218 860	13 440 746	14 475 684	15 242 895	15 700 182	16 171 187	16 656 323
- Produksjonskostnader	5 740 239	6 601 274	7 426 434	8 206 209	8 890 060	9 438 280	9 815 812	10 208 444	10 616 782
- Avskrivninger	1 249 331	1 536 677	1 813 279	1 994 607	2 148 191	2 262 046	2 329 907	2 399 804	2 471 798
= <b>Driftsresultat før renter og skatt</b>	<b>1 429 102</b>	<b>2 217 015</b>	<b>2 979 148</b>	<b>3 239 930</b>	<b>3 437 432</b>	<b>3 542 569</b>	<b>3 554 463</b>	<b>3 562 939</b>	<b>3 567 743</b>
- Netto finanskostnader	74 606	82 991	101 799	115 488	121 237	123 381	125 949	129 827	133 722
<b>Grunnrenteinntekt</b>	<b>1 387 915</b>	<b>2 146 521</b>	<b>2 910 347</b>	<b>3 545 857</b>	<b>3 514 448</b>	<b>3 281 911</b>	<b>3 095 621</b>	<b>3 104 382</b>	<b>3 106 773</b>
- Grunnrenteskatt (35%)	485 770	751 282	1 018 621	1 241 050	1 230 057	1 148 669	1 083 467	1 086 534	1 087 370
- Ordinær selskapsskatt (22%)	297 989	469 485	633 017	687 377	729 563	752 221	754 273	755 285	755 485
= <b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>570 737</b>	<b>913 257</b>	<b>1 225 710</b>	<b>1 196 015</b>	<b>1 356 575</b>	<b>1 518 297</b>	<b>1 590 774</b>	<b>1 591 294</b>	<b>1 591 166</b>
+ Avskrivninger	1 249 331	1 536 677	1 813 279	1 994 607	2 148 191	2 262 046	2 329 907	2 399 804	2 471 798
- Investeringer	1 346 987	1 656 795	1 955 018	2 150 519	2 316 109	2 438 863	2 329 907	2 399 804	2 471 798
+/- Endringer i arbeidskapital	187 562	968 147	931 947	610 943	517 469	383 606	228 643	235 503	242 568
= <b>Fri kontantstrøm uten grunnrenteskatt</b>	<b>1 146 412</b>	<b>2 512 569</b>	<b>3 034 540</b>	<b>2 892 095</b>	<b>2 936 183</b>	<b>2 873 754</b>	<b>2 902 884</b>	<b>2 913 330</b>	<b>2 921 104</b>
= <b>Fri kontantstrøm med grunnrenteskatt</b>	<b>660 642</b>	<b>1 761 286</b>	<b>2 015 918</b>	<b>1 651 045</b>	<b>1 706 126</b>	<b>1 725 086</b>	<b>1 819 417</b>	<b>1 826 796</b>	<b>1 833 733</b>

**Tabell 9-22:** Fremskrevet fri kontantstrøm for Grieg Seafood med og uten grunnrenteskatt i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

Den prognoserte kontantstrømmen skal i delkapittel 9.7 omgrupperes for å kunne brukes til den fundamentale verdsettelsen, sammen med fremtidsresultatet og fremtidsbalansen.

## Utvikling fra historisk til fremtidig kontantstrøm med og uten grunnrenteskatt



**Figur 9-3:** Utvikling i fri kontantstrøm til totalkapitalen for Grieg Seafood i perioden 2016-2031 med og uten grunnrenteskatt (egenprodusert).

Tabell 9-22 og figur 9-3 viser at store deler av driftsresultatet går til grunnrenteskatt. I snitt over perioden er det 41 % endring mellom kontantstrømmen med og uten skatten, som utgjør mer enn selve skattesatsen. Denne differansen skyldes at det meste av overskuddet til Grieg Seafood er grunnrenteskattepliktig, da størsteparten av produksjonen foregår i Norge, og at rentekostnader ikke er fradragsberettigede. For små og mellomstore selskaper som kun har virksomhet i Norge kan utfallet være annerledes. I kapittel 12 skal vi diskutere hvordan Grieg Seafood og andre havbruksaktører kan tilpasse seg skatten for å redusere verdiforringelsen.

## 9.6 Videre budsjettering til resultat og balanse

Vi har i de foregående kapitlene budsjettert fremtidige kontantstrømmer med hensyn til den nye grunnrenteskatten. I det følgende skal vi budsjettere fremtidig resultat og balanse for Grieg Seafood før vi i neste kapittel presenterer det endelige fremtidsregnskapet som danner grunnlaget for den fundamentale verdivurderingen i kapittel 11.

### 9.6.1 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler (NDE) kan budsjetteres ved å bruke driftsinntektene fra forrige delkapittel, og implisitt estimere omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde), som er budsjettdriveren. Formel 9-4 for netto driftseiendeler, og dermed onde, er som følger:

$$NDE_{t-1} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{onde}_t}, \text{ hvor } \text{onde}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{NDE_{t-1}}$$

**Formel 9-4:** Beregning av netto driftseiendeler ved bruk av onde (Penman, 2013).

Ved fremskriving av onde kan en rimelig forutsetning være at onde til Grieg Seafood skal reversere mot onde til bransjen. I lønnsomhetsanalysen utarbeidet i kapittel 8 fikk vi at onde til Grieg Seafood i 2022 var 1,035, som da vil bety at den skal reversere mot bransjen sitt tidsvektede snitt for onde på 1,093. Følgelig er spørsmålet om å ha utgangspunktet til onde lik bransjens tidsvektede snitt, vil være rimelig for Grieg Seafood i “steady state”. Det er normalt at en omløpsfordel reduseres med tiden, etter hvert som det produseres flere lønnsomme produkter. Dersom vi lar onde konvergere mot bransjen sitt tidsvektede snitt, vil Grieg Seafood få en strategisk fordel overfor andre aktører i bransjen. Vi velger derfor å la onde konvergere mot en fornuftig fordel i “steady state” på 1,085.

For å finne onde i år 0 bruker man formel 9-4 og deler budsjetterte driftsinntekter for år 0 på IB netto eiendeler. De etterfølgende periodene er budsjetterte med en lineær økning i onde fra 0,945 til 1,085. Denne utviklingen og endringen i netto driftseiendeler og onde for Grieg Seafood presenteres i tabell 9-23:

Netto driftseiendeler	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekt t	8 418 672	10 354 966	12 218 860	13 440 746	14 475 684	15 242 895	15 700 182	16 171 187	16 656 323
onde	0,961	0,982	1,002	1,023	1,044	1,064	1,085	1,085	1,085
<b>Netto driftseiendeler t-1</b>	<b>8 759 909</b>	<b>10 547 945</b>	<b>12 190 046</b>	<b>13 138 267</b>	<b>13 869 824</b>	<b>14 321 440</b>	<b>14 470 214</b>	<b>14 904 320</b>	<b>15 351 450</b>

Netto driftseiendeler	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler t-1	8 759 909	10 547 945	12 190 046	13 138 267	13 869 824	14 321 440	14 470 214	14 904 320	15 351 450
Årets endring netto driftseiendeler	1 788 036	1 642 102	948 220	731 557	451 616	148 773	434 106	447 130	460 543
<b>Netto driftseiendeler t</b>	<b>10 547 945</b>	<b>12 190 046</b>	<b>13 138 267</b>	<b>13 869 824</b>	<b>14 321 440</b>	<b>14 470 214</b>	<b>14 904 320</b>	<b>15 351 450</b>	<b>15 811 993</b>

**Tabell 9-23:** Utvikling i netto driftseiendeler og onde for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

## 9.6.2 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld (NFG) kan beregnes ved å fremskrive finansielle eiendeler (FE) og finansiell gjeld (FG), for deretter å trekke finansielle eiendeler fra finansiell gjeld. Vi skal se på disse to separat før vi ser på netto finansiell gjeld til slutt. Formelen for finansiell gjeld er presentert ved formel 9-5.

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

hvor  $fgd$  = finansiell gjeldsdel =  $FG/NFG$

**Formel 9-5:** Finansiell gjeldsdel (Knivsflå, 2023m).

Budsjettdriveren finansiell gjeldsdel,  $fgd$ , har for Grieg Seafood vært på et nivå høyere enn bransjen med unntak av 2019 og 2022. Den typiske andelen for børsnoterte selskaper er et nivå rundt 50% (Knivsflå, 2023m). Både Grieg Seafood og bransjen ligger lavere med et tidsvektet snitt på henholdsvis 40,68% og 35,96%, som presentert i tabell 9-24. Oppdrettsnæringen er en syklisk bransje, og vil ofte ha en lavere gjeldsandel som følge av risiko rundt høye kapitalkostnader. Aktørene velger å sikre seg mot slike svingninger i forhold til typiske selskaper på Oslo Børs. Droppet fra 2020 til 2021 skyldes at Shetland-virksomheten ble solgt og ikke lenger er balanseført. Den finansielle gjeldsdelen til Grieg Seafood har vært på et stabilt nivå både før og etter koronapandemien, og vi ser det som rimelig at den vil reduseres i 2023 til henholdsvis 32% før den øker og konvergerer mot 40% i “steady state”. Årsaken til at vi setter veksten i “steady state” høyere enn bransjens snitt, er fordi næringen befinner seg i et punkt hvor det satses mer på utviklingstillatelser og landbasert oppdrett for å øke lønnsomheten.

Finansiell gjeldsdel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Grieg Seafood	40,75 %	36,28 %	36,37 %	29,76 %	62,85 %	36,56 %	34,03 %	40,68 %
Bransjen	34,93 %	26,96 %	28,13 %	29,87 %	36,19 %	33,60 %	45,72 %	35,96 %

**Tabell 9-24:** Historisk utvikling i finansiell gjeldsdel for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).

Utviklingen i finansiell gjeldsdel må også ses sammen med utviklingen i den finansielle eiendelsdelen. Formelen for finansiell eiendelsdel presenteres ved formel 9-6.

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

hvor fed = finansiell eiendelsdel = FE/NFG

**Formel 9-6:** *Finansiell eiendelsdel (Knivsflå, 2023m).*

Budsjettdriveren finansiell eiendelsdel (fed) sin historiske utvikling for Grieg Seafood og bransjen er presentert i tabell 9-25. Ifølge Knivsflå (2023m) vil den typiske eiendelsdelen for et børsnotert selskap ligge på rundt 20%, og at selskapets andel vil konvergeres mot bransjens tidsvektede snitt. Som man kan se av tabellen ligger både Grieg Seafood og bransjen på et lavere nivå enn typiske selskaper, med henholdsvis 13,97% og 9,35% som tidsvektet snitt. Det lave snittet kan forklares av en veldig lav kontantbeholdning som følge av at det blir brukt til investering i vekst. Differansen fra 2020 ned til 2021 for Grieg Seafood i forhold til resten av bransjen samsvarer med økningen i den finansielle gjeldsdelen og salget av Shetland-virksomheten. I 2022 har andelen blitt redusert og vi tror at eiendelsdelen kommer til å legge seg på 5% i 2023. Videre antar vi at det vil konvergere mot bransjesnittet i “steady state”.

Finansiell eiendelsdel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Grieg Seafood	13,02 %	5,53 %	2,50 %	3,65 %	35,56 %	13,94 %	7,34 %	13,97 %
Bransjen	7,53 %	7,12 %	6,18 %	5,75 %	7,71 %	6,88 %	16,65 %	9,35 %

**Tabell 9-25:** *Historisk utvikling i finansiell eiendelsdel for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).*

Ved å bruke finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel kan vi fremskrive netto finansiell gjeld, vist ved formel 9-7. Prognosen for finansiell gjeldsdel, finansiell eiendelsdel og netto finansiell gjeld oppsummeres i tabell 9-26.

$$Netto\ finansiell\ gjeld_t = finansiell\ gjeld_t - finansielle\ eiendeler_t$$

**Formel 9-7:** *Netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2023m).*



Netto finansiell gjeld	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler t-1	8 759 909	10 547 945	12 190 046	13 138 267	13 869 824	14 321 440	14 470 214	14 904 320	15 351 450
Finansiell gjeldsdel	0,320	0,333	0,347	0,360	0,373	0,387	0,400	0,400	0,400
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>2 803 171</b>	<b>3 515 982</b>	<b>4 225 883</b>	<b>4 729 776</b>	<b>5 178 068</b>	<b>5 537 624</b>	<b>5 788 085</b>	<b>5 961 728</b>	<b>6 140 580</b>
Finansiell eiendelsdel	0,050	0,057	0,065	0,072	0,079	0,086	0,094	0,094	0,094
<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>437 995</b>	<b>603 870</b>	<b>786 258</b>	<b>942 671</b>	<b>1 095 716</b>	<b>1 235 224</b>	<b>1 352 965</b>	<b>1 393 554</b>	<b>1 435 361</b>
<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>2 365 175</b>	<b>2 912 112</b>	<b>3 439 625</b>	<b>3 787 105</b>	<b>4 082 352</b>	<b>4 302 399</b>	<b>4 435 120</b>	<b>4 568 174</b>	<b>4 705 219</b>

**Tabell 9-26:** *Fremskrevet netto finansiell gjeld for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).*

### 9.6.3 Minoritetsinteresser

Utvikling i minoritetsinteresser (MI) fremskrives med de budsjetterte netto driftseiendelene og den årlige prognosen av minoritetsandel (mid). Minoritetsinteressene kan beregnes ved bruk av formel 9-8.

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

**Formel 9-8:** *Minoritetsinteresser (Knivsflå, 2023m).*

Grieg Seafood sin minoritetsandel har vært på 0% i 2020, 2021 og 2022 som følge av at selskapet eier 100% av tilknyttede selskaper. Det tidsvektede snittet er på 0,30%, mens bransjen ligger på et noe høyere nivå på 3,41%. Minoritetsandelen vil øke i fremtiden dersom Grieg Seafood foretar seg oppkjøp, hvorvidt dette er tilfelle er vanskelig å estimere. Fra kapittel 8.3.2 ble det avdekket at Grieg Seafood har hatt en minoritesulempe de årene de har hatt minoritetsinteresser, og som derfor kan forklare at andelen settes til null for å kvitte seg med ulempen og tilskrive seg mer av rentabiliteten. Vi anser det som lite sannsynlig at selskapet vil øke sine minoritetsinteresser noe særlig fremover, og velger derfor å sette deres tidsvektede snitt på 0,30% som konstant over hele budsjethorisonten og inn i “steady state”, fremfor å konvergere mot det noe høyere bransjesnittet. Utvikling over fremskrevet minoritetsinteresser for Grieg Seafood i perioden vises følgende i tabell 9-27.

Minoritetsinteresser	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler t-1	8 759 909	10 547 945	12 190 046	13 138 267	13 869 824	14 321 440	14 470 214	14 904 320	15 351 450
mid	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
<b>Minoritetsinteresser</b>	<b>26 280</b>	<b>31 644</b>	<b>36 570</b>	<b>39 415</b>	<b>41 609</b>	<b>42 964</b>	<b>43 411</b>	<b>44 713</b>	<b>46 054</b>

**Tabell 9-27:** Utvikling i minoritetsandel for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

### 9.6.4 Netto minoritetsresultat

Minoritetsresultatet kan budsjetteres ved å bruke de budsjetterte minoritetsinteressene fra forrige delkapittel. Netto minoritetsresultat (NMR) beregnes ved å fremskrive minoritetsrentabiliteten (mir) som blir beregnet i kapittel 10 og multipliseres med de budsjetterte minoritetsinteressene, som vises i formel 9-9. I kapittel 8.3.2 så vi en fallende minoritetsgrad. Det kan bety at majoriteten prøver å skvise ut minoriteten, noe som igjen var tilfelle med minoritetsinteressene, beskrevet i punkt 9.6.3. Vi velger å bruke dette til å sette minoritetsrentabiliteten lik minoritetskravet, som vil bli beregnet i kapittel 10. Utviklingen i minoritetsresultatet er vist i tabell 9-28.

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$$

**Formel 9-9:** Netto minoritetsresultat (Knivsflå, 2023m).

Minoritetsresultat	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Minoritetsinteresse t-1	-	26 280	31 644	36 570	39 415	41 609	42 964	43 411	44 713
Minoritetsrentabilitet	0,098	0,100	0,099	0,098	0,098	0,097	0,096	0,096	0,096
<b>Minoritetsresultat</b>	<b>-</b>	<b>2 625</b>	<b>3 136</b>	<b>3 596</b>	<b>3 845</b>	<b>4 027</b>	<b>4 124</b>	<b>4 167</b>	<b>4 292</b>

**Tabell 9-28:** Utvikling i minoritetsresultat for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).

## 9.7 Presentasjon av fremtidsregnskap

I dette delkapittelet presenteres fremtidsregnskapet basert på ovenstående analyse og budsjettering. Fremtidsregnskapet går over perioden 2023-2031 og består av resultatregnskap, balanseoppstilling og kontantstrømoppstilling i henholdsvis tabell 9-29, 9-30 og 9-31.

## 9.7.1 Fremtidsresultat

Fremskrevet resultat	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Driftsinntekter	7 195 446	8 418 672	10 354 966	12 218 860	13 440 746	14 475 684	15 242 895	15 700 182	16 171 187	16 656 323
Netto driftsresultat	1 522 067	570 737	913 257	1 225 710	1 196 015	1 356 575	1 518 297	1 590 774	1 591 294	1 591 166
+ Netto finansinntekt	-	14 221	12 037	17 392	22 699	27 278	31 443	36 303	39 764	40 956
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 522 067	584 958	925 294	1 243 103	1 218 714	1 383 853	1 549 740	1 627 077	1 631 057	1 632 122
- Netto finanskostnad	130 947	72 075	72 154	87 759	102 182	110 677	117 128	120 942	126 412	130 204
- Minoritetsresultat	-	0	2 625	3 136	3 596	3 845	4 027	4 124	4 167	4 292
= Nettoresultat til egenkapitalen	1 391 120	512 882	850 515	1 152 207	1 112 936	1 269 331	1 428 586	1 502 011	1 500 478	1 497 626
+ Unormalt netto driftsresultat	89 802	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Unormalt netto finansresultat	139 437	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Fullstendig nettoresultat	1 620 359	512 882	850 515	1 152 207	1 112 936	1 269 331	1 428 586	1 502 011	1 500 478	1 497 626
- Netto betalt utbytte	360 046	-1 221 758	-239 286	736 426	731 704	1 115 156	1 501 215	1 201 072	1 187 705	1 175 469
= Endring i egenkapitalen	1 260 313	1 734 641	1 089 801	415 781	381 232	154 175	-72 629	300 939	312 774	322 157

**Tabell 9-29: Fremskrevet resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).**

I tabell 9-29 presenteres fremskrevet resultatregnskap hvor netto driftsresultat hentes fra driftsresultat etter skatt i den fremtidige budsjetterte kontantstrømmen i 9.5.2. Netto utbetalt utbytte er en residualpost mellom endring i egenkapitalen og fullstendig nettoresultat. Unormale poster er ikke inkludert da de kan være utfordrende å predikere og tilføre uønsket støy.

## 9.7.2 Fremtidsbalanse

Fremskrevet sysselsatt kapital	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler	8 759 909	10 547 945	12 190 046	13 138 267	13 869 824	14 321 440	14 470 214	14 904 320	15 351 450	15 811 993
+ Finansielle eiendeler	642 719	437 995	603 870	786 258	942 671	1 095 716	1 235 224	1 352 965	1 393 554	1 435 361
= Sysselsatte eiendeler	9 402 628	10 985 940	12 793 916	13 924 525	14 812 495	15 417 156	15 705 438	16 257 285	16 745 004	17 247 354
Egenkapital	6 421 849	8 156 490	9 246 291	9 662 072	10 043 304	10 197 479	10 124 850	10 425 789	10 738 563	11 060 720
+ Minoritetsinteresser	-	26 280	31 644	36 570	39 415	41 609	42 964	43 411	44 713	46 054
+ Finansiell gjeld	2 980 777	2 803 171	3 515 982	4 225 883	4 729 776	5 178 068	5 537 624	5 788 085	5 961 728	6 140 580
= Sysselsatt kapital	9 402 626	10 985 940	12 793 916	13 924 525	14 812 495	15 417 156	15 705 438	16 257 285	16 745 004	17 247 354

Fremskrevet netto driftskapital	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftseiendeler	8 759 909	10 547 945	12 190 046	13 138 267	13 869 824	14 321 440	14 470 214	14 904 320	15 351 450	15 811 993
Egenkapital	6 421 849	8 156 490	9 246 291	9 662 072	10 043 304	10 197 479	10 124 850	10 425 789	10 738 563	11 060 720
+ Minoritetsinteresser	-	26 280	31 644	36 570	39 415	41 609	42 964	43 411	44 713	46 054
+ Netto finansiell gjeld	2 338 058	2 365 175	2 912 112	3 439 625	3 787 105	4 082 352	4 302 399	4 435 120	4 568 174	4 705 219
= Netto driftskapital	8 759 907	10 547 945	12 190 046	13 138 267	13 869 824	14 321 440	14 470 214	14 904 320	15 351 450	15 811 993

**Tabell 9-30: Fremskrevet balanseoppstilling for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).**

Fremtidsbalansen til Grieg Seafood består av fremskrevet sysselsatt kapital og fremskrevet netto driftskapital i tabell 9-30. Egenkapitalen er fastsatt som en residual basert på netto driftseiendeler, minoritetsandel og netto finansiell gjeld.

### 9.7.3 Omgruppert fremtidig fri kontantstrøm

Fremtidig fri kontantstrøm i tabell 9-22 fra delkapittel 9.5 er sammen med fremtidsresultatet og fremtidsbalansen omgruppert for å kunne brukes til den fundamentale verdivurderingen i kapittel 11. Den omgrupperte kontantstrømmen, tabell 9-31, presenteres i det følgende.

<b>Fremskrevet kontantstrøm</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>	<b>2031</b>
Netto driftsresultat	1 522 067	570 737	913 257	1 225 710	1 196 015	1 356 575	1 518 297	1 590 774	1 591 294	1 591 166
+ Unormalt netto driftsresultat	89 802	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Endring netto driftsrendeler	2 098 184	1 788 036	1 642 102	948 220	731 557	451 616	148 773	434 106	447 130	460 543
<b>= Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>-486 315</b>	<b>-1 217 299</b>	<b>-728 845</b>	<b>277 490</b>	<b>464 458</b>	<b>904 959</b>	<b>1 369 524</b>	<b>1 156 667</b>	<b>1 144 164</b>	<b>1 130 622</b>
+ Netto finansinntekt	-	14 221	12 037	17 392	22 699	27 278	31 443	36 303	39 764	40 956
+ Unormalt netto finansresultat	139 437	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Endring finansielle eiendeler	-285 623	-204 724	165 874	182 388	156 413	153 045	139 508	117 741	40 589	41 807
<b>= Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital</b>	<b>-61 255</b>	<b>-998 355</b>	<b>-882 682</b>	<b>112 494</b>	<b>330 744</b>	<b>779 191</b>	<b>1 261 459</b>	<b>1 075 230</b>	<b>1 143 338</b>	<b>1 129 772</b>
- Netto finanskostnad	130 947	72 075	72 154	87 759	102 182	110 677	117 128	120 942	126 412	130 204
+ Endring finansiell gjeld	545 302	-177 606	712 811	709 901	503 893	448 292	359 556	250 462	173 643	178 852
- Minoritetsresultat	-	-	2 625	3 136	3 596	3 845	4 027	4 124	4 167	4 292
+ Endring minoritetsinteresser	-	26 280	5 364	4 926	2 845	2 195	1 355	446	1 302	1 341
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapitalen</b>	<b>353 100</b>	<b>-1 221 756</b>	<b>-239 286</b>	<b>736 426</b>	<b>731 704</b>	<b>1 115 156</b>	<b>1 501 215</b>	<b>1 201 072</b>	<b>1 187 705</b>	<b>1 175 469</b>

**Tabell 9-31: Fremskrevet og omgruppert kontantstrøm for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).**

---

## 10. Fremtidskrav og strategisk fordel

Vi skal nå presentere våre beregninger av budsjetterte fremtidskrav for Grieg Seafood. Disse kravene vil videre bli brukt i kapittel 11 for å diskontere fremtidige kontantstrømmer. Vi vil benytte oss av samme oppsett og teori som i kapittel 7. Forskjellen er at vi her vil bruke inngående balansestørrelser i stedet for gjennomsnittlige justerte kapitalstørrelser.

### 10.1 Krav til egenkapital og minoritet

I likhet med kapittel 7 vil vi også her benytte oss av kapitalverdimodellen for å beregne egenkapitalkrav og minoritetskrav. I den forbindelse er vi nødt til å estimere risikofri rente, markedsrisikopremie, likviditetspremie og egenkapitalbeta. Budsjettperioden er 2023-2029 der 2029 er terminalåret. Etter dette vil årene 2030 (T+1) og 2031 (T+2) være en tilstand som kalles «steady state», hvor bedriften oppnår en stabil vekstrate og driftsresultatene holder seg relativt stabile over tid, som tidligere nevnt i kapittel 9. I det følgende skal vi vise våre beregninger for å estimere inputverdiene i kapitalverdimodellen.

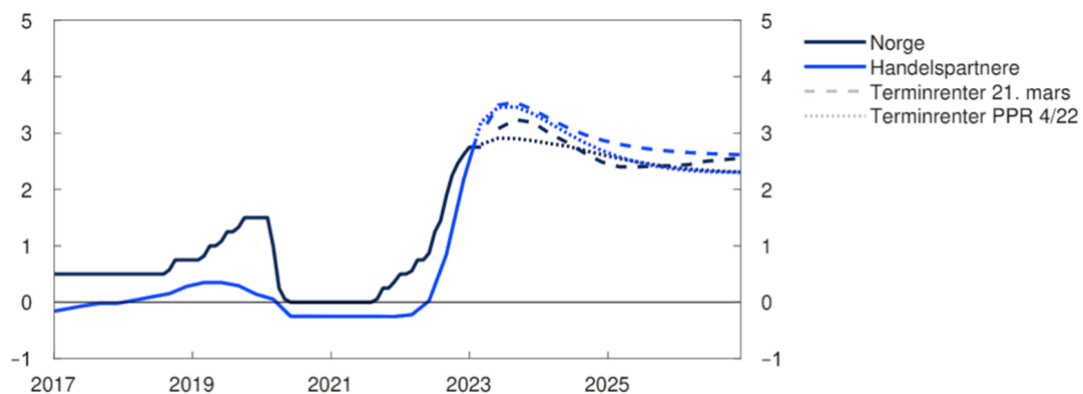
#### 10.1.1 Estimat av risikofri rente

Den naturlige renten er det rentenivået som hverken vil stimulere eller hemme økonomisk vekst, og som gjenspeiler nivået på inflasjon som sentralbanken anser som akseptabelt i forhold til den langsiktige vekstraten i økonomien (*Jimeno & Montilla, 2023*). Teorien sier at den naturlige renten vil normalisere seg over tid, selv om sentralbanker og investorer kan påvirke rentenivået på kort sikt.

