

Verdsettelse av Grieg Seafood ASA



AF3015 - Semesteroppgave i finansiell styring

Sebastian Stixrud
Kristian Harald Strømnes
Pia Naalsund

FORORD

Denne utredningen er en semesteroppgave i finansiell styring på bachelorstudiet økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Oppgaven omhandler verdsettelse av Grieg Seafood ASA. Hensikten er å bruke kunnskap vi har fått ved fordypningsretning finansiell styring på bachelorstudiet økonomi og administrasjon. Innholdet i denne oppgaven står på forfatterens regning.

Vi har valgt å se nærmere på laksenæringen og da spesielt Grieg Seafood ASA fordi dette er en internasjonal bransje hvor flere norske aktører dominerer. Vi ble derfor interessert i å se nærmere på Grieg Seafood ASA, et selskap som har hatt en markant vekst de siste 4 årene, for å forstå bedre hvordan makroøkonomiske og interne faktorer påvirker aksjeverdien til selskapet.

Vi vil takke vår veileder Are Oust for hjelpelige tilbakemeldinger i forbindelse med oppgaven.

SAMMENDRAG

Denne semesteroppgaven omhandler fundamental og markedsbasert verdsettelse av Grieg Seafood ASA basert på en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Den fundamentale verdsettelsen er basert på analyse og prognoser av kontantstrømmer og markedsbasert verdsettelse ved bruk av multipler.

Som grunnlag for verdsettelsen har vi utført strategiske analyser som PESTEL, Porters bransjeanalyse og VRIO, for å definere hvor selskapet befinner seg i markedet. Videre bruker vi regnskapsanalysen til å sammenlikne bedriftens lønnsomhet, soliditet, finansiering og likviditet med konkurrentene i sektoren. På bakgrunn av disse lager vi oss prognoser for fremtidige kontantstrømmer og estimerer bedriftens risiko og vekstpotensiale noe som gir oss en aksjepris på 123 kr. Dette venter vi sammen med en multippelanalyse der vi benytter oss av multiplene P/E, EV/EBIT og EV/kg der vi ender opp med en aksjekurs på 116,9 kr.

Til slutt kommenterer vi variablene våre i en sensitivitetsanalyse. Vår utregnede sluttkurs er 119,5 kr og er et gjennomsnitt av resultater fra markedsbasert og fundamental verdsettelse. Dette gir en totalverdi på selskapet på 13 343 609 000 kr. Gjennom våre analyser tilsier dette at aksjen er underpriset noe som leder oss til en kjøpsanbefaling av aksjen.

SUMMARY IN ENGLISH

This paper analyses the company Grieg Seafood ASA with fundamental- and market-based valuation through strategic- and accounting analysis. The fundamental valuation is based on analysis and prognosis of cash flows whereas the market-based valuation is based on valuation multiples.

Through our strategic analysis we have used models such as PESTEL, Porters five forces and VRIO to define the company's place in the market. In addition, we use the accounting analysis to compare Grieg Seafood's financial statements against other companies in the same sector. We compare Grieg Seafood through four variables, namely if they are profitable, if they are solid, if their financing looks good and how liquid the companies are. Based on these variables we estimate future cash flows, the company's growth potential and risk the company has, and is taking compared to the rest of the sector. This gives us a stock price of 123 kroners, which we compare with the stock price we get from our multiple analysis which is 116,9 kr.

In conclusion we comment our variables through a sensitivity analysis. The stock price we arrive at for the company is 119,5 which is an average of the fundamental- and multiple analysis. This gives the company a total value of 13 343 609 000 NOK. Through our analysis this leads us to believe that the stock is still underpriced, and we would recommend buying the stock despite the upturn the salmon-prices have had the last years.

INNHOLDSFORTEGNELSE

1 Innledning	1
2 Selskaps- og bransjebeskrivelse	3
3 Strategisk analyse	5
3.1 PESTEL-analyse	5
3.2 Porters bransjeanalyse	8
3.3 VRIO/SVIMA	11
3.4 SWOT-analyse og oppsummering	15
4 Regnskapsanalyse	17
4.1 Regnskapsanalyse	17
4.2 Sammenligning av selskaper	24
5 Prognose av fremtidige kontantstrømmer	31
6 Avkastningskrav	35
6.1 CAPM	35
7 Fundamental verdsettelse	38
7.1 Fri kontantstrøm	38
7.2 Nåverdi	39
7.3 Verdsettelse	39
8 Markedsbasert verdsettelse	40
8.1 Sammenlignbare selskaper	40
8.2 P/E	40
8.3 EV/EBIT	41
8.4 EV/kg	42
8.5 Oppsummering markedsbasert verdsettelse	43
9 Sensitivitetsanalyse og diskusjon	45

10 Konklusjon	46
10.1 Svar på problemstilling	46
10.2 Svakheter ved oppgaven	46
11 Litteraturliste	47
12 Vedlegg	51

1 INNLEDNING

Denne utredningen omhandler verdsettelse av Grieg Seafood ASA. Laksesektoren har de siste årene hatt en markant økning i omsetning og eksport (Norsk Sjømatråd, 2019) noe som gjør det interessant å identifisere dets framtidig potensiale. Grieg Seafood ASA fokuserer utelukkende på laks og er dermed en god representant for utviklingen i næringen. Selskapet er interessant analyseobjekt da det er en av de største produsentene av laks i verden (Nodland, 2016). En verdsettelse av selskapet kan gi verdifulle opplysninger om tilstanden i markedet for øvrig og hvilke prospekter som foreligger for fremtiden. Selskapet ser på seg selv som en pådriver for en bærekraftig utvikling ved hjelp av teknologiske fremskritt og digitalisering (Grieg Seafood, 2018 - Bærekraftsrapport). Det fremtidsrettede fokuset gir pekepinner for hvordan bransjen kommer til å utvikle seg. I sammenheng med den økonomiske utviklingen i dagens marked er det spesielt interessant å finne data om markedssituasjonen, og vi bruker Grieg Seafood som en indikator for dette.

Sjømatnæringen er en av Norges største eksportnæringer og har en stor betydning for Norge som nasjon (Norsk Sjømatråd, 2019). Grieg Seafood har plassert sine anlegg i Rogaland og Finnmark, som er områder med liten befolkningsutvikling og med liten grad av urbanisering. Ved å tilføre mindre tettsteder tilgang til flere arbeidsplasser oppfyller Grieg Seafood sitt samfunnsmessige ansvar, noe som kan skape positive ringvirkninger for lokalsamfunnet rundt.

På bakgrunn av dette har vi valgt problemstillingen: Hva er markedsverdien til Grieg Seafood pr. 31.12.2018?

For å denne problemstillingen har vi tatt utgangspunkt i Grieg Seafoods årsrapporter fra 2013 til 2017, samt kvartalsrapport Q4 for 2018. Markedsbaserte data som aksjekurser og laksepriser fra samme tidsperiode vil bli tatt med. Her vil dataene fra Fishpool og E24 Børs bli benyttet. Disse gir markedsdata samt tilgang til nøkkeltall, andre analyser og publikasjoner knyttet til Grieg Seafood og næringen som er aktuelle for denne oppgaven. Av hensyn på tilgjengelig data og tid er det gjort et utvalg av hvilke metoder og analyser som er brukt.

Kapittel 2 tar for seg en selskaps- og bransjebeskrivelse for å belyse markedet og Grieg Seafood. Her vil fakta, verdier og mål hos selskapet bli presentert og sett i lys av laksenæringen i Norge i dag.

I kapittel 3 gjennomføres det en strategisk analyse av Grieg Seafood. I kapittel 3.1 og 3.2 blir eksterne analyser som PESTEL og Porters bransjeanalyse gjennomført. Det vil også bli gjort interne analyser i kapittel 3.3 og 3.4 der VRIO/SVIMA samt SWOT-analyse gjennomføres for å kartlegge de ressursene selskapet har og belyse om selskapet har et varig konkurransefortrinn.

I kapittel 4 vil en regnskapsanalyse bli gjennomført for å belyse den økonomiske utviklingen til selskapet ved bruk av historiske regnskapstall. Vi beregner nøkkeltall i kapittel 4.1. Dette blir satt i lys av konkurrerende bedrifters tall i kapittel 4.2 der nøkkeltallene blir brukt som et sammenligningsgrunnlag for å etablere selskapets tilstand i forhold til markedet.

Kapittel 5 blir i bakgrunn av kapittel 3 og 4 beregnet en prognose av fremtidige kontantstrømmer. Dette blir gjort med en DCF- analyse der målet er å finne en fremtidig aksjekurs. WACC er også inkludert i kapittel 6 for å beregne et avkastningskrav for selskapet som legger grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen. Kapittel 7 gjennomfører en fundamental verdsettelse av Grieg Seafood på bakgrunn av regnskapet, prognosen av kontantstrømmer og avkastningskravet. Det vil i tillegg bli gjort en markedsbasert verdsettelse i kapittel 8 der beregning av multipler blir brukt som metode for å beregne aksjekurs basert på markedsdata.

I kapittel 9 blir det til slutt gjort en sensitivitetsanalyse der beregnede avkastningskrav og terminalverdi blir brukt som variabler for å etablere hvor mye fremtidig aksjekurs kan endre seg ved justeringer av disse verdiene.

Til slutt konkluderer vi i kapittel 10. Her vil samtlige analyser bli brukt som en helhetlig konklusjon på verdsettelsen av Grieg Seafood etterfulgt av en påpeking av svakheter ved oppgaven.

2 SELSKAPS- OG BRANSJEBESKRIVELSE

Grieg Seafood er et Norsk oppdrettsselskap med fokus på oppdrett av lakseprodukter til forskjellig formål med hovedkvarter lokalisert i Bergen. Fra det ble grunnlagt i 1992 har Grieg Seafood posisjonert seg til å bli en ledende aktør for lakseproduksjon. De har oppdrettsanlegg i Rogaland og Finnmark i Norge, Shetland i Skottland, og Vancouver Island og Sunshine Coast i Canada. Da oppdrettsanleggene ligger spredt har Grieg Seafood skaffet seg markedsandeler over hele verden. Deres visjon om å være åpne, ambisiøse og omsorgsfulle skal bidra til å øke tilstedeværelsen i samfunnet ved å bringe ny kunnskap til bransjen gjennom en økende bærekraftig produksjon. Deres hovedstrategi er økt digitalisering av produksjonen for lettere å kunne overvåke og produsere laks på en trygg og effektiv måte (Grieg Seafood, 2019).

Grieg Seafood tilbyr laks til varierte formål for å dekke hele verdikjeden innen fiskeproduksjon. Hovedområdene er settefisk, matfisk, stamfisk og prosessering. Settefiskproduksjon innebærer klekking av rogn der yngel av laks blir preparert til å bli forflyttet til andre lokasjoner for å vokse opp. Selskapet spesialiserer seg på produksjon av smolt som er fisk som naturlig kun overlever i ferskvann, men kan nå overleve i saltvann. Dette er resultat av at myndighetene ikke tillater klekking i sjøvann. Alle anleggene har dette som en del av sin produksjonsportefølje og dermed selvforsynt (Grieg Seafood, 2019).

Matfisk er fisk som blir produsert for konsum. Disse fiskene har ideelle vekstvilkår og Grieg Seafood legger vekt på at foret og habitatet skal være så naturlig for fisken som mulig. I tillegg er fiskene nøye overvåket og kontrollert av fiskehelsepersonell for å sikre høy kvalitet på laksen som blir sendt ut til forbrukere og næringslivet.

Stamfisk er fisken som brukes til å plante rognen og som basis for bestanden i oppdrettsanleggene. Disse er nøye utvalgt for sikre at rognen er av en kvalitet som skaper det beste utgangspunktet for sunne fisker som har få genetiske abnomaliteter som kan påvirke levedyktigheten og kvaliteten på hver fisk. Grieg Seafood har også en rekke prosesseringsanlegg der foredlingen av laksen foregår. Dette er anlegg der fisken blir slaktet og bearbeidet til ulike produkter som distribueres videre til tredjeparter (Vøllestad, 2018).

Produksjonen i Norge står for den største andelen av laks som Grieg Seafood produserer. I 2016 produserte anleggene 40471 tonn laks (22104 tonn i Finnmark og 18367 tonn i Rogaland). I Skottland produserte de 13541 tonn og 10715 tonn i Canada.

Omsetningen til Grieg Seafood har hatt en markant økning de siste årene grunnet lav kronekurs og stor etterspørsel etter laks og dermed økt laksepris. Dette indikeres av en økning i aksjeprisen på 65.98% (E24 Børs, 2019) det siste året til, tross for nokså jevn mengde slaktet laks pr. år.

I dag eksporterer Grieg Seafood til hele verden, men de største markedene er EU (med Storbritannia), Nord-Amerika og Asia. Hovedfokuset er i dag Europa og Nord-Amerika da etterspørselen er størst hos disse. Omsetningen for 2018 var på 2.32 milliarder kroner som er en oppgang på 1.14% fra 2017.

Grieg Seafood er pr 2016 den fjerde største produsenten av laks i Norge bak MOWI (tidligere Marine Harvest), SalMar og Lerøy (Nodland, 2016). De er også den syvende største produsenten i verden målt i produsert laks. Det som skiller Grieg fra de andre er fokuset på teknologi og bærekraftig produksjon. I tillegg har Grieg også ekspandert til andre land som Skottland og Canada for å komme nærmere markeder med stor etterspørsel etter fersk laks (Grieg Seafood, 2019).

3 STRATEGISK ANALYSE

I dette kapittelet vil vi gjennomføre strategiske analyser for å kartlegge interne og makroøkonomiske forhold som kan påvirke Grieg Seafood. For å forstå de makroøkonomiske faktorene som påvirker selskapet vil vi gjennomføre en PESTEL-analyse. Porters bransjeanalyse vil bli brukt for å analysere attraktiviteten til selskapet. Det vil også bli gjort to interne analyser i form av VRIO/SVIMA og SWOT for å belyse selskapets interne styrker og svakheter.