På tross av de historisk lave rentene under koronapandemien, traff krigen i Ukraina sammen med en raskt akselererende, postpandemisk økonomisk utvikling av markedene i Europa med en blanding av skyhøy inflasjon og rekordhøye energipriser. Reduserte gassleveranser fra Russland har ført til svært høye energipriser i 2022, i tillegg til at det ser ut som vestlige land vil ha minst mulig økonomisk samkvem med Russland i årene fremover (*Norges Bank, 2023*). Usikkerhet rundt forsyninger har ført til prisstigning i markedet og det tyder på at krigen i Ukraina vil ha langsiktige konsekvenser som vil prege markedene i Europa i årene fremover. På bakgrunn av dette tror vi derfor at det naturlige rentenivået vil heve seg på generell basis, og at vi må oppjustere denne i forhold til kapittel 7 da vi beregnet den risikofrie renten ut fra

10-årige statsobligasjoner.

I figur 10-1 har vi hentet inn en graf fra Norges Bank (2023) sin pengepolitiske rapport om styringsrentens fremtidsutsikter. Norges Bank påpeker imidlertid at det er store usikkerheter tilknyttet fremtidig utvikling og at dette kun er en vurdering ut ifra dagens situasjon.



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

**Figur 10-1:** Styringsrenter og beregnede terminrenter i prosent for 2017-2025, direkte hentet fra Norges Bank (2023).

Av figur 10-1 ser vi fra den svarte grafen at det har vært store svingninger i rentenivået i perioden 2017 frem til i dag. 2020 hadde en historisk lav styringsrente, mens 2023 har hatt den høyeste styringsrenten siden finanskrisen (*Norges Bank, 2023*). Som nevnt i kapittel 7 er det vanlig praksis å beregne den risikofrie renten ut ifra 10-årige statsobligasjoner eller 3 måneders NIBOR renter. Utfordringen med dette er at dagens situasjon er preget av usikkerhet som følger av krigen og økte priser, som gjør at historiske tall mest sannsynlig vil være for lave for fremtiden. Dersom vi baserer oss på en 10-årig statsobligasjon de siste 20 årene får vi en gjennomsnittlig rente på 2,81%, etter å ha ekskludert unntaksårene 2020 og 2021, noe vi mener er for lavt sett opp mot dagens situasjon. Dersom vi benytter oss av en 3-måneders NIBOR rente for slutten av 2021 frem til i dag er gjennomsnittet på 2,10% som også vil være for lavt.

I 2023 ser vi at en 3-måneders NIBOR rente har steget fra 3,36% til 3,79% som vi mener er et mer realistisk nivå. I kapittel 7 beregnet vi risikofri rente for 2023 basert på historiske renter og vi har valgt å oppjustere denne som følger av en stigende NIBOR- og styringsrente. Videre

har Norges Bank utsikter om å heve renten ytterligere og vi legger derfor til grunn en risikofri rente på 4% i 2023 med en økning i 2024 i henhold til Norges Bank sine fremtidsutsikter. Etter dette tror vi at “steady state” vil tilsvare omtrent dagens nivå og legger til grunn en rente på 3,7%, og at den risikofrie renten vil avta jevnt frem til dette etter 2024. I tabell 10-1 er den estimerte risikofrie renten presentert.

Risikofri rente etter skatt	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Gjennomsnittlig bankrating	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente estimert	4,00 %	4,20%	4,10 %	4,00 %	3,90 %	3,80 %	3,70 %	3,70 %	3,70 %
- Kredittisikopremie	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%
= Risikofri rente før skatt	3,10 %	3,30 %	3,20 %	3,10 %	3,00 %	2,90 %	2,80 %	2,80 %	2,80 %
- Skatt	0,68 %	0,73 %	0,70 %	0,68 %	0,66 %	0,64 %	0,62 %	0,62 %	0,62 %
= Risikofri rente etter skatt	2,42 %	2,57 %	2,50 %	2,42 %	2,34 %	2,26 %	2,18 %	2,18 %	2,18 %

\* Risikofri rente er estimert med utgangspunkt i dagens nivå av 3-måneders NIBOR

**Tabell 10-1: Estimert risikofri rente 2023-2031 (egenprodusert).**

## 10.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er en ikke-direkte observerbar størrelse og må derfor estimeres ut ifra historisk data og forventninger om fremtidig avkastning og risiko i markedet. Fra PwC (2023) sin undersøkelse om risikopremien i det norske markedet har medianen vært uendret i perioden fra 2014 til 2022 på 5%, mens gjennomsnittet i 2022 var på 4,9%. Videre svarer 75% av respondentene at innføring av grunnrenteskatt har endret deres syn på investering i det norske markedet og 51% tror at grunnrenteskatt på havbruk vil føre til en økning i risikopremie (PwC, 2023). I henhold til Kaldestad og Møller (2016) er det vanskelig å konkludere om hva premien burde ligge på, da den i perioder med optimisme kan være ned mot 3% og i perioden der pessimismen øker kan den bli opp mot 7%. Videre nevnes det at den i sum trolig ligger rundt 4-5%, hvor den i perioder kan ligge både over og under. Den usikre økonomiske situasjonen kan også tale for at investorer vil kreve en høyere premie for å investere i markedet. Vi går ikke inn i dybden på situasjonen i Europa, da vi diskuterte den i foregående kapittel, men legger til grunn at den også vil påvirke markedsrisikopremien. Videre skal vi vurdere om innføring av grunnrenteskatten vil påvirke markedsrisikopremien i Norge.

I en artikkel publisert av PwC-partner Hallvard Aarø (2023), skriver han at aksjemarkedet reagerte umiddelbart og at verdier for nesten 60 milliarder kroner forsvant dagene rundt kunngjøringen av grunnrenteskatt. Videre nevner han at staten er den største investoren på Oslo Børs, som indirekte betyr at det er fellesskapet som taper mye av disse verdiene. Fallet

på Oslo Børs som følge av kunngjøringen indikerer skepsis blant investorene som taler for en høyere markedsrisikopremie. Inflasjonen i markedet er også høy, samtidig som Norges Bank fortsetter å heve styringsrenten, som videre taler for en økt risikopremie.

I likhet med den risikofrie renten tror vi også at markedets risikopremie vil øke som følge av den usikre situasjonen i Europa. Dette taler for at investorer vil kreve en høyere premie for å investere i markedet. Vi har også vurdert at investorenes syn på oppdrettsbransjen påvirker det norske markedet, da Oslo Børs ble redusert med omtrent 60 milliarder kroner dagen grunnrenteskatten ble kunngjort. Vi har derfor valgt en markedsrisikopremie på 5,3% som følge av økte priser, grunnrenteskatt og inflasjon, i tillegg til usikkerheter knyttet til den økonomiske utviklingen i Norge og Europa. Det er imidlertid viktig å påpeke at dette er en skjønsmessig vurdering ettersom markedets risikopremie ikke er en observerbar størrelse.

### **10.1.3 Likviditetspremie**

For likviditetspremie benytter vi nesten samme vurdering som i punkt 7.2.6. der vi holder oss til en likviditetspremie på 2% for minoriteten på grunn av risikoen for innlåsning av aksjer ettersom Grieg Aqua AS eier majoriteten av aksjene. Ettersom aksjekursen til Grieg Seafood falt drastisk dagen grunnrenten ble kunngjort har vi valgt å oppjustere risikopremien til majoriteten til 2% siden flyten av aksjen er relativt liten som gjør at det kan være en viss risiko for de store aksjonærholdene å realisere verdiene uten å påvirke prisen på aksjekursen.

### **10.1.4 Egenkapitalbeta**

En metode for å beregne årlig egenkapitalbeta er å anta at selskapets verdi ikke påvirkes av gjeldsstrukturen, i samsvar med Miller & Modigliani sin første proposisjon. Ved å gjøre denne antagelsen kan man holde netto driftskapitalbeta konstant, som ble gjennomgått i kapittel 7.3.4, og beregne egenkapitalbetaen ved å finne residualen. I vårt tilfelle var verdiene mellom 0,8 og 0,9 som vi anser som for lave og vil derfor ikke benytte oss av disse verdiene.

Videre i en artikkel av Terje Eriksen (2022) publisert i Dagens Næringsliv, hvor han har undersøkt avkastning i forhold til børsindeksen siden dagen Grieg Seafood ble børsnotert, vurderes Grieg Seafoods betaverdi til å være 1,22 i perioden beregnet på tall fra 2007-2023. Dette stemmer bedre overens med våre vurderinger av markedet, ettersom Grieg Seafood sin



aksjekurs falt med 26,6% ved kunngjøringen av grunnrenteskatt i september 2022 (Høgseth et al., 2022b). Videre ved å undersøke ulike børsnettsteder ser vi at en 1-årig betaverdi ofte vurderes til rett under 1 og for de sidene som inkluderer en 3-årig beregning er denne rett over 1 (DN investor; E24 Børs; Infront, 2023).

I henhold til regresjonsanalysen som ble utført i kapittel 7.2.3, der vi analyserte avkastningen til Grieg Seafood i forhold til markedsindeksen, var betaverdien under 1 frem til kunngjøringen av grunnrenteskatt og rett over 1 i perioden etter, ved bruk av aksjekursavkastning fra 2016-2023. Samlet sett var betaverdien på 1,0335 for Grieg Seafood i perioden. Videre diskuterte vi i kapittel 7 at i henhold til Damodaran (2012) vil en aksje generelt sett konvergere mot markedsindeksen som tilsvarer 1 over tid. Siden vi skal benytte oss av en langsiktig betaverdi vokter vi, i likhet med i kapittel 7,  $\frac{1}{3}$  av verdien mot 1 og  $\frac{2}{3}$  av verdien mot verdien i regresjonsanalysen, som resulterer i en betaverdi på 1,022 som vi vil bruke i våre fremtidige beregninger.

### 10.1.5 Estimert egenkapitalkrav

Vi har nå beregnet alle inputene vi trenger for å sette sammen egenkapitalkravet og minoritetskravet etter kapitalverdimodellen som er presentert i tabell 10-2 og 10-3:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Risikofri rente etter skatt	2,42 %	2,57 %	2,50 %	2,42 %	2,34 %	2,26 %	2,18 %	2,18 %	2,18 %
+ Justert egenkapitalbeta	1,0217	1,0217	1,0217	1,0217	1,0217	1,0217	1,0217	1,0217	1,0217
* Markedets risikopremie etter skatt	5,30 %	5,30 %	5,30 %	5,30 %	5,30 %	5,30 %	5,30 %	5,30 %	5,30 %
= Egenkapitalkrav - CAPM	7,83 %	7,99 %	7,91 %	7,83 %	7,76 %	7,68 %	7,60 %	7,60 %	7,60 %
+ Illikviditetspremie majoritet	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
= Egenkapitalkrav etter skatt	9,83 %	9,99 %	9,91 %	9,83 %	9,76 %	9,68 %	9,60 %	9,60 %	9,60 %

**Tabell 10-2:** Fremtidig egenkapitalkrav 2023-2031 etter kapitalverdimodellen (egenprodusert).

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Egenkapitalkrav - CAPM	7,83 %	7,99 %	7,91 %	7,83 %	7,76 %	7,68 %	7,60 %	7,60 %	7,60 %
+ Illikviditetspremie minoritet	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
= Minoritetskrav etter skatt	9,83 %	9,99 %	9,91 %	9,83 %	9,76 %	9,68 %	9,60 %	9,60 %	9,60 %

**Tabell 10-3:** Fremtidig minoritetskrav 2023-2031 etter kapitalverdimodellen (egenprodusert).

## 10.2 Finansielle krav

Neste steg er å beregne de finansielle kravene tilknyttet gjeld og eiendeler. For å gjøre dette, trenger vi å vurdere selskapets syntetiske rating for den aktuelle perioden. Basert på tidligere beregninger i kapittel 6, vurderte vi at Grieg Seafood hadde en stabil syntetisk rating med gjennomsnittlig karakter på A. Vi mener at denne ratingen reflekterer Grieg Seafood sin normaliserte syntetiske rating, og vil derfor benytte oss av den samme ratingen i beregningen av fremtidige krav.

### 10.2.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav beregnes på samme måte som i kapittel 7. Vi antar at mesteparten av gjelden til Grieg Seafood fortsetter å være langsiktig og tar utgangspunkt i en langsiktig kredittrisikopremie i beregningene. Gjeldskravet presenteres i tabell 10-4.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	T+1 2030	T+2 2031
Syntetisk Rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Langsiktig kredittrisikopremie	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %
+ Risikofri rente	2,42 %	2,57 %	2,50 %	2,42 %	2,34 %	2,26 %	2,18 %	2,18 %	2,18 %
<b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b>3,32 %</b>	<b>3,47 %</b>	<b>3,40 %</b>	<b>3,32 %</b>	<b>3,24 %</b>	<b>3,16 %</b>	<b>3,08 %</b>	<b>3,08 %</b>	<b>3,08 %</b>

**Tabell 10-4:** Estimert fremtidig finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood 2023-2023 (egenprodusert).

### 10.2.2 Finansielt eiendelskrav

For å beregne finansielt eiendelskrav, benytter vi en tilsvarende tilnærming som beskrevet i kapittel 7.3.2, der vi vekter de kontant- og investeringskravet mot deres andel av eiendeler. Vi bruker det historiske tidsvektede gjennomsnittet som en indikasjon på “steady state” og antar en lineær utvikling frem til dette punktet. Det historiske regnskapet er mer spesifisert enn fremtidsregnskapet, der andelen av kontanter og investeringer ikke er spesifisert. Vi antar imidlertid at de historiske tallene fortsatt gir et representativt grunnlag for å beregne finansielt eiendelskrav i fremtiden. I tabell 10-5 er estimert finansielt eiendelskrav for Grieg Seafood i perioden:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Kontantkrav	2,42 %	2,57 %	2,50 %	2,42 %	2,34 %	2,26 %	2,18 %	2,18 %	2,18 %
* Kontantvekt	0,97	0,95	0,92	0,90	0,87	0,84	0,82	0,82	0,82
+ Investeringskrav	7,72 %	7,87 %	7,80 %	7,72 %	7,64 %	7,56 %	7,48 %	7,48 %	7,48 %
* Investeringsvekt	0,026	0,052	0,078	0,104	0,130	0,156	0,182	0,182	0,182
= Finansielt eiendelskrav	2,56 %	2,85 %	2,91 %	2,97 %	3,03 %	3,09 %	3,15 %	3,15 %	3,15 %

**Tabell 10-5:** Estimert fremtidig eiendelskrav for Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert).

### 10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

Vi har nå beregnet de nødvendige komponentene for å sette sammen netto finansielt gjeldskrav for framskrivingsperioden. Vi følger også her samme fremgangsmåte som i kapittel 7.3.3 ved den vektete differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav, vist i tabell 10-6:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Finansielt gjeldskrav	3,32 %	3,47 %	3,40 %	3,32 %	3,24 %	3,16 %	3,08 %	3,08 %	3,08 %
* (FG/NFG)	1,275	1,185	1,207	1,229	1,249	1,268	1,287	1,305	1,305
- Finansielt eiendelskrav	2,56 %	2,85 %	2,91 %	2,97 %	3,03 %	3,09 %	3,15 %	3,15 %	3,15 %
* (FE/NFG)	0,275	0,185	0,207	0,229	0,249	0,268	0,287	0,305	0,305
= Netto finansielt gjeldskrav	3,53 %	3,59 %	3,50 %	3,40 %	3,29 %	3,18 %	3,07 %	3,06 %	3,06 %

**Tabell 10-6:** Estimert fremtidig netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert).

### 10.3 Selskapskrav

De estimerte finansielle kravene danner grunnlaget for å beregne fremtidig sysselsatt kapital og fremtidig netto driftskrav. Førstnevnte er den vektete summen av egenkapital, minoritet og finansiell gjeld. Netto driftskrav er den vektete summen av egenkapitalen, minoritet og netto finansiell gjeld. Beregningen for selskapskravene er presentert i tabell 10-7 og 10-8.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Egenkapitalkrav	9,83 %	9,99 %	9,91 %	9,83 %	9,76 %	9,68 %	9,60 %	9,60 %	9,60 %
* Egenkapitalvekt	68,30 %	74,24 %	72,27 %	69,39 %	67,80 %	66,14 %	64,47 %	64,13 %	64,13 %
+ Minoritetskrav	9,83 %	9,99 %	9,91 %	9,83 %	9,76 %	9,68 %	9,60 %	9,60 %	9,60 %
* Minoritetsvekt	0,00 %	0,24 %	0,25 %	0,26 %	0,27 %	0,27 %	0,27 %	0,27 %	0,27 %
+ Finansielt gjeldskrav	3,32 %	3,47 %	3,40 %	3,32 %	3,24 %	3,16 %	3,08 %	3,08 %	3,08 %
* Finansiell gjeldsvekt	31,70 %	25,52 %	27,48 %	30,35 %	31,93 %	33,59 %	35,26 %	35,60 %	35,60 %
= Sysselsatt kapitalkrav	7,77 %	8,33 %	8,12 %	7,86 %	7,67 %	7,49 %	7,30 %	7,28 %	7,28 %

**Tabell 10-7: Fremtidig estimert sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert).**

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Egenkapitalkrav	9,83 %	9,99 %	9,91 %	9,83 %	9,76 %	9,68 %	9,60 %	9,60 %	9,60 %
* Egenkapitalvekt	73,31 %	77,33 %	75,85 %	73,54 %	72,41 %	71,20 %	69,97 %	69,95 %	69,95 %
+ Minoritetskrav	9,83 %	9,99 %	9,91 %	9,83 %	9,76 %	9,68 %	9,60 %	9,60 %	9,60 %
* Minoritetsvekt	0,00 %	0,25 %	0,26 %	0,28 %	0,28 %	0,29 %	0,30 %	0,29 %	0,29 %
+ Netto finansielt gjeldskrav	3,53 %	3,59 %	3,50 %	3,40 %	3,29 %	3,18 %	3,07 %	3,06 %	3,06 %
* Netto finansiell gjeldsvekt	26,69 %	22,42 %	23,89 %	26,18 %	27,30 %	28,51 %	29,73 %	29,76 %	29,76 %
= Netto driftskrav	8,15 %	8,55 %	8,38 %	8,15 %	7,99 %	7,83 %	7,66 %	7,65 %	7,65 %

**Tabell 10-8: Fremtidig estimert netto driftskrav for Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert).**

Vi ser at sysselsatt kapitalkrav stiger første året før det synker mot 6,32% i steady state. Netto driftskrav stiger også første året før det synker mot 6,85% i steady state.

Vi har nå beregnet kravene vi trenger til den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Videre i neste delkapittel skal vi estimere og analysere Grieg Seafood sin fremtidige strategiske fordel.

## 10.4 Fremtidig strategisk fordel

Som tidligere nevnt i kapittel 8 har en virksomhet en strategisk fordel når netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskrav. I kapittel 8 kom vi frem til i våre beregninger at mesteparten av Grieg Seafood sin strategiske fordel hadde opphav i en bransjefordel. Som vil si at hele bransjen nyter godt av fordelene og ikke er spesifikke forhold hos en aktør som genererer fordelene. I tabell 10-9 er våre beregninger for Grieg Seafood sin strategiske fordel i fremtiden:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Netto driftsrentabilitet	6,09 %	8,37 %	10,17 %	9,27 %	10,11 %	11,13 %	11,45 %	11,10 %	10,76 %
- Netto driftskrav	8,15 %	8,55 %	8,38 %	8,15 %	7,99 %	7,83 %	7,66 %	7,65 %	7,65 %
= Ren driftsfordel	-2,06 %	-0,19 %	1,79 %	1,12 %	2,12 %	3,31 %	3,79 %	3,45 %	3,11 %
* Gearing drift	40,90 %	38,15 %	43,57 %	48,13 %	52,19 %	56,69 %	59,44 %	59,74 %	59,60 %
= Driftsfordel	-0,84 %	-0,07 %	0,78 %	0,54 %	1,11 %	1,88 %	2,26 %	2,06 %	1,85 %
+Finansieringsfordel	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
= Strategisk fordel	-0,84 %	-0,07 %	0,78 %	0,54 %	1,11 %	1,88 %	2,26 %	2,06 %	1,85 %

**Tabell 10-9:** Estimert fremtidig strategisk fordel Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert).

I henhold til tabell 10-9 opprettholder Grieg Seafood en strategisk fordel basert på våre beregninger i fremtiden, med unntak av en marginal ulempe de to første årene. Størrelsen på denne fordelten har imidlertid blitt betraktelig redusert sammenlignet med før koronapandemien, da verdiene var mellom 20% og 40% i henhold til lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 som var basert på historiske tall. I 2020 og 2021 førte pandemien til et etterspørselsfall og en strategisk ulempe, men siden dette var unntaksår så anser vi disse tallene som uvanlig lave. Videre identifiserte vi i kapittel 8 at mesteparten av Grieg Seafood sin strategiske fordel hadde opphav i en bransjefordel og antar at implementeringen av grunnrenteskatten er årsaken til en redusert strategisk fordel i denne lønnsomhetsanalysen ettersom grunnrenteskatten er implementert i fremtidsregnskapet.

## 10.5 Oppsummering

I dette kapittelet har vi beregnet fremtidskrav for Grieg Seafood som videre skal benyttes som diskonteringsfaktor i den fundamentale analysen i kapittel 11. Videre har vi beregnet fremtidig strategisk fordel for å vurdere Grieg Seafood sin lønnsomhet i tiden fremover. Tabell 10-10 oppsummerer beregningene av Grieg Seafood sine fremtidige krav:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Egenkapitalkrav	9,83 %	9,99 %	9,91 %	9,83 %	9,76 %	9,68 %	9,60 %	9,60 %	9,60 %
Minoritetskrav	9,83 %	9,99 %	9,91 %	9,83 %	9,76 %	9,68 %	9,60 %	9,60 %	9,60 %
Finansielt gjeldskrav	3,32 %	3,47 %	3,40 %	3,32 %	3,24 %	3,16 %	3,08 %	3,08 %	3,08 %
Finansielt eiendelskrav	2,56 %	2,85 %	2,91 %	2,97 %	3,03 %	3,09 %	3,15 %	3,15 %	3,15 %
Netto finansielt gjeldskrav	3,53 %	3,59 %	3,50 %	3,40 %	3,29 %	3,18 %	3,07 %	3,06 %	3,06 %
Sysselsatt kapitalkrav	7,77 %	8,33 %	8,12 %	7,86 %	7,67 %	7,49 %	7,30 %	7,28 %	7,28 %
Netto driftskrav	8,15 %	8,55 %	8,38 %	8,15 %	7,99 %	7,83 %	7,66 %	7,65 %	7,65 %

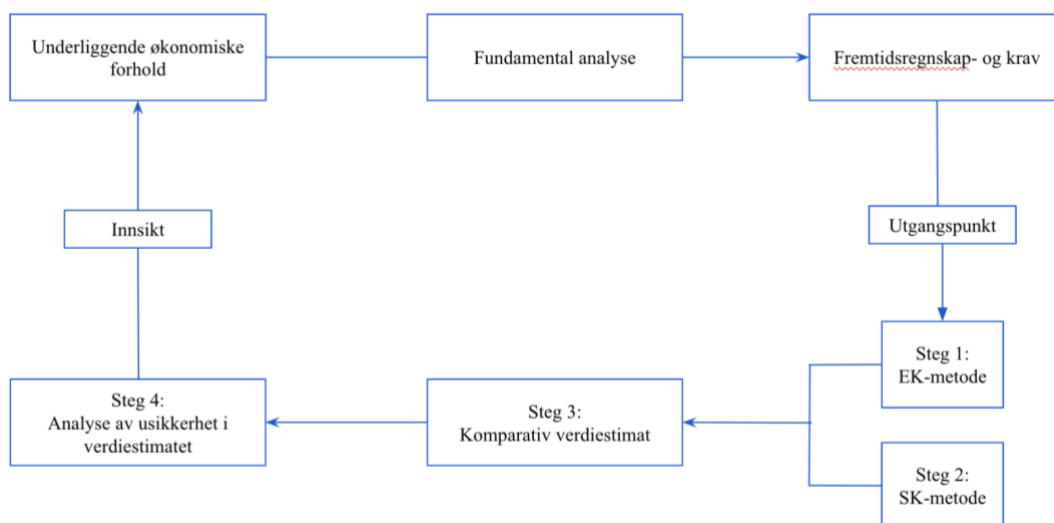
**Tabell 10-10:** Oppsummering fremtidige krav for Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert).

## 11. Fundamental og komparativ verdivurdering

I dette kapitlet skal vi utføre den fundamentale verdivurderingen av Grieg Seafood og estimere en fundamental verdi av egenkapitalen med fremtidsregnskapet vårt i kapittel 9 som grunnlag. Dette skal foregå basert på to metoder, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.

Egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden har begge flere spesifikke modeller under seg som skal benyttes. Egenkapitalmetoden ser på verdsettelse av egenkapitalen direkte, mens man med selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen residualt. Ved første verdiestimat vil resultatene fra metodene avvike fra hverandre på grunn av budsjetterte vekter istedenfor tidsvektede vekter (*Knivsflå, 2023o*). Vi vil videre gjennomføre en skjønsmessig konvergering ved bruk av snitt. I estimatene vil det foreligge usikkerhet basert på forutsetningene og denne usikkerheten skal analyseres ved hjelp av en sensitivitetsanalyse. Avslutningsvis skal vi supplere med en komparativ verdivurdering hvor vi skal ta i bruk ulike markedsbaserte multipler.

Videre i kapittel 12 skal resultatene fra analysene drøftes og kritiseres, og en skattetilpasning skal diskuteres som følge av grunnrenteskatten sin påvirkning på kontantstrømmen i kapittel 9. Til slutt kommer vi frem til et endelig verdiestimat som skal være grunnlaget for en handlingsstrategi i kapittel 13. Rammeverket for den fundamentale verdivurderingen er oppsummert i figur 11-1 følgende.



**Figur 11-1:** Rammeverk for fundamental verdivurdering (*Knivsflå, 2023o*).

## 11.1 Egenkapitalmetoden

Den direkte verdsettelsen av egenkapitalen ved egenkapitalmetoden skal foregå ved bruk av fire modeller; utbyttmodellen, fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Gjennom å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen med egenkapitalkravet fra kapittel 10, skal vi få fire identiske resultater ved konsistent bruk da modellene er ekvivalente (*Knivsflå, 2023o*).

### Utbyttmodellen:

Utbyttmodellen (NBU) er selve grunnmodellen innenfor egenkapitalmetoden. Den estimerer verdien av egenkapitalen i dag gjennom å beregne nåverdien av alle forventet fremtidige utbytter. Utbytte kan budsjetteres lik fri kontantstrøm til egenkapitalen, og den er dermed tilnærmet lik fri kontantstrømmodellen. Formelen for utbyttmodellen er vist i det følgende, hvor det i horisontleddet blir brukt Gordons Growth-formel med konstant vekst på 3% (*Knivsflå, 2023n*). Følgende formel 11-1 blir anvendt (*Knivsflå, 2023n*):

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1+ekk_1) \cdot \dots \cdot (1+ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1+ekk_1) \cdot \dots \cdot (1+ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

**Formel 11-1:** Verdi av egenkapitalen etter utbyttmodellen (*Knivsflå, 2023n*).

hvor  $VEK$  = verdi av egenkapital,  $NBU$  = netto betalt utbytte,  $ekk$  = egenkapitalkrav,  $ekv$  = egenkapitalvekst.

### Fri kontantstrømmodellen:

Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE) beregner verdien av egenkapitalen som nåverdi av den frie kontantstrømmen til egenkapitalen diskontert med egenkapitalkravet. Fri kontantstrøm til egenkapitalen er resultatet til kapitalen, hensyntatt finansiell gjeld og minoritetsinteresser (*Knivsflå, 2023n*). Siden modellene NBU og FKE er tilnærmet like, vil vi kun benytte oss av FKE-modellen videre i oppgaven. Bruker igjen forutsetning om konstant vekst på 3% i horisontleddet, slik at vi får et sluttet uttrykk. Modellen uttrykkes gjennom følgende formel (*Knivsflå, 2023n*):

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1+ekk_1)*\dots*(1+ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1+ekk_1)*\dots*(1+ekk_T)*(ekk-ekv)}$$

**Formel 11-2:** Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmodellen (Knivsflå, 2023n).

hvor  $VEK$  = verdi av egenkapital,  $FKE$  = fri kontantstrøm til egenkapital,  $ekk$  = egenkapitalkrav,  $ekv$  = egenkapitalvekst.

### **Superprofittmodellen:**

I superprofittmodellen (SPE) finnes verdien til egenkapitalen ved å summere balanseført egenkapital og nåverdi av superprofitten til egenkapitalen over budsjettperioden. Det er forventet superprofitt som inngår i modellen, og den beregnes ved å ta nettoresultatet til egenkapitalen utover tilhørende resultatkrav i hver periode (Knivsflå, 2023n). Dette tilsvarer å trekke egenkapitalkravet fra egenkapitalrentabiliteten, og er tidligere i oppgaven nevnt som et mål på strategisk eierfordel. Tilsvarende som for de andre modellene legges det til grunn en forutsetning om konstant vekst i horisontleddet. Superprofittmodellen kan beregnes ved formel 11-3 og 11-4 (Knivsflå, 2023n):

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1+ekk_1)*\dots*(1+ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1+ekk_1)*\dots*(1+ekk_T)*(ekk-ekv)}$$

**Formel 11-3:** Verdi av egenkapitalen etter superprofittmodellen (Knivsflå, 2023n).

hvor  $VEK$  = verdi av egenkapital,  $EK_0$  = egenkapital år 0,  $SPE$  = superprofitt til egenkapital,  $ekk$  = egenkapitalkrav,  $ekv$  = egenkapitalvekst, og  $SPE_t$  er gitt ved:

$$SPE_t = NRE_t - ekk_t * EK_{t-1}$$

**Formel 11-4:** Beregning av superprofitt (Knivsflå, 2023n).

hvor  $SPE$  = superprofitt til egenkapital,  $NRE$  = nettoresultat til egenkapital,  $ekk$  = egenkapitalkravet,  $EK$  = balanseført egenkapital.



**Superprofittvekstmodellen:**

Superprofittvekstmodellen ( $\Delta SPE$ ) blir også kalt unormal resultatvekst-modellen. Verdien av egenkapitalen beregnes ved å kapitalisere verdien av nettoresultatet og legge til nåverdien av fremtidig vekst. Den fremtidige veksten er superprofittvekst, og har kun verdi dersom den er lønnsom. Konstant vekst forutsettes fra periode T+1. Formelen følger av 11-5 og 11-6 (Knivsflå, 2023o):

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ek k_1} + \frac{1}{ek k_1} * \sum_{t=2}^T \frac{\Delta SPE_t}{(1+ek k_1)*\dots*(1+ek k_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1+ek k_1)*\dots*(1+ek k_{T+1})*(ek k - ek v)}$$

**Formel 11-5:** Verdi av egenkapitalen etter superprofittvekstmodellen (Knivsflå, 2023n).

hvor  $VEK$  = verdi av egenkapital,  $NRE$  = nettoresultat til egenkapitalen,  $\Delta SPE$  = siperprofittvekst til egenkapitalen,  $ek k$  = egenkapitalkrav,  $ek v$  = egenkapitalvekst, og  $\Delta SPE_t$  er gitt ved:

$$\Delta SPE_t = \frac{(1 + ek k_1) * SPE_t - (1 + ek k_t) * SPE_{t-1}}{1 + ek k_t}$$

**Formel 11-6:** Beregning av superprofittvekst (Knivsflå, 2023n).

hvor  $\Delta SPE$  = siperprofittvekst til egenkapitalen,  $SPE$  = superprofitt til egenkapitalen,  $ek k$  = egenkapitalkrav.

## 11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden innebærer å indirekte verdsette egenkapitalen. Først beregnes verdien av selskapet før gjeld og minoritetsinteresser blir trukket fra. Metoden inneholder de samme modellene som for egenkapitalmetoden, men bruker andre kontantstrømmer og kapitalkrav. Videre finnes det flere mål på selskapskapital: totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Av disse er sysselsatt kapital og netto driftskapital de mest relevante å bruke, da totalkapital er en utdatert metode (Knivsflå, 2023o). De to metodene skal presenteres i det følgende. Verdierestimaterne fra egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden presenteres

videre i delkapittel 11.3.

### **Sysselsatt kapital-metoden:**

Ved sysselsatt kapital-metoden kan egenkapital verdsettes residualt ved å verdsette selskapet til sysselsatt kapital og trekke fra finansiell gjeld samt minoritetsinteresser. Sysselsatt kapital ser på den totale kapitalen som er investert i selskapet, men problemet er at den blander mellom drift og finans. Metoden tar som tidligere nevnt for seg de samme modellene som under egenkapitalmetoden, men med fokus på kontantstrømmer til sysselsatt kapital. Formel 11-7 for verdi av sysselsatt kapital uttrykkes i det følgende (*Knivsflå, 2023o*):

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

**Formel 11-7:** Verdi av egenkapitalen residualt ved sysselsatt kapital-metoden (*Knivsflå, 2023o*).

hvor  $VEK$  = verdi av egenkapital,  $VSSK$  = verdi av sysselsatt kapital,  $VFG$  = verdi av finansiell gjeld,  $VMI$  = verdi av minoritetsinteresser.

### **Netto driftskapital-metoden:**

Etter netto driftskapital-metoden beregnes verdien av egenkapitalen verdi av netto driftskapital minus verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Denne metoden rendyrker derimot drift i motsetning til sysselsatt kapital-metoden. Det den har til felles med forrige metode er at modellene fri kontantstrøm, superprofitt og superprofittvekst også benyttes, men med kontantstrømmen til netto driftskapital. Formel 11-8 for netto driftskapital-metoden er som følger (*Knivsflå, 2023o*):

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

**Formel 11-8:** Verdi av egenkapitalen residualt ved netto driftskapital-metoden (*Knivsflå, 2023o*).

hvor VEK = verdi av egenkapital, VNDK = verdi av netto driftskapital, VNFG = verdi av netto finansiell gjeld, VMI = verdi av minoritetsinteresser.

## 11.3 Første verdiestimat

I dette delkapittelet skal det første verdiestimatet basert på de tre metodene egenkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital presenteres. Metodene vil gi ulike estimater siden det er brukt budsjetterte vekter, men ved å foreta en skjønnsmessig prosess basert på snitt og supplerende verdivurdering skal vi finne et endelig estimat. Målet er å estimere egenkapitalen til Grieg Seafood per 31.12.2022 per aksje, og for å finne dette må verdiestimatene deles på antall aksjer utestående. Ifølge selskapets årsrapport for 2022 er det per 31.12.2022 112 095 231 antall aksjer utestående. I det følgende presenteres tabellene, hvor regnskapstall er oppgitt i 1000 NOK og aksjer i 1000 stk.

### 11.3.1 Egenkapitalmetoden

I dette punktet har vi beregnet verdi av egenkapitalen per aksje for Grieg Seafood basert på egenkapitalmetoden. Følgende presenteres tabell 11-1, 11-2 og 11-3 av metoden sine tre modeller. Ved konsistent bruk av modellene ble den estimerte verdien på egenkapitalen 10 932 699, som tilsvarer en aksjepris på 97,53 kr per aksje 31.12.2022 basert på antall aksjer utestående.

**Fri kontantstrømmodellen (= Utbyttmodellen):**

FKE-modellen	0 2022	1		2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Fri kontantstrøm til EK		-1 221 756	-239 286	736 426	731 704	1 115 156	1 501 215	1 201 072	1 187 705	1 175 469	
/ Diskonteringsfaktor		1,098	1,208	1,328	1,458	1,601	1,755	1,924	2,109	2,311	
= Nåverdi fra 1 til T+1	2 485 301	-	-	198 078	554 633	501 740	696 715	855 159	624 261	563 247	
+ Horisontverdi fra T+2	8 447 397										
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>10 932 699</b>										
/ Antall aksjer utestående	112095										
<b>Verdi per aksje</b>	<b>97,53</b>										

**Tabell 11-1:** Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmodellen (egenprodusert).

**Superprofittmodellen:**

SPE-modellen	0 2022	1 2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Balanseført EK	6 421 849									
+ Superprofitt til EK		- 118 579	35 763	235 807	162 863	289 606	441 775	530 125	499 706	466 830
/ Diskonteringsfaktor		1,10	1,21	1,33	1,46	1,60	1,76	1,92	2,11	2,31
= Nåverdi fra 1 til T+1	1 156 017	- 107 963	29 604	177 596	111 678	180 937	251 655	275 534	236 976	
+ Horisontverdi fra T+2	3 354 831									
<b>= Verdi av egenkapital</b>	<b>10 932 699</b>									
/ Antall aksjer utestående	112 095									
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>97,53</b>									

**Tabell 11-2:** Verdi av egenkapitalen etter superprofittmodellen (egenprodusert).**Superprofittvekstmodellen:**

ΔSPE-modellen	0 2022	1 2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Nettoreultat til EK i år 1		512 882								
Kapitalisert verdi	5 215 924									
Superprofittvekst til EK			154 291	199 877 -	72 943	126 948	152 797	89 482 -	29 353 -	31 879
/ Diskonteringsfaktor			1,0983	1,2080	1,3278	1,4583	1,6006	1,7555	1,9240	2,1087
= Nåverdi år 2 til T+2	454 108		140 477	165 455 -	54 937	87 050	95 463	50 973 -	15 256 -	15 118
+ Kapitalisert verdi	4 618 202									
Horisontverdi fra T+3	108 023									
+ Kapitalisert verdi	1 098 573									
<b>= Verdi av egenkapital</b>	<b>10 932 699</b>									
/ Antall aksjer utestående	112 095									
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>97,53</b>									

**Tabell 11-3:** Verdi av egenkapitalen etter superprofittvekstmodellen (egenprodusert).**11.3.2 Sysselsatt kapital-metoden**

I følgende punkt har vi beregnet verdi av egenkapitalen per aksje for Grieg Seafood basert på den ene formen av selskapskapitalmetoden, sysselsatt kapital-metoden. Følgende presenteres tabell 11-4, 11-5 og 11-6 av metoden sine tre modeller, som utgjør fri kontantstrømmmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Ved konsistent bruk av de tre modellene resulterte det i et verdiesimat på 114,39 kr per aksje den 31.12.2022.

### Fri kontantstrømmodellen (= Utbyttmodellen):

FKS-modellen	0 2022	1						T	T+1	T+2
		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Fri kontantstrøm til SSK		- 998 355	- 882 682	112 494	330 744	779 191	1 261 459	1 075 230	1 143 338	1 129 772
/ Diskonteringsrente		1,078	1,167	1,262	1,361	1,466	1,576	1,691	1,814	1,946
= Nåverdi fra 1 til T+1	1 248 099	- 926 395	- 756 103	89 125	242 949	531 563	800 609	635 977	630 374	
+ Horisontverdi fra T+2	14 555 406									
<b>= Verdi av sysselsatt kapital</b>	<b>15 803 504</b>									
- Verdi av finansiell gjeld	2 980 777									
- Verdi av minoritetsinteresser	-									
<b>= Verdi av egenkapital</b>	<b>12 822 727</b>									
/ Antall aksjer utestående	112 095									
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>114,39</b>									

**Tabell 11-4:** Verdi av sysselsatt kapital etter fri kontantstrømmodellen (egenproduert).

### Superprofittmodellen:

SPS-modellen	0 2022	1						T	T+1	T+2
		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Balansført SSK	9 402 626									
+ Superprofitt til SSK		- 145 406	10 534	204 163	124 830	247 038	395 172	480 287	447 613	413 175
/ Diskonteringsrente		1,078	1,167	1,262	1,361	1,466	1,576	1,691	1,814	1,946
= Nåverdi fra 1 til T+1	1 077 745	- 134 925	9 023	161 750	91 695	168 529	250 804	284 080	246 789	
+ Horisontverdi fra T+2	5 323 132									
<b>= Verdi av sysselsatt kapital</b>	<b>15 803 504</b>									
- Verdi av finansiell gjeld	2 980 777									
- Verdi av minoritetsinteresser	0									
<b>= Verdi av egenkapital</b>	<b>12 822 727</b>									
/ Antall aksjer utestående	112 095									
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>114,39</b>									

**Tabell 11-5:** Verdi av sysselsatt kapital etter superprofittmodellen (egenproduert).

### Superprofittvekstmodellen:

ΔSPS-modellen	0 2022	1						T	T+1	T+2
		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoreultat til SSK i år 1		584 958								
Kapitalisert verdi	7 530 687									
Superprofittvekst til SSK			155 885	192 962	- 79 434	122 421	149 159	87 199	- 30 637	32 558
/ Diskonteringsrente			0,92	0,85	0,79	0,74	0,68	0,64	0,59	0,55
= Nåverdi år 2 til T+2	705 572		168 865	226 004	- 100 345	166 516	218 079	136 800	- 51 563	58 785
+ Kapitalisert verdi	9 083 470									
Horisontverdi fra T+3	- 62 969									
+ Kapitalisert verdi	- 810 655									
<b>= Verdi av sysselsatt kapital</b>	<b>15 803 504</b>									
- Verdi av finansiell gjeld	2 980 777									
- Verdi av minoritetsinteresser	-									
<b>= Verdi av egenkapital</b>	<b>12 822 727</b>									
/ Antall aksjer utestående	112 095									
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>114,39</b>									

**Tabell 11-6:** Verdi av sysselsatt kapital etter superprofittvekstmodellen (egenproduert).

### 11.3.3 Netto driftskapital-metoden

Tilsvarende som for punkt 11.3.2 har vi beregnet verdien av egenkapitalen per aksje basert på selskapskapitalmetoden, men nå ved bruk av netto driftskapital. I det følgende presenteres tabell 11-7, 11-8 og 11-9 ved bruk av de ulike modellene innenfor metoden. Resultatet ble et verdiesimat på 109,75 kr for Grieg Seafood sin aksje ved årsslutt.

#### Fri kontantstrømmodellen (= Utbyttmodellen):

FKD-modellen	0 2022	1 2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Fri kontantstrøm fra drift		-1 217 299	-728 845	277 490	464 458	904 959	1 369 524	1 156 667	1 144 164	1 130 622
/ Diskonteringsrente		1,08	1,17	1,27	1,38	1,49	1,60	1,72	1,86	2,00
= Nåverdi fra 1 til T+1	1 559 619	- 1 125 565	- 620 815	218 087	337 528	608 986	854 725	670 541	616 131	
+ Horisontverdi fra T+2	13 080 777									
<b>= Verdi av netto driftskapital</b>	<b>14 640 396</b>									
- Verdi av netto finansiell gjeld	2 338 058									
- Verdi av minoritetsinteresser	-									
<b>= Verdi av egenkapital</b>	<b>12 302 338</b>									
/ Antall aksjer utestående	112 095									
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>109,75</b>									

**Tabell 11-7:** Verdi av netto driftskapital etter fri kontantstrømmodellen (egenprodusert).

#### Superprofittmodellen:

SPD-modellen	0 2022	1 2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Balanseført NDK	8 759 907									
+ Superprofitt til NDK		- 143 200	10 978	204 339	125 477	248 314	397 574	482 876	450 449	416 096
/ Diskonteringsrente		1,08	1,17	1,27	1,38	1,49	1,60	1,72	1,86	2,00
= Nåverdi fra 1 til T+1	1 066 452	- 132 409	9 351	160 596	91 186	167 101	248 127	279 932	242 566	
+ Horisontverdi fra T+2	4 814 035									
<b>= Verdi av netto driftskapital</b>	<b>14 640 396</b>									
- Verdi av netto finansiell gjeld	2 338 058									
- Verdi av minoritetsinteresser	-									
<b>= Verdi av egenkapital</b>	<b>12 302 338</b>									
/ Antall aksjer utestående	112 095									
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>109,75</b>									

**Tabell 11-8:** Verdi av netto driftskapital etter superprofittmodellen (egenprodusert).

## Superprofittvekstmodellen:

ASPD-modellen	0 2022	1 2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Nettoresultat til NDK i år 1		570 737								
Kapitalisert verdi	7 002 863									
Superprofittvekst til NDK			154 137	192 930 -	78 860	123 203	150 457	87 516 -	30 353 -	32 438
/ Diskonteringsrente			0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	0,63	0,58	0,54
= Nåverdi år 2 til T+2	713 666		167 322	226 981 -	100 338	169 285	222 909	139 587 -	52 119 -	59 961
+ Kapitalisert verdi	8 756 590									
Horisontverdi fra T+3	- 91 204									
+ Kapitalisert verdi	- 1 119 057									
<b>= Verdi av netto driftskapital</b>	<b>14 640 396</b>									
- Verdi av netto finansiell gjeld	2 338 058									
- Verdi av minoritetsinteresser	-									
<b>= Verdi av egenkapital</b>	<b>12 302 338</b>									
/ Antall aksjer utestående	112 095									
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>109,75</b>									

**Tabell 11-9:** Verdi av netto driftskapital etter superprofittvekstmodellen (egenprodusert).

### 11.3.4 Oppsummering av første verdiestimat

En oppsummering av verdiestimatene presenteres i tabell 11-10. Som en ser av tabellen gir hver av metodene ulike verdier, men modellene innenfor en metode gir samme verdi. Tabellen viser at det er størst forskjell mellom egenkapitalmetoden og sysselsatt kapital-metoden. Den laveste verdien gis av egenkapitalmetoden med et verdiestimat på 97,53 kroner per aksje, sysselsatt kapital-metoden gir 114,39 kroner per aksje og netto driftskapital-metoden oppnår det høyeste anslaget med 109,75 kroner per aksje. Samlet sett blir vårt foreløpige verdiestimat snittet av disse tre metodene, som viser at egenkapitalen til Grieg Seafood per 31.12.2022 er 107,22 kroner per aksje.

EK-verdi per aksje ved utgangen av 2022	FK-modell	SP-modell	△SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	97,53	97,53	97,53	<b>97,53</b>
SSK-metode	114,39	114,39	114,39	<b>114,39</b>
NDK-metode	109,75	109,75	109,75	<b>109,75</b>
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>107,22</b>	<b>107,22</b>	<b>107,22</b>	<b>107,22</b>

**Tabell 11-10:** Oppsummering av første verdiestimat på Grieg Seafood sin egenkapital per aksje 31.12.2022 (egenprodusert).

Rimeligheten til verdiestimatet kan vurderes ved å gjøre en analyse av pris/bok-forholdet ved verdiestimatet som pris og bokført egenkapital per 2022 som bok, for å se om det stemmer med forutsetninger fra den strategiske analysen (*Knivsflå, 2023o*). Forholdstallet skal normalt

utgjøre 1 og skal si noe om merverdien selskapet klarer å oppdrive utover utover den bokførte egenkapitalen. Grieg Seafoods pris/bok beregnes til et forhold på ca. 2, og indikerer at selskapet klarer å skape merverdier. I den strategiske analysen ble det avdekket en strategisk eierfordel hvor mesteparten kommer som følge av en større bransjefordel, og det resterende fra en gearingfordel. Pris/bok-forholdet er dermed i tråd med funnene fra den strategiske analysen, og den beregnede verdien av egenkapitalen anses som rimelig.

Verdiestimatet er et punkttestimat basert på den tilgjengelige informasjonen vi har tatt hensyn til ved utarbeidelsen og trenger ikke nødvendigvis kunne gi grunnlag for en handlingsanbefaling. Ulempen ved punkttestimater er at det ikke hensyntar usikkerhet og variasjoner i dataene som er brukt ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet og fremtidskravene (*Knivsfå, 2023o*). For å forsøke å minimere denne ulempen skal vi i delkapittel 11.4 utføre sensitivitetsanalyser på betydningsfulle parametere for å ta hensyn til denne usikkerheten.

## 11.4 Analyse av usikkerhet

Formålet med å verdivurdere et selskap er å få innsikt i dets økonomiske verdi og potensielle avkastninger, slik at investorer, analytikere og interessenter kan ta informerte forretnings- eller investeringsbeslutninger. Verdivurderinger er imidlertid ikke absolutte tall, og involverer en viss grad av subjektivitet og er påvirket av vurderinger og antakelser. Derfor er det viktig å erkjenne og analysere usikkerheten som er innebygd i verdivurderingen av et selskap, ved å inkludere ulike analyser for risiko.

Oppdrettsbransjen er kjennetegnet av iboende sykliske svingninger, som medfører risiko for at våre antagelser og vurderinger kan avvike fra virkeligheten. For å styrke vår analyse av Grieg Seafood sin verdi skal vi derfor i det følgende først kvantifisere risikoen for konkurs og deretter gjennomføre sensitivitetsanalyser på viktige parametere. Avslutningsvis vil vi oppsummere våre funn fra analysene.



### 11.4.1 Konkursrisiko

I utarbeidelse av fremtidskravene ble det tatt hensyn til en konkursrisiko ved å justere avkastningskravene med en kredittrisikopremie basert på syntetisk rating. En lavere sannsynlighet for konkursrisiko medfører en lavere kredittrisikopremie. Konkursrisiko er med det indirekte inkludert i fremtidsregnskapet og det fundamentale verdiestimatet. Selv om en beregnet kredittrisikopremie er tatt hensyn til i verdiestimatet, kan risikoen for konkurs ofte være undervurdert i forhold til praksis (*Knivsflå, 2023q*). For å justere for dette scenarioet kan vi anvende følgende formel 11-9:

$$VEK = (1 - p_{kort}) * FVEK + p_{kort} * LVEK$$

**Formel 11-9:** Justering av konkursrisiko på verdien til egenkapitalen (*Knivsflå, 2023p*).

hvor  $VEK$  = verdi av egenkapitalen,  $p_{kort}$  = sannsynlighet for fremtidig konkurs,  $FVEK$  = fundamentalt verdiestimat forutsatt videre drift og  $LVEK$  = likvidasjonsverdi.

Likvidasjonsverdien er ofte tilnærmet lik null som følge av at virkelig verdi settes til salgsverdi og eierne som regel ikke sitter igjen med noe etter at långivere har fått dekning (*Knivsflå, 2023q*). Sannsynligheten for fremtidig konkurs baserer seg som nevnt på syntetisk rating, hvor Grieg Seafood i 2022 i siste året av analyseperioden hadde en syntetisk rating på A, som også forventes i årene fremover jf. delkapittel 10.2. Dersom den syntetiske ratingen har en lav karakter vil konkursrisikoen være høy og med det resultere i en lavere, forventet aksjekurs. Rating A gir tilsvarende konkurssannsynlighet på 0,08% for Grieg Seafood.

$$VEK = (1 - 0,08\%) * 107,22 + 0 = 107,13 \text{ kr per aksje}$$

Resultatet fra justeringen av konkursrisiko viser at det fundamentale verdiestimatet endrer seg marginalt. Den marginale endringen følger av at Grieg Seafood har hatt en stabil syntetisk rating over analyseperioden i kapittel 6 og viser få tegn på konkursrisiko. Som følge av dette beholdes dermed det første verdiestimatet på 107,22 kr per aksje for videre analyse.

## 11.4.2 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse vurderer hvordan verdien av et selskap eller forretningsbeslutning endres i respons av endringer i en bestemt variabel. En sensitivitetsanalyse er et viktig element i verdsettelsen fordi den gir investorer en bedre forståelse av potensielle risikoer knyttet til ulike faktorer. En slik analyse har to hovedformål, der en først ønsker å identifisere de viktigste verdidriverne for selskapet. Videre er det andre hovedformålet med en slik analyse å indikere potensielle øvre- og nedre grenser for verdsettelsen (*Corporate Finance Institute, 2016*). Sensitivitetsanalysen er en kvantitativ tilnærming som identifiserer og kvantifiserer risikoen knyttet til usikkerheten i inputparametere. Ved å variere disse parameterne kan man evaluere hvor følsom verdien av selskapet er overfor endringer i forutsetningene (*Corporate Finance Institute, 2016*).