3.1 PESTEL-ANALYSE - DEKOMPONERING AV BRANSJEFORHOLD

PESTEL-analysen gjennomføres med bakgrunn i informasjon fra selskapets nettsider, årsrapportene til selskapet og publikasjoner knyttet til laksenæringen. Analysen baserer seg på selskapets virksomhet i Norge da det er her selskapets tilstedeværelse er størst. En PESTEL-analyse beskriver situasjonen virksomheten befinner seg i ved å kombinere strategiske mål sammen med de allerede etablerte lovene og reglene som er gjeldende for laksesektoren. Her blir det sett på hvilken grad denne bransjen blir brukt i politisk sammenheng, miljøhensyn, økonomiske forhold, hvilken påvirkning det har for sosiokulturelle forhold, teknologiske fremskritt og legale forhold som eksisterer i dag.

3.1.1 POLITIKK

Ved siden av oljevirksomheten er fiskeoppdrett den største eksportnæringen til Norge, og laks har den største eksportverdien innen sjømat da 68.5% av omsetning i sjømateksporten i 2018 kommer fra laks. Laks er dermed den største bidragsyteren til at norsk sjømat i 2018 eksporterte for 99 milliarder kroner (Norsk Sjømatråd, 2019). Kombinasjon av høy etterspørsel, høy laksepris og lav kronekurs har vært sterke bidragsytere til dette. Norge har sterke tradisjoner i forbindelse med sjømat og fiske, lenge før oljen kom. Det har gjort at vi har en kompetanse som er foran andre nasjoner og dermed utviklet fiskeprodukter av høyeste kvalitet (Laks er viktig for Norge, 2019). Laks blir også brukt som et virkemiddel ved knytting av internasjonale politiske relasjoner, for eksempel med Kina.

3.1.2 MILJØ

Grieg Seafood fokuserer på bærekraftig produksjon. Hovedfokuset er gjenvinning av ferskvann i anleggene. Pr. i dag er det ikke lov å oppdrive fisk i havet. Derfor har Grieg Seafood utviklet et smoltanlegg som trenger kun 0.1-1% ferskvann i motsetning til tradisjonelle gjennomstrømningsanlegg på land. Ferskvannet blir kontinuerlig gjenvunnet og minsker behov for tilførsel av nytt vann. Gjenvinningen gir minimalt varmetap og mindre strømforbruk. Dette fører til økonomisk fordel ved kontinuerlig drift uansett årstid og det muliggjør maksimal produksjon til enhver tid. Med disse anleggene kan de også bevare yngelen lengre i basseng før de blir satt ut i havet. Yngelen bruker dermed kortere tid i sjøen før slakting. Disse faktorene gir en miljømessig fordel ved minimal ressursbruk.

Norge er også et naturlig habitat for laksen. Det gjør at laksen vokser opp i optimale vekstforhold og i et naturlig miljø. Dette er til fordel for Grieg Seafood som har flesteparten av sine oppdrettsanlegg her i Norge (Grieg Seafood, 2019).

3.1.3 SOSIOKULTURELLE FAKTORER

Som tidligere diskutert har Norge gamle og kulturelle tradisjoner knyttet til fisk og sjømat. Dette ser vi langs hele kysten hvor lokalsamfunn er dannet rundt fiskeindustri. Det kan ha gjort Norge til en fremtredende nasjon innenfor denne bransjen. Laks spesielt har kommet frem som den mest etterspurte arten på grunn av dens næringsmessige egenskaper og kilde til Omega 3. Hver dag spises det 14 millioner måltider bestående av laks i hele verden og det er beregnet enda høyere etterspørsel i årene fremover (Norsk Sjømatråd, 2019). Mennesker ønsker å spise sunt og dette gir oppdrettere mulighet til å betjene en økende etterspørsel av laks. Dette setter oppdrettsselskapene i en gunstig posisjon for fremtiden og bidrar til en utvikling av spisskompetanse og teknologiske fremskritt for å sikre bærekraftig produksjon og et tilstrekkelig tilbud.

Grieg Seafood har i tillegg bidratt til lokalsamfunnet der de har anlegg ved jobbmuligheter og tilflytting. I Norge er Grieg Seafood anlegg på Sør-Vestlandet og helt nord i Finnmark. Dette har bidratt til å sikre jobber, verdiskaping og å holde liv i lokalsamfunnene.

3.1.4 TEKNOLOGI

Grieg Seafood satser tungt på teknologi i oppdrettsvirksomheten. Dette er for å sikre kvalitet på råvaren, høyere produksjonsnivå og kvalitet på det ferdige produktet. Grieg Seafood har

utviklet smoltanlegg som bruker 0.1-1% ferskvann som i tillegg er resirkulert for å redusere strømforbruk og tilførsel av ferskvann. I tillegg er det høyt fokus på digitalisering av driften. Her er det snakk om bruk av sensorer og overvåkningskameraer for å forsikre gode levekår for laksen og redusere dødeligheten blant bestanden. Lakselus er den største utfordringen da den oppstår naturlig på laksen og er svært skadelig for laksen. Grunnet høy tetthet av fisk på et begrenset område er også smittefaren av lus høy. Konstant overvåking og prøvetaking av vann og laks blir gjort for å kontrollere og sikre levestandarden til fisken. Ny teknologi som kunstig intelligens og “big data” kan bidra til kontinuerlig kontroll og økt levestandard for laksen. Disse investeringene kan på sikt øke profitten og produksjon av laks.

Selskapet fokuserer også på andre teknologiske fremskritt som for eksempel bruken av naturlige midler i medisinerer av laksen og i fóret. Reduksjon av kunstige kjemikalier mot blant annet lakselus bidrar til renere laks og økt kvalitet på fiskekjøttet. Mindre påvirkning på den naturlige utviklingen til fisken fører til at næringsstoffene i fiskekjøttet konserveres (Grieg Seafood, 2019) .

3.1.5 ØKONOMI

Økonomi er en sentral del laksenæringen. Lakseprisene har økt med 124.5% fra 26.58kr/kilo i 2012 til 59.67 kr/kilo pr. uke 9 i 2019 (Fishpool, 2019). I kombinasjon med svak krone har det gitt en formidabel utvikling i inntjeningen hos lakseselskapene. Grieg Seafood tar nytte av dette, noe som gjenspeiles i aksjekursen. Fra 2. jan 2012 til 8. mar 2019 har kursen økt fra 4,76kr til 118 kr/aksjen, noe som er en økning på 2378% (E24 Børs, 2019). Til tross for et stabilt slaktevolum viser kombinasjonen av svak krone og høy laksepris til en meget høy avkastning for bedriften. I tillegg har Norge hatt en økonomi med både stabil inflasjon og lav arbeidsledighet. Dette har bidratt til et større fokus på investeringer og kostnadsreduksjoner.

3.1.6 LOVMESSIGE FORHOLD

Lakseoppdrett i Norge reguleres av Akvakulturloven. Målet med disse lovene er å sikre at etablering, drift og avvikling skjer under miljømessige forsvarlige forhold.

Det inngår en omfattende søknadsprosess før man får løyver og godkjenninger om etablering langs den norske kysten, og det er kun et begrenset antall tillatelser eller konsesjoner som kan deles ut langs kysten. Dette er blant annet for å sikre at markedet ikke blir overmettet av for mange aktører som kan skape ubalanse i tilbud og etterspørsel. Akvakulturloven §5 viser til

at et selskap kan søke om tillatelse til oppdrett av spesifikke arter i et bestemt omfang på en bestemt lokasjon. Dette må gjengis i vedtakene til selskapet. Tilegnelsen av rettigheter til oppdrett skjer i to trinn; Først er det Fiskeridirektoratet som tar stilling til hvilke søkere som er klarert til å få tillatelse og deretter fylkeskommunen som avgjør om det gis endelig tillatelse for lokasjon. Det gis opptil 4 lokasjoner pr. tillatelse. Det er i tillegg en begrensning på hvor mye fisk kan produseres på hver tillatelse. Dette kalles maksimal tillatt biomasse (MTB). Denne fungerer på to plan; Hvor mye fisk hele selskapet kan ha stående i merdene og i bassengene totalt, men også begrensning på hver lokasjon. Dette er for å hindre høy dødelighet og spredning av sykdommer i fiskepopulasjonen (Vetrinærinstituttet, 2019).

For å bestemme MTB må det sees på hvilke arter som skal oppdrives og lokalitetens bæreevne, men også antall konsesjoner hvert selskap har fått tildelt. Normal størrelse på MTB ved hver lokasjon er 750 tonn, mens det i Troms og Finnmark er 945 tonn. Det gis også oppdrettstillatelse, tillatelse til bruk av merder til forskning og undervisning samt merder til stamfisk. Disse kommer i tillegg til de vanlige konsesjonene.

Det slås hardt ned på tilfeller av rømt fisk. Selskaper kan bli anmeldt og bøtelagt dersom det forekommer rømninger ved anlegg. Dersom fisk rømmer utgjør det en risiko for at syke fisker kan skape økologisk ubalanse og sykdom i området. Årsaken er at fisken som blir oppdrettet i fangenskap ikke har egenskaper til å leve i fritt i naturen. Fiskene har en bakteriekultur som gjør dem svakere og dårlig skodd for å kunne leve utenfor merdene. I tillegg kan sykdom spres til villfiskene og det er stor fare for skade på økosystemet. Derfor skal reguleringer som NYTEK-forskriften forebygge rømninger ved norske oppdrettsanlegg (Fiskeridirektoratet, 2019).

3.2 PORTERS BRANSJEANALYSE

Porters bransjeanalyse, eller Porters femkraftsmodell, er en viktig modell brukt til å analysere attraktiviteten til en bransje og bedrifters konkurranseposisjon og forhandlingsmakt.

Modellen tar for seg trussel om nyetableringer, trussel fra substitusjonsprodukter, kunders forhandlingskraft, leverandørers forhandlingskraft og rivalisering blant dagens konkurrenter.

3.2.1 TRUSSEL OM NYETABLERINGER

Hvor omfattende trusselen fra nye aktører avhenger av hvor lett det er å etablere seg i bransjen eller å trekke seg tilbake. Trusselen er stor når etableringen ikke er svært kapitalkrevende, når kundene lett kan bytte fra leverandør til leverandør, når stordriftsfordelene ikke er utnyttet og når teknologiske løsninger er lett tilgjengelige (Sander, K., 2019). I bransjer som fiskeribransjen der stort utstyr og maskineri, leie av godkjent havområde og som i stor grad baserer sin drift på eksport, vil etableringskostnadene følgelig være store. Det er også et begrenset antall løyver langs kysten i Norge.

Grieg Seafoods kunder består av dagligvarekjeder, hoteller, restauranter, tredjeparts forhandlere og distributører over hele verden og fokuserer på langsiktige kontrakter og avtaler som sikrer et mer stabilt og sikkert leverandør-kunde-forhold (Kristiansen, A., 2011). Grieg Seafood er en av de ledende aktørene innen lakseoppdrett og har som sagt gode kunderelasjoner og langsiktige kontrakter med sine partnere. Til tross for dette har de ikke mulighet til å utnytte stordriftsfordeler på grunn av uavhengige lokasjoner for sine anlegg. Selskapet har også opparbeidet seg et sterkt merkevarenavn og kundelojalitet, samt bruker de egen teknologi utviklet spesielt for deres produksjonsanlegg, noe som gjør kostnadene lavere for selskapet. Dette er faktorer som gjør det vanskeligere for nye aktører å etablere seg i laksemarkedet.

3.2.2 TRUSSEL OM SUBSTITUSJON

En substitutt betyr erstatning eller stedfortreder og blir i denne sammenhengen brukt om kundenes evne til å finne andre produkter som vil tilfredsstille deres behov. Dersom substitusjon er lett tilgjengelig og substitutten er levedyktig, svekker det bedriftens maktposisjon. Substitutter for Grieg Seafoods produkter kan være av ulike typer matkategorier, men få av disse vil være klare substitutter. Den klareste substitutten til rød fisk, altså laks, vil være hvit fisk og deretter andre sjømatprodukter. Fisk går under kategorien matprodukter, og kan følgelig erstattes med andre typer mat, for eksempel kjøtt eller fjærkre. Dersom markedsprisen på rød fisk øker vil etterspørselen etter hvitfisk eller andre matprodukter øke, og etterspørselen etter rød fisk reduseres. En realitet er at markedsprisen på laks falt med 32% fra utgangen av 2016 til utgangen av 2017 ifølge Fish Pool ASA, noe som kan være et tegn på lavere etterspørsel eller en faktor som kan drive etterspørselen opp.

Griegs pris vil likevel avvike fra referansepris på kvalitet, avtaler osv. (Grieg Seafood, 2018, Del 2) Fisk vil dessuten være et konkurransedyktig produkt på grunn av økende fokus på sunt kosthold og helsefordeler, og derfor vil trusselen fra substitutter i liten grad være til stede.

3.2.3 KUNDERS MAKTPOSISJON

Kundenes forhandlingsstyrke handler om hvor enkelt det er for kundene å drive prisen ned. Faktorer som kan påvirke kundenes forhandlingsstyrke er antall kjøpere, hvor lojale kunder er for bedriftene og kundens kostnad ved å bytte fra en leverandør til en annen. Grieg Seafood er en internasjonal forhandler med et stort spekter av kunder verden over, spesielt i resten av Europa og i USA. Selskapet selger sine lakseprodukter til dagligvarekjeder, hoteller, restauranter, tredjeparts forhandlere og distributører over hele verden, og Grieg Seafood sine mål er å selge produktene sine til markedspris eller mer (Grieg Seafood, 2018, Del 2). Selskapet inngår også salgskontrakter for å begrense eksponering mot fluktusjon i markedsprisen på laks (Grieg Seafood, 2018, Del 2). Kundene er altså varierte og mange og vil derfor ikke ha stor makt ved prisforhandling.