Som tidligere nevnt, er oppdrettsbransjen kjent for å være preget av sykliske svingninger, noe som gjør det utfordrende å forutsi fremtidige trender i bransjen. Dette har vært tydelig de siste årene, der bransjen opplevde betydelig svekkede resultater under koronapandemien, som tok en helomvending i 2022 der samtlige av aktørene hadde et rekordår. Slike endringer understreker viktigheten av å utføre en sensitivitetsanalyse for å vurdere hvordan ulike faktorer påvirker selskapets økonomiske ytelse og resultater. Ved å identifisere og vurdere de mest innflytelsesrike faktorene får investorene og andre interessenter et mer realistisk overblikk over aksjeverdiens tilhørende risikoer og dets påvirkning på potensiell avkastning.

I denne analysen vil vi utføre både endimensjonale og todimensjonale sensitivitetsanalyser for å analysere hvordan ulike faktorer påvirker aksjekursen, og vurdere om Grieg Seafood sin egenkapitalverdi er sensitiv for endringer. I de endimensjonale analysene skal vi vurdere aksjekursen sin sensitivitet overfor endringer i terminalvekst i driftsinntekter og netto omløpsmidler, før vi i de todimensjonale analysene skal vurdere hvordan aksjekursen blir påvirket av endringer i vekst i terminalleddet og avkastningskravet. Avslutningsvis skal endringer i risikofri rente og beta analyseres. Analysene bygger på aksjekursen vi beregnet i kapittel 11.3 og vi skal analysere sensitiviteten ved bruk av verdiene fra egenkapitalmetoden, sysselsatt kapital-metoden og nettodriftskapital-metoden.

## Driftsinntektsvekst

Vi starter med å utføre en endimensjonal sensitivitetsanalyse på driftsinntektsvekst i terminalleddet. Terminalleddet representerer den endelige perioden der man antar at selskapet vil opprettholde en stabil vekstrate for sine fremtidige kontantstrømmer. I kapittel 9 har vi antatt en vekst på 3% i terminalleddet for å beregne verdien til Grieg Seafood. Nå vil vi undersøke hvordan aksjekursen til selskapet påvirkes av en økning eller nedgang på henholdsvis 1-2% i denne vekstraten. Fordelen med en endimensjonal analyse er at den viser hvor følsom verdien er for endringer i denne spesifikke variabelen. Ulempen er at den overser samspillet mellom ulike faktorer og gir derfor et begrenset bilde av den totale risikoen og verdien til selskapet.

		Terminalvekst div				
		1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %
EK		71,00	85,52	97,53	117,91	147,14
SSK		68,97	87,46	114,39	157,31	236,48
NDK		68,81	85,72	109,75	146,61	210,36

**Tabell 11-11:** Sensitivitetsanalyse av terminalvekst i driftsinntektsveksten (egenprodusert).

Driftsinntektene i oppdrettsbransjen drives av markedsetterspørsel, laksepriser, slaktevolum, miljøforhold og regulatoriske endringer. Driftsinntektene er nøkkelkomponenten til inntjening og er derfor en av de fundamentale driverne til selskapets verdi og har naturligvis store utslag på aksjekursen, som vi også ser av tabell 11-11. Vi anser en vekst på pluss/minus 1-2% som adekvat vurdert ut ifra inflasjon og generell vekst i norsk økonomi.

Fra tabell 11-11 ser vi at en prosent endring i denne variabelen gir store utslag i aksjekursverdien ved både egenkapitalmetoden, sysselsatt kapital metoden og netto driftskravmetoden. Det betyr at verdien til Grieg Seafood er sensitiv overfor endringer i driftsinntekter, som også står til forventningene. I de ulike metodene har FEK-metoden fluktuasjoner fra 71,00 til 147,14 kroner (forskjell på 107%), FSK-metoden fra 68,97 til 236,48 kroner (243%) og NDK-metoden fra 85,72 til 219,36 kroner (218,63%), som vil si at driftsinntekter har stor innvirkning på Grieg Seafood sin egenkapitalverdi. Etersom det er store fluktuasjoner, kan en

feilvurdering av vekst i driftsinntekter ha betydelige konsekvenser for verdsettelsen av selskapet.

### Omløpshastighet til netto driftseiendeler

Vi benytter oss av samme analyse for omløpshastighet til netto driftseiendeler som vi gjorde med driftsinntekter, ved at vi endrer på veksten i terminalleddet for å undersøke hvordan dette påvirker aksjekursen til Grieg Seafood.

	Terminalvekst onde				
	6,5 %	7,5 %	8,5 %	9,5 %	10,5 %
EK	95,68	96,62	97,53	98,43	99,32
SSK	111,26	112,84	114,39	115,92	117,42
NDK	106,90	108,34	109,75	111,14	112,51

**Tabell 11-12:** Sensitivitetsanalyse av terminalvekst i omløpshastigheten til netto driftseiendeler (egenprodusert).

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde) er en økonomisk indikator som måler effektiviteten av en bedrifts bruk av driftseiendeler for å generere inntekter. Tabell 11-12 gir en oppsummering av hvordan aksjekursen til Grieg Seafood reagerer på endringer i terminalveksten, med en økning eller nedgang på henholdsvis 1% og 2%.

Observasjonene i tabellen viser mindre betydelige endringer sammenlignet med sensitivitetsanalysen av driftsinntekter. Ved å vurdere sensitiviteten til aksjekursen ved å endre veksten i terminalleddet i onde, endret aksjekursen med FEK-metoden seg fra 95,68 til 99,32 kroner (3,82%), SSK-metoden fra 111,26 til 117,42 kroner (5,54%) og NDK-metoden fra 106,90 til 112,51 kroner (5,52%).

Kort oppsummert viser de endimensjonale analysene at endringer i onde ikke har samme innvirkning på aksjekursen som betydningen av driftsinntekter. Driftsinntekter er direkte knyttet til selskapets inntjening, og det er derfor naturlig at svingninger i denne faktoren er av større betydning. Dette blir tydelig vist ved at forskjellene mellom en 2% nedgang og 2% økning utgjør en prosentvis endring i aksjekurs på mellom 100-250% ved endring av vekst i

driftsinntekter, og mellom 3-6% ved tilsvarende endring i onde.

### Avkastningskrav og terminalvekst

Videre skal vi benytte en todimensjonal analyse for å undersøke aksjekursen sin sensitivitet overfor endringer i avkastningskrav og terminalvekst. En todimensjonal analyse innebærer å studere hvordan endringer i to variabler påvirker aksjekursen. Dersom det er stor volatilitet antyder det at faktorene har betydelig innvirkning på selskapets verdi. Fordelen med en todimensjonal analyse i motsetning til en endimensjonal er at den gir oss muligheten til å fange opp mer av samspillet mellom variablene. Ved å analysere flere variabler samtidig, kan vi få et mer helhetlig bilde av hvordan faktorene påvirker aksjekursen. I det følgende skal vi utføre dette for både egenkapitalmetoden, sysselsatt kapital-metoden og netto driftskrav-metoden.

		Egenkapital-krav				
		8,0 %	9,0 %	9,6 %	10,0 %	11,0 %
Terminal- vekst	1,5 %	98,68	88,48	83,57	80,68	74,52
	2,0 %	105,05	93,21	87,61	84,33	77,43
	2,5 %	112,59	98,68	92,22	88,48	80,68
	3,0 %	121,63	105,05	97,53	93,21	84,33
	3,5 %	132,68	112,59	103,71	98,68	88,48
	4,0 %	146,50	121,63	110,99	105,05	93,21
	4,5 %	164,26	132,68	119,70	112,59	98,68

**Tabell 11-13:** Sensitivitetsanalyse av egenkapitalkrav og terminalvekst i FKE-modellen (egenprodusert).

Resultatene ved bruk av EK-metoden, hvor aksjekursen er basert på fri kontantstrøm til egenkapital og egenkapitalkravet, er presentert i tabell 11-13. Midt i tabellen finner vi verdien 97,53 som samsvarer med våre beregninger fra første verdiestimat. Videre observerer vi at ved å kun endre egenkapitalkravet varierer aksjeverdien mellom 84,33 kroner og 121,63 kroner. Når vi kun justerer terminalveksten, ser vi fluktuasjoner i aksjekursen mellom 83,57 kroner og 119,70 kroner. De laveste og høyeste estimatene oppnås ved å endre begge variablene samtidig, med henholdsvis 74,52 kroner og 164,25 kroner.

		Sysselsatt kapital-krav				
		5,0 %	6,0 %	7,3 %	8,0 %	9,0 %
Terminal- vekst	1,5 %	143,31	108,03	80,69	70,03	58,63
	2,0 %	169,77	123,46	89,80	77,16	63,93
	2,5 %	206,82	143,31	100,81	85,58	70,03
	3,0 %	262,38	169,77	114,39	95,68	77,16
	3,5 %	355,00	206,82	131,57	108,03	85,58
	4,0 %	540,23	262,38	153,99	123,46	95,68
	4,5 %	1095,91	355,00	184,47	143,31	108,03

**Tabell 11-14:** Sensitivitetsanalyse av sysselsatt kapital-krav og terminalvekst i FKS-modellen (egenprodusert).

Ved å utføre samme type endring som ved EK-metoden for SSK-metoden, ser vi imidlertid i tabell 11-14 at aksjekursen i stor grad påvirkes av de ovennevnte faktorene. Her er aksjekursen beregnet basert på fri kontantstrøm til sysselsatt kapital og sysselsatt kapital-kravet. Ekstremtilfellene gir aksjekurser på 58,63 kroner og 1095,91 kroner, som er et veldig stort spenn. Årsaken til at SSK-metoden er mer sensitiv for endringer enn EK-metoden er fordi sysselsatt kapital inkluderer både egenkapital og gjeld. Når både gjeld og egenkapital inkluderes blir aksjekursen mer sensitiv da den tar hensyn til selskapets totale kapitalstruktur og finansielle risiko. I midten av tabell 11-4 finner vi verdien 114,39 som er forutsetningen vi har lagt til grunn.

		Netto driftskapital-krav				
		5,0 %	6,0 %	7,7 %	8,0 %	9,0 %
Terminal- vekst	1,5 %	148,24	113,75	81,31	76,62	65,47
	2,0 %	174,10	128,84	89,11	83,58	70,65
	2,5 %	210,31	148,24	98,43	91,81	76,62
	3,0 %	264,63	174,10	109,75	101,68	83,58
	3,5 %	355,15	210,31	123,79	113,75	91,81
	4,0 %	536,20	264,63	141,68	128,84	101,68
	4,5 %	1079,35	355,15	165,24	148,24	113,75

**Tabell 11-15:** Sensitivitetsanalyse av netto driftskapital-krav og terminalvekst i FKD-modellen (egenprodusert).

I NDK-metoden, presentert i tabell 11-15, spriker også fluktuasjonene mellom ekstremverdiene betydelig fra 65,47 kroner til 1079,35 kroner, i likhet med SSK-metoden. Forskjellen mellom disse to metodene er at SSK-metoden tar utgangspunkt i sysselsatt kapital som er den totale verdien av aktiva bundet opp mot selskapets drift, mens NDK-metoden tar hensyn til forskjellen mellom investeringer i driftseiendeler og avskrivninger. I likhet med diskusjonen ovenfor tar også NDK-metoden hensyn til selskapets totale kapitalstruktur som gjør aksjekursen mer sensitiv overfor endringer.

### Beta og risikofri rente

Vi skal nå utføre tilsvarende sensitivitetsanalyser for beta og risikofri rente. Ettersom disse to faktorene spiller en sentral rolle i utarbeidelsen av egenkapitalkravet etter CAPM, har de også en betydelig innvirkning på diskonteringsrenten. Siden vår beregning av beta og risikofri rente i stor grad er basert på historisk data og bruk av skjønn, er det nødvendig å undersøke aksjekursen sin sensitivitet overfor endringer i disse faktorene for å få en forståelse av risikoen som følger dersom det foreligger en feilvurdering. I likhet med ovenfor har vi gjennomført sensitivitetsanalyser for alle de tre metodene.

EK-metoden		Beta				
		0,80	0,90	1,02	1,10	1,20
Rf	1,5 %	127,09	116,54	106,25	100,73	94,66
	2,0 %	117,08	108,36	99,69	94,98	89,74
	2,18 %	113,86	105,69	97,53	93,07	88,09
	2,5 %	108,81	101,49	94,09	90,02	85,44
	3,0 %	101,87	95,63	89,24	85,68	81,66

**Tabell 11-16:** Sensitivitetsanalyse av beta og risikofri rente i FEK-metoden (egenprodusert).

I likhet med de andre sensitivitetsanalysene vi har gjennomført er det verdien i midten på 97,53 som stemmer overens med våre beregninger fra første verdiestimat. Ved bruk av FEK-metoden vist i tabell 11-16 ser vi at dersom vi endrer betaverdien mellom 0,80 og 1,20 så fluktuerer aksjekursen mellom 88,09 og 113,86 kroner. Dersom vi kun endrer på risikofri rente, fluktuerer kursen mellom 89,24 og 106,25 kroner. Det laveste og høyeste estimatet får vi ved å endre både beta og risikofri rente og da tilsvarer aksjekursverdiene 81,66 kroner på

det laveste og 127,09 kroner på det høyeste.

SSK-metoden		Beta				
		0,80	0,90	1,02	1,10	1,20
Rf	1,5 %	164,82	146,85	129,29	119,87	109,48
	2,0 %	147,77	132,90	118,09	110,03	101,05
	2,18 %	142,28	128,35	114,39	106,76	98,23
	2,5 %	133,67	121,16	108,50	101,52	93,68
	3,0 %	121,81	111,13	100,19	94,10	87,19

**Tabell 11-17:** Sensitivitetsanalyse av beta og risikofri rente i SSK-metoden (egenprodusert).

Resultatene fra SSK-metoden presentert i tabell 11-17 viser at når vi endrer betaverdiene fra 0,80 til 1,20 så fluktuerer aksjekursen fra 98,23 til 142,28 kroner og ved endring av kun risikofri rente så ligger aksjekursen mellom 100,19 og 129,29 kroner. Det laveste og høyeste estimatet får vi ved å endre både beta og risikofri rente og da tilsvarer aksjekursverdiene 87,19 kroner på det laveste og 164,92 kroner på det høyeste.

NDK-metoden		Beta				
		0,80	0,90	1,02	1,10	1,20
Rf	1,50 %	169,23	150,25	132,03	122,38	111,85
	2 %	142,75	128,82	115,01	107,52	99,19
	2,18 %	134,90	122,33	109,75	102,87	95,18
	2,50 %	123,19	112,53	101,70	95,72	89,97
	3 %	108,15	99,73	91,02	86,12	80,54

**Tabell 11-18:** Sensitivitetsanalyse av beta og risikofri rente i NDK-metoden (egenprodusert).

I den siste sensitivitetsanalysen som vi skal gjennomføre ved å bruke NDK-metoden, vist i tabell 11-18, er resultatet ved å kun endre på betaverdien fra 0,80 til 1,20 at aksjekursen varierer fra 95,81 til 134,90 kroner. Videre dersom vi kun endrer risikofri rente så varierer aksjekursen mellom 91,02 og 132,03 kroner. Det laveste og høyeste estimatet får vi ved å



---

endre både beta og risikofri rente og da tilsvarer aksjekursverdiene 80,54 kroner på det laveste og 169,23 kroner på det høyeste.

De todimensjonale sensitivitetsanalysene av vekst i terminalleddet og avkastningskrav viser at SSK-metoden og NDK-metoden er mer følsomme for endringer enn EK-metoden på grunn av deres inkludering av selskapets totale kapitalstruktur. Resultatene viste imidlertid urealistisk høye verdier som resulterer i en aksjekurs på 1000 kroner. Det er viktig å merke seg at slike ekstreme tall ikke er realistiske basert på historisk data, hvor aksjekursen har variert mellom 3 og 150 kroner siden børsnoteringen.

Likevel indikerer analysen at aksjekursen er svært sensitiv for endringer i vekst i terminalleddet og avkastningskravet. I analysen av endringer i beta og risikofri rente ble det ikke observert tilsvarende ekstreme verdier som i den første analysen. Likevel viste resultatene betydelige svingninger i aksjekursen, med verdier som varierte fra omtrent 80 til 170 kroner. Disse variasjonene har en betydelig innvirkning på selskapets verdi.

Det er viktig å være oppmerksom på at utarbeidelsen av egenkapitalbeta innebærer bruk av ulike metoder som kan gi ulike svar. Derfor er det ekstra viktig å nøye vurdere denne variabelen, ettersom den i utgangspunktet er basert på en subjektiv vurdering kombinert med historisk avkastning.

### **11.4.3 Oppsummering av usikkerhet**

I denne delen skal vi oppsummere usikkerhetsanalysen og hvilken betydning dette har for Grieg Seafood sin verddivurdering. Vi innledet kapittelet ved å foreta en analyse av konkurrisiko og her ble det konkludert med at det var få tegn til konkurrisiko i analyseperioden. Beregningene førte til en marginal endring i det fundamentale verdiestimatet, i tillegg til at Grieg Seafood hadde et rekordår i 2022 når det gjaldt både salgsinntekter og slaktevolum, som underbygger disse beregningene.

Videre ble en sensitivitetsanalyse utført på noen utvalgte faktorer for å vurdere hvor sensitiv Grieg Seafood sin verdi er overfor endringer. Analysen omfattet to endimensjonale analyser av driftsinntekter og omløpshastigheten til netto driftsmidler. Deretter utførte vi

todimensjonale analyser med vekst i terminalverdi og avkastningskrav, etterfulgt av testing av endringer i beta og risikofri rente.

Innledningsvis nevnte vi at det var to hovedformål med å utføre en sensitivitetsanalyse, der den første delen var å undersøke en øvre- og nedre grense for Grieg Seafood sin verdi. I sensitivitetsanalysen ble det observert ekstreme verdier som lå langt utenfor det forventede spekteret. Det er viktig å være oppmerksom på at disse verdiene, selv om de er en del av analysen, ikke er realistiske eller sannsynlige i virkeligheten. Likevel gir analysen en indikasjon på hvilke faktorer som driver verdien til Grieg Seafood, som er det andre formålet med en sensitivitetsanalyse.

Fra de endimensjonale analysene observerte vi at endringer i vekst i terminalleddet i driftsinntekter hadde en betydelig innvirkning på aksjekursen til Grieg Seafood, som også stod til forventningene ettersom dette er en av de fundamentale driverne til selskapets verdi. Endringer i vekst i terminalleddet av onde hadde ikke like stor effekt på aksjekursen. Fra de todimensjonale analysene så vi at endringer i avkastningskrav og vekst i terminalleddet hadde betydelig innvirkning på aksjekursen, der vi fikk ekstremverdier ved ytterpunktene. Vi observerte også at endringer i beta og risikofri rente hadde betydelig påvirkning med endringer på over 100% i ytterpunktene, som indikerer at dette er faktorer som kan ha stor innvirkning på Grieg Seafood. Videre er det faktorer som investorer må vurdere i sin risikoprofil.

For å utfordre den fundamentale verdsettelsen og redusere usikkerheten i vårt første verdiesimat, velger vi å benytte oss av en supplerende verdivurdering i form av multipler. Formålet med den supplerende verdivurderingen er å kontrollere og sammenligne verdiesimatet med markedsverdien til sammenlignbare aktører i bransjen.

## **11.5 Komparativ verdivurdering**

I vår supplerende vurdering vil vi benytte oss av fem ulike multiplikatorer for å estimere gjennomsnittsverdien til egenkapitalen. Disse multiplikatorene brukes til å konvertere ulike finansielle variabler til verdsettelsesparametre og sammenhengen kan uttrykkes ved følgende formel 11-10:

---

$$\text{Verdiestimat} = \text{Komparativ multiplikator} * \text{Skaleringsfaktor}$$

**Formel 11-10:** Sammenhengen mellom verdien av egenkapital med sammenlignbare multiplikatorer (Damodaran, 2012).

Verdiestimatet beregnes ved hjelp av en komparativ multiplikator og en skaleringsfaktor. I en komparativ verdivurdering er en avhengig av et godt sammenligningsgrunnlag for å oppnå pålitelige estimater. Det er også vanlig å benytte seg av flere multipler, ettersom hver enkelt ikke gir et helhetlig og nyansert bilde av selskapets verdi. Vi har valgt å benytte oss av det samme bransjeutvalget som tidligere, som består av Mowi, SalMar og Lerøy, der alle aktørene er børsnoterte på Oslo Børs og rapporterer sine regnskap i henhold til IFRS. Videre har de alle helintegrerte verdikjeder der de selv står for alle ledd i produksjonen, i tillegg til at de eksporterer mye av verdien til utenlandsk valuta. Mowi er imidlertid den eneste aktøren med en egen fôrfabrikk, men vi anser de likevel som et godt sammenligningsgrunnlag for Grieg Seafood. For å sikre at regnskapstallene er sammenlignbare vil vi benytte oss av de omgrupperte og justerte regnskapstallene fra regnskapsanalysen i kapittel 5.

Vi skal videre i dette kapitlet beregne fem ulike verdiestimat for Grieg Seafood ved bruk av ulike multipler for å til slutt vekte disse til et endelig estimat. Multiplene skal anvende er pris/bok, pris/fortjeneste, EV/EBITDA, EV/EBIT og EV/kg, med formål om å få et så pålitelig estimat som mulig. I beregningene har vi lagt ved tallene til Grieg Seafood for å vise forskjellen mellom de ulike selskapene, disse er imidlertid ikke inkludert i den komparative multiplikatoren.

### 11.5.1 Pris/bok-multippel

Pris/Bok er en balanseorientert multippel og er en av de mest anvendte metodene i praksis. Multippelen er enkel å bruke samtidig som den gir en indikasjon på selskapets evne til å skape verdi (Kaldestad & Møller, 2016). Metoden gir imidlertid kun et grovt estimat og har begrenset nøyaktighet ved at den ikke tar hensyn til faktorer som inntjening, vekstpotensial og immaterielle eiendeler. Metoden bør derfor betraktes som en av flere metoder, og bør

suppleres med bruk av andre multipler. Forholdet mellom pris/bok er presentert i formel 11-11.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Bokført verdi egenkapital}}$$

**Formel 11-11:** *Pris/Bok (Damodaran, 2012).*

Det er flere grunner til at investorer og analytikere benytter seg av pris/bok-multipler i verdsettelse. Metoden gir et stabilt forholdstall som kan måles mot markedsindeksen, samtidig som forholdstallet er mer brukervennlig å bruke som benchmarking sammenlignet med neddiskonterte kontantstrømmer. Forholdstallet kan også lett sammenlignes med verddivurderingen til andre selskaper, gitt et gyldig sammenligningsgrunnlag. Metoden er imidlertid avhengig av at immaterielle eiendeler ikke er budsjetter andre steder enn balansen og at selskapet ikke har en negativ egenkapital som følger av negativt underskudd (Damodaran, 2012). Beregningen av verdiestimatet presenteres i tabell 11-19.

	Grieg Seafood	Mowi	SalMar	Lerøy	Gjennomsnitt
Aksjekurs (30.12.2022)	79,4	167,2	384,8	55,15	
* Antall aksjer	112 095 231	517 111 091	145 138 920	595 773 680	
= Markedsverdi av egenkapital	8 900 361 341	86 460 974 415	55 849 456 416	32 856 918 452	
/ Bokført verdi av egenkapital	6 421 849 000	35 949 164 000	18 726 772 000	18 862 436 000	
= Pris/Bok	1,39	2,41	2,98	1,74	2,38
Komparativ multiplikator	2,38				
* Bokført verdi av egenkapital	6 421 849 000				
= <b>Verdi av egenkapital</b>	<b>15 261 193 735</b>				
/ Antall aksjer	112 095 231				
= <b>Verdi per aksje</b>	<b>136,14</b>				

**Tabell 11-19:** *Verdiestimat av Grieg Seafood sin egenkapital etter Pris/Bok (egenprodusert).*

Vi ser av tabell 11-19 at Grieg Seafood har en lavere P/B-verdi enn de komparative selskapene. Dette indikerer at markedet tror at konkurrentene har evnen til å skape merverdier fra sine bokførte eiendeler i forhold til Grieg Seafood. Ved å bruke bransjen sin gjennomsnittlige multiplum blir Grieg Seafood sin aksje verdsatt til 136,14 kroner per aksje, som er høyere enn estimatet fra den fundamentale analysen.

## 11.5.2 Pris/fortjeneste-multippel

Pris/fortjeneste er en resultat/kontantstrømorientert multippel og er av de mest brukte multiplene ettersom den er brukervennlig. Et bra forhold mellom pris og fortjeneste kan være både høyt og lavt avhengig av bransje, men dersom alt annet er likt gir metoden en indikasjon på om en aksje er over- eller underpriset. Multiplikatoren passer bra for virksomheter i en stabil vekstfase, men er ikke egnet der selskaper har store ulikheter i kapitalstruktur, fordi den ikke hensyntar ulikheter i risiko og kapitalbehov (Kaldestad & Møller, 2016). Videre kan den heller ikke brukes dersom selskapet går med underskudd (Damodaran, 2012). Siden en sjeldent har selskaper med identisk kapitalstruktur anbefaler Kaldestad og Møller (2016) at den brukes i sammenheng med multipler som EV/EBITDA og EV/EBIT. Formel 11-12 viser hvordan pris/fortjeneste-forholdet beregnes, og verdiestimatet vises i tabell 11-20.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

**Formel 11-12:** Pris/fortjeneste (Kaldestad & Møller, 2016).

	Grieg Seafood	Mowi	SalMar	Lerøy	Gjennomsnitt
Markedsverdi av egenkapital	8 900 361 341	86 460 974 415	55 849 456 416	32 856 918 452	
/ Resultat etter skatt	1 153 779 000	8 213 381 000	3 715 408 000	2 906 781 000	
= Pris/Fortjeneste	7,71	10,53	15,03	11,30	12,29
Komparativ multiplikator	12,29				
* Resultat etter skatt	1 153 779 000				
= Verdi av egenkapital	<b>14 176 957 362</b>				
/ Antall aksjer	112 095 231				
= Verdi per aksje	<b>126,47</b>				

**Tabell 11-20:** Verdiestimat av Grieg Seafood sin egenkapital etter pris/fortjeneste (egenprodusert).

Ved å benytte oss av det gjennomsnittlige bransjesnittet for pris/fortjeneste-forholdet blir Grieg Seafood sin egenkapital verdsatt til 126,47 kroner per aksje, som er noe lavere enn ved bruk av pris/bok-forholdet.