3.2.4 LEVERANDØRENE'S MAKTPOSISJON

Konkurrerende bedrifter kan ha stor innvirkning på markedssituasjonen. Dersom en konkurrent justerer priser eller kvalitet på sine produkter vil dette direkte påvirke Grieg Seafood. I laksebransjen er det konstant høyt trusselnivå fordi bransjen domineres av et fåtall selskaper. Selskaper som Salmar, Lerøy Seafood Group, MOWI og Norwegian Royal Salmon er konkurransedyktige selskaper med sammenlignbare produkter og vil alle påvirke hverandre i stor og liten grad dersom pris og/eller kvalitet justeres. For eksempel vil etterspørselen etter Grieg SFs produkter øke dersom prisen justeres ned og kvaliteten forblir det samme. Følgende vil da etterspørselen etter andre selskaper produkter falle, og omvendt. Laksemarkedet er altså et marked bestående av sterke konkurrenter og seg imellom vil det være vanskelig for forhandlinger.

3.2.5 RIVALISERINGEN BLANT DAGENS KONKURRENTER

Antall selskaper og deres konkurransevne og levedyktighet er avgjørende for konkurransesituasjonen i markedet. Selskaper som Salmar, Lerøy Seafood Group, MOWI og Norwegian Royal Salmon leverer lakseprodukter og er alle sterke konkurrenter med

konkurransedyktige og attraktive produkter. Det vil si at konkurrentene både er tilstede og levedyktig, og Grieg Seafood må se på andre punkter som kan styrke deres maktposisjon i markedet. I årsrapporten for 2017 skriver Grieg: “Vi har tatt i bruk sensorteknologi som i kombinasjon med kunstig intelligens legger til rette for bedre og mer bærekraftige operasjonelle og strategiske beslutninger, trykker våre ansatte og framskynder forbedringer i driften.” (Grieg Seafood, 2018, Del 1). Dette er et eksempel som belyser et sterkt konkurransefortrinn på grunn av det stadig økende fokuset på bærekraftig mat og produksjon.

3.3 INTERN ANALYSE VED VRIO/SVIMA

VRIO-modellen, eller SVIMA på norsk, brukes til å kartlegge selskapets interne ressurser og vurdere om disse gir grunnlag for varig strategisk konkurransefortrinn basert på selskapets ressurser, kapabiliteter og aktiviteter (Sander, K. 2017). VRIO er en forkortelse for “valuable”, “rare”, “imitable” og “organized”. Vi har valgt å bruke den norske versjonen av modellen. SVIMA som står for “sjelden”, “viktig”, “ikke-imiterbar”, “mobilisert” og “appropriert”. Dette er altså faktorer som må være tilstede for å gi grunnlag for varig strategisk konkurransefortrinn. Vi vil se på tre punkter i vår analyse; Råvaren laks, forbedringsprogrammet Grieg Seafood 2020 og deres digitaliseringsstrategi GSF Precision farming.

Teknologien som Grieg Seafood bruker er egenutviklet til å passe deres behov og for å sikre bærekraftig matproduksjon og er en del av forbedringsprogrammet Grieg Seafood 2020. Selskapets mål er å være den som leder an i anvendelsen av ny teknologi i næringen innen 2020 (Grieg Seafood, 2018, Del 1). De tar i dette forbedringsprogrammet i bruk sensorteknologi som i kombinasjon med kunstig intelligens legger til rette for bedre og mer bærekraftige operasjonelle og strategiske beslutninger, trykker deres ansatte og framskynder forbedringer i driften.

Gjennom deres digitaliseringsstrategi kalt “GSF Precision Farming”, ønsker Grieg å ta lederrollen når det kommer til å utnytte ny teknologi og data for å kunne ta bedre og flere bærekraftige beslutninger og som skal bidra til en bredere forståelse av havet som produksjonsområde (Grieg Seafood, 2018, Bærekraftsrapport). De tror på en informasjonsrevolusjon som vil endre felles forståelse av havet og livet under vann, og

selskapet vil ta en ledende posisjon i utarbeidelse av nye data, analyser og teknologi som bidrar til dette (Grieg Seafood, 2018, Bærekraftsrapport).

3.3.1 SJELDEN

Om bedriftens ressurser er sjeldne eller ikke går ut på om det er enkelt for konkurrenter å få tak i dem og om de er lett tilgjengelige i markedet. Teknologien som er utviklet i forbindelse med Grieg Seafood 2020 kan anses som sjelden, men vil nødvendigvis ikke gi konkurransefortrinn da andre selskaper ikke ville hatt godt av teknologi spesialtilpasset Grieg Seafood. Det er heller ikke gitt at andre selskaper ikke kan utvikle lignende teknologi og sensorer tilpasset sin egen drift.

Selve råvaren, laksen, kan man ikke kalle sjelden, da flere andre store selskaper driver lignende produksjon med laks i hovedfokus. Derimot har selskapet unike produkter i sin portefølje, som for eksempel verdens nordligste oppdrettslaks, som gjør akkurat dette produktet unikt og mer sjeldent enn andre.

3.3.2 VIKTIG

Viktighet går ut på i hvor stor grad selskapets ressurser har verdi og hvorvidt de er viktige for kundenes betalingsvillighet (Sander, K 2017). Den viktigste ressursen for Grieg Seafood og for deres kunder er råvaren, altså laksen. Uten denne råvaren hadde ikke Grieg vært det selskapet det er, da de fokuserer utelukkende på lakseprodukter. Fisken som produseres i Finnmark for eksempel, er helt unikt produkt og markedsføres som “den nordligste oppdrettslaksen i verden”. I tillegg jobber de hardt for å holde nivåene av lakselus lave. Dette bidrar til mindre sykdom hos fisken og dermed til et mer kvalitetspreget produkt. De vil også øke gjennomsnittsstørrelsen på smolt som settes ut i sjøen for å øke gjennomsnittlig slaktevekt (Grieg Seafood, 2018, Del 1). Dette vil naturligvis også øke inntektene til Grieg Seafood, og øke selskapets lønnsomhet, som måles av EBIT per kilo sløyd hel fisk.

Grieg Seafood er blant de ledende oppdrettere av atlantisk laks i verden og har etter 25 år på markedet opparbeidet seg en sterk og lojal kundebase som er kjent med produktene og villig til å betale for god kvalitet, selv om prisen noen ganger skulle havne litt over markedspris. De har verdifulle immaterielle eiendeler i form av en sterk merkevare, og dermed goodwill, i

tillegg til lojale kunder. I tillegg har Grieg utviklet egen teknologi i forbindelse med forbedringsprogrammet Grieg Seafood 2020 og er opptatt av innovasjon og nye funn (Kristiansen, A. 2011). De har store oppdretts- og prosessanlegg med stor grad av automatisering som gjør produksjonen mindre ressurskrevende, rask og kostnadseffektiv. Samlet fører dette til høy opplevd verdi hos kundene.

3.3.3 IKKE-IMITERBAR

Om ressurser er imiterbare eller ikke handler om i hvilken grad konkurrenter har mulighet til å skaffe identiske ressurser eller hvor enkelt de kan kopieres eller erstattes. Siden forbedringsprogrammet som Grieg Seafood opererer tar for seg selvutviklet teknologi som er tilpasset deres behov, kan den være vanskelig å kopiere for nyetablerte bedrifter. Det vil i så fall være svært kapitalkrevende. På den andre siden vil konkurrentene nyte godt av annen teknologi tilpasset sin egen bedrift, ikke nødvendigvis ren kopi av Griegs systemer. Det er som nevnt i 3.3.1 ikke gitt at konkurrenter ikke kan utvikle lignende teknologi tilpasset sin drift som tilsvarer Griegs. Råvaren, laks, er tilgjengelig for alle med rette løyver og utstyr, men når det er snakk om kvalitet og variasjon i produkter vil det være vanskelig å kopiere. Laks kan derimot erstattes av hvitfisk eller annen sjømat.

3.3.4 MOBILISERT

En mobilisert ressurs er en ressurs som er forvaltet og som er verdiskapende. For at en ressurs skal være mobilisert må den være tilgjengelig og mulig å ta i bruk. Det handler også om selskapets evne til verdiskapning. Forbedringsprogrammet Grieg Seafood 2020 er i høyeste grad iverksatt og sensorteknologien som er egenutviklet er naturligvis tilgjengelig og allerede tatt i bruk. Den er også verdiskapende, kostnadseffektiv og ressurs sparende. Selskapets digitaliseringsstrategi GSF Precision Farming er derimot en ikke mobilisert framtidsvisjon med mål om å utnytte ny teknologi og data for å kunne ta bedre og flere bærekraftige beslutninger og som skal bidra til en bredere forståelse av havet som produksjonsområde (Grieg Seafood, 2018, Bærekraftsrapport). Det er derimot ikke tvil om hvorvidt råvaren, som er laks, er mobilisert. Laksen er tilgjengelig, blir tatt i bruk og skaper verdi for selskapet og er i all hovedsak deres kostnadsdriver.

3.3.5 APPROPRIERBAR

Om en ressurs er approprierbar eller ikke handler om den økonomiske verdien skapt av ressursen og om den er til fordel for bedriften. Lakseproduktene er selskapets kostnadsdriver og skaper selvsagt økonomisk fordel for bedriften. Forbedringsprogrammet Grieg Seafood 2020s hensikt er å bruke egenutviklet sensorteknologi i kombinasjon med kunstig intelligens for å legge til rette for bedre og mer bærekraftige operasjonelle og strategiske beslutninger, trygge sine ansatte og framskynde forbedringer i driften (Grieg Seafood, 2018, Del 1). Dette fører altså til mindre ressursbruk og kostnadseffektivitet, og skaper derimot økonomisk verdi. Da denne sensorteknologien og forbedringsprogrammet i seg selv er selvutviklet skaper det verdi for Grieg Seafood og ikke deres konkurrenter. Det er derimot mulig for konkurrenter, som kjenner sine egne behov, å utvikle lignende teknologi til fordel for seg selv.

Digitaliseringsstrategien GSF Precision Farming har også som mål at selskapet skal ta en ledende posisjon i utarbeidelse av nye data, analyser og teknologi som bidrar til en bredere forståelse av havet som produksjonsområde. Lykkes de med dette har de skapt fordel for seg selv.

3.3.6 VRIO/SVIMA OPPSUMMERT

Sammenlagt ser vi at laksen er en verdifull ressurs for Grieg Seafood, men er slett ikke hverken sjelden eller ikke-imiterbar. Den er derimot både mobilisert og approprierbar. Det samme gjelder forbedringsprogrammet Grieg Seafood 2020, inkludert selskapets selvutviklede sensorteknologi. Selskapets digitaliseringsstrategi GSF Precision Farming er derimot bare approprierbar.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliser t	Approprierba r	Utfall
Råvaren Laks	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurransemessi g paritet
Grieg Seafood 2020	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurransemessi g paritet
GSF Precision Farming	Nei	Nei	Nei	Nei	Ja	Potensielt fortrinn

Tabell 3.1: VRIO-analyse

VRIO/SVIMA-analysen viser at Grieg Seafood oppnår konkurransemessig paritet ved råvaren og forbedringsprogrammet Grieg Seafood 2020 og et potensielt fortrinn ved sin digitaliseringsstrategi på et framtidig tidspunkt.

3.4 OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE VED SWOT

En annen måte å avdekke selskapets interne styrker og svakheter er ved bruk av SWOT-modellen og dette er også en fin måte og oppsummere funn fra andre utførte strategiske analyser. SWOT er en forkortelse for “strengths”, “weaknesses”, “opportunities” og “threat”, og vi vil ved å se på disse trekkene belyse styrker og svakheter ved selskapets ressurser. Vi vil basere analysen på funn gjort ved PESTEL, Porters bransjeanalyse og SVIMA. Dette vil samlet gi et helhetlig bilde av selskapets strategiske posisjon. I figuren under har vi samlet viktige observasjoner gjort i den strategiske analysen og sammen med regnskapsanalysen vil dette danne grunnlaget for verdsettelsen av selskapet.

<p style="text-align: center;">Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> - Norsk klima og natur - Internasjonal produksjon - Gunstig lokasjon i Norge - Bærekraftig teknologi 	<p style="text-align: center;">Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Går glipp av stordriftsfordeler - Lav diversifisering - Transporthindringer fra Finnmark
<p style="text-align: center;">Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Svak kronekurs - Økende global etterspørsel - Teknologisk innovasjon - Relasjoner med andre land 	<p style="text-align: center;">Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> - Økte sanksjoner - Redusert etterspørsel - Styrket kronekurs - Sterke konkurrenter

Tabell 3.2: SWOT-analyse

Som vi ser i tabellen over har Grieg Seafood mange styrker og muligheter for framtiden som for eksempel internasjonal produksjon som fører til kortere vei til eksportmarkeder, bærekraftig teknologi og økende global etterspørsel. Dette vil kunne påvirke verdsettelsen positivt. På den andre siden derimot, har vi kartlagt noen av selskapets svakhet og trusler, som vil kunne påvirke verdsettelsen negativt. Disse er for eksempel at selskapet går glipp av

stordriftsfordeler på grunn av sine mange uavhengige lokasjoner, sterke konkurrenter og lav diversifisering.

Selv om analysene oppsummert gir et generelt positivt inntrykk indikerer ikke dette nevneverdig konkurransefordel for Grieg Seafood. Dette er fordi mange av de makroøkonomiske forholdene vil gjelde for hele bransjen og ikke bare Grieg. Det samme gjelder også faktorer som råvarer, sanksjoner, diversifisering og etterspørsel. Vi kan med dette regne selskapet som en gjennomsnittlig aktør i markedet og at Grieg Seafood er konkurransedyktig blant sammenlignbare selskaper.