### 11.5.3 EV/EBITDA

Multipelen EV/EBITDA blir mye brukt i forbindelse med kjøp og salg av selskaper (Kaldestad & Møller, 2016). Metoden ser på selskapet på samme måte som en potensiell kjøper, ved at den tar hensyn til selskapets egenkapital og gjeld. Ved å bruke resultat før avskrivninger, amortisering, renter og skatt, oppnår man en mer isolert vurdering av selskapets verdi. Dette gjør det enklere å sammenligne selskaper på tvers av forskjellige jurisdiksjoner. Hva som er en god og dårlig multipl, varierer mellom de ulike bransjene. Metoden ignorerer imidlertid viktige faktorer som forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov, og burde brukes i sammenheng med andre multipler for å fange opp betydningen av at fremtidig kapitalbehov ignoreres (Kaldestad & Møller, 2016). Ved å bruke formel 11-13 kommer vi frem til verdiestimatet presentert i tabell 11-21.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Resultat før avskrivninger}}$$

**Formel 11-13: EV/EBITDA (Kaldestad & Møller, 2016).**

	Grieg Seafood	Mowi	SalMar	Lerøy	Gjennomsnitt
Markedsverdi av egenkapital	8 900 361 341	86 460 974 415	55 849 456 416	32 856 918 452	
+ Bokført netto rentebærende gjeld	2 338 058 000	18 492 723 000	19 079 386 000	2 629 715 000	
= EV	11 238 419 341	104 953 697 415	74 928 842 416	35 486 633 452	
/ EBITDA	2 190 834 000	12 399 976 000	5 502 263 000	5 609 084 000	
= EV/EBITDA	5,13	8,46	13,62	6,33	9,47
Komparativ multiplikator	9,47				
* EBITDA	2 190 834 000				
= EV	20 746 090 250				
- Bokført netto rentebærende gjeld	2 338 058 000				
<b>= Verdi av egenkapital</b>	<b>18 408 032 250</b>				
/ Antall aksjer	112 095 231				
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>164,22</b>				

**Tabell 11-21: Verdiestimat av Grieg Seafood sin egenkapital etter EV/EBITDA (egenprodusert).**

Ved å anvende bransjesnittet som komparativ multiplikator blir aksjen til Grieg Seafood verdsatt til 164,22 kroner per aksje.

## 11.5.4 EV/EBIT

EV/EBIT sammenligner de komparative selskapene sin underliggende drift ved at den beskriver forholdet mellom virksomhetens verdi og driftsresultatet. I motsetning til EV/EBITDA tar denne multiplikaen også hensyn til investeringsbehovet ved å inkludere avskrivninger (*Kaldestad & Møller, 2016*). Dersom det er et større avvik mellom dagens avskrivningsbehov og fremtidig investeringsbehov blir imidlertid kapitalbehovet her også ignorert (*Kaldestad & Møller, 2016*). I det følgende er EV/EBIT vist i formel 11-14 og beregning av verdierestimatet presenteres i tabell 11-22.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

**Formel 11-14:** EV/EBIT (*Kaldestad & Møller, 2016*).

	Grieg Seafood	Mowi	SalMar	Lerøy	Gjennomsnitt
Markedsverdi av egenkapital	8 900 361 341	86 460 974 415	55 849 456 416	32 856 918 452	
+ Bokført netto rentebærende gjeld	2 338 058 000	18 492 723 000	19 079 386 000	2 629 715 000	
= EV	11 238 419 341	104 953 697 415	74 928 842 416	35 486 633 452	
/ EBIT	1 497 586 000	10 567 420 380	4 464 571 000	4 283 045 000	
= EV/EBIT	7,50	9,93	16,78	8,29	11,67
Komparativ multiplikator	11,67				
* EBIT	1 497 586 000				
= EV	17 471 927 131				
- Bokført netto rentebærende gjeld	2 338 058 000				
<b>= Verdi av egenkapital</b>	<b>15 133 869 131</b>				
/ Antall aksjer	112 095 231				
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>135,01</b>				

**Tabell 11-22:** Verdiestimat av Grieg Seafood sin egenkapital etter EV/EBIT (egenprodusert).

Vi ser av tabell 11-22 at Grieg Seafood har den laveste EV/EBIT på 7,50 mot bransjesnittet på 11,67. Dersom vi legger til grunn bransjesnittet får vi et verdierestimat på 135,01 kroner per aksje.

### 11.5.5 EV/kg

Den siste multiplenen vi skal benytte er forholdet mellom EV/kg, som sammenligner virksomhetens totale verdi med lakseproduksjonsvolumet målt i kilogram. Dette er en ikke-finansiell multiplene som gir innsikt i hvor stor del av selskapets verdi som er knyttet til lakseproduksjon og laksemarkedet. En høyere EV/kg indikerer at selskapet har en større andel av sin verdi i lakseproduksjon som gjør de mer eksponert for signinger i laksepriser. Videre er en høyere EV/kg assosiert med en høyere aksjekurs, og motsatt. Ettersom multiplenen ikke tar hensyn til historisk drift og lønnsomhet burde den kun brukes som et supplement til andre metoder. Formel 11-15 viser EV/kg-forholdet, mens tabell 11-23 presenterer verdiestimatet.

$$\frac{EV}{kg} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Slaktevolum}}$$

**Formel 11-15:** EV/kg.

	Grieg Seafood	Mowi	SalMar	Lerøy	Gjennomsnitt
Markedsverdi av egenkapital	8 900 361 341	86 460 974 415	55 849 456 416	32 856 918 452	
+ Bokført netto rentebærende gjeld	2 338 058 000	18 492 723 000	19 079 386 000	2 629 715 000	
= EV	11 238 419 341	104 953 697 415	74 928 842 416	35 486 633 452	
/ Slaktevolum (kg)	84 697 000	463 635 000	193 700 000	174 629 000	
= EV/kg	132,69	226,37	386,83	203,21	272,14
Komparativ multiplikator	272,14				
* Slaktevolum (kg)	84 697 000				
= EV	23 049 223 993				
- Bokført netto rentebærende gjeld	2 338 058 000				
<b>= Verdi av egenkapital</b>	<b>20 711 165 993</b>				
/ Antall aksjer	112 095 231				
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>184,76</b>				

**Tabell 11-23:** Verdiestimat av Grieg Seafood sin egenkapital etter EV/ kg (egenprodusert).

Ved å benytte bransjesnittet som multiplikator blir Grieg Seafood sin aksjekurs verdsatt til 184,76 kr, som er både høyere enn den fundamentale analysen og de andre multiplene vi har vurdert.



### 11.5.6 Oppsummering av komparativt verdiestimat

I den komparative verdivurderingen har vi brukt fem ulike multipler for å verdsette egenkapitalen til Grieg Seafood. Det endelige komparative verdiestimatet blir beregnet som et vektet gjennomsnitt av disse fem estimatene. Beregningene varierer fra 126,47 kr per aksje til 184,76 kr per aksje, som indikerer at den supplerende verdivurderingen har vært noe upresis. Ulempen med komparative multipler er at den ikke tar høyde for at selskapene har ulik finansiell ytelse, som gjør at forskjeller i inntjening og gjeldsnivå fører til ulikheter i beregningen av multipler (*Kaldestad & Møller, 2016*). Multiplene baseres også på markedets holdninger som gjør at det kan foreligge skjønnsmessige feilvurderinger. En annen svakhet med beregningen er at aktørene i bransjeutvalget er større enn Grieg Seafood, samtidig som de har vist seg å være mer robuste mot svingninger i markedet, og det er dermed ikke urimelig at Grieg Seafood sin verdi blir overvurdert ved bruk av komparativ verdivurdering.

Vektlegging av estimatene kan begrunnes ulikt basert på om multiplene er funnet direkte eller indirekte. Hvor indirekte metode er å anbefale da en ikke hensyntar kapitalstruktur, eller etter hvilke multipler som er mer relevante i forhold til bransjen (*Kaldestad & Møller, 2016*). Siden estimatene varierer så mye som de gjør, velger vi å bruke et vektet gjennomsnitt ved utregning av endelig komparativt verdiestimat. Multiplene EV/EBITDA og EV/EBIT tar ikke hensyn til kapitalstruktur og vektlegges derfor mest, da vi anser dem som mer pålitelige. De andre multiplene vektlegges dermed mindre. Tabell 11-24 viser at vårt vektete gjennomsnitt av multiplene utgjør 145,81 kr per aksje.

	Verdi per aksje	Vekt	Vektet verdi per aksje
Pris/bok	136,14	20,0 %	27,23
Pris/fortjeneste	126,47	20,0 %	25,29
EV/EBITDA	164,22	25,0 %	41,05
EV/EBIT	135,01	25,0 %	33,75
EV/kg	184,76	10,0 %	18,48
<b>Vektet gjennomsnitt</b>			<b>145,81</b>

**Tabell 11-24:** Vektet gjennomsnittlig verdi av egenkapital per aksje ved komparativ verdivurdering (egenprodusert).

Oppsummert har vi i dette kapitlet utarbeidet et fundamentalt verdiestimat, hvor usikkerheten i punktestimatet ble belyst gjennom sensitivitetsanalyser, og vi så på viktige forutsetninger som påvirker Grieg Seafood sin verdi av egenkapital og aksjekurs. For å supplere den fundamentale verdivurderingen utførte vi deretter en komparativ verdivurdering, hvor fem ulike multiplikatorer ble beregnet for Grieg Seafood og de komparative selskapene. Multiplene ble videre vektet etter relevansen og resulterte i et vektet gjennomsnitt som endelig komparativt verdiestimat. Videre skal vi i kapittel 12 drøfte og kritisere resultatene før vi avslutningsvis fastsetter et endelig verdiestimat og utarbeider handlingsstrategi i kapittel 13.

---

## 12. Drøftelse av analyseresultatene

I dette kapitlet skal vi vurdere resultatene fra analysene og verdivurderingene som ble gjennomført i kapittel 11 med formål om å komme frem til et endelig verdiestimat. Vi skal først diskutere og vurdere de beregnede verdiestimatene, i tillegg til å sammenligne estimatene med faktisk børskurs og markedets vurderinger. Verdsettelsen bygger på subjektive antakelser og forutsetninger. Uten intern innsikt i Grieg Seafood eller de andre sammenlignbare selskapene, kan vi ikke garantere nøyaktigheten av verdivurderingen. Det er derfor viktig å diskutere og vurdere kritikk og rimelighet av analysen. Gjennom denne diskusjonen vil vi kunne presentere det endelige verdiestimatet, som vil danne grunnlaget for handlingsstrategien i kapittel 13.

Til slutt i dette kapitlet skal vi se på skattetilpasning som følge av grunnrenteskatten. I vårt fremtidsregnskap har vi inkludert effekten av den nylig innførte grunnrenteskatten, som vil redusere kontantstrømmene i bransjen årene fremover. Vi har basert våre beregninger på en skattesats på 35%, som var det siste forslaget fra regjeringen da vi utarbeidet fremtidsregnskapet. I henhold til beregnet fremtidig budsjettert kontantstrøm i kapittel 9 vil innføringen av grunnrenteskatt resultere i en reduksjon i fri kontantstrøm på over 41%, som betyr at våre beregninger indikerer at skatten er vridende. Avslutningsvis i kapitlet skal vi derfor drøfte hvordan vi tror Grieg Seafood og næringen vil organisere seg for å tilpasse seg skatten og begrense verdiforringelsen.

### 12.1 Diskusjon av resultater

I kapittel 11 beregnet vi et fundamentalt verdiestimat, ved bruk av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. De ulike metodene resulterte i forskjellige estimater og vi gjennomførte derfor en skjønnsmessig konvergering for å komme frem til et samlet verdiestimat på 107,22 kr per aksje. Estimatet utgjør oppgavens fundamentale verdiestimat på Grieg Seafood sin egenkapital per 31.12.2022, og er et resultat av vår subjektive verdivurdering.

Videre var børsnotert kurs den 31.12.2022 på 78,60 kr per aksje, som kan tyde på at investorene har en noe mer forsiktig holdning til Grieg Seafood enn det vi har. Fra den komparative analysen i delkapittel 11.5 fant vi at multiplikatorene til Grieg Seafood lå under

bransjesnittet for alle de gjennomførte beregningene. Dette tyder på at markedet anser konkurrentene til Grieg Seafood sine aksjer som mer verdifulle, hvor det er en større mulighet for høyere avkastning. Hva forholdet skyldes kan det spekuleres i, men vi skal med dette prøve å avdekke mulige forhold til at markedet verdsetter de komparative selskapene høyere enn Grieg Seafood og følgelig årsaker til avviket mellom våre estimater og faktisk børskurs.

Markedets prising av aksjer er en kompleks vurdering bestående av faktorer som markedsførhold, finansielle resultater, fremtidsutsikter, bransjetrender og investorenes oppfatning av selskapet. Oppdrettsbransjen i Norge er preget av sterke aktører med betydelig markedsandeler, der spesielt Mowi og SalMar har utmerket seg økonomisk det siste tiåret. Aktørene blant bransjeutvalget er større enn Grieg Seafood og har flere anlegg i grønne områder av «trafikklyssystemet», tidligere nevnt i punkt 4.1.1, som kan redusere deres eksponering for sykdomsutbrudd. Dette reflekteres blant annet i at de komparative selskapene har hatt en mer stabil aksjekurs. Ettersom Grieg Seafood er en av de mindre lakseselskapene på Oslo Børs kan det være begrensede muligheter til å skape en markant differensiering i markedet og tiltrekke seg oppmerksomhet fra investorer.

Når vi går tilbake til årene fra børsnotering i 2007 frem til 2010 ser vi at nyhetsartiklene publisert om Grieg Seafood stort sett var preget av overskrifter om sykdomsutbrudd, dødelighet, produksjonsproblemer og skuffende resultater. De første årene etter børsnotering var utfordrende for Grieg Seafood der anleggene i alle regioner var preget av mye sykdom og høy dødelighet som medførte at selskapet ikke klarte å holde de samme driftsmarginene som konkurrentene (*Gjerde, 2007*). I 2009 hadde selskapet ytterligere problemer der sykdom blusset opp igjen, samtidig som feilaktig valutasikring førte til et valutatap på 130 millioner kroner og Grieg Seafood var nødt til å skaffe ytterligere finansiering. Som følge av dette stupte aksjekursen til historisk lavt nivå på 3 kroner (*Takla, 2008; Bjørndal, 2009*).

Årene etter begynte aksjen til Grieg Seafood å stige, med unntak av 2011 der flere av aktørene opplevde en nedgang som følger av lave laksepriser (*Statistisk Sentralbyrå, 2012*). Selv om aksjen til Grieg Seafood begynte å styrke seg beskrev media aksjen som gjeldstynget, sykdomsbefengt og svakt drevet (*Berge, 2013*). I mars 2013 hadde aksjen doblet seg siden juli året før, men den var fortsatt den billigste lakseaksjen på børs målt etter pris/bok i henhold til 14 meglerhus (*Berge, 2013*). Videre i 2015 ble det uttrykt bekymring for Grieg Seafood sin aksjekurs etter varsel om nytt negativt resultat, på grunn av selskapets vedvarende svake drift

---

og manglende evne til å oppnå god lønnsomhet, til tross for gunstige forhold i oppdrettsnæringen (Berge, 2015). Resultatvarselet kastet også tvil over Grieg Seafood sine planer om etablering av et nytt solo-oppdrettsanlegg i Canada der mediene indikerte muligheten for en aksjeexit av hovedaksjonæren, som skapte usikkerhet rundt selskapets fremtidige strategi (Berge, 2015).

Investorer utrykte også usikkerhet rundt oppkjøpet i Newfoundland, der Carnegie beregnet at investeringen på Newfoundland ville føre til verdiforringelse, og reduserte som følger sin kjøpsanbefaling på Grieg Seafood sine aksjer fra 140 kr til 115 kr per aksje (Skalleberg, 2020). Grieg Seafood har gjentatte ganger møtt betydelige utfordringer ved sine anlegg i British Columbia, med hyppige sykdomsutbrudd, høy dødelighet blant fisken, samt pågående konflikter og juridiske tvister med urbefolkningen og myndighetene. I 2020 ble Grieg Seafood anklaget for å ha deltatt i prissamarbeid på det amerikanske markedet, som resulterte i en økonomisk belastning på 155 millioner kroner i forbindelse med juridiske tvister (Furuset, 2022). Videre oppstod ytterligere usikkerhet i 2021 da kanadiske myndigheter innførte tiltak for å beskytte den truede villaksen, ved å fase ut oppdrettslisenser i British Columbia. Som en respons på denne beslutningen gikk Grieg Seafood, Mowi og Cermaq til retten for å stoppe regjeringens vedtak, og fikk medhold av retten i Canada i 2022 (Brennmoen, 2022). Konfliktene med urbefolkningen angår primært spørsmål om oppdrettslaksen inntrenging i deres tradisjonelle områder og påvirkningen dette har på villaksen. På tross av urbefolkningenes bekymring opptrer tilsynelatende myndighet passivt med hensyn til å håndtere denne problematikken på en effektiv måte.

Selv om Grieg Seafood har vært preget av en rekke utfordringer siden børsnotering, har de også hatt en raskt, stigende trend siden 2015 med årlige overskudd på mellom 600-1100 millioner kroner. Slaktevolumet var noe lavere i 2021 som et resultat av at de solgte virksomheten på Shetland, men i 2022 hadde selskapet et rekordår både når det gjaldt salgsinntekter, slaktevolum og EBIT/kg, som er en indikator på inntekt generert per kg fisk. Grieg Seafood har et langsiktig mål om å øke veksten betydelig frem til 2026, med fokus på å øke kapasiteten på Newfoundland. Dersom Grieg Seafood klarer å innfri disse målene vil det også være grunnlag for en betydelig økt avkastning.

Grieg Seafood har de siste årene hatt en økende lønnsomhet der fokuset har vært på vekst, sykdomskontroll og tiltak for å minimere laksen sin oppholdstid i sjøen. Videre er selskapets

juridiske konflikter med myndighetene i British Columbia løst, og den nye avdelingen på Newfoundland er iverksatt. Selskapet har også opparbeidet seg bedre rutiner på å håndtere sykdomsutbrudd og fått gode resultater ved sine postsmolt-program som innebærer at laksen er lengst mulig i lukkede anlegg på land. Disse faktorene legger til rette for at det finnes et økt lønnsomhetspotensiale i Grieg Seafood på sikt. Imidlertid blir selskapet ansett som mer risikabelt enn konkurrentene som kan forklare hvorfor de er priset lavere. Arctic Securities uttalte i januar 2023 at de spår hopp i lakseprisen, med høyest oppside hos Grieg Seafood, dersom man tør å ta risiko (*Brennmoen, 2023*). Dette kan tale for at aksjen til Grieg Seafood kan være underpriset.

Det er vanskelig å vurdere hvordan markedet og Grieg Seafood sin aksje vil reagere på grunnrenteskatten, økte renter, høyere inflasjon, mulige miljøutfordringer og påvirkning fra utenlandske myndigheter. Vårt verdiestimat kan være et resultat av urealistiske forventninger og forutsetninger, men ifølge Damodaran (2012) kan også markedet henge fast i historiske faktorer som ikke er representativt for fremtiden. Grieg Seafood sin børskurs kan være preget av historikk knyttet til oppstartsproblemer, høyere gjeldsbelastning, samt både biologiske og juridiske utfordringer i Canada. Dette kan ha ført til en iboende skepsis blant investorene og resulterer i at Grieg Seafood sin aksje undervurderes i forhold til de komparative aktørene og vårt verdiestimat. Dersom dette ikke er tilfelle betyr det at det foreligger feil i våre estimater og beregninger, noe som vi skal vurdere videre i neste kapittel.

## 12.2 Svakheter ved analysen

En verdsettelse er som tidligere nevnt basert på subjektive forutsetninger og skjønnsmessige vurderinger. Usikkerheten i verdiestimatet varierer både fra børskurs og konsensus, som tyder på at det ikke finnes et riktig eller galt svar. Profesjonelle analytikere og investorer kommer frem til ulike estimat når de verdsetter samme selskap, da det er generelt vanskelig å spå fremtiden (*Kaldestad & Møller, 2016*). I kapittel 4 så vi at det er mange faktorer som påvirker betingelsene i bransjen, og etter å ha sett påvirkningen fra grunnrenteskatten på børskursen ser vi at forutsetninger og input endrer seg kontinuerlig.

Egenkapitalkravet for Grieg Seafood ble estimert ved hjelp av kapitalverdimodellen. En ulempe ved vår estimering av risikofri rente, beta og markedets risikopremie er at vi i stor grad har basert disse estimatene på skjønnsmessige vurderinger, ettersom vi mener at det historisk

---

lave rentenivået som har vært de siste årene ikke er representativt for fremtiden. For å beregne historisk beta brukte vi månedlig avkastning på Oslo Børs sin markedsindeks (OSEBX) og Grieg Seafood sin månedlige avkastning i en regresjonsanalyse. En ulempe med å bruke Oslo Børs som referanse er at den er dominert av oljesektoren og er sensitiv for konjunktursvingninger. Svingningene i oljebransjen medfører at aktører utenfor næringen har en tendens til å bli undervurdert. Dette kan være en svakhet i forhold til kapitalverdimodellens forutsetning om global diversifisering av investeringer. Markedets risikopremie er også basert på en skjønsmessig vurdering, ettersom det ikke er en direkte observerbar verdi. Vi har tatt utgangspunkt i respondentene sine holdninger til fremtidig markedsutvikling fra PwC sin markedsundersøkelse, i tillegg til Norges Bank sine planer om å ytterligere heve styringsrenten og innføringen av grunnrenteskatt. Som følge av dette har vi oppjustert markedets risikopremie for fremtiden, sammenlignet med PwC sine tidligere vurderinger. Dersom det foreligger urealistiske, skjønsmessige forutsetninger av de overnevnte faktorene kan verdiestimatet vårt avvike betydelig fra virkeligheten, ettersom vi observerte at vårt verdiestimat var sensitivt overfor endringer i disse faktorene.

Det er en generell svakhet knyttet til budsjettering av fremtid basert på historiske tall, ettersom historiske tall ikke nødvendigvis er representative for fremtiden. I fremtidsregnskapet har vi tatt forutsetninger knyttet til blant annet investeringer og avskrivninger som et snitt av tidligere år for Grieg Seafood med en konstant verdi over perioden. Dette trenger nødvendigvis ikke å være tilfelle. Slike drivere som har vært svært varierende over analyseperioden medfører usikkerhet til estimatet sammen med tvetydigheten om grunnrenteskatten som har påvirket alle våre forutsetninger. Netto driftseiendeler er budsjettert basert på driftsinntektene, som videre avhenger av den volatile lakseprisen. En svakhet ved å budsjettere slik er at store endringer i lakseprisen og inntektene ikke nødvendigvis trenger å bety at den samme endringen fremkommer i kapitalens effektivitet. Det er heller ikke en selvfølge at inntjening kommer til å vokse likt med den sterke etterspørselen. Videre kan økninger i lakseprisene også føre til høy driftsmargin, som ikke nødvendigvis er gjenspeilet i våre budsjetterte produksjonskostnader selv om varekostnad og laksepris ofte korrelerer i virkeligheten.

Vår verddivurdering er en ekstern analyse da vi ikke har noe innsikt internt i selskapet eller i de komparative selskapene. Valget av komparative selskap kan i stor grad påvirke verdiestimatet, og siden Grieg Seafood er det minste av disse kan det være en svakhet at ikke mindre selskaper

er inkludert i bransjesnittet. Den komparative verdivurderingen justerer ikke for om selskapene benytter ulik bokføring av resultatposter, da noen kan være mer konservative. En annen ulempe med multiplikatorer er at de ikke hensyntar selskapenes ressursfordeler. Aktørene kan ha en rekke fordeler eller ulemper som ikke de andre har, og som kan påvirke multiplene brukt i verdsettelsen. Videre kan det også være en rekke andre forhold man burde justert for, men som er vanskelig å gjøre om til tall og dermed kan gjøre aktørene mindre sammenlignbare. En annen svakhet ved bransjesnittet er at selskapene har ulik internasjonal eksponering, som gjør at påvirkningen fra grunnrenteskatten ikke nødvendigvis vil være lik på de respektive aksjekursene. Svakheterne blant Grieg Seafood og de komparative selskapene gjør at de ikke nødvendigvis er direkte sammenlignbare som er best egnet ved en verdivurdering.

## 12.3 Endelig verdiestimat

Den fundamentale verdsettelsen vi gjennomførte i kapittel 11 ga oss et verdiestimat på 107,22 kr per aksje. Vi valgte videre å gjennomføre en komparativ verdivurdering som et supplement til den fundamentale analysen, som ga oss en verdi på 145,81 kr per aksje. For å komme frem til et endelig verdiestimat har vi valgt å vektlegge den fundamentale og komparative analysen med henholdsvis 90% og 10%. Årsaken til dette er at den fundamentale analysen er vår hovedmetode og den bygger på forutsetninger og analyser der vi har forsøkt å hensynta faktorer som vil påvirke markedet i fremtiden. Ettersom Grieg Seafood er den mindre aktøren i det komparative utvalget og ulikheter i resultatposter og kapitalstruktur påvirker estimatet, erkjenner vi at det er stor risiko for at det komparative estimatet er overvurdert, og vi anser den fundamentale analysen som mer presis. Vi velger likevel å inkludere det komparative estimatet i den endelige vurderingen, ettersom sensitivitetsanalysen viste at det var stor risiko tilknyttet våre estimater. På grunn av risiko for overvurdering vektlegges den kun med 10%.

$$\textit{Endelig verdiestimat} = 107,22 * 90\% + 145,81 * 10\% = 111,08$$

Det endelige verdiestimatet for Grieg Seafood per 31.12.2022 utgjør en aksjepris på 111,08 kr, som tilsvarer en egenkapitalverdi på totalt 12 451 538 259 norske kroner.



---

## 12.4 Skattetilpasning

Formålet med oppgaven er å verdsette egenkapitalen til Grieg Seafood per 31.12.2022, men ettersom bransjen sine fremtidige kontantstrømmer og egenkapitalverdi i stor grad avhenger av regjeringens endelige skattesats, vil vi også vurdere hvordan aktørene kan tilpasse seg grunnrenteskatten. I delkapittel 9.5 så vi at kontantstrømmen ble redusert med 41% som følge av å inkludere skatten med en sats på 35%, og det kan tyde på at skatten er vridende. For selskaper som SalMar som har mesteparten av produksjonen i Norge, så vi at aksjekursen i langt større grad ble rammet dagen grunnrenteskatten ble kunngjort, sammenlignet med Mowi som produserer mye i utlandet og Lerøy som produserer skalldyr og viltfisk i tillegg til laks. Dette viser at selskaper som har all sin produksjon i Norge vil i større grad bli påvirket av grunnrenteskatten. Målet til oppdrettsselskapene er å maksimere verdien til eierne og ønsker trolig å vurdere mulighetene for å minimere påvirkningen fra skatten ved å tilpasse seg.