4 REGNSKAPSANALYSE

4.1 REGNSKAPSANALYSE

For å forstå Grieg Seafoods økonomiske situasjon vil vi gjennomføre en analyse av selskapets regnskap fra 2013 til 2017. Denne analysen legger grunnlaget for beregning av risiko og lønnsomheten. Disse dataene benyttes også til å vurdere selskapets risiko og fremtidig vekstpotensiale.

Vi fokuserer på fire hovedmomenter: Lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Lønnsomhetsanalysen skal belyse selskapets evne til å skape overskudd, finansieringen skal vise hvilken grad selskapet har skaffet kapital og hvordan denne kapitalen har blitt anvendt, soliditeten skal vise hvor sensitivt Grieg Seafood er til å tåle tap mens likviditeten viser betalingsevnen.

Følgende nøkkeltall blir beregnet for å besvare de fire hovedelementene:

Lønnsomhet	Formel	Beskrivelse
Totalkapitalrentabilitet	$\frac{\text{Resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Totalkapital}}$	Beregner lønnsomheten til selskapet basert på den totale kapitalen. Verdien bør være under lånerenten.
Egenkapitalrentabilitet	$\frac{\text{Resultat før skatt}}{\text{Egenkapital}}$	Beregner avkastningen for den investerte egenkapitalen. Avkastning på over 20% er regnet som god, mens under 10% er regnet som dårlig avkastning
Rentedekningsgrad	$\frac{\text{Resultat før skatt} - \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$	Rentedekningsgraden avgjør hvor godt selskapet er forberedt mot renteøkninger. Her skal graden være over 3 for at den skal regnes som god.

Tabell 4.1: Formler lønnsomhet

Soliditet	Formel	Beskrivelse
Gjeldsgrad	$\frac{Gjeld}{Egenkapital}$	Gjeldsgraden viser forholdet mellom gjeld og egenkapital, dersom gjeldsgraden er under 2 er den regnet som solid
Egenkapitalandel	$\frac{Egenkapital}{Totalkapital}$	Egenkapitalandel beregner hvor stor prosent av investeringer er investert med selskapets egenkapital
Driftsmargin	$\frac{Driftsresultat}{Driftsinntekter}$	Driftsmargin indikerer hvor stor margin selskapet har for å kunne dekke rentekostnader og og skatt.

Tabell 4.2: Formler soliditet

Finansiering	Formel	Beskrivelse
Finansieringsgrad 1	$\frac{Anleggsmidler}{Egenkapital - Langsiktig gjeld}$	Finansieringsgrad 1 viser hvor stor del av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig gjeld. Her skal graden være under 1 for være regnet som god.

Tabell 4.3: Formler finansiering

Likviditet	Formel	Beskrivelse
Likviditetsgrad 1	$\frac{Omløpsmidler}{Kortsiktig gjeld}$	Likviditetsgrad 1 viser til hvilken evne har til å betale kortsiktig gjeld. Graden bør være over 2 for å bli regnet som god.
Likviditetsgrad 2	$\frac{Omløpsmidler - Varebeholdning}{Kortsiktig gjeld}$	I motsetning til 1 er likviditetsgrad 2 basert på at varebeholdning er trukket fra da dette regnes som minst likvid. Her gjelder samme grad som i 1 for å bli regnet som god.

Tabell 4.4: Formler likviditet

4.1.1 LØNNSOMHET

Lønnsomheten sier noe om hvilken avkastning Grieg Seafood har fått på den innsatsen som er lagt inn. Her er resultat før skatt nøkkeltallet som brukes som sentral verdi for beregning av lønnsomheten.

Først ser vi på et overordnet perspektiv av selskapets lønnsomhet. Totalkapitalrentabilitet beregner forholdet mellom resultat og den totale kapitalen selskapet innehar med lånekostnader inkludert. Disse tallene viser hvilken avkastning selskapet får av den samlede kapitalen.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Resultat før skatt	544932	171953	-9208	1560836	798481	1276924
Rentekostnader	-98172	-95114	-125928	-83849	-54601	-65521.2
Totalkapital	4590593	5351597	5935777	6768038	7152615	8155716
Totalkapitalrentabilitet	9 %	1 %	-2 %	21 %	10 %	30 %

Tabell 4.5: Totalkapitalrentabilitet med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Vi ser her at totalkapitalrentabiliteten til Grieg Seafood har vært veldig varierende. Før 2015 ser vi at den har vært svak med lav avkastning. I 2015 var den til og med negativ. Årsaken til dette kommer av en større nedskrivning på varige driftsmidler på 46195 kr, men også ble det gjennomført større finansieringsinvesteringer i langsiktig gjeld dette året som medførte til større rentekostnader. Dermed endte Grieg Seafood med et negativt resultat før skatt. Vi ser at totalkapitalrentabiliteten økte betraktelig årene etter, noe som indikerer at det ble gjort større investeringer i omløpsmidler og biologiske eiendeler for å møte etterspørselen i markedet. Disse investeringene har gitt gode resultater for den totale avkastningen på selskapets kapital der resultatet har økt betraktelig og dermed økt lønnsomheten.

For å bekrefte dette ble det gjort en beregning på rentabiliteten på egenkapitalen.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Resultat før skatt	544932	171953	-9208	1560836	798481	1276924
Egenkapital IB	1513230	1988557	2241451	2237511	3206951	3347905
Egenkapital UB	1988557	2241451	2237511	3206951	3347905	3858595
Egenkapitalrentabilitet	31 %	8 %	0 %	57 %	24 %	35 %

Tabell 4.6: Egenkapitalrentabilitet med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Egenkapitalrentabilitet viser til hvor stor avkastning selskapet har på egenkapitalen selskapet har tilgjengelig. Rentabiliteten burde være over 20% for å regnes som god, men hovedpoenget er at den skal være høyere enn lånerenten det aktuelle året. For eiere som investerer i selskapet vet at det er knyttet en viss risiko for å gjøre dette, med å vise til en større egenkapitalrentabilitet høyere enn lånerenten viser det en høyere attraktivitet for å investere i selskapet i forhold til å putte penger i banken. Et annet aspekt er at egenkapitalrentabilitet ser bort i fra avkastningen på lånefinansierte midler. Dermed gir ikke disse nøkkeltallene det hele bildet på den totale avkastningen, men det gir et tall på hva investorer får igjen konkret på de pengene som blir investert. Ved å se på de beregnede nøkkeltallene viser at egenkapitalen gir positiv avkastning gjennom alle de aktuelle årene, utenom 2015 som ikke ga noe avkastning.

Egenkapitalrentabiliteten er høyere enn total kapitalrentabiliteten. For eiere som står for egenkapitalen gir det en god indikasjon på at det er lav risiko for de investerte midlene skal gå med tap og samtidig gir en indikasjon på god lønnsomhet

Et siste aspekt for lønnsomheten er å se på rentedekningsgraden til selskapet. Dette er for å se på hvor mye av overskuddet fra driften og finansinntektene går med på å betale rentekostnader.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Resultat før skatt	2353986	2637505	2796104	2702804	3082121	3588929
Rentekostnad	-98172	-95114	-125928	-83849	-54601	-65521.2
Rentedekningsgrad	2498 %	2873 %	2320 %	3323 %	5745 %	5578 %

Tabell 4.7: Rentedekningsgrad med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

En rentedekningsgrad på 1 (100%) viser at overskuddet går til å betale rentekostnader. Generelt er en rentedekningsgrad på 2-3 (200%-300%). Av de beregnede nøkkeltallene viser at selskapet har meget god rentedekningsgrad og det indikerer at selskapet har gode marginer ved eventuelle økte rentekostnader.

4.1.2 SOLIDITET

Soliditet indikerer et uttrykk for selskapets evne til å tåle tap. Her skal det belyses hvor stor del av egenkapitalen går med i de investeringene som er gjort i selskapet i forhold til lånefinansierte midler.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gjeld	-2602036	-3110146	-3698264	-3561087	-3804710	-4297121
Egenkapital	1988557	2241451	2237511	3206951	3347905	3858595
Gjeldsgrad	131 %	139 %	165 %	111 %	114 %	111 %

Tabell 4.8: Gjeldsgrad med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Forholdet mellom egenkapital og gjeld indikerer forholdet mellom egeninvesterte midler og lånefinansierte midler som blir brukt til investeringer og dette er betegnet som gjeldsgrad. Gjeldsgraden til Grieg Seafood indikerer at selskapet har knyttet mer lånefinansierte midler til investeringer enn egenkapital. En gjeldsgrad under 2 (200%) indikerer at selskapet har et akseptabelt forhold mellom egenkapital og gjeld. Dette har Grieg Seafood og i tillegg ser vi at gjeldsgraden har gått ned etter 2015 som dermed indikerer at selskapet har mindre behov for å skaffe kapital fra eksterne kreditorer for investeringene sine.

For å se nærmere på dette forholdet er det gjort en beregning på hvor stor del av eiendelene er finansiert med egenkapital.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapital	1988557	2241451	2237511	3206951	3347905	3858595
Totalkapital	4590593	5351597	5935777	6768038	7152615	8155716
Egenkapitalandel	57 %	58 %	62 %	53 %	53 %	53 %

Tabell 4.9: Egenkapitalandel med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Egenkapitalandelen viser at selskapet fortsatt finansierer eiendelene med mest egenkapital. Dette gir en indikasjon på at selskapet tåler dårligere tider dersom det skulle forekomme. De siste tre årene har andelen vært lik på 53% og dermed er den totale kapitalen investert med lik fordeling av egne midler og lånefinansierte midler. Dette indikerer også at selskapet har en solid mengde egenkapital og dermed åpner for å gjøre flere strategiske investeringer for fremtiden.

Siste aspektet av soliditet er å se på hvor mye av driftsinntektene går til driftskostnader. Dette er for å beregne hvor prissensitivt selskapet er. Disse nøkkeltallene indikerer hvor mye selskapet har igjen til å dekke rentekostnader og skatt. Nivået på driftsmarginen

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsresultat	615743	219364	80951	1683487	812937	1354915
Driftsinntekter	2425042	4102362	4653588	6586206	7039227	7552326
Driftsmargin	25 %	5 %	2 %	26 %	12 %	18 %

Tabell 4.10: Driftsmargin med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Foruten av 2014 og 2015 har selskapet en driftsmargin som er høyere enn det rentenivået som selskapet har forholdt seg til disse årene. Dermed indikerer at selskapet er forberedt mot vesentlige forhøyelser i rentenivået.

4.1.3 FINANSIERING

For å etablere en dypere forståelse av hvor mye av anleggsmidlene er finansiert av langsiktig gjeld gir finansieringsgraden en indikasjon på dette.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Anleggsmidler	2353986	2637505	2796104	2702804	3082121	3588929
Langsiktig gjeld	-1602913	-1781750	-2356192	-1932333	-2139476	-2506180
Egenkapital	1988557	2241451	2237511	3206951	3347905	3858595
Finansieringsgrad 1	66 %	66 %	61 %	53 %	56 %	56 %

Tabell 4.11: Finansieringsgrad 1 med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Vi ser at selskapet har investert anleggsmidlene med noe langsiktig gjeld. Gjennom alle årene har finansieringsgraden vært under 1 (100%) som indikerer at selskapet bruker egenkapitalen sin til investeringer i anleggsmidler som indikerer at det er mindre behov for å ta opp gjeld til slike investeringer.

4.1.4 LIKVIDITET

For å se nærmere på hvor likvid Grieg Seafood er skal det beregnes en likviditetsgrad. Her blir likviditetsgraden regnet med og uten varebeholdning da varebeholdningen er regnet som det minst likvide midlet blant omløpsmidlene.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omløpsmidler	2236607	2714092	3139673	4065234	4070494	3082121
Kortsiktig gjeld	-999123	-1328396	-1342072	-1628754	-1665233	-1790942
Likviditetsgrad 1	224 %	204 %	234 %	250 %	244 %	172 %

Tabell 4.12: Likviditetsgrad 1 med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Likviditetsgrad 1 representerer alle omløpsmidler som kan benyttes til å nedbetale kortsiktig gjeld og denne graden representerer evnen til å møte betalingsforpliktelsene for den kortsiktige gjelden. Hvis et selskap har en likviditetsgrad over 2 (200%) indikerer dette at selskapet har nok omløpsmidler til å dekke den kortsiktige gjelden. Av tabellen over ser vi at likviditetsgraden har vært over 2 frem til 2018. I 2018 ser vi at likviditetsgraden sank betraktelig til 172% og det er på grunn av opptak av mer kortsiktig gjeld samt en vesentlig reduksjon i omløpsmidler. Trekker vi fra varebeholdningen får vi likviditetsgrad 2.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omløpsmidler	2236607	2714092	3139673	4065234	4070494	3082121
Varebeholdning	74015	91016	90867	89164	92262	126092
Kortsiktig gjeld	-999123	-1328396	-1342072	-1628754	-1665233	-1790942
Likviditetsgrad 2	216 %	197 %	227 %	244 %	239 %	165 %

Tabell 4.13: Likviditetsgrad 2 med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

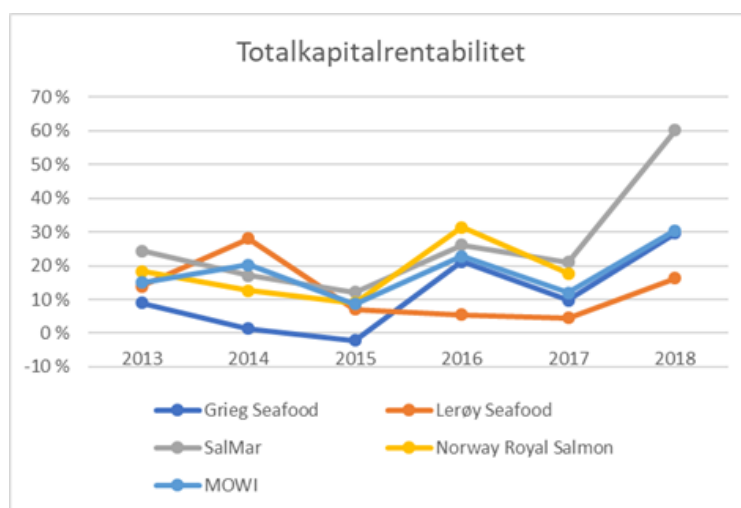
Her ser vi at likviditetsgraden går naturlig ned i samtlige år. Likevel ser vi at varebeholdningen ikke medførte en reduksjon på mer enn 6-8%. Dette indikerer at varebeholdningen er i mindre grad finansiert av kortsiktig gjeld og siden alle har en grad over 1 (100%) viser det også til tross for svak grad i 2018 at selskapet er i stand til å betale deres kortsiktige forpliktelser.