En nøytralt utformet skal ikke virke vridende på investeringer, ettersom staten tar på seg en tilsvarende andel kostnader ved å redusere skatten. Det vil si at investeringer som var lønnsomme før grunnrenteskatt også vil være det etter, ved at kontantstrømmen blir redusert med en prosent lik skattesatsen (*Prop. 78 LS (2022-2023), 2023*). Ved innføring av grunnrenteskatten vil deler av selskapet ha en skattesone med høyere skattesats enn resten av driften. Denne skattesonen tilfaller de stedbundne ressursene og omfatter altså produksjonen i sjøfasen. Sjøfasen inkluderer steg fire i Grieg Seafood sin verdikjede i kapittel 2 sin figur 2-7, fra smolten sjøsettes til laksen når slaktetidspunktet hvor avregningspunktet er foreslått. En høyere skatt i sjø enn resten av verdikjeden vil gi Grieg Seafood og andre oppdrettsselskaper insentiver til å flytte flere kostnader til sjøfasen og inntekter ut av sjøfasen.

Flere av de store havbruksaktørene er vertikalt integrerte og styrer hele verdikjeden selv. Innad i verdikjeden er det videre asymmetri mellom hvilke skattesoner investeringer og overskudd hører til, og som følge av vertikal integrasjon kan integrerte selskaper med en felles interesse kjøpe og selge varer til internpris. Internprising kan føre til at selskapene flytter overskuddet til andre deler av verdikjeden eller ut av landet, og ikke handler på armlengdes avstand eller til markedspris (*NOU 2019:18*). Grieg Seafood har virksomhet i Canada og kan ekspandere der, så lenge det vil være lønnsomt og myndighetene ikke begrenser lisensene. Å endre på internprisene eller flytte på overskuddet er former for skattetilpasning. For Grieg Seafood som kjøper fôr eksternt, kan grunnrenteskatten være et insentiv til å etablere egen fôrvirksomhet

og videre flytte kostnader til sjøfasen ved å øke internprisen. På den andre siden vil mindre selskap ikke ha de samme insentivene som følge av at de er mindre vertikale og ikke styrer hele verdikjeden selv.

Kort oppsummert har vi i dette kapitlet diskutert analyseresultatene og sett på hvorfor vår vurdering av Grieg Seafood sin egenkapital avviker fra børskurs og de komparative selskapene. Det virker som at markedet anser Grieg Seafood som mer risikofyllt enn de komparative selskapene basert på historiske hendelser, mens våre estimer og analyser antyder at dette ikke er vedvarende faktorer og at markedsprisen til Grieg Seafood i henhold til våre beregninger er undervurdert. På den andre siden kan vi ha tatt urealistiske forutsetninger og antakelser ved utarbeidelse av vårt verdiestimat, som utgjør svakheter ved analysen. Videre har vi belyst at det finnes muligheter for aktørene å tilpasse seg grunnrenteskatten dersom den viser seg å være vridende. Et problem med internprising er at det kan være vanskelig for tredjeparter å estimere selskapets virkelige verdi, og mindre selskaper har ikke de samme mulighetene til å tilpasse seg skatten. I kapittel 13 skal vi avslutningsvis oppsummere avhandlingen og presentere en handlingsstrategi betinget av vårt endelige verdiestimat.

---

## 13. Konklusjon og handlingsstrategi

Målet med denne utredningen har vært å estimere verdien på Grieg Seafood sin aksje per 31.12.2022, som avslutningsvis skal danne grunnlaget for en anbefalt handlingsstrategi. Vårt endelige verdiestimat ble presentert i kapittel 12.3 og baserer seg i hovedsak på en fundamental verdivurderingsteknikk. For å undersøke de økonomiske forholdene i Grieg Seafood benyttet vi oss av en kvalitativ strategisk analyse og en kvantitativ regnskapsanalyse. Deretter budsjetterte vi fremtidsregnskap og -krav basert på funnene fra den kvalitative og kvantitative analysen, som vi videre verdsatte ved hjelp av ulike verdivurderingsteknikker. Det ble også gjennomført en usikkerhetsanalyse og en komparativ verdivurdering for å sikre vårt endelige verdiestimat. Følgende i dette kapitlet skal vi oppsummere vår verdsettelse før vi avslutningsvis presenterer en anbefalt handlingsstrategi for Grieg Seafood sin aksje.

### 13.1 Konklusjon

Formålet med denne utredningen har vært å besvare følgende problemstilling:

*«Hva er verdien av Grieg Seafood sin aksje per 31.12.2022?»*

For å besvare problemstillingen ble oppgaven delt inn i tre deler. Første del omfattet kapittel 2 til 4, og bestod av en selskaps- og bransjeanalyse, valg av verdsettelsesteknikker og en strategisk analyse. Oppgaven startet med å presentere oppdrettsbransjen, den nye grunnrenteskatten og Grieg Seafood for å få et helhetlig bilde av relevante faktorer som påvirker bransjen og selskapet. Videre introduserte vi også et bransjeutvalg som ble brukt som sammenligningsgrunnlag gjennom oppgaven. Deretter la vi til grunn at en fundamental verdivurdering supplert av en komparativ verdivurdering ville være mest hensiktsmessig for å vurdere verdien av Grieg Seafood sine aksjer, og gjennomførte følgelig en kvalitativ strategisk analyse for å kartlegge styrker og svakheter ved bransjen og Grieg Seafood.

Fra den eksterne strategiske analysen så vi at oppdrettsnæringen er en syklisk bransje som i stor grad blir påvirket av makroøkonomiske forhold både innenlands og utenlands. De siste årene har det lave rentenivået og den svake kronekursen bidratt til en høy lønnsomhet i eksportbransjen, der næringen har prestert tre-fire ganger bedre enn industrien. Vi fant derfor grunnlag for å konkludere med at bransjen som helhet har hatt en strategisk fordel over analyseperioden, basert på den eksterne analysen. Høy etterspørsel etter laks og økende priser

antyder også at bransjen har et økt lønnsomhetspotensiale i årene fremover, men miljømessige faktorer truer næringen og hemmer muligheten for ekspansjon i produksjonen, i tillegg til at en ny grunnrenteskatt vil redusere fremtidige kontantstrømmer. I den interne analysen var formålet å avdekke om Grieg Seafood hadde noen strategiske fordeler overfor bransjen. Resultatet fra denne analysen var ingen overbevisende grunnlag for å konkludere med at Grieg Seafood besitter slike ressurser. Selv om vi identifiserte verdifulle og strategisk implementerte ressurser, er bransjeutvalget ressurssterkt og vi så derfor ingen umiddelbare hindringer for at konkurrentene ikke skal kunne implementere tilsvarende.

Del to bestod av en kvantitativ regnskapsanalyse hvor årsregnskaper ble omarbeidet og avkastningskravene til Grieg Seafood utarbeidet for å beregne deres lønnsomhet. Denne delen omfattet kapitlene 5 til 8. Årsregnskapene til Grieg Seafood og bransjeutvalget ble omgruppert og justert for å oppnå bedre sammenlignbarhet og for å ta hensyn til relevante faktorer fra et investorperspektiv. Videre ble det gjennomført en risikoanalyse ved bruk av forholdstall, som resulterte i en syntetisk rating lik karakter A. Basert på de to foregående kapitlene ble historisk avkastningskrav utarbeidet som videre ble benyttet for å kvantifisere Grieg Seafood sin lønnsomhet i analyseperioden. Fra lønnsomhetsanalysen fant vi en tidsvektet strategisk fordel på 11,47% som hovedsakelig stammet fra en bransjefordel og gearingfordel. Dette stemte overens med tidligere vurderinger fra den strategiske analysen, der vi konkluderte med at Grieg Seafood hadde en ekstern bransjefordel.

Siste del av oppgaven var selve verdsettelsen, og omfattet kapittel 9 til 12. Basert på den strategiske analysen og lønnsomhetsanalysen dannet vi oss et bilde av hvilke faktorer vi tror vil prege næringen fremover, og da spesielt med hensyn til grunnrenteskatten. Vi budsjetterte deretter fremtidsregnskap og -krav for perioden 2023-2029, i tillegg til to år inn i «steady state» hvor konstant vekst ble satt til 3%. Vi baserte oss på en grunnrenteskatt på 35% som var regjeringens siste forslag, og beregnet en fri kontantstrøm til totalkapitalen med og uten grunnrenteskatt. Resultatene fra disse beregningene viste en verdiforringelse på 41% som tyder på at skatten kan virke vridende på selskapet.

Videre ble det fremskrevne regnskapet brukt til å estimere fremtidige avkastningskrav, samt utføre en enkel lønnsomhetsanalyse. Der var den fremtidige, strategiske fordelene betydelig redusert sammenlignet med lønnsomhetsanalysen i del to, og vi antar at dette er som følge av den nye grunnrenteskatten. Videre benyttet vi fremtidsregnskapet og fremtidskravene til å

---

beregne det fundamentale verdiestimatet ved bruk av egenkapitalmetoden, sysselsatt kapitalmetode, og netto driftskapital-metode. Etter en skjønnsmessig konvergering ble det første verdiestimatet på 107,22 kr per aksje per 31.12.2022. For å belyse usikkerheten tilknyttet vårt verdiestimat kvantifiserte vi konkurrisikoen og kom her frem til en marginal endring i verdiestimatet, som tilsier at risikoen for konkurs er lav. Sensitivitetsanalysene viste imidlertid at de beregnede estimatene var svært sensitive overfor endringer. Avslutningsvis i verdsettelsesprosessen supplerte vi også med en komparativ verdivurdering hvor verdiestimatet ble beregnet til 145,81 kr per aksje per 31.12.2022.

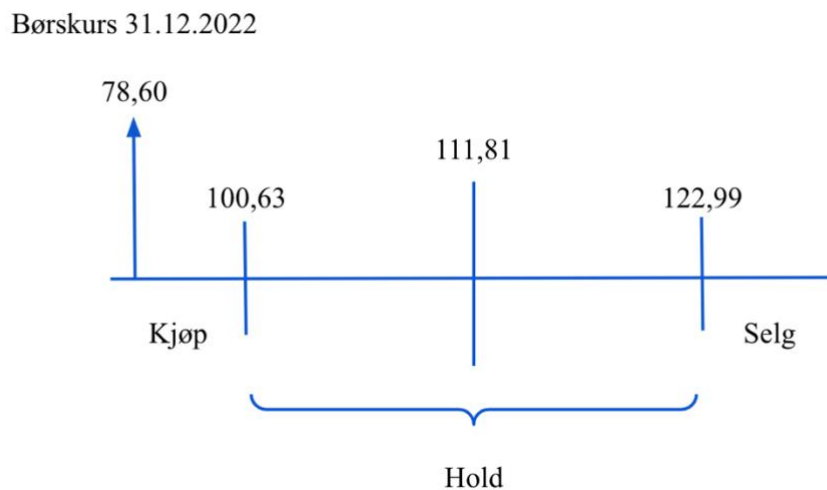
Det forelå imidlertid et avvik mellom faktisk børskurs på 78,60 kr og våre estimater på henholdsvis 107,22 kr og 145,81 kr. I kapittel 12 drøftet vi derfor mulige årsaker til avviket og svakheter ved våre analyser for å avdekke om årsaken kan forklares av en undervurdering av markedet eller urealistiske forutsetninger i våre estimater. Her fant vi grunnlag for at markedet over lengre tid har ansett Grieg Seafood som et mer risikabelt selskap å investere i grunnet høyere gjeldsandel, større svingninger og biologiske utfordringer. Imidlertid har selskapet stabilisert seg de siste årene og hatt en forbedrende trend, sett bort i fra årene under koronapandemien. Flere analytikere anser imidlertid aksjen til Grieg Seafood som en joker i markedet med usikkert utfall, men også et stort inntjeningspotensial ettersom de har stor operasjonell gearing som kan øke avkastningen ved økte laksepriser og gode tider. Dette kan indikere at markedet priser Grieg Seafood sin aksje til en lavere verdi enn faktisk verdi, grunnet en høyere risiko. Ettersom grunnrenteskatten indikerte at den virket vridende på kontantstrømmene, diskuterte vi også muligheten for at bedriftene vil iverksette skattetilpasning for å dempe verdiforringelsen.

Ettersom våre verdiestimater skilte seg fra Grieg Seafood sin børskurs på verdsettelsestidspunktet, og sensitivitetsanalysen viste at det var stor risiko tilknyttet våre estimater, valgte vi å inkludere både den fundamentale og den komparative verdivurderingen i vårt endelige estimat. Etter vår mening er imidlertid den fundamentale mer presis da den er basert på grundigere beregninger og tar hensyn til fremtidsutsikter, så den ble vektet med 90%. Som følge av dette ble det komparative verdiestimatet vektet med 10% for vi vurderte at det var stor risiko for at denne var overvurdert.

Konklusjonen blir dermed at verdien til Grieg Seafood sin aksje per 31.12.2022 er på 111,81 kr og følgelig er egenkapitalverdien på 12 451 538 259 kr.

## 13.2 Handlingsstrategi

Vi har beregnet endelig verdiestimat til 111,81 kr per aksje den 31.12.2022, og skal som en avslutning i denne oppgaven utarbeide en handlingsstrategi for aksjen til Grieg Seafood. Ettersom sensitivitetsanalysen viste at det var betydelig usikkerhet tilknyttet våre estimater benytter vi oss av et avvik på +/- 10%, der nedre og øvre grense blir på henholdsvis 100,63 kr og 122,99 kr. Videre bruker vi markedsverdien på verdsettelsestidspunktet for å vurdere om aksjen er over- eller undervurdert. Dersom markedsverdien er lavere enn nedre grense betrakter vi aksjen som undervurdert, og motsatt hvis den overstiger øvre grense. Hvis markedsverdien ligger innenfor området mellom nedre og øvre grense, anser vi den som rett priset. Vår handlingsstrategi er oppsummert i figur 13-1:



**Figur 13-1:** Handlingsstrategi for aksjen til Grieg Seafood per 31.12.2022 (egenprodusert).

På verdivurderingstidspunktet 31.12.2022 var markedsverdien til Grieg Seafood på 78,60 kr per aksje. Ettersom dette er lavere enn vår nedre grense på 100,63 kr per aksje, anbefaler vi å kjøpe aksjen til Grieg Seafood.

I henhold til våre estimater betyr det at aksjeverdien til Grieg Seafood er underpriset av markedet. Usikkerheter rundt fremtidig økonomisk situasjon som følger av krig i Europa, høy inflasjon og økte renter påvirker finansmarkedet og følgelig markedets vurdering av Grieg

Seafood sin aksjeverdi. I usikre tider vil de store pengesummene i verden i større grad gå til sikre investeringer, og negative holdninger rundt en aksje blir forsterket. Som diskutert tidligere kan markedet henge fast i historiske hendelser som har resultert i en økt risikovurdering av Grieg Seafood. I usikre tider kan også denne effekten bli forsterket. For Grieg Seafood kan dette bety at risikoen blir overvurdert av markedet, og at markedet følgelig undervurderer aksjeverdien på grunn av vedvarende bekymringer rundt historiske hendelser.

## Litteraturliste

### Faglitteratur

Bjerkestrand, B., Bolstad, T. & Hansen, S. J. (2013). *Akvakultur VG2 - Havbruk i Norge*. Drammen: Forlaget Vett & Viten AS.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3. ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, inc.

Hovland, E., Møller, D., Haaland, A., Kolle, N., Hersoug, B., & Nævdal, G. (2014) *Over den leiken ville han rå. Norsk havbruksnæringshistorie. Norges fiskeri- og kysthistorie bind V*. Bergen: Fagbokforlaget.

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering* (2. utg). Bergen: Fagbokforlaget.

Koller T., Goedhart M. & Wessels, D. (2020). *Valuation*. (7th ed.) John Wiley & Sons, inc.

Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (4.utg) New York: McGraw Hill.

Sætre, S. & Østli, K. S. (2021) *Den nye fisken*. (1.utg). Spartacus Forlag.

### Rapporter

Aas, T. S., Ytrestøyl, T. & Åsgård, T. (2022). *Utnyttelse av fôrressurser i norsk oppdrett av laks og regnbueørret i 2020*. (Rapport nr. 2-2022). Tromsø: NoFima. Hentet fra: <https://nofima.brage.unit.no/nofima-xmlui/bitstream/handle/11250/2977260/Korrigert%20Rapport%202022%20Re ssurs%202020.pdf?sequence=6&isAllowed=y> [Hentet 13.03.2023]

EY (2022). *The Norwegian Aquaculture Analysis 2021*. Rapport. Oslo: EY. Hentet fra: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_no/noindex/ey-report-the-norwegian-aquaculture-analysis-2021.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_no/noindex/ey-report-the-norwegian-aquaculture-analysis-2021.pdf) [Hentet 29.01.2023]



- 
- Føre, H. M., Thorvaldsen, T., Tinmannsvik, R. K. & Okstad, E. H. (2019). *Kunnskap og metoder for å forebygge rømming*. (Rapport 2019:00669). Trondheim: Sintef Ocean AS. Hentet fra: <https://hindreromming.no/wp-content/uploads/2021/07/Kunnskap-og-metoder-for-a-forebygge-romming.pdf> [Hentet 13.02.2023]
- Iversen A., Hermansen, Ø., Brandvik, R. K., Marthinussen, A. & Nystøl, R. (2016). *Kostnader for lakseoppdrett i konkurrentland*. (Rapport nr. 40/2016). Tromsø: Nofima. Hentet fra: <https://nofima.brage.unit.no/nofima-xmlui/bitstream/handle/11250/2415194/Rapport%2b40-2016.pdf?sequence=3&isAllowed=y> [Hentet 31.01.2023]
- Regjeringen (2015). *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett (Meld.St.16)* Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/contentassets/6d27616f18af458aa930f4db9492f5e5/no/pdfs/stm201420150016000dddpdfs.pdf> [Hentet 15.05.2023]
- Robertsen, R., Iversen, A., Nyrud, T., Erraia, J. & Blomgren, A. (2023). *Ringvirknings- og verdiskapingsanalyser i norsk sjømatnæring 2020-2022* (Rapport nr. 2-2023). Tromsø: Nofima. Hentet fra: [https://www.fhf.no/prosjekter/prosjektbasen/901606/?fileurl=https://fhfno.sharepoint.com/sites/pdb/Publisertedokumenter/356358Rapport%202-2023%20-%20Faglig%20sluttrapport%20-%20Ringvirknings-%20og%20verdiskapingsanalyser%20i%20norsk%20sj%C3%B8matn%C3%A6ring%202020%E2%80%932022%20\(1\).pdf.PDF&filename=Sluttrapport:%20Ringvirknings-%20og%20verdiskapingsanalyser%20i%20norsk%20sj%C3%B8matn%C3%A6ring%202020%E2%80%932022](https://www.fhf.no/prosjekter/prosjektbasen/901606/?fileurl=https://fhfno.sharepoint.com/sites/pdb/Publisertedokumenter/356358Rapport%202-2023%20-%20Faglig%20sluttrapport%20-%20Ringvirknings-%20og%20verdiskapingsanalyser%20i%20norsk%20sj%C3%B8matn%C3%A6ring%202020%E2%80%932022%20(1).pdf.PDF&filename=Sluttrapport:%20Ringvirknings-%20og%20verdiskapingsanalyser%20i%20norsk%20sj%C3%B8matn%C3%A6ring%202020%E2%80%932022) [Hentet 03.03.2023]
- SalMar (2019a). *Sluttrapport Prosjekt Ocean Farm 1*. Rapport. Frøya: SalMar. Hentet fra: [https://www.salmar.no/wp-content/uploads/2016/06/OF\\_SR\\_16122019.pdf](https://www.salmar.no/wp-content/uploads/2016/06/OF_SR_16122019.pdf) [Hentet 15.02.2023]
- Sjømat Norge; Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening (FHL) og Eksportutvalget for fisk (EFF) (2011). *Norsk havbruk*. [Brosjyre]. Hentet fra: <https://sjomatnorge.no/wp->

---

[content/uploads/2014/04/eff\\_fhl\\_komplett\\_lowres.pdf](#) [Hentet 08.02.2023]

Winther, U., Hognes, E. S., Jafarzadeh, S. & Ziegler, F. (2017). *Greenhouse gas emissions of Norwegian seafood products in 2017*. (Rapport 2019:01505). Trondheim: Sintef Ocean AS. Hentet fra:  
[https://www.sintef.no/contentassets/0ec2594f7dea45b8b1dec0c44a0133b4/report-carbon-footprint-norwegian-seafood-products-2017\\_final\\_040620.pdf](https://www.sintef.no/contentassets/0ec2594f7dea45b8b1dec0c44a0133b4/report-carbon-footprint-norwegian-seafood-products-2017_final_040620.pdf) [Hentet 13.02.2023]

### Artikler og nettsider

Aarø, H. (2023). *PwC-topp: - Har Vedum forlagt kalkulatoren?* Hentet fra:  
<https://www.kyst.no/grunnrente-lakseskatt-pwc/pwc-topp-har-vedum-forlagt-kalkulatoren/1437398> [Hentet: 10.05.2023]

Amundsen, B. (2018). *Dropp storfekjøtt om du vil spise klimavennlig*. Hentet fra:  
<https://forskning.no/ny-klima-mat-og-helse/dropp-storfekjott-om-du-vil-spise-klimavennlig/294368> [Hentet 21.04.2023]

BarentsWatch, Nofima & Sintef (2023). *Utslipp fra oppdrettsanlegg*. Hentet fra:  
<https://www.barentswatch.no/havbruk/miljoovervakning> [Hentet 13.02.2023]

Barney, J. (1998). *In becoming a strategy partner*. Hentet fra:  
[https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/\(SICI\)1099-050X\(199821\)37:1%3C31::AID-HRM4%3E3.0.CO;2-W](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/(SICI)1099-050X(199821)37:1%3C31::AID-HRM4%3E3.0.CO;2-W) [Hentet 05.03.2023]

Berge, A. (2013). *De billigste lakseaksjene*. Hentet fra: <https://ilaks.no/de-billigste-lakseaksjene/> [Hentet 25.05.2023]

Berge, A. (2015). *Nærmere en Grieg-exit?* Hentet fra: <https://ilaks.no/naermere-en-grieg-exit/#> [Hentet 25.05.2023]

- 
- Berge, A. (2020). *Grieg Seafood hentet en milliard i grønt obligasjonslån*. Hentet fra: <https://ilaks.no/grieg-seafood-hentet-en-milliard-i-gront-obligasjonslan/> [Hentet 17.02.2023]
- Berge, A. (2022). *Rekordpriser for laksen i år, men hvordan går det neste år?* Hentet fra: <https://ilaks.no/rekordpriser-for-laksen-i-ar-men-hvordan-gar-det-neste-ar/> [Hentet 01.02.2023]
- Biomar (u.å). *Hva er lakselus?* Hentet fra: <https://www.biomar.com/no/norway/arkiv/produkt/symbio/hva-er-lakselus/#:~:text=Lakselus%20er%20vekselvarm%20og%20trives,gjerne%207%2D15%20%C2%B0C> [Hentet 09.02.2023]
- Bjørndal, B. (2009). *Krise i Grieg Seafood*. Hentet fra: <https://www.dn.no/krise-i-grieg-seafood/1-1-2083982> [Hentet 24.05.2023]
- Brekke, S. (2023). *Lerøy*. Hentet fra: [https://snl.no/Ler%C3%B8y\\_Seafood](https://snl.no/Ler%C3%B8y_Seafood) [Hentet 10.02.2023]
- Brennmoen, M. (2022). *Blir verdens nest største lakseselskap*. Hentet fra: <https://www.finansavisen.no/nyheter/sjomat/2022/05/30/7874559/salmar-blir-verdens-nest-storste-lakseselskap> [Hentet 27.04.2023]
- Brennmoen, M. (2023). *Arctic Securities mener Grieg Seafood er en joker*. Hentet fra: <https://www.finansavisen.no/sjomat/2023/01/05/7974339/arctic-securities-maner-til-kjop-av-grieg-seafood> [Hentet 24.05.2023]
- Bøhren, L. (2021). *Norsk oppdretter etter flykritikk: – Opplagt at skipsfrakt av laks er fremtiden*. Hentet fra: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/a7jyqL/norsk-oppdretter-etter-flykritikk-opplagt-at-skipsfrakt-av-laks-er-fremtiden> [Hentet 30.01.2023]
- Chen, J. (2022) *Modigliani-Miller Theorem*. Hentet fra: <https://www.investopedia.com/terms/m/modigliani-millerttheorem.asp> [Hentet 27.03.2023]

Corporate Finance Institute (2016) *Sensitivity analysis for financial modeling*. Hentet fra: <https://www.youtube.com/watch?v=eMuSbHkFIRU&t=1802s> [Hentet 23.05.2023]

DN arkiv (2007). *Børs & Marked, s.51, 21.06.2007*. Hentet fra: <https://www.dn.no/avis/arkiv> [Hentet 26.01.2023]

DN Investor (2023) *Grieg Seafood (Oslo Børs)*. Hentet fra: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S163/GSF/GRIEGSEAFOOD> [Hentet 20.03.2023]

Drønen, O. A. (2022). *Økte kostnader og utfordrende biologi for Grieg Seafood*. Hentet fra: <https://www.kyst.no/grieg-seafood-q3/okte-kostnader-og-utfordrende-biologi-for-grieg-seafood/1451804> [Hentet 01.02.2023]

E24 Børs (2023) *Grieg Seafood (GSF)*. Hentet fra: <https://e24.no/bors/instrument/GSF.OSE> [Hentet 20.03.2023]

Eriksen, T. (2022) *Lurer du på om det er superprofitt i oppdrett? Sjekk denne grafen*. Hentet fra: <https://www.dn.no/kommentar/lurer-du-pa-om-det-er-superprofitt-i-oppdrett-sjekk-denne-grafen/2-1-1326820> [Hentet 15.05.2023]

Evans, O. (2020). *Grieg Seafood vil øke produksjonen ved andre lokasjoner enn British Columbia*. Hentet fra: <https://ilaks.no/grieg-seafood-vil-oke-produksjonen-pa-andre-steder-etter-utfasing-i-british-columbia/> [Hentet 06.03.2023]

Fish Pool (2023). *Price history*. Hentet fra: <https://fishpool.eu/price-history/> [Hentet 31.01.2023]

Fiskeridirektoratet (u.å., a). *Tildelingsprosessen*. Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen> [Hentet 15.02.2023]

---

Fiskeridirektoratet (u.å., b). *Hvordan arbeider vi med rømming?* Hentet fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Roemming> [Hentet 13.02.2023]

Fiskeridirektoratet (2020). *Akvakultursøknad*. Hentet fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Registre-og-skjema/Skjema/Akvakultursoeknad> [Hentet 13.02.2023]

Fiskeridirektoratet (2022). *Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret*. Hentet fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Loennsomhetsundersoekelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret> [Hentet 20.02.2023]

Fitch Ratings (2023) *Fitch Affirms Norway at «AAA»; Outlook Stable*.