4.2 SAMMENLIGNING AV SELSKAPER

Det har blitt gjort en beregning av nøkkeltall til Grieg Seafoods hovedkonkurrenter for å se om selskapet skiller seg ut fra konkurrentene. Alle tall er oppgitt i prosent og tall fra 2018 er tatt ut fra kvartalsrapport Q4 2018, men rentekostnader fra Norway Royal Salmon var ikke inkludert i deres rapport og dermed ikke inkludert i totalkapitalrentabilitet og rentedekningsgrad.

4.2.1 LØNNSOMHET

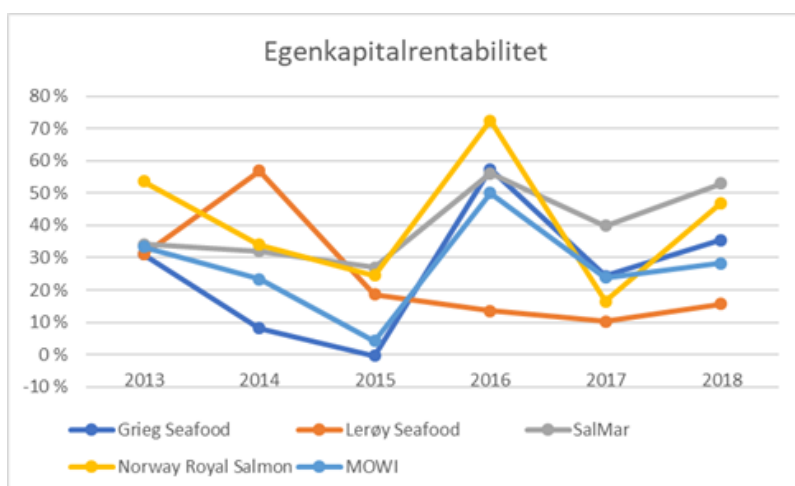
4.2.1.1 Totalkapitalrentabilitet



Figur 4.1: Totalkapitalrentabilitet med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Vi ser av tabellen at Grieg Seafood hadde en vesentlig lavere totalkapitalrentabilitet fra 2013 til 2015 enn resten av konkurrentene, men i 2016 ble det en klar stigning for alle bedrifter utenom Lerøy. Den gikk ned igjen i 2017 og samtlige bedrifter fikk et oppsving i 2018.

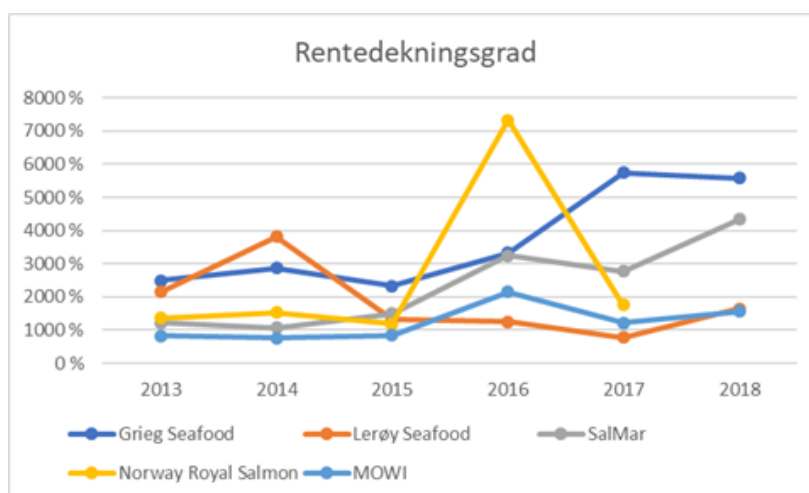
4.2.1.2 Egenkapitalrentabilitet



Figur 4.2: Egenkapitalrentabilitet med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Av egenkapitalrentabiliteten ser vi en større spredning mellom selskapene. Igjen ser vi at Grieg Seafood var svakest fra 2013- 2015, men fra 2016 fikk selskapet en vesentlig økning og passerte både MOWI og Lerøy. Egenkapitalrentabiliteten fikk en nedgang igjen i 2017, men det gjorde også samtlige bedrifter. Grieg Seafood holdt likevel seg fortsatt på en 3. plass.

4.2.1.3 Rentedeckningsgrad



Figur 4.3: Rentedeckningsgrad med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

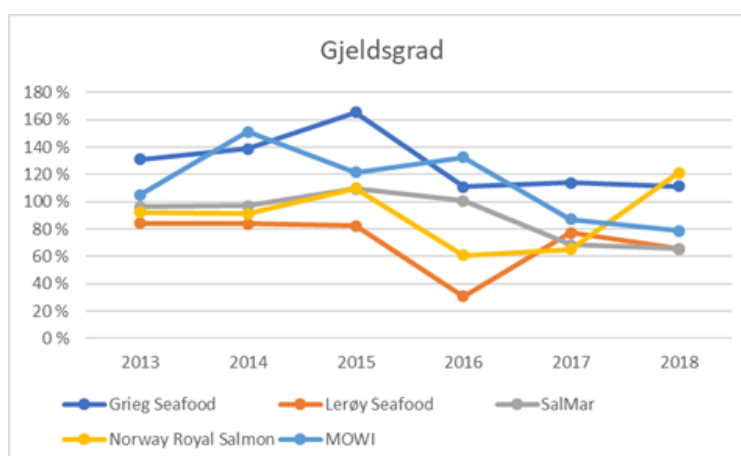
Når vi ser på rentedekningsgraden ser vi at Grieg Seafood kommer klart best ut av selskapene i denne målingen. Dette tyder på at selskapet har gode vilkår for å kunne dekke rentekostnader knyttet til gjeld og samtidig forberedt på eventuelle høyere rentekostnader enn de konkurrerende selskapene.

4.2.1.4 Konklusjon av lønnsomhet

Vi ser at lønnsomheten til Grieg Seafood følger den generelle utviklingen til markedet og dermed skiller seg mye ut de siste 3-4 årene, men selskapet fikk samtidig en kraftigere oppsving i 2015 enn samtlige selskap som viser at selskapets evne til å skape lønnsomhet er tilstede.

4.2.2 SOLIDITET

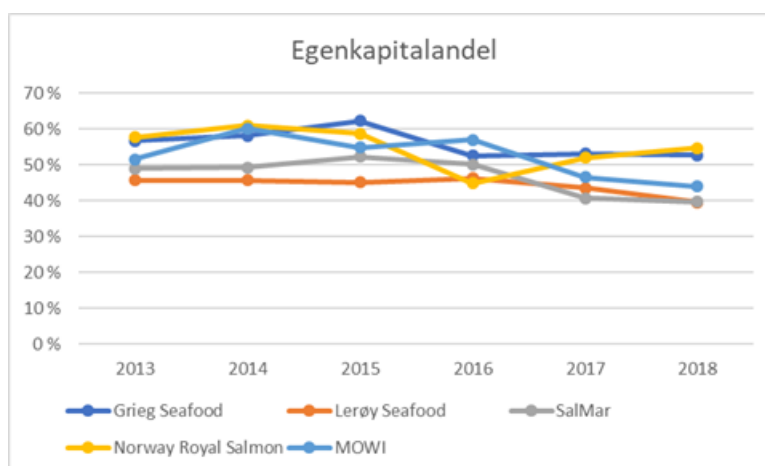
4.2.2.1 Gjeldsgrad



Figur 4.4: Gjeldsgrad med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Gjeldsgraden viser at Grieg Seafood er blant de som har høyest gjeldsgrad blant selskapene. Dette viser at selskapet har en større gjeld i forhold til egenkapital og er dermed mer sensitiv mot svingninger i rentenivå enn sammenlignende selskap, men vi ser at den er på vei ned og det indikerer at selskapet har høyere del av egenkapital enn gjeld.

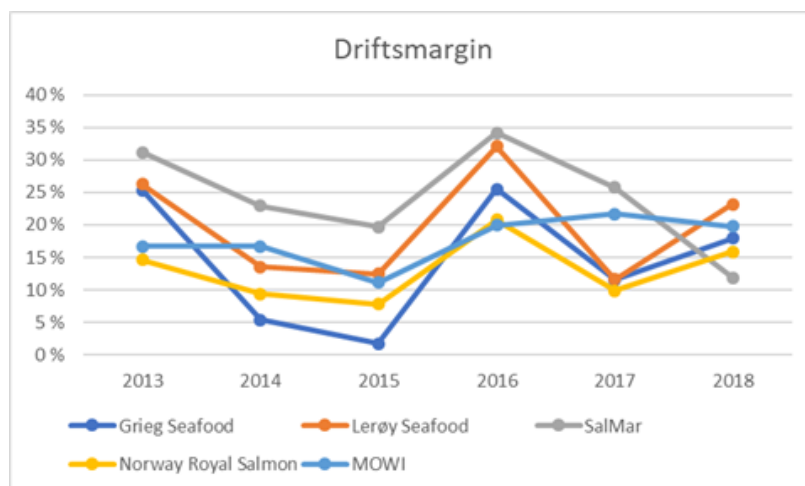
4.2.2.2 Egenkapitalandel



Figur 4.5: Egenkapitalandel med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Egenkapitalandelen for selskapene er nokså lik, men vi ser at Grieg Seafood sin egenkapital jevnt over utgjør mer av totalkapitalen enn hos konkurrentene, som viser at selskapet ikke er like avhengig av eksterne midler for å sine investeringer.

4.2.2.3 Driftsmargin



Figur 4.6: Driftsmargin med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Grieg Seafood kommer svakere ut på driftsmarginen enn konkurrentene. Det vil si at selskapet har høyere utgifter knyttet til driften enn konkurrentene, men selv om Grieg

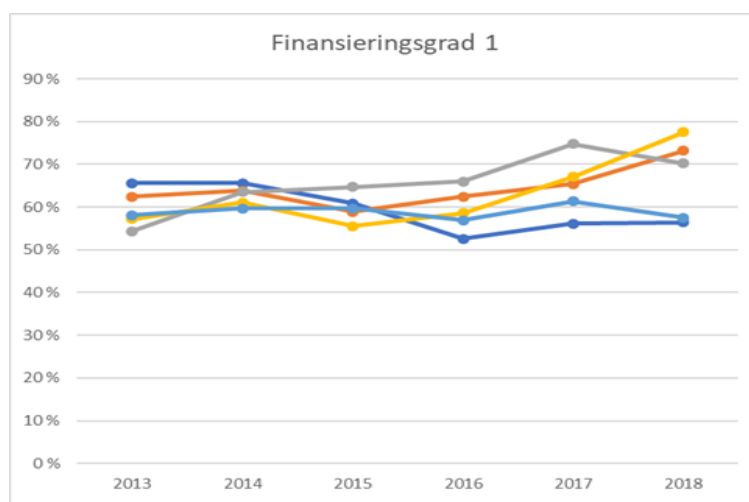
Seafood kommer svakt ut, følger selskapet konkurrentene og den utviklingen markedet går gjennom.

4.2.2.4 Konklusjon av soliditet

Soliditeten til Grieg Seafood ligger noe svakere enn konkurrentene, både gjeldsgraden og driftsmarginen kommer selskapet blant de svakeste av konkurrentene, men på egenkapitalandelen viser at selskapet har fortsatt en større andel egenkapital til disposisjon for investeringene sine.

4.2.3 FINANSIERING

4.2.3.1 Finansieringsgrad 1

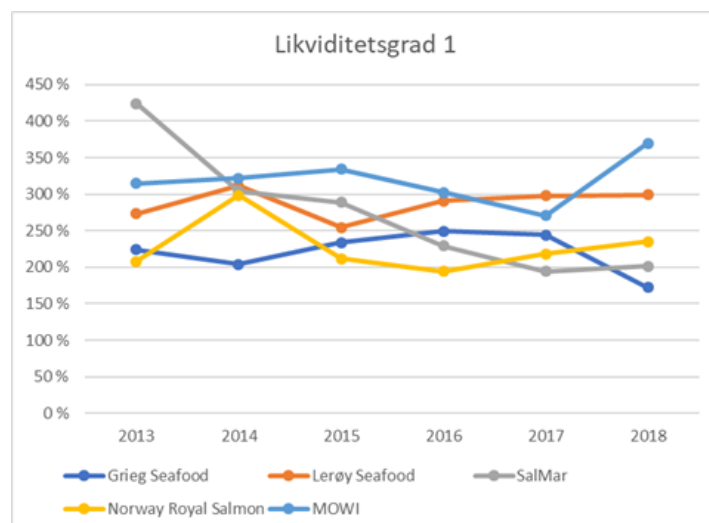


Figur 4.7: Finansieringsgrad 1 med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Finansieringsgraden er nokså lik mellom selskapene der Grieg Seafood kommer best ut fra 2016. Selskapet finansierer anleggsmidlene sine med mer egne eiendeler enn langsiktig gjeld. Dermed gir det en pekepinn på at selskapet ikke har bundet opp mye gjeld til sine anleggsmidler i like stor grad som konkurrentene.

4.2.4 LIKVIDITET

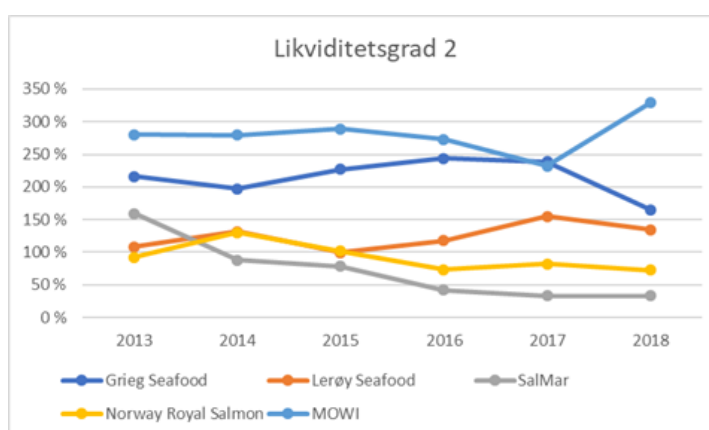
4.2.4.1 Likviditetsgrad 1



Figur 4.8: Likviditetsgrad 1 med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Likviditetsgraden til Grieg Seafood ser vi at holder seg stabile gjennom alle årene der de andre selskapene har hatt noe mer svingninger, men i 2018 ser vi at graden har en negativ utvikling i motsetning til konkurrentene. Dette kommer at verdien av omløpsmidlene har gått mer ned enn den kortsiktige gjelden.

4.2.4.2 Likviditetsgrad 2



Figur 4.9: Likviditetsgrad 1 med tall fra regnskapet 2013-2017 samt kvartalsrapport Q4 2018

Trekkes varebeholdningen ut ser vi at likviditeten til Grieg Seafood får en mye sterkere posisjon blant konkurrentene. Dette viser at selskapet har hatt et varelager som utgjorde en mindre del av omløpsmidlene enn det konkurrentene innehar og dermed kan det indikere at likviditeten er sterkere hos Grieg Seafood enn flere av konkurrentene.

4.2.5 KONKLUSJON AV SAMMENLIGNING

Når vi sammenligner selskapets nøkkeltall med konkurrentene ser vi at Grieg Seafood har omtrent lik utvikling i lønnsomhet, men svakere soliditet enn konkurrentene. Grieg Seafood har også en mer fordelaktig finansieringsgrad der egenkapital står for en større del av sine anleggsmidler. I tillegg har de en likviditet som inkludert varelager er noe svakere enn konkurrentene, men trekkes varelageret fra så ser vi at selskapet har en vesentlig bedre likviditetsgrad enn majoriteten av konkurrentene brukt i denne sammenligningen.

4.2.6 KONKLUSJON AV REGNSKAPSANALYSE

Regnskapsanalysen viser at selskapet har gode marginer for forsvarlig drift. Vi ser dog en markant bedring fra 2016 i selskapets økonomiske tilstand. Før 2016 ser vi at selskapet har hatt svake tall spesielt på lønnsomhet og likviditet der dem bærer preg av høy gjeld samt svak avkastning av driften, men de senere årene har dette klart bedret seg og dermed er det grunn til å tro at dette vil fortsette dersom markedet holder et stabilt nivå fremover.

Sammenlignet med konkurrenter ligger Grieg Seafood i det nedre sjiktet og det kan dermed føre til at selskapet blir mindre attraktivt for investorer. Sammenlagt kan vi se at den potensielle vekstraten til selskapet er veldig avhengig av markedsforholdene; Går etterspørselen etter laks og derav prisen på laks ned kan det skape større utfordringer for selskapet sammenlignet med konkurrentene og det gjør at vekstraten i det lange løp kommer til å flate ut fordi prognosene indikerer en redusert laksepris (Fishpool, 2019).

På et annet vis ser vi også at konkurrentene opplever store svingninger i nøkkeltallene som tyder på at denne bransjen er volatil. Svingninger i tilbud og etterspørsel vil gjøre store utslag på resultatene. Dermed er det naturlig å regne at risikoen ved investeringer i denne bransjen er noe høyere enn vanlige anslag for andre markeder. Dette vil også bli tatt høyde for i videre analyser av kontantstrømmer og verdsettelse i denne oppgaven.

5 PROGNOSE AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER

I denne delen estimerer vi fremtidige frie kontantstrømmer til selskapet, også kjent som Free Cashflow from Firm (FCFF), som skal brukes til å finne virkelig verdi på aksjekursen til selskapet. Vi vet at verdien til en aksje baserer seg på forventning av fremtidig inntjening. Ved å estimere fremtidige kontantstrømmer og regne ut nåverdien av disse vil vi finne frem til en aksjekurs som skal reflektere verdien. I dette kapitlet vurderer og estimerer vi fremtidig verdi på Grieg Seafoods inntekts og kostnadsposter.

5.1 SALGSINNTEKTER

Som et lakseoppdrettsselskap korrelerer Grieg Seafood sine salgsinntekter sterkt med lakseprisen og slaktet volum av fisk. For å estimere fremtidig vekst av salgsinntektene må vi derfor predikere lakseprisen og slaktevolumet. Gjennom 1-års forwardpriser fra Fishpool ser vi at lakseprisen vil ligge på en snittpris på 60kr ut 2019. Vi velger å holde lakseprisen konstant på 60kr da dette virker som en hensiktsmessig pris på laksen i forhold til salgskontraktene Grieg Seafood innehar der det gjerne er satt en fast laksepris (Grieg Seafood, årsrapport 2017). Gjennom den siste kvartalsrapporten til Grieg Seafood så forventer også selskapet en vekst på 10% i slaktevolum. Denne er knyttet direkte opp mot salgsinntektene til selskapet. Vi ser fra tidligere at de ikke har helt klart å oppnå forventede mål, så vi setter vekstraten til 8% i slaktevolum som gjenspeiler seg i salgsinntekter første år. Vi tror derimot at denne veksten ikke kan holde da Grieg Seafood trenger flere konsesjoner for å holde denne veksten gående.

Foreløpig har Grieg konsesjoner for 100 000 Tonn fisk. Med en produksjon av 75 000 tonn og en forventet økning til 82 000 tonn neste år, tilsier dette at konsesjonene vil bli fullt utnyttet innen 2021. Det er dyrt å skaffe seg samt opprettholde de konsesjonene de allerede har så dermed tror vi at Grieg Seafood begynner å nå et foreløpig glasstak. Grieg har hatt en gjennomsnittlig vekst på 17% de siste 4 årene ser vi at de to siste har det kun vært en vekst på 7% noe som viser til stor vekst i 2015 og 2016 (se vedlegg 1). Lignende vekst ser en i resten av sektoren, noe som skyldes en sterk vekst i lakseprisen de siste årene. Vi tenkte først å basere økningen av salgsinntekter på en gjennomsnittlig vekst de siste årene, men da fiskesektoren har vært i høykonjunktur baserer vi oss på produsert mengde laks. Vi tror at lakseprisen holder seg på 60kr og setter vekstraten av salgsinntekter lik 4% fra 2021 og

utover. Denne økningen skal i hovedsak representere økning i slaktevolum og ikke laksepris da vi estimerer denne til å være flat.

5.2 ANDRE INNTEKTER

Andre inntekter omfatter inntekter som kommer gjennom oppgjør av forsikringer og andre tjenester som ikke er direkte produksjonsrelatert. Den fremtidige veksten til dette er vanskelig å bedømme da posten har vært volatil fra 2014 til 2018. Vi setter dermed denne posten lik et snitt på de fire siste årene og får andre inntekter-posten til en verdi av 40 000.

5.3 VAREKOSTNAD

I følge årsrapporten 2017 er varekostnadene i hovedsak fôr, rogn, kostnadsføring av unormal dødelighet av fisken samt eksterne kjøp av fisk hos Ocean Quality selskapet. Gjennom vedlegg 1 ser en at varekostnadene har holdt seg stabilt rundt 50% av salgsinntektene. Til videre estimering tror vi derimot at Grieg seafood vil begynne å ha et større kostnadsfokus og vil prøve å øke sine marginer på salgsinntektene. Vi baserer varekostnaden i 2019 på en prosentporsent på 51% av salgsinntekter samme år som er snittet av de 4 foregående årene før det så reduseres med 1 prosentpoeng hvert år de neste 5 årene. Vi velger å redusere med ett prosentpoeng per år for å få en mer konservativ estimering av selskapet.

5.4 LØNNS- OG PERSONALKOSTNADER

På samme måte som med varekostnadene baserer vi lønns- og personalkostnaden på et vektet forholdssnitt til salgsinntektene. Lønnskostnadene har en nedovergående trend, lønnskostnaden i forhold til salgsinntektene blir mindre og mindre. Dette kan være fordi slaktet volum handler mer om hvor mye fisk de kan slakte og ikke fordi arbeiderne må overarbeides. Med dette antar vi at med vekst i salgsinntekter vil også prosentandelen lønnskostnader gå nedover. Med et historisk snitt på ca 0,3 prosentpoeng nedgang de siste 4 årene velger vi dermed å fortsette denne trenden med å redusere lønnskostnadene i forhold til salgsinntekter med 0,3 prosentpoeng. Dette betyr da at lønnskostnadene vil være 7,1% av salgsinntektene i 2019, 6,8% i 2020 etc. Grieg har også hatt veldig stor vekst de siste årene på grunn av høykonjunkturen og vil føre til at de nå stabiliserer seg mer i markedet.

5.5 ANDRE DRIFTSKOSTNADER

Andre driftskostnader inkluderer i henhold til årsrapporten 2017 «kontorrekvisita, telefoni, reisekostnader, forsikring m.m»). fremtidig estimering av denne baserer vi også på en prosentandel av salgsinntektene, noe som fører til en prosentsats på ca. 24%. Denne setter vi fast og benytter denne opp mot salgsinntektene av videre estimering.

5.6 AVSKRIVNINGER

Selskapets immaterielle eiendeler avskrives lineært over forventet utnyttbar levetid. Konesjonene avskrives også etter sin levetid. Vi forventer dermed at avskrivningene ikke endrer seg mye i forhold til driftsinntektene og benytter oss av et snitt de siste tre årene på 2,85%.

5.7 VERDIJUSTERING

Verdijustering av biomassen er det lite en kan estimere på. Dette skyldes i hovedsak sykdom eller forventet dødelighet av laksen. Vi velger å sette fremtidig verdijustering lik null da det vil gi en forskjell i verdsettelsen hvis en tar utgangspunkt i at laksen må verdijusetes hvert år.

5.8 FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER

I finansinntekter og finanskostnad postene finner vi renteinntekter, rentekostnader, valutaendringer og aksjegevinst. Vi velger å se bort ifra valutaendringer da det blir veldig spekulativt å estimere valutakursene. Vi samler dermed dette under ett. finansinntekter -og kostnader har en markant endring etter år 2015. Vi mener derfor at forholdstallet vi estimerer med burde basere seg på snittet av de to siste årene istedenfor 5 år for å få en mer stabil vekst. Med dette får vi et forholdstall på 0,44% på finansinntekter og 1,53% på finanskostnadene.

5.9 SKATT

Grieg Seafood hadde en effektiv skattesats på 24% noe er 1% mer enn det regjeringen har satt for 2018. Dette kan skyldes at Grieg opererer både på Shetland og i Canada, noe som gjør at de må forholde seg til de gitte landene sine skattekostnader og ikke bare de norske.

Skattesatsen på 24% velger vi å holde konstant i våre fremtidige estimerer.

5.10 ARBEIDSKAPITAL

Arbeidskapitalen er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. den korrelerer med investeringene til bedriften. Det er derimot vanskelig å estimere bruken av arbeidskapital for fremtiden, om de tilegner seg mer kundefordringer eller har mer/mindre varer lagret etc. vi setter derfor denne lik null.

5.11 INVESTERINGER (CAPEX)

For å finne frem til investeringer gjort i Grieg Seafood tar vi differansen av årets og fjorårets anleggsmidler og trekker fra avskrivninger. Det tallet en får setter vi opp mot salgsinntektene og får et forholdstall som vi benytter til fremtidige estimeringer. Her ser vi at investeringer har økt de siste to årene, noe som kan skyldes nye oppkjøp etter 2016. vi benytter samme forholdstall og får et snitt på 1,38% av driftsinntekten.

	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Investeringer (CAPEX)	147482	17882	-260674	198929	305676	
prosentvis av driftsinntekter	3,60 %	0,39 %	-3,98 %	2,83 %	4,08 %	1,38 %

Tabell 5.1: Tidligere Investeringer til Grieg Seafood samt prosentandelen av driftsinntektene

6 AVKASTNINGSKRAV

6.1 CAPM

For å beregne det totale avkastningskravet til Grieg Seafood benytter vi oss først av CAPM for å regne ut et krav på avkastning til egenkapitalen. CAPM består av to dimensjoner. Den første dimensjonen er tidsdimensjonen der investorer skal få lik avkastning på sine investeringer som det en kunne gjort ved å investere risikofritt. Denne blir representert gjennom den risikofrie renten som nevnt under. Den andre dimensjonen er risikodimensjonen. En investor ville alltid måtte ha høyere avkastning dersom han tar på seg høyere risiko. Denne defineres gjennom CAPMs andre ledd og baserer seg på de underliggende faktorene markedets risikopremie, sektorspesifikk risikopremie og selskapsspesifikk beta. Ved å benytte seg av disse underliggende faktorene vil en få en CAPM på 6,85% ved å bruke formelen $CAPM = r_f + \beta(r_m - r_f)$.

Avkastningskrav:	
Rf	1,75 %
Beta	1,2
Rm	6 %
CAPM	6,85 %
Rd (gjennomsnittlig gjeldsrente)	3 %
skattesats	24 %
Re (CAPM)	6,85 %
Normalisert gjeld/totalkapital (D)	52,69 %
Egenkapital/totalkapital (E)	47,31 %
WACC	4,47 %

Tabell 6.1: Utregnet CAPM & WACC til Grieg Seafood

6.1.1 RISIKOFRI RENTE

En risikofri rente er det en kan forvente av avkastning hvis en investerer uten risiko. I Norge benyttes en 10-årig statsobligasjon som en tilnærming til null risiko. Denne er pr. dags dato (04.04.2019) på 1,75% ifølge Norges Bank (Norges Bank 2019).