Hentet fra: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-norway-at-aaa-outlook-stable-20-01-2023> [Hentet 12.04.2023]

FN (2020). *Parisavtalen*. Hentet fra: [https://www.fn.no/om-fn/avtaler/miljoe-og-](https://www.fn.no/om-fn/avtaler/miljoe-og-klima/parisavtalen)

[klima/parisavtalen](https://www.fn.no/om-fn/avtaler/miljoe-og-klima/parisavtalen) [Hentet 13.02.2023]

Furuset, A. (2018). *Grieg Seafood åpner nytt pilotanlegg i Rogaland*. Hentet fra:

<https://www.fiskeribladet.no/nyheter/grieg-seafood-har-apnet-nytt-pilotanlegg-i-rogaland/8-1-62398> [Hentet 28.02.2023]

Furuset, A. (2022) *Grieg Seafood tar kostnader på 155 millioner kroner knyttet til saker om påstått ulovlig prissamarbeid*. Hentet fra: [https://www.dn.no/havbruk/grieg-](https://www.dn.no/havbruk/grieg-seafood/havbruk/laks/grieg-seafood-tar-kostnader-pa-155-millioner-kroner-knyttet-til-saker-om-pastatt-ulovlig-prissamarbeid/2-1-1282705)

[seafood/havbruk/laks/grieg-seafood-tar-kostnader-pa-155-millioner-kroner-knyttet-til-saker-om-pastatt-ulovlig-prissamarbeid/2-1-1282705](https://www.dn.no/havbruk/grieg-seafood/havbruk/laks/grieg-seafood-tar-kostnader-pa-155-millioner-kroner-knyttet-til-saker-om-pastatt-ulovlig-prissamarbeid/2-1-1282705) [Hentet 25.05.2023]

Gjerde, K.V. (2007). *Sure toner for Grieg*. Hentet fra: [https://www.dn.no/sure-toner-fra-](https://www.dn.no/sure-toner-fra-grieg/1-1-989852)

[grieg/1-1-989852](https://www.dn.no/sure-toner-fra-grieg/1-1-989852) [Hentet 24.05.2023]

Gjerdrum, C. W. (2020). *Oppdrettslaksen kveles av varmere hav*. Hentet fra:

<https://forskning.no/fisk-fiskehelse-hav-og-fiske/oppdrettslaksen-kveles-av-varmere->

[hav/1681682](#) [Hentet 22.02.2023]

Hatlem, T. (2014). *Russisk importforbud for norsk sjømat*. fisk.no. Hentet fra: <https://fisk.no/fiskeri/6170-russisk-importforbud-for-norsk-sjomat> [Hentet 06.02.2023]

Helsedirektoratet (2018). *Kosthold ved hjerte- og karsykdom*. Hentet fra: <https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kosthold-ved-diagnoser-og-sykdomstilstander/rad-om-kosthold-ved-ulike-diagnoser-og-sykdomstilstander/kosthold-ved-hjerte-og-karsykdom> [Hentet 08.02.2023]

HelseNorge (2021) *Kostråd om fisk og annen sjømat*. Hentet fra HelseNorge: <https://www.helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere/> [Hentet: 21.04.2023]

Hjukse, A. V. (2007). *En glad laks smaker bedre*. Hentet fra: <https://forskning.no/universitetet-for-miljo--og-biovitenskap-miljo-oppdrett/en-glad-laks-smaker-bedre/1004591> [Hentet 22.02.2023]

Høgseth, M., Lier, T., Ada, L. & Kvale, A. N., (2022a). *Over en fjerdedel av Salmars markedsverdi forduftet*. Hentet fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/rlWB2m/over-en-fjerdedel-av-salmars-markedsverdi-forduftet> [Hentet 18.04.2023]

Høgseth, M., Lier, T. & Husøy, E. R. (2022b). *Ny svak sjømatdag på Oslo Børs*. Hentet fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/dwndjB/ny-svak-sjoematdag-paa-oslo-boers> [Hentet 18.04.2023]

Infront (2023) *Grieg Seafood ASA*. Hentet fra: <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/30343SN/Grieg-Seafood-ASA/Beta> [Hentet 23.05.2023]

Jacobsen, T. (2023). *Statsobligasjon-Markedene 2022: Året det var så bratt!* Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/bankplassen/arkiv/2023/statsobligasjonsmarkedene-2022-aret-det-var-sa-bratt/> [Hentet 09.05.2023]

- 
- Jimeno, E. L. & Montilla, A. (2023). *On the uncertainty of the neutral interest rate*. Hentet fra: <https://www.caixabankresearch.com/en/economics-markets/financial-markets/uncertainty-neutral-interest-rate> [Hentet 09.05.2023]
- Knudsen, C. (2023). *Grieg Seafood ga laksen 877 kilo antibiotika: - Vår antibiotikabruk er for høy*. Hentet fra: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/JQv4OR/grieg-seafood-ga-laksen-877-kilo-antibiotika-vaar-antibiotikabruk-er-for-hoey> [Hentet 02.03.2023]
- Mattilsynet (2021). *Mattilsynet forventer mer forebygging og mer skånsom behandling mot lakselus*. Hentet fra: [https://www.mattilsynet.no/fisk\\_og\\_akvakultur/fiskehelse/fiske\\_og\\_skjellsykdommer/lakselus/mattilsynet\\_forventer\\_mer\\_forebygging\\_og\\_mer\\_skaansom\\_behandling\\_mot\\_lakselus.42755](https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/mattilsynet_forventer_mer_forebygging_og_mer_skaansom_behandling_mot_lakselus.42755) [Hentet 10.02.2023]
- Mattilsynet (2022). *Etablering og utvidelse av akvakulturanlegg*. Hentet fra: [https://www.mattilsynet.no/fisk\\_og\\_akvakultur/akvakultur/akvakulturanlegg/](https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/akvakultur/akvakulturanlegg/) [Hentet 13.02.2023]
- Miljødirektoratet (2022). *Utslipp av næringsalter fra fiskeoppdrett*. Hentet fra: <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/forurensning/overgjodsling/utslipp-av-naringsalter-fra-fiskeoppdrett/> [Hentet 13.02.2023]
- Misund, B. (2023). *Fiskeoppdrett*. Hentet fra: <https://snl.no/fiskeoppdrett> [Hentet 27.01.2023]
- Molland, E. (2023). *Lakseprisen i taket etter lanseringen av grunnrenteskatt*. Hentet fra: <https://www.nettavisen.no/okonomi/lakseprisen-i-taket-etter-lanseringen-av-grunnrenteskatt/s/5-95-921544> [Hentet 07.05.2023]
- Meissner, D. (2023) *Fisheries Department says it will shut 15 salmon farms off B.C's coast to protect wild fish*. Hentet fra: <https://www.cbc.ca/news/canada/british-columbia/fish-farms-not-renewed-1.6752997> [Hentet 23.02.2023]

Mowi (2019a). *Mowi Salmon Farming Industry Handbook 2019*. Hentet fra:

<https://ml.globenewswire.com/Resource/Download/1766f220-c83b-499a-a46e-3941577e038b> [Hentet 01.02.2023]

Mowi (2022a). *Mowi Salmon Farming Industry Handbook 2022*. Hentet fra:

<https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/07/2022-Salmon-Industry-Handbook-1.pdf> [Hentet 01.02.2023]

Nilsen, A. A. (2019). *Sjømatrådet: Norsk laksenæring har tapt 20 milliarder på utestengelsen fra Russland*. e24.no. Hentet fra:

<https://e24.no/naeringsliv/i/9vrzM9/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-russland> [Hentet 06.02.2023]

Nordvåg, H. B., & Egge, J. H. (2022). *Ny studie: Vi bør kutte kjøttforbruket med 75%*.

Hentet fra: [https://www.nrk.no/trondelag/ny-studie\\_-rike-land-bor-kutte-kjoettforbruket-med-75-%-om-vi-skal-leve-av-jorda-i-framtida-1.15952220](https://www.nrk.no/trondelag/ny-studie_-rike-land-bor-kutte-kjoettforbruket-med-75-%-om-vi-skal-leve-av-jorda-i-framtida-1.15952220) [Hentet 02.04.2023]

Norges Bank (2022). *Pengepolitisk Rapport: Med vurdering av finansiell stabilitet* (ISSN 1894-0234, 4/22). Hentet fra: [https://www.norges-bank.no/contentassets/70ab04a3dd3a450d8c8d41fa87b72fb1/ppr\\_4\\_2022\\_no.pdf](https://www.norges-bank.no/contentassets/70ab04a3dd3a450d8c8d41fa87b72fb1/ppr_4_2022_no.pdf)

[Hentet 21.03.2023]

Norges Bank (2023). *Styringsrenten*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

[Hentet 26.02.2023]

Norges Sjømatråd (2022). *Norsk sjømateksport til Ukraina, Russland og Den eurasiske økonomiske union*. Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norsk-sjomateksport-til-ukraina-russland-og-den-eurasiske-okonomiske-union/>

[Hentet 06.02.2023]

Norges Sjømatråd (2023a). *Prisvekst førte til rekordstart for sjømateksporten i 2023*. Hentet

fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/prisvekst-for-te-til-rekordstart-for->



---

[sjomateksporten-i-2023/](#) [Hentet 10.02.2023]

Norges Sjømatråd (2023b). *Valutaeffekt, verdivekst og volumnedgang for sjømateksporten i februar*. Hentet fra:

<https://seafood.no/aktuelt/nyheter/valutaeffekt-verdivekst-og-volumnedgang-for-sjomateksporten-i-februar/> [Hentet 21.03.2023]

Norges Sjømatråd (2023c). *Norge eksporterte sjømat for 151,4 milliarder kroner i 2022*.

Hentet fra:

<https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norge-eksporterte-sjomat-for-1514-milliarder-kroner-i-2022/> [Hentet 25.01.2023]

Olsen, J. W. (2023) *58 millioner oppdrettslaks døde i 2022*. Hentet fra:

<https://www.intrafish.no/fiskehelse/58-millioner-oppdrettslaks-dode-i-2022/2-1-1399397> [Hentet 29.05.2023]

Orkla (2023). *Stadig flere velger plantebasert*. Hentet fra:

[https://www.mynewsdesk.com/no/orklanorge/pressreleases/stadig-flere-velger-plantebasert-3228989?utm\\_source=rss&utm\\_medium=rss&utm\\_campaign=Alert&utm\\_content=pressrelease](https://www.mynewsdesk.com/no/orklanorge/pressreleases/stadig-flere-velger-plantebasert-3228989?utm_source=rss&utm_medium=rss&utm_campaign=Alert&utm_content=pressrelease) [Hentet 08.02.2023]

Oslo Børs (2023a). *Oslo Børs Benchmark Index\_GI*. Hentet fra:

<https://live.euronext.com/nb/product/indices/NO0007035327-XOSL> [Hentet 20.02.2023]

Oslo Børs (2023b). *Grieg Seafood*. Hentet fra:

<https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0010365521-XOSL> [Hentet 27.02.2023]

Porter, M.E. (1979). *How Competitive Forces Shape Strategy*. Harvard Business Review

[Internett]. Hentet fra: <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>. [Hentet 10.03.2023]

PwC (2023). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> [Hentet 22.03.2023]

Regjeringen (2020). *Havbrukskommunene får langsiktige og stabile inntekter fra havbruksnæringen*. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/fin/pressemeldinger/2020/havbruk/id2702028/> [Hentet 15.02.2023]

Regjeringen (2021). *Havbruksstrategien - Et hav av muligheter*. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/havbruksstrategien-et-hav-av-muligheter/id2864482/?ch=8> [Hentet 15.02.2023]

Regjeringen (2022). *Fargeleggingen i trafikklyssystemet i havbruk er klar*. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/fargelegging-i-trafikklyssystemet-i-havbruk/id2917698/> [Hentet 15.02.2023]

Sandmo, E. (2022) *Varsler flere permitteringer som følge av grunnrenteskatten*. Hentet fra:

[Grunnrenteskatten får konsekvenser – 40 ansatte i bare en bedrift kan bli permitterte – NRK Trøndelag](#) [11.05.2023]

Skalleberg, N. (2020). *Selg Grieg Seafood Kjøp heller SalMar og Mowi*. Hentet fra:

[https://www.finansavisen.no/nyheter/sjomat/2020/02/13/7497503/carnegie-analytiker-selg-grieg-seafood.-for-stor-risiko?zeph\\_r\\_sso\\_ott=p9OhKt](https://www.finansavisen.no/nyheter/sjomat/2020/02/13/7497503/carnegie-analytiker-selg-grieg-seafood.-for-stor-risiko?zeph_r_sso_ott=p9OhKt) [Hentet 23.05.2023]

Skatteetaten (2022a). *Vannkraft*. Hentet fra: [https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-](https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/rapportering-og-bransjer/bransjer-med-egne-regler/vannkraft/)

[organisasjon/rapportering-og-bransjer/bransjer-med-egne-regler/vannkraft/](https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/rapportering-og-bransjer/bransjer-med-egne-regler/vannkraft/) [Hentet 04.04.2023]

Skatteetaten (2022b). *Petroleumsskatt*. Hentet fra: [https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-](https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/rapportering-og-bransjer/bransjer-med-egne-regler/oljeskatt/om-)

[organisasjon/rapportering-og-bransjer/bransjer-med-egne-regler/oljeskatt/om-](https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/rapportering-og-bransjer/bransjer-med-egne-regler/oljeskatt/om-)

---

[oljeskattekontoret/petroleumsskattesystemet/](#) [Hentet 02.04.2023]

Statistisk Sentralbyrå (2017). *Frå attåtnering til milliardindustri*. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/fracattatnaering-til-milliardindustri> [Hentet 30.01.2023]

Statistisk Sentralbyrå (2012). *Akvakultur (avsluttet i Statistisk sentralbyrå), 2011, foreløpige tall*. Hentet fra: [https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-](https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar-forelopige/2012-06-07)

[fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar-forelopige/2012-06-07](https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar-forelopige/2012-06-07) [Hentet 24.05.2023]

Stiim (2021). *Blue Farm*. Hentet fra: <https://stiimaquacluster.no/prosjekter/blue-farm/>

[Hentet 03.02.2023]

Søvik, G. (2022). *Lakselus*. snl.no. Hentet fra: <https://snl.no/lakselus> [Hentet 09.02.2023]

Takla, E. (2008). *Svakt fra Grieg Seafood*. Hentet fra: <https://www.dn.no/svakt-fra-grieg-seafood/1-1-2072319> [Hentet 24.05.2023]

Thomassen, E. (2023) *Grunnrente*. Hentet fra: <https://snl.no/grunnrente> [Hentet 30.04.2023]

Ødemark, E. (2022). *Grieg Gruppen*. Hentet fra: [https://snl.no/Grieg\\_Gruppen](https://snl.no/Grieg_Gruppen) [Hentet 07.02.2023]

### **Offentlige utredninger**

NOU 2019:18 (2019). *Skattlegging av havbruksvirksomhet*. Finansdepartementet. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/> [Hentet 14.01.2023]

NOU 2022:20 (2022) *Et helhetlig skattesystem*. Finansdepartementet. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2022-20/id2951826/?ch=1> [Hentet 14.01.2023]

Prop. nr. 78 LS (2022-2023). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Det kongelige finansdepartement.

Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/contentassets/b2dafcc40a164a03ab178fa77e6fa9e8/no/pdfs/prp202220230078000dddpdfs.pdf> [Hentet 21.04.2023]

### **Lover og forskrifter**

Akvakulturloven (2005). *Lov om akvakultur* (LOV-2005-06-17-79). Lovdata. Hentet fra:

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79?q=akvakulturlov> [Hentet 13.02.2023]

Dyrevelferdsloven (2009). *Lov om dyrevelferd* (LOV-2009-06-19-97). Lovdata. Hentet fra:

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2009-06-19-97> [Hentet 13.02.2023]

Forurensningsloven (1983). *Lov om vern mot forurensninger og om avfall* (LOV-1981-03-13-6). Lovdata. Hentet fra:

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1981-03-13-6?q=forurensningslov> [Hentet 13.02.2023]

NYTEK23 (2023). *Forskrift om krav til teknisk standard for akvakulturanlegg for fisk i sjø, innsjø og vassdrag* (FOR-2022-08-22-1484). Lovdata. Hentet fra:

<https://lovdata.no/dokument/LTI/forskrift/2022-08-22-1484> [Hentet 13.02.2023]

Skatteloven (1999). *Lov om skatt av formue og inntekt* (LOV-1999-03-26-14). Lovdata.

Hentet fra: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14?q=skattelov> [Hentet 13.02.2023]

### **Regnskapsstandarder**

IFRS 13 Fair Value Measurement (IAASB - Global Standard)

IAS 36 Impairment of Assets (IAASB - Global Standard)

IAS 38 Intangible Assets (IAASB - Global Standard)

IAS 41 Agriculture (IAASB - Global Standard)

### **Forelesningsplansjer**

Knivsfå, Kjell Henry (2023a). *ACC421A 01 - Introduksjon*. Bergen: Norges

Handelshøyskole. Hentet fra:

---

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/ACC421A%20-%20001.pdf>

[Hentet 24.01.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023b). *ACC421A 02 - Strategi, regnskap og verdi*. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/ACC421A%20-%20002.pdf>

[Hentet 04.02.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023c). *ACC421A 03 - Rekneskapsanalyse, ramme og "trailing"*. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%20003.pdf>

[Hentet 08.03.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023d). *ACC421A 04 - Omgruppering for analyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%20004.pdf>

[Hentet 08.03.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023e). *ACC421A 05 - Omgruppering balanse og kontantstrøm*. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%20005.pdf>

[Hentet 10.03.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023f). *ACC421A 07 - Målefeil*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Hentet fra: <https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%20007.pdf> [Hentet 13.03.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023g). *ACC421A 08 - Justering av målefeil*. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%20008.pdf>

[Hentet 13.03.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023h). *ACC421A 09 - Kredittvurdering: Syntetisk rating*. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2009.pdf>

[Hentet 16.03.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023i). *ACC421A 10 - Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet.*

Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2010.pdf>

[Hentet 24.03.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023j). *ACC421A 11 - Strategisk rentabilitestanalyse.* Bergen:

Norges Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2011.pdf>

[Hentet 07.04.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023k). *ACC421A 12 - Strategisk driftsanalyse.* Bergen: Norges

Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2012.pdf>

[Hentet 07.04.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023l). *ACC421A 13 - Framtidsrekneskap: Ramme og vekstanalyse.*

Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2013.pdf>

[Hentet 12.04.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023m). *ACC421A 14 - Budsjettering av drift og finans.* Bergen:

Norges Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2014.pdf>

[Hentet 15.04.2023]

Knivsfå, Kjell Henry (2023n). *ACC421A 16 - Fundamental verdivurdering: Praksis,*

*metodar og modeller.* Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2016.pdf>

[Hentet 23.04.2023]

---

Knivsflå, Kjell Henry (2023o). *ACC421A 17 - SK-metoden og verdikonvergens*. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:  
<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2017.pdf>  
[Hentet 23.04.2023]

Knivsflå, Kjell Henry (2023p). *ACC421A 18 - Uvisse i verdiestimatet*. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:  
<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2018.pdf>  
[Hentet 23.04.2023]

Knivsflå, Kjell Henry (2023q). *ACC421A 19 - Handling og emne i fundamental verdivurdering*. Bergen: Norges Handelshøyskole. Hentet fra:  
<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2019.pdf>  
[Hentet 21.05.2023]

## Årsrapporter

### Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood (2023a) *Annual report 2022*. [Internett] Hentet fra:  
<https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations> [Hentet 31.03.2023]

Grieg Seafood (2022a) *Annual report 2021*. Hentet fra:  
<https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations> [Hentet 17.01.2023]

Grieg Seafood (2021) *Annual report 2020*. Hentet fra:  
<https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations> [Hentet 17.01.2023]

Grieg Seafood (2020) *Annual report 2019*. Hentet fra:  
<https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations> [Hentet 17.01.2023]

Grieg Seafood (2019) *Annual report 2018*. Hentet fra:  
<https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations> [Hentet 17.01.2023]

Grieg Seafood (2018) *Annual report 2017*. Hentet fra:  
<https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations> [Hentet 17.01.2023]

Grieg Seafood (2017) *Annual report 2016*. Hentet fra:

<https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations> [Hentet 17.01.2023]

#### Lerøy Seafood ASA

Lerøy Seafood (2023) *Årsrapport 2022*. Hentet fra:

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>  
[Hentet 29.04.2023]

Lerøy Seafood (2022) *Årsrapport 2021*. Hentet fra:

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>  
[Hentet 29.01.2023]

Lerøy Seafood (2021) *Årsrapport 2020*. Hentet fra:

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>  
[Hentet 29.01.2023]

Lerøy Seafood (2020) *Årsrapport 2019*. Hentet fra:

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>  
[Hentet 13.0.2023]

Lerøy Seafood (2019) *Årsrapport 2018*. Hentet fra:

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>  
[Hentet 13.03.2023]

Lerøy Seafood (2018) *Årsrapport 2017*. Hentet fra:

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>  
[Hentet 13.03.2023]

Lerøy Seafood (2017) *Årsrapport 2016*. Hentet fra:

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>  
[Hentet 13.03.2023]



Grieg Gruppen

Grieg Gruppen (2022) *Årsrapport 2021*. Hentet fra:

[https://issuu.com/grieggroup/docs/grieg\\_ar21\\_25.04.22](https://issuu.com/grieggroup/docs/grieg_ar21_25.04.22) [Hentet 02.02.2023]

Mowi ASA

Mowi (2023) *Annual report 2022*. Hentet fra: <https://mowi.com/investors/reports/> [Hentet 23.03.2023]

Mowi (2022b) *Annual report 2021*. Hentet fra: <https://mowi.com/investors/reports/> [Hentet 29.01.2023]

Mowi (2021b) *Annual report 2020*. Hentet fra: <https://mowi.com/investors/reports/> [Hentet 29.01.2023]

Mowi (2020) *Annual report 2019*. Hentet fra: <https://mowi.com/investors/reports/> [Hentet 13.03.2023]

Mowi (2019b) *Annual report 2018*. Hentet fra: <https://mowi.com/investors/reports/> [Hentet 13.03.2023]

Mowi (2018) *Annual report 2017*. Hentet fra: <https://mowi.com/investors/reports/> [Hentet 13.03.2023]

Mowi (2017) *Annual report 2016*. Hentet fra: <https://mowi.com/investors/reports/> [Hentet 13.03.2023]

SalMar ASA

SalMar (2023) *Annual report 2022*. Hentet fra: <https://www.salmar.no/arsrapporter/> [Hentet 28.04.2023]

SalMar (2022) *Annual report 2021*. Hentet fra: <https://www.salmar.no/arsrapporter/> [Hentet 29.01.2023]

SalMar (2021) *Annual report 2020*. Hentet fra: <https://www.salmar.no/arsrapporter/> [Hentet 29.01.2023]

SalMar (2020) *Annual report 2019*. Hentet fra: <https://www.salmar.no/arsrapporter/> [Hentet 14.03.2023]

SalMar (2019b) *Annual report 2018*. Hentet fra: <https://www.salmar.no/arsrapporter/> [Hentet 14.03.2023]

SalMar (2018) *Annual report 2017*. Hentet fra: <https://www.salmar.no/arsrapporter/> [Hentet 14.03.2023]

SalMar (2017) *Annual report 2016*. Hentet fra: <https://www.salmar.no/arsrapporter/> [Hentet 14.03.2023]

### **Kvartalsrapporter**

Grieg Seafood (2022b) *Q2 report*. Hentet fra:

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/8b93ed3fa7d841244579408cdf4fd416dab4f3a6.pdf> [Hentet 15.03.2023]

Grieg Seafood (2023b) *Q4 report*. Hentet fra:

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/58a237499b6a821a9079c782fd24a16a2bfef074.pdf> [Hentet 21.02.2023]

### **Annen selskapsinformasjon**

Grieg Seafood (2023c) *Management*. Hentet fra:

<https://investor.griegseafood.com/management> [Hentet 05.02.2023]

Grieg Seafood (2023d) *Grieg Seafood Rogaland*. Hentet fra:

<https://griegseafood.com/rogaland-lokalsamfunnet-v%C3%A5rt> [Hentet 05.02.2023]

Grieg Seafood (2023e) *Grieg Seafood Finnmark*. Hentet fra:

<https://griegseafood.com/finnmark> [Hentet 05.02.2023]

Grieg Seafood (2023f) *Grieg Seafood British Columbia*. Hentet fra:

<https://griegseafood.com/bc> [Hentet 05.02.2023]

Grieg Seafood (2023g) *Grieg Seafood Newfoundland*. Hentet fra:

<https://griegseafood.com/nl> Hentet 05.02.2023]

Grieg Seafood (2023h) *Grieg Seafood Høringssvar grunnrenteskatt på havbruk fra Grieg*

*Seafood ASA*. Hentet fra: <https://griegseafood.com/news/finnmark-les-grieg-seafoods-horingssvar-til-regjeringens-forslag-om-grunnrenteskatt-pa-havbruk>

[Hentet 23.03.2023]