6.1.2 MARKEDETS RISIKOPREMIE

Markedets risikopremie er forskjellen på forventet avkastning av en markedsportefølje og den risikofrie renten og er den forventede avkastningen en må ha for å investere i markedet kontra statsobligasjoner. Gjennom PWC's publisasjon på markedsrisikopremier ligger denne på 5% i 2017 (Pwc, 2017). Det viser seg derimot at flere benytter en høyere risikopremie enn 5% enn tidligere. Dette kan skyldes at OSEBX har vært all-time high flere ganger de siste årene. Vi setter dermed en markedsrisikopremie på 6%.

6.1.4 BETA

Betaen mellom Grieg Seafood og OSEBX viser Grieg Seafood sin samvariasjon med børsen og hjelper med å forklare den systematiske risikoen. I denne oppgaven sammenligner vi OSEBX.OL mot GSF.OL ved å bruke data fra finansprogrammet Eikon. Vi finner betaen til selskapet av daglig avkastning på begge verdipapirene over en 5-års periode. Ved å bruke Eikon finner vi en beta på 0,9 som er en høy beta sammenliknet med andre aktører i sektoren.

Navn	5-års Beta
GRIEG SEAFOOD	0,904764685
NORWAY ROYAL S	0,769153751
LEROY SEAFOOD	0,44019979
MOWI	0,356420402
SALMAR	0,346306169
Vektet Beta uten GSF	0,391225916
Vektet beta	0,476815711

Tabell 6.2: Innhentet Beta fra Eikon for Grieg Seafood og sammenlignbare selskaper

vi ser at en vektet beta for sektoren uten Grieg Seafood ligger mye lavere enn betaen til Grieg. Den høye betaen til Grieg kan begrunnes med at selskapet har hatt større vekst de siste 5 årene enn det konkurrentene har hatt. Gjennom de siste årene på Oslo børs ser vi derimot at Grieg Seafood har hatt en større økning enn indeksen, noe som kan tilsi en beta over 1. Gjennom den strategiske analysen vet vi også at selskapet er truet av en nedgang i kronekursen. I regnskapsanalysen konkluderte vi også med at det er en volatil sektor der risikoen er litt høyere enn markedet. Tross at EIKON gir oss en beta på 0,9 synes vi denne er for lav. Vi benytter oss derfor av en beta på 1,2.

6.1.5 GJELDSRENTE

Den gjennomsnittlige gjeldsrenten til bedriften ligger i årsrapporten på 2,2%. Dette er en veldig lav rente og tar ikke i betraktning effekten av renteswap. da styringsrenten kun har vært under 1 de tre siste årene. Vi tror derimot at renten kommer til å heve seg i fremtiden og at grieg seafood vil prøve å konvertere flytende lånerenter til en flat rente. Vi tror derimot ikke at all renten vil klare å konverteres, så sett i en 5år periode tror vi at bedriften vil operere med en gjeldsrente på 3% i snitt.

6.1.6 SKATTESATS

Vi benytter oss av skattesatsen til Grieg Seafood som ligger på 24% i henhold til Q4 rapporten for 2018.

6.1.6 WACC

Ved bruk av CAPM, skattesats, gjeldsrenten og forholdet mellom gjeld og egenkapital i bedriften får selskapet en WACC på 4,47%. Denne bruker vi til å diskontere fremtidig estimerte kontantstrømmer og er det totale avkastningskravet til bedriften.

7 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

I den fundamentale verdsettelsen foretar vi en Discounted Cashflow analyse (DCF) av frie kontantstrømmer for å finne frem til en fremtidig verdi av selskapet. DCF modellen har en stor svakhet ved at den baserer mye av dagens verdi på en terminalverdi og vekstraten til denne. Terminalverdien, eller sluttverdien til selskapet, er estimert basert på forventet fremtidig vekst i historiske tall. Dette er derimot veldig vanskelig å estimere korrekt og ifølge MAGMA kan “siste års kontantstrøm forklare 4 prosent av neste års kontantstrøm, og kun 11 prosent av siste fire år” (Kinserdal). Det er også vanskelig å forutsi fremtidige investeringer i et selskap da makroøkonomiske trender kan skifte over tid. I vår DCF har vi basert oss på at det ikke er noen store makroøkonomiske endringer. Vi finner først frem til selskapets frie kontantstrømmer av våre estimerte verdier før vi regner ut nåverdi og terminalleddet til selskapet.

7.1 FRI KONTANTSTRØM

For å finne de frie kontstrømmene til selskapet benytter vi formelen:

$$FCFF = (\text{EBIT} * (1 - \text{skattesats})) - \text{avskrivninger} - \text{endring i arbeidskapital} - \text{Investeringer}$$

Alle faktorene i denne formelen er basert på tidligere estimerte tall i kapittel 5. Vi får dermed følgende kontantstrømmer gitt i tabell 7.1.

Kalkulerer FCFF	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	1258424	1440077	1610024	1791325	1984616
1-SKATTESATS	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
avskrivninger	237778	247242	257085	267322	277968
CAPEX	112550	117030	121689	126535	131574
Endring av arbeidskapital	0	0	0	0	0
FCF Estimering	606074	730185	844843	967550	1098765
antall år i fremtiden	1	2	3	4	5
Diskonteringsfaktor: $(1+WACC)^n$	1,0447	1,0913	1,1401	1,1910	1,2442
Nåverdi:	580163	669086	741053	812401	883134
Terminalvekst					2 %
Terminalledd					35 754 424

Tabell 7.1: FCFF, Nåverdi og Terminalledd til Grieg Seafood. Alle tall i TNOK

7.2 NÅVERDI

Nåverdien utregnes ved å bruke avkastningsnivået, eller WACC som vi regnet i kapittel 6. i tillegg til våre 5 estimerte år, legger vi også til et terminalledd til slutt på nåverdien for å summere opp all fremtidig verdi gitt en terminal vekstrate.

7.2.1 TERMINALVEKST

Terminal Veksten tilsier fremtidig vekst etter de fem årene vi har prognoser for. Vi vet gjennom kapittel 3 at Grieg Seafood ASA har et potensielt fortrinn ved sin digitaliseringsstrategi på et fremtidig tidspunkt. Grieg har også en forsvarlig drift gitt regnskapsanalysen i kapittel 4, men vi må ta i betraktning at laksesektoren har vært i en høykonjunktur de siste årene på grunn av økende laksepriser. Digitaliseringsstrategien er ikke et sikkert fortrinn i fremtiden. Vi tror dermed veksten vil være noe flatere så vi setter den lik inflasjonsmålet til Norges Bank som er på 2 prosentpoeng (Norges Bank).

7.3 VERDSETTELSE

Etter å ha regnet ut terminalverdi, enterprice value, og verdien på egenkapitalen kommer vi frem til et kursmål på 123kr pr aksje. Dette er en markant økning fra aksjekursen 31.12.2018 som var på 104kr og viser til en oppside på ca 19% på sikt.

Verdsettelse GSF	TNOK
Antall aksjer	111 662
verdi pr. aksje pr 31.12.2018	104
Markedsverdi pr 31.12.2018	11 612 848
Terminalverdi	35 747 859
Enterprice value	18 078 615
Gjeld	4 297 121
Verdi EK	13 781 494
Aksjepris	123

Tabell 7.2: Verdsettelse av Grieg Seafood ASA. Alle tallene er gitt i TNOK unntatt aksjeprisene 104 og 123.

8 MARKEDSBASERT VERDSETTELSE

For å finne den markedsbaserte verdien vil vi bruke multipler P/E, EV/EBIT og EV/kg basert på tall fra 2018 for sammenlignbare selskaper. Vi vil bruke gjennomsnittet av multipler fra de sammenlignbare selskapene for å estimere aksjeverdien.

8.1 SAMMENLIGNBARE SELSKAPER

Vi har tidligere i oppgaven sett på selskapene SalMar, MOWI, Norwegian Royal Salmon og Lerøy Seafood group som sammenligningsgrunnlag. Disse selskapene driver i likhet med Grieg Seafood med oppdrett av laks og tilfredsstillende derfor kravet om bransjetilhørighet. Videre er selskapene etablerte i nesten samme periode, fra sent 1980-tallet til 1995. Dette forteller at selskapene på lik linje er godt etablerte og i tilnærmet likt utviklingsstadium, noe som vil gi pålitelige multipler. Selskapene er alle norskregistrerte allmenaksjeselskaper som er børsnoterte på Oslo Børs, og er i stor grad utsatt for de samme makroøkonomiske forholdene omtalt i den strategiske analysen.

8.2. P/E

Tabellen under viser P/E for Grieg Seafood og sammenlignbare selskaper. Gjennomsnittlig P/E er beregnet sett bort i fra Grieg Seafood. Vi ser i tabellen under at Grieg har en P/E multiplum som ligger nært gjennomsnittlig P/E og som er median blant verdiene.

	Grieg Seafood	SalMar	MOWI	Norwegian Royal Salmon	Lerøy Seafood Group	Snitt
P/E	12,331	13,0392	17,2925	12,0546	10,7993	13,2364

Tabell 8.1: P/E multipler hentet fra Thomson Reuters Eikon 09.04.2019

Videre vil vi beregne Grieg Seafoods aksjeverdi ved å benytte gjennomsnittlig P/E for de sammenlignbare selskapene. Utregningen vises i tabellen under. Verdien vi har regnet ut per aksje på 115,25 kr er merkbart høyere enn faktisk aksjepris på 104,60 kr observert den 09.04.2019. Dette kan indikere at aksjen er underpriset i markedet.

P/E	sum
Multippel	13,2364
x Resultat etter skatt	972 205 000
= Verdi egenkapital	12 868 494 260
/ Antall aksjer	111,662
= Verdi pr aksje	115,2451

Tabell 8.2: Estimat av aksjeverdi Grieg Seafood ved bruk av gjennomsnittlig P/E multippel

8.3 EV/EBIT

Tabellen under viser EV/EBIT for Grieg Seafood og sammenlignbare selskaper. Multippelen viser konsernverdi delt på driftsresultat og er en god indikator på verdien av selskapet. Fra tabellen kan vi se at MOWI er verdt mest, mens Grieg Seafood havner på tredje plass blant selskapene. EV/EBIT for Grieg ligger like over gjennomsnittet som trekkes litt ned av SalMar og Lerøy.

	Grieg Seafood	SalMar	MOWI	Norwegian Royal Salmon	Lerøy Seafood Group	Snitt
EV/EBIT	12,8154	11,223	13,2211	12,9507	11,3339	12,1822

Tabell 8.3: EV/EBIT multipler hentet fra Thomson Reuters Eikon 09.04.2019

Videre vil vi beregne aksjeverdi for Grieg seafood ved å benytte gjennomsnittlig multippel EV/EBIT. Denne multippelen er nyttig for å estimere aksjeverdi i sjømatsektoren fordi den sammenligner selskapenes underliggende drift. Ulempen med denne multippelen er at den ikke tar høyde for forskjell i risiko.

Vi ser i tabellen under at estimert aksjeverdi er 104,92 kr og er tilnærmet lik faktisk aksjepris på 104,60 kr observert den 09.04.2019. Dette tilsier at aksjen er priset korrekt etter markedsverdien i forhold til EV/EBIT multipl.

EV/EBIT	sum
Multipel	12,1822
x EBIT	1 098 818 000
= EV	13 378 260 580
- Netto finansiell gjeld	1 662 943 000
= Verdi egenkapital	11 715 317 580
/ Antall aksjer	111,662
= Verdi pr aksje	104,917676

Tabell 8.4: Estimert av aksjeverdi Grieg Seafood ved bruk av gjennomsnittlig EV/EBIT multipl

8.4 EV/KG

Tabellen under viser EV/kg for Grieg Seafood og sammenlignbare selskaper. Multiplene viser konsernverdi delt på slaktevolum i kg og er en god indikator på hvor mye fisk man “får for pengene”. Vi ser at SalMar ligger høyest mens Grieg ligger nest nederst, merkbart under gjennomsnittet. Dette kan tyde på at markedet har lavere forventninger enn gjennomsnittet til fremtidig inntjening for Grieg Seafood. Dette kan tyde på at estimert aksjeverdi vil overvurdere selskapets egentlige aksjekurs.

	Grieg Seafood	SalMar	MOWI	Norwegian Royal Salmon	Lerøy Seafood Group	Snitt
EV	14111614600	48332989587,7	11282919984,7368	9036034245,00001	40445527665,2312	
kg	74 623 000	142 500 000	375 237 000	35 970 000	162 039 000	
EV/kg	189,10543	339,17887	30,068783	251,21029	249,60366	217,5154

Tabell 8.5: EV/kg multipler basert på tall hentet fra Thomson Reuters Eikon 09.04.2019

Videre vil vi beregne aksjeverdi for Grieg seafood ved å benytte gjennomsnittlig multipl EV/kg. Estimert aksjeverdi er 130,47 kr og er betydelig høyere enn faktisk aksjepris på 104,60 kr observert den 09.04.2019. Dette kan være en indikator på at aksjeprisen er undervurdert i markedet, men kan bortforklares ved at EV/kg for Grieg ligger et stykke under gjennomsnittlig multipl.