## Liste over figurer

<b>Figur 2-1:</b> Utvikling av brutto verdiskapning fra havbruk (ekskl. ringvirkninger) og dens andel av BNP for Norge i perioden 2004-2021 (Robertsen et al., 2023).....	17
<b>Figur 2-2:</b> Verdikjeden til akvakultur (fritt etter NOU 2019:18).....	19
<b>Figur 2-3:</b> Utvikling av laksepriser i perioden 2006-2022, tall hentet fra Fish Pool (Fish Pool, 2023).....	22
<b>Figur 2-4:</b> Beregnede kostnader per kilo produsert fisk i perioden 2008-2021, figur hentet direkte fra Fiskeridirektoratet sin lønnsomhetsrapport (Fiskeridirektoratet, 2022). ....	23
<b>Figur 2-5:</b> Forenklet illustrasjon av Grieg Gruppen (fritt Grieg Gruppen, 2022). ....	33
<b>Figur 2-6:</b> Organisasjonsstruktur Grieg Seafood (2022a).....	34
<b>Figur 2-7:</b> Grieg Seafood sin verdikjede (Grieg Seafood, 2022a) .....	36
<b>Figur 2-8:</b> De fem bærekrafts-pilarene og hvilke av FNs 17 bærekraftsmål Grieg Seafood skal bidra til å nå (Grieg Seafood, 2022a). ....	38
<b>Figur 2-9:</b> Finansiell utvikling for Grieg Seafood over analyseperioden fra 2016-2022 (egenprodusert).....	41
<b>Figur 2-10:</b> Kursutvikling for Grieg Seafood over perioden 2007-2023 (Oslo Børs, 2023b). ....	41
<b>Figur 2-11:</b> Kursutvikling for Grieg Seafood over 15-september-15.oktober (Oslo Børs, 2023b).....	42
<b>Figur 2-12:</b> Finansiell utvikling for Mowi over analyseperioden (egenprodusert). ....	44
<b>Figur 2-13:</b> Finansiell utvikling for Lerøy over analyseperioden (egenprodusert). ....	45
<b>Figur 2-14:</b> Finansiell utvikling for SalMar over analyseperioden (egenprodusert). ....	46
<b>Figur 2-15:</b> Prosentvis avkastning på Oslo Børs i perioden 2019-2022 (Oslo Børs, 2023a).47	
<b>Figur 3-1:</b> Rammeverk fundamental verdivurdering hentet fra Knivsflå. ....	55

---

<b>Figur 4-1:</b> Illustrasjon av PESTEL-rammeverket (egenprodusert).....	59
<b>Figur 4-2:</b> Produksjonsområder i oppdrettsnæringen og områdets miljøpåvirkning (direkte hentet fra Regjeringen, 2022a).....	62
<b>Figur 4-3:</b> Utvikling av styringsrenten fra august 2008 til februar 2023 (Norges Bank, 2023).....	64
<b>Figur 4-4:</b> Porters modell av de fem konkurransekraftene (fritt etter Porter, 1979).....	72
<b>Figur 4-5:</b> SWOT-analyse av Grieg Seafood (egenprodusert).....	86
<b>Figur 5-1:</b> Rammeverk for regnskapsanalyse (Fritt etter Knivsfå, 2023c).....	88
<b>Figur 5-2:</b> Fordeling av fullstendig nettoresultat (Knivsfå, 2023d).....	93
<b>Figur 6-1:</b> Utviklingen i likviditetsgrad 1 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	119
<b>Figur 6-2:</b> Utviklingen i likviditetsgrad 2 for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	121
<b>Figur 6-3:</b> Utviklingen i finansiell gjeldsdekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	122
<b>Figur 6-4:</b> Utviklingen i rentedekningsgrad for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	123
<b>Figur 6-5:</b> Utviklingen i egenkapitalprosent for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	125
<b>Figur 6-6:</b> Utviklingen i netto driftsrentabilitet for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	126
<b>Figur 8-1:</b> Superrentabilitet til egenkapitalen for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	154
<b>Figur 8-2:</b> Bransjefordel for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	159
<b>Figur 8-3:</b> Ressursfordel Grieg Seafood perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	160

---

<b>Figur 9-1:</b> Rammeverk for fremtidsregnskap (fritt etter Knivsflå, 2023l).....	172
<b>Figur 9-2:</b> Historisk utvikling i driftsinntekter for Grieg Seafood og bransjen over analyseperioden 2016-2022 (egenprodusert).....	176
<b>Figur 9-3:</b> Utvikling i fri kontantstrøm til totalkapitalen for Grieg Seafood i perioden 2016-2031 med og uten grunnrenteskatt (egenprodusert).....	193
<b>Figur 10-1:</b> Styringsrenter og beregnede terminrenter i prosent for 2017-2025, direkte hentet fra Norges Bank (2023).....	202
<b>Figur 11-1:</b> Rammeverk for fundamental verdivurdering (Knivsflå, 2023o).....	210
<b>Figur 13-1:</b> Handlingsstrategi for aksjen til Grieg Seafood per 31.12.2022 (egenprodusert). .....	250

---

## Liste over tabeller

<b>Tabell 2-1:</b> De seks største havbruksselskapene på Oslo Børs per 20.februar 2023 (Oslo Børs, 2023a).....	19
<b>Tabell 4-1:</b> Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter (egenprodusert).....	79
<b>Tabell 4-2:</b> VRIO-rammeverket (Barney, 1998). .....	80
<b>Tabell 4-3:</b> Oppsummering av VRIO-analysen (egenprodusert). .....	84
<b>Tabell 5-1:</b> Resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	90
<b>Tabell 5-2:</b> Balanseoppstilling (eiendeler) for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	91
<b>Tabell 5-3:</b> Balanseoppstilling (egenkapital og gjeld) for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	91
<b>Tabell 5-4:</b> Oppstilling over endring i egenkapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	91
<b>Tabell 5-5:</b> Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	93
<b>Tabell 5-6:</b> Fullstendig driftsresultat før skatt for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	94
<b>Tabell 5-7:</b> Fullstendig finansresultat før skatt for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	94
<b>Tabell 5-8:</b> Unormalt driftsresultat før skatt for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	95
<b>Tabell 5-9:</b> Unormalt finansresultat før skatt for Grieg Seafood, 2016-2022 (egenprodusert). .....	97
<b>Tabell 5-10:</b> Selskapsskattesats og finansinntektsskattesats for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	99

---

<b>Tabell 5-11:</b> Netto finanskostnad for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	99
<b>Tabell 5-12:</b> Netto finansinntekt for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).	99
<b>Tabell 5-13:</b> Netto unormalt finansresultat for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	100
<b>Tabell 5-14:</b> Netto normalt driftsresultat for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	100
<b>Tabell 5-15:</b> Oversikt over ulike skattesatser for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	101
<b>Tabell 5-16:</b> Netto unormalt driftsresultat for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	101
<b>Tabell 5-17:</b> Beregning av skattekostnad for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	102
<b>Tabell 5-18:</b> Omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	102
<b>Tabell 5-19:</b> Omgruppering av totalbalansen (eiendeler) for Grieg Seafood i perioden 2016- 2022 (egenprodusert).....	106
<b>Tabell 5-20:</b> Omgruppering av totalbalansen (egenkapital og gjeld) for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). ....	107
<b>Tabell 5-21:</b> Omgruppering til sysselsatt kapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	108
<b>Tabell 5-22:</b> Omgruppering til netto driftskapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	108
<b>Tabell 5-23:</b> Omgruppering av kontantstrøm for Grieg Seafood i analyseperioden 2016-2022 (egenprodusert).....	109



---

<b>Tabell 5-24:</b> Justering av biologiske eiendeler for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	112
<b>Tabell 5-25:</b> Omgruppert og justert resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	113
<b>Tabell 5-26:</b> Omgruppert og justert sysselsatt kapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022(egenprodusert).....	113
<b>Tabell 5-27:</b> Omgruppert og justert netto driftskapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	113
<b>Tabell 5-28:</b> Omgruppert og justert kontantstrøm for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	114
<b>Tabell 5-29:</b> Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	115
<b>Tabell 5-30:</b> Omgruppert og justert sysselsatt kapital for bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	115
<b>Tabell 5-31:</b> Omgruppert og justert netto driftskapital for bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	115
<b>Tabell 5-32:</b> Omgruppert og justert kontantstrøm for bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	116
<b>Tabell 5-33:</b> Tidsvekting av forholdstall for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	117
<b>Tabell 6-1:</b> Finansieringsmatrise for Grieg Seafood for regnskapsåret 2022 (egenprodusert). .....	127
<b>Tabell 6-2:</b> Finansieringsmatrise for bransjen for regnskapsåret 2022 (egenprodusert). ....	128
<b>Tabell 6-3:</b> Oversikt over verdier til syntetisk rating (Fritt etter Knivsflå, 2023h) .....	129
<b>Tabell 6-4:</b> Oversikt over forholdstall og forslag til syntetisk rating for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	130

---

<b>Tabell 6-5:</b> Oversikt over forholdstall og forslag til syntetisk rating for bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	130
<b>Tabell 7-1:</b> Risikofri rente i analyseperioden 2016-2023 (data hentet fra Norges Bank (2023)). .....	136
<b>Tabell 7-2:</b> Resultat av regresjonsanalyse Grieg Seafood mot OSEBX 2016-2023 (Oslo Børs, 2023a).....	137
<b>Tabell 7-3:</b> Egenkapitalbeta for bransjeutvalget, basert på aksjekursavkastning fra 2016-2023 hentet fra Oslo Børs (Oslo Børs, 2023a). .....	138
<b>Tabell 7-4:</b> Løpende risikopremie for 2016-2020 beregnet av Knivsfå (2023i). .....	140
<b>Tabell 7-5:</b> Markedsrisikopremie publisert av PwC i samarbeid med FFN i perioden 2016-2022 (PwC, 2023). .....	140
<b>Tabell 7-6:</b> Risikopremie til videre beregninger 2016-2023 (basert på Knivsfå sine beregninger og PwC sin undersøkelse). .....	141
<b>Tabell 7-7:</b> Kredittrisikopremie (Knivsfå, 2023h). .....	143
<b>Tabell 7-8:</b> Finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	143
<b>Tabell 7-9:</b> Gjeldsbeta til Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	144
<b>Tabell 7-10:</b> Finansielt eiendelskrav Grieg Seafood 2016-2022 (egenprodusert). .....	145
<b>Tabell 7-11:</b> Finansiell eiendelsbeta Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	146
<b>Tabell 7-12:</b> Netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	146
<b>Tabell 7-13:</b> Netto finansiell gjeldsbeta for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	147
<b>Tabell 7-14:</b> Netto driftskapitalbeta for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	148

---

<b>Tabell 7-15:</b> Egenkapitalbeta for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). ..	148
<b>Tabell 7-16:</b> Egenkapital- og minoritetskrav for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	149
<b>Tabell 7-17:</b> Netto driftskrav Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (Egenprodusert). .....	150
<b>Tabell 7-18:</b> Sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (Egenprodusert). .....	150
<b>Tabell 7-19:</b> Beregnet avkastningskrav for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	151
<b>Tabell 8-1:</b> Superrentabilitet til egenkapitalen til Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	154
<b>Tabell 8-2:</b> Superrentabilitet til egenkapitalen til bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	154
<b>Tabell 8-3:</b> Dekomponering av Grieg Seafood sin strategiske fordel over perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	156
<b>Tabell 8-4:</b> Strategisk driftsfordel til Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	157
<b>Tabell 8-5:</b> Bransjefordel for Grieg Seafood i analyseperioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	158
<b>Tabell 8-6:</b> Ressursfordel for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	160
<b>Tabell 8-7:</b> Marginfordel Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	161
<b>Tabell 8-8:</b> “Common-size”-analyse for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	162
<b>Tabell 8-9:</b> “Common-size”-analyse for bransjesnittet i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	162
<b>Tabell 8-10:</b> Vektet omløpsfordel til Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	163

---

<b>Tabell 8-11:</b> Ressursfordel for Grieg Seafood over analyseperioden (egenprodusert). .....	164
<b>Tabell 8-12:</b> Gearingfordel for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	165
<b>Tabell 8-13:</b> Driftsfordel til Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert). .....	166
<b>Tabell 8-14:</b> Finansieringsfordel til finansiell gjeld for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	168
<b>Tabell 8-15:</b> Finansieringsfordel til finansiell gjeld for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	168
<b>Tabell 8-16:</b> Netto finansiell gjeldsfordel for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	169
<b>Tabell 8-17:</b> Finansieringsfordel minoritetsinteresser for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert. ....	169
<b>Tabell 8-18:</b> Oppsummering av strategisk fordel for Grieg Seafood i perioden 2016 -2022 (egenprodusert).....	170
<b>Tabell 9-1:</b> Utvikling i totalt slaktevolum for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	178
<b>Tabell 9-2:</b> Historiske priser (NOK/kg) og prisvekst basert på årlige gjennomsnittspriser fra Fish Pool i perioden 2016-2022 (Fish Pool, 2023) (egenprodusert). ....	179
<b>Tabell 9-3:</b> Budsjettert driftsinntekt for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert). ....	179
<b>Tabell 9-4:</b> Historisk utvikling i salgsinntekter i Norge og totale driftsinntekter for Grieg Seafood over perioden 2016-2022 (egenprodusert). ....	180
<b>Tabell 9-5:</b> Budsjetterte salgsinntekter fra Norge for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	180
<b>Tabell 9-6:</b> Utvikling i historiske fradragsberettigede produksjonskostnader for Grieg Seafood sin virksomhet i Norge i perioden 2016-2022 (egenprodusert). ....	182

---

<b>Tabell 9-7:</b> Budsjetterte totale produksjonskostnader for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	183
<b>Tabell 9-8:</b> Budsjettert produksjonskostnad i Norge for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	183
<b>Tabell 9-9:</b> Utvikling i historiske avskrivninger for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	184
<b>Tabell 9-10:</b> Budsjetterte avskrivninger for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	185
<b>Tabell 9-11:</b> Budsjetterte avskrivninger i Norge for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	185
<b>Tabell 9-12:</b> Budsjettering av netto finanskostnad for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	186
<b>Tabell 9-13:</b> Utvikling i historiske investeringer for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	187
<b>Tabell 9-14:</b> Budsjetterte totale investeringer for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	188
<b>Tabell 9-15:</b> Budsjetterte investeringer i driftsmidler i Norge for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert). .....	188
<b>Tabell 9-16:</b> Utvikling i historisk netto arbeidskapital for Grieg Seafood i perioden 2016-2022 (egenprodusert).....	189
<b>Tabell 9-17:</b> Budsjettert arbeidskapital for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	189
<b>Tabell 9-18:</b> Fremskrevet bunnfradrag i perioden 2023-2031 (egenprodusert). .....	190
<b>Tabell 9-19:</b> Beregning av grunnrenteskatt (egenprodusert).....	191
<b>Tabell 9-20:</b> Budsjettert grunnrenteskattepliktig inntekt for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	191

---

<b>Tabell 9-21:</b> Fremgangsmåte for fri kontantstrøm med og uten grunnrenteskatt (egenprodusert).....	192
<b>Tabell 9-22:</b> Fremskrevet fri kontantstrøm for Grieg Seafood med og uten grunnrenteskatt i perioden 2023-2031 (egenprodusert). ....	192
<b>Tabell 9-23:</b> Utvikling i netto driftseiendeler og onde for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	194
<b>Tabell 9-24:</b> Historisk utvikling i finansiell gjeldsdel for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert). ....	195
<b>Tabell 9-25:</b> Historisk utvikling i finansiell eiendelsdel for Grieg Seafood og bransjen i perioden 2016-2022 (egenprodusert). ....	196
<b>Tabell 9-26:</b> Fremskrevet netto finansiell gjeld for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	197
<b>Tabell 9-27:</b> Utvikling i minoritetsandel for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	198
<b>Tabell 9-28:</b> Utvikling i minoritetsresultat for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	198
<b>Tabell 9-29:</b> Fremskrevet resultatregnskap for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	199
<b>Tabell 9-30:</b> Fremskrevet balanseoppstilling for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	199
<b>Tabell 9-31:</b> Fremskrevet og omgruppert kontantstrøm for Grieg Seafood i perioden 2023-2031 (egenprodusert).....	200
<b>Tabell 10-1:</b> Estimert risikofri rente 2023-2031 (egenprodusert). ....	203
<b>Tabell 10-2:</b> Fremtidig egenkapitalkrav 2023-2031 etter kapitalverdimodellen (egenprodusert).....	205

---

<b>Tabell 10-3:</b> Fremtidig minoritetskrav 2023-2031 etter kapitalverdimodellen (egenprodusert). .....	205
<b>Tabell 10-4:</b> Estimert fremtidig finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood 2023-2023 (egenprodusert).....	206
<b>Tabell 10-5:</b> Estimert fremtidig eiendelskrav for Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert). .....	207
<b>Tabell 10-6:</b> Estimert fremtidig netto finansielt gjeldskrav for Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert).....	207
<b>Tabell 10-7:</b> Fremtidig estimert sysselsatt kapitalkrav for Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert).....	208
<b>Tabell 10-8:</b> Fremtidig estimert netto driftskrav for Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert).....	208
<b>Tabell 10-9:</b> Estimert fremtidig strategisk fordel Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert). .....	209
<b>Tabell 10-10:</b> Oppsummering fremtidige krav for Grieg Seafood 2023-2031 (egenprodusert). .....	209
<b>Tabell 11-1:</b> Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmodellen (egenprodusert). ....	215
<b>Tabell 11-2:</b> Verdi av egenkapitalen etter superprofittmodellen (egenprodusert). ....	216
<b>Tabell 11-3:</b> Verdi av egenkapitalen etter superprofittvekstmodellen (egenprodusert). ....	216
<b>Tabell 11-4:</b> Verdi av sysselsatt kapital etter fri kontantstrømmodellen (egenprodusert). .	217
<b>Tabell 11-5:</b> Verdi av sysselsatt kapital etter superprofittmodellen (egenprodusert).....	217
<b>Tabell 11-6:</b> Verdi av sysselsatt kapital etter superprofittvekstmodellen (egenprodusert).	217
<b>Tabell 11-7:</b> Verdi av netto driftskapital etter fri kontantstrømmodellen (egenprodusert).	218
<b>Tabell 11-8:</b> Verdi av netto driftskapital etter superprofittmodellen (egenprodusert). ....	218

---

<b>Tabell 11-9:</b> Verdi av netto driftskapital etter superprofittvekstmodellen (egenprodusert).	219
<b>Tabell 11-10:</b> Oppsummering av første verdiestimat på Grieg Seafood sin egenkapital per aksje 31.12.2022 (egenprodusert).	219
<b>Tabell 11-11:</b> Sensitivitetsanalyse av terminalvekst i driftsinntektsveksten (egenprodusert).	223
<b>Tabell 11-12:</b> Sensitivitetsanalyse av terminalvekst i omløpshastigheten til netto driftseiendeler (egenprodusert).	224
<b>Tabell 11-13:</b> Sensitivitetsanalyse av egenkapitalkrav og terminalvekst i FKE-modellen (egenprodusert).	225
<b>Tabell 11-14:</b> Sensitivitetsanalyse av sysselsatt kapital-krav og terminalvekst i FKS-modellen (egenprodusert).	226
<b>Tabell 11-15:</b> Sensitivitetsanalyse av netto driftskapital-krav og terminalvekst i FKD-modellen (egenprodusert).	226
<b>Tabell 11-16:</b> Sensitivitetsanalyse av beta og risikofri rente i FEK-metoden (egenprodusert).	227
<b>Tabell 11-17:</b> Sensitivitetsanalyse av beta og risikofri rente i SSK-metoden (egenprodusert).	228
<b>Tabell 11-18:</b> Sensitivitetsanalyse av beta og risikofri rente i NDK-metoden (egenprodusert).	228
<b>Tabell 11-19:</b> Verdiestimat av Grieg Seafood sin egenkapital etter Pris/Bok (egenprodusert).	232
<b>Tabell 11-20:</b> Verdiestimat av Grieg Seafood sin egenkapital etter pris/fortjeneste (egenprodusert).	233
<b>Tabell 11-21:</b> Verdiestimat av Grieg Seafood sin egenkapital etter EV/EBITDA (Egenprodusert).	234



---

<b>Tabell 11-22:</b> Verdiestimat av Grieg Seafood sin egenkapital etter EV/EBIT (Egenprodusert). .....	235
<b>Tabell 11-23:</b> Verdiestimat av Grieg Seafood sin egenkapital etter EV/ kg (Egenprodusert). .....	236
<b>Tabell 11-24:</b> Vektet gjennomsnittlig verdi av egenkapital per aksje ved komparativ verdivurdering (egenprodusert). .....	237

---

## Liste over formler

<b>Formel 5-1:</b> Fullstendig resultat (Knivsflå, 2023d).....	95
<b>Formel 5-2:</b> Beregning av driftsskattesats (Knivsflå, 2023d).....	100
<b>Formel 6-1:</b> Likviditetsgrad 1 (Knivsflå, 2023h).....	119
<b>Formel 6-2:</b> Likviditetsgrad 2 (Knivsflå, 2023h).....	120
<b>Formel 6-3:</b> Finansiell gjeldsdekningsgrad (Knivsflå, 2023h).....	122
<b>Formel 6-4:</b> Rentedekningsgrad (Knivsflå, 2023h).....	123
<b>Formel 6-5:</b> Egenkapitalprosent (Knivsflå, 2023h).....	124
<b>Formel 6-6:</b> Netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2023h).....	126
<b>Formel 7-1:</b> Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) (Kaldestad & Møller, 2016).....	133
<b>Formel 7-2:</b> Avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM) (Kaldestad & Møller, 2016).....	134
<b>Formel 7-3:</b> Beregning av egenkapitalbeta (Kaldestad & Møller, 2016).....	137
<b>Formel 7-4:</b> Betaverdi justert mot 1 (Damodaran, 2012).....	138
<b>Formel 7-5:</b> Finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2023i).....	142
<b>Formel 7-6:</b> Finansiell gjeldsbeta (Knivsflå, 2023i).....	144
<b>Formel 7-7:</b> Finansiell eiendelsbeta (Knivsflå, 2023i).....	145
<b>Formel 7-8:</b> Netto finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2023i).....	146
<b>Formel 7-9:</b> Beta til netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2023i).....	147
<b>Formel 7-10:</b> Netto driftskapitalbeta (Knivsflå, 2023i).....	147
<b>Formel 7-11:</b> Egenkapitalbeta (Knivsflå, 2023i).....	148
<b>Formel 7-12:</b> Netto driftskrav (Knivsflå, 2023i).....	149

---

<b>Formel 7-13:</b> Sysselsatt kapitalkrav (Knivsfå, 2023i).....	150
<b>Formel 8-1:</b> Generell formel for rentabilitet (Knivsfå, 2023j). ....	152
<b>Formel 8-2:</b> Formel for normalisert rentabilitet (Knivsfå, 2023j).....	152
<b>Formel 8-3:</b> Strategisk eierfordel (Knivsfå, 2023j).....	153
<b>Formel 8-4:</b> Egenkapitalrentabilitet (Knivsfå, 2023j).....	153
<b>Formel 8-5:</b> Dekomponering av strategisk fordel (Knivsfå, 2023j).....	155
<b>Formel 8-6:</b> Driftsfordel (Knivsfå, 2023k).....	156
<b>Formel 8-7:</b> Ren driftsfordel (Knivsfå, 2023k). ....	157
<b>Formel 8-8:</b> Bransjefordel (Knivsfå, 2023k).....	158
<b>Formel 8-9:</b> Ressursfordel fra drift (Knivsfå, 2023j).....	159
<b>Formel 8-10:</b> Ressursfordel drift dekomponert i marginfordel og omløpsfordel (Knivsfå, 2023j).....	161
<b>Formel 8-11:</b> Omløpsfordel (Knivsfå, 2023k). ....	163
<b>Formel 8-12:</b> Gearingfordel (Knivsfå, 2023j). ....	165
<b>Formel 8-13:</b> Finansieringsfordel (Knivsfå, 2023j). ....	166
<b>Formel 8-14:</b> Finansieringsfordel tilknyttet finansiell gjeld (Knivsfå, 2023j). ....	167
<b>Formel 9-1:</b> Direkte beregning av driftsinntektsvekst ved bruk av driftsinntekter (Knivsfå, 2023l).....	175
<b>Formel 9-2:</b> Indirekte beregning av driftsinntektsvekst ved bruk av onde (Knivsfå, 2023l). .....	177
<b>Formel 9-3:</b> Netto finanskostnad og -inntekt (Knivsfå, 2023m).....	186
<b>Formel 9-4:</b> Beregning av netto driftseiendeler ved bruk av onde (Penman, 2013). ....	194
<b>Formel 9-5:</b> Finansiell gjeldsdel (Knivsfå, 2023m). ....	195

---

<b>Formel 9-6:</b> Finansiell eiendelsdel (Knivsflå, 2023m). .....	196
<b>Formel 9-7:</b> Netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2023m).....	196
<b>Formel 9-8:</b> Minoritetsinteresser (Knivsflå, 2023m). .....	197
<b>Formel 9-9:</b> Netto minoritetsresultat (Knivsflå, 2023m). .....	198
<b>Formel 11-1:</b> Verdi av egenkapitalen etter utbyttmodellen (Knivsflå, 2023n). .....	211
<b>Formel 11-2:</b> Verdi av egenkapitalen etter fri kontantstrømmmodellen (Knivsflå, 2023n). .	212
<b>Formel 11-3:</b> Verdi av egenkapitalen etter superprofittmodellen (Knivsflå, 2023n).....	212
<b>Formel 11-4:</b> Beregning av superprofitt (Knivsflå, 2023n). .....	212
<b>Formel 11-5:</b> Verdi av egenkapitalen etter superprofittvekstmodellen (Knivsflå, 2023n).	213
<b>Formel 11-6:</b> Beregning av superprofittvekst (Knivsflå, 2023n).....	213
<b>Formel 11-7:</b> Verdi av egenkapitalen residualt ved sysselsatt kapital-metoden (Knivsflå, 2023o).....	214
<b>Formel 11-8:</b> Verdi av egenkapitalen residualt ved netto driftskapital-metoden (Knivsflå, 2023o).....	214
<b>Formel 11-9:</b> Justering av konkursrisiko på verdien til egenkapitalen (Knivsflå, 2023p)..	221
<b>Formel 11-10:</b> Sammenhengen mellom verdien av egenkapital med sammenlignbare multiplikatorer (Damodaran, 2012).....	231
<b>Formel 11-11:</b> Pris/Bok (Damodaran, 2012). .....	232
<b>Formel 11-12:</b> Pris/fortjeneste (Kaldestad & Møller, 2016).....	233
<b>Formel 11-13:</b> EV/EBITDA (Kaldestad & Møller, 2016).....	234
<b>Formel 11-14:</b> EV/EBIT (Kaldestad & Møller, 2016).....	235
<b>Formel 11-15:</b> EV/kg.....	236