EV/kg	sum
Multipl	217,5154
x kg	74 623 000
= EV	16 231 651 690
- Netto finansiell gjeld	1 662 943 000
= Verdi egenkapital	14 568 708 690
/ Antall aksjer	111 662 000
= Verdi pr aksje	130,4715

Tabell 8.6: Estimert av aksjeverdi Grieg Seafood ved bruk av gjennomsnittlig EV/kg multipl

8.5 OPPSUMMERING MARKEDSBASERT VERDSETTELSE

Multiplene til Grieg Seafood er nært gjennomsnittlige for de tre punktene vi har sett på. Dette samsvarer med oppsummeringen av den strategiske analysen som indikerer at Grieg Seafood ikke har noe nevneverdig konkurransefordel i markedet og at vi dermed kan regne selskapet som en gjennomsnittlig konkurransedyktig aktør blant sine sammenlignbare selskaper.

Vår estimering av aksjeverdi for Grieg Seafood ved bruk av multipler gav verdier fra 104,92 kr til 130,47 kr. Gjennomsnittlig estimert aksjeverdi er 116,88 kr. Dette kan være en indikator på at faktisk aksjepris på 104,60 kr observert den 09.04.2019 er undervurdert i markedet. Kursen på Grieg Seafoods aksje har variert fra 102,40 kr til 118,60 kr de tre siste månedene ifølge E24. Med dette i betraktning er vår estimerte aksjepris på 116,88 kr et godt estimat sammenlignet med realiteten de siste månedene.

Multipel	Estimert aksjeverdi Grieg Seafood
P/E	115,25 kr
EV/EBIT	104,92 kr
EV/kg	130,47 kr
Snitt	116,88 kr

Tabell 8.7: Estimert aksjeverdi Grieg Seafood med multipler

9 SENSITIVITETSANALYSE

Ved vår multipl- og fundamentalanalyse tar vi forutsetninger som kan gi betydelige forskjeller dersom disse endres. I multiplanalyseren vektet vi sluttkursen til Grieg Seafood på et snitt mellom våre tre utregnede multipler, mens i den fundamentale analysen tar vi forutsetninger for å estimere fremtidige kontantstrømmer. De tre multiplene P/E, EV/EBIT, og EV/kg i multiplanalyseren avviker fra hverandre. En utelukkning av en av multiplene vil dermed gi en høyere eller lavere aksjekurs enn snittet vi kommer frem til. Ved en utelukkning av EV/kg eller EV/EBIT i gjennomsnittet vil en få en endring på 5% i snittet. Dette vil gi Grieg Seafood en aksjekurs på enten 110 eller 122kr.

Basert på kontantstrømanalysen er Grieg Seafood aksjen verdt 123 kr. Dette er på bakgrunn av avkastningskravet på 4,47% og en terminalvekst på 2%. Vi mener verdien vi har kommet frem til på vår WACC er relativt lavt noe som gir en oppside av prisen på aksjen. En vet at ved et høyere avkastningskrav vil aksjekursen bli lavere, dog ved lavere terminalvekst. Ved å foreta seg en sensitivitetsanalyse kan en justere for eventuell endring i avkastningskrav eller i terminalvekst.

		Terminalvekst				
		1 %	1,50 %	2 %	2,50 %	3 %
WACC	3,47 %	161	204	277	424	884
	3,97 %	116	141	179	244	374
	4,47 %	85	101	123	158	215
	4,97 %	63	74	88	108	138
	5,47 %	47	54	63	76	94
	5,97 %	34	40	46	55	66

Tabell 9.1: Sensitivitetsanalyse av kalkulert aksjepris til Grieg Seafood ASA. vi ser at en endring i WACC og Terminalvekst gir store utslag på aksjeprisen

10 KONKLUSJON

10.1 SVAR PÅ PROBLEMSTILLING

Gjennom strategisk analyse og regnskapsanalyse har vi kartlagt at Grieg Seafood opererer konkurransedyktig overfor sine konkurrenter. Selskapet har derimot litt dårligere soliditet, noe som bærer preg ved at de har en høyere gjeldsgrad enn sine konkurrenter. Selskapets fremtidige inntjening er også positivt korrelert med lakseprisen noe som tilsier at det er denne prisen som vil styre fremtidig inntjening til Grieg Seafood ASA. I denne oppgaven skulle vi finne ut hva selskapet er verdt pr. 31.12.2018. I den fundamentale analysen gitt i kapittel syv estimerte vi en aksjekurs på 123 kr. I den markedsbaserte verdsettelsen regnet vi ut en snittkurs på 116 kr. for å komme frem til en sluttkurs benytter vi oss av et vektet snitt på 50-50 mellom disse og får en aksjekurs på 119,5 kr. Dette gir en verdi av selskapet på 13 343 609 000 kr, noe som er 2 milliarder kroner over dagens verdi på 11 691 011 400 kr. Vi mener denne kursen reflekterer selskapets virkelige verdi og kommer dermed frem til en kjøpsanbefaling av aksjen i kjølvann av høykonjunkturen sektoren har vært gjennom de siste årene.

10.2 SVAKHETER VED OPPGAVEN

Selv om vi kalkulerer og finner frem til en aksjekurs på 119,5 kroner kan det vike fra virkelig verdi. Gjennom vår fundamentale analyse estimerer vi fremtidige tall til selskapet. I de fleste tilfeller benytter vi oss av forholdstall som er knyttet opp mot salgsinntektene til bedriften, noe som kan vike fra de virkelige tallene de har oppnådd. Vi baserer oss også kun på Historiske tall som er offentlig tilgjengelig gjennom årsrapporter og kvartalsrapporter. Da årsrapporten for 2018 ikke ble sluppet før 20. april benyttet vi oss av Q4 rapporten til selskapet noe som kan vike fra tallene en får i årsrapporten. Vel og merke tar ikke vår verddivurdering med valutasvingninger i CAD, NOK eller EUR som vil påvirke salgsprisene til bedriften. En av de største svakhetene ligger i vår fremtidig estimering av verdjustering av biomassen. Denne er ikke tatt i betraktning da vi ikke har mulighet til å forutse utbrudd av lakselus ved hjelp av historiske data, noe som kan gi store utslag på bedriftens fremtidige inntjening hvis dette blir et tilfelle. En har også variabelen av subjektivitet. Når vi jobber med bedriften over lengre tid kan man ha en tendens til å få selskapet til å virke mer positivt og bra enn hva det virkelig er. Vi har derimot prøvd å holde oss så nøytralt som det lar seg gjøre ved å se på selskapet med et objektivt syn.

11 LITTERATURLISTE

E24 Børs. (2019). Brent Spot. Hentet fra
<https://bors.e24.no/#!/instrument/C:PBROUSDBR%5CSP.IDCENE>.

E24 Børs. (2019). Grieg Seafood. Hentet fra
<https://bors.e24.no/#!/instrument/GSF.OSE>.

Fishpool. (2019). Forward prices. Hentet fra
<http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>.

Fishpool. (2019). Price history – weekly, monthly and annual average. Hentet fra
<http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>.

Fiskeridirektoratet. (2017, 23. januar). Hvordan arbeider vi med rømminger? Hentet fra
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Roemming>

Fiskeridirektoratet. (2017, 24 april). Tildelingsprosessen. Hentet fra
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Fiskeridirektoratet. (2017, 1. mai). NYTEK-forskriften.. Hentet fra
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Roemming/NYTEK-forskriften>

Grieg Seafood. (2015). Årsrapport 2014. *griegseafood.no*. Hentet fra
<https://www.griegseafood.no/invest/arsrapporter>.

Grieg Seafood. (2016). Årsrapport 2015. *griegseafood.no*. Hentet fra
<https://www.griegseafood.no/invest/arsrapporter>.

Grieg Seafood. (2017). Årsrapport 2016. *griegseafood.no*. Hentet fra
<https://www.griegseafood.no/invest/arsrapporter>.

Grieg Seafood. (2018). Årsrapport 2017. *griegseafood.no*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/invest/arsrapporter>.

Grieg Seafood. (2018). Årsrapport 2017, Bærekraftsrapport. *griegseafood.no*. Hentet fra http://grieg17.digirapport.no/?page_id=75

Grieg Seafood. (2018). Årsrapport 2017, Del 1 - Reisen vår. *griegseafood.no*. Hentet fra <http://grieg17.digirapport.no>.

Grieg Seafood. (2018). Årsrapport 2017, Del 2 - Verdiskaping. *griegseafood.no*. Hentet fra http://grieg17.digirapport.no/?page_id=138.

Grieg Seafood. (2018). Årsrapport 2017, Del 3 - Finansiell rapport. *griegseafood.no*. Hentet fra http://grieg17.digirapport.no/?page_id=168.

Grieg Seafood. (2019). Grieg Seafood British Columbia. *griegseafood.no*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/produksjon/grieg-seafood-bc-gsbc/>.

Grieg Seafood. (2019). Grieg Seafood Finnmark. *griegseafood.no*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/produksjon/grieg-seafood-finnmark-gsff/>.

Grieg Seafood. (2019). Grieg Seafood Rogaland. *griegseafood.no*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/produksjon/grieg-seafood-rogaland-gsfr/>.

Grieg Seafood. (2019). Grieg Seafood Shetland. *griegseafood.no*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/produksjon/grieg-seafood-hjaltland-gsfh/>.

Grieg Seafood. (2019). Kvartalsrapport Q4 2018. *griegseafood.no*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/invest/kvartalsrapporter>.

Grieg Seafood. (2019). Teknologi. *griegseafood.no*. Hentet fra <https://www.griegseafood.no/produksjon/teknologi/>.

Hovland, K.M (2018, 22 august). Sterke tall fra laksegigantene: Dette er bransjens hodepiner. Hentet fra <https://e24.no/boers-og-finans/oljefondet/sterke-tall-fra-laksegigantene-dette-er-bransjens-hodepiner/24420350>.

Kinserdal, F (N/A). *Verdsettelse - ulike metoder gir samme verdi*. skrevet for *Magma.no*. Hentet fra <https://www.magma.no/verdsettelse-ulike-metoder-gir-samme-verdi>

Kristiansen, A. (2011). *Strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse av Grieg Seafood ASA*. Hentet fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/169419/Kristiansen%202011.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Laks er viktig for Norge. (2019). Laks ut i verden. Hentet fra <https://laks.no/laks-ut-i-verden/>.

Nodland, E. (2016, 29. juni). Dette er de 20 største oppdrettsselskapene i verden. Hentet fra <https://ilaks.no/dette-er-de-20-storste-oppdrettsselskapene-i-verden/>

Norges Bank (2019). Inflasjon. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon>

Norges Bank (2019). Statsobligasjoner daglige noteringer. Hentet fra <https://norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

Norsk Sjømatråd. (2018, 28. september) Sjømateksport for 99 milliarder i 2018 . Hentet fra <https://seafood.no/markedsinnsikt/fiskemarked-h2018/kina-h2018/>.

Norsk Sjømatråd. (2019, 7. januar) Sjømateksport for 99 milliarder i 2018. Hentet fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/sjomateksport-for-99-milliarder-i-2018-/>.

Norsk Sjømatråd (2019), Slik bruker resten av verden laks. Hentet fra <https://3iuka.no/artikler/arter/slik-bruker-resten-av-verden-laks/#.XL9wtuVZ4Uw.link>.

Pwc (2017). *Risikopremien i det Norske markedet*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>

Sander, K. (2017). *SWIMA/VRIO - analyse (ressursanalyse)*. Hentet fra <https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/>

Sander, K. (2019). *Konkurrentanalyse ("5 forces")*. Hentet fra <https://estudie.no/konkurransanalyse/>.

Sørensen, S.I. (2008). *Når laks har uflaks- effekten av politiske og kulturelle forhold på barrierene rettet mot eksport av norsk laks til EU* (Masteroppgave). Handelshøgskolen i Bodø. Bodø

Veterinærinstituttet. (2019). *Lakselus*. Hentet fra <https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/lakselus>.

Vøllestad, A. (2018, 24 Februar). *Smolt*. Hentet fra <https://snl.no/smolt>.

12 VEDLEGG

Vedlegg 1: Forholdstall mellom salgsinntekter og regnskapsposter til Grieg Seafood

Forholdstall til DCF	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt	Vi benyttet
Vekst Driftsinntekter	69,17 %	13,44 %	41,53 %	6,88 %	7,29 %	27,66 %	4,00 %
vekst andre inntekter	-86,46 %	1493,51 %	-8,69 %	-46,92 %	138,90 %	298,07 %	Flat sum
Varekostnad/driftsinntekter	55,94 %	58,86 %	49,91 %	52,91 %	51,02 %	53,73 %	-1% nedgang pr. år
Lønns- og personalkostnad/driftsinntekter	8,77 %	8,88 %	7,39 %	6,88 %	7,21 %	7,83 %	-0,3% nedgang pr. år
Andre driftskostnader/driftsinntekter	25,09 %	26,81 %	22,79 %	24,58 %	24,29 %	24,71 %	snitt
Avskrivning varige driftsmidler/driftsinntekter	3,31 %	3,52 %	2,68 %	2,80 %	3,07 %	3,07 %	snitt
Avskrivning konsesjoner og andre immaterielle eiendeler/drifts	0,13 %	0,11 %	0,08 %	0,07 %	0,07 %	0,09 %	snitt
Verdijustering av biomasse/driftsinntekter	11,03 %	-3,02 %	0,71 %	7,83 %	-1,30 %	3,05 %	0,00 %
Finansinntekter/driftsinntekter	1,40 %	0,82 %	0,31 %	0,60 %	0,40 %	0,70 %	snitt
Finanskostnader/driftsinntekter	2,62 %	2,82 %	2,36 %	0,81 %	1,43 %	2,01 %	snitt
Skatteskostnader/driftsinntekter	0,67 %	-0,29 %	5,14 %	2,81 %	4,03 %	2,47 %	Flat sum
Investeringer/driftsinntekter	3,60 %	0,39 %	-3,98 %	2,83 %	4,08 %	1,38 %	snitt
Arbeidskapital/driftsinntekter	33,78 %	38,63 %	36,99 %	34,17 %	17,10 %	32,13 %	0,00 %
Endring arb-kap /driftsinntekter	3,61 %	8,85 %	9,70 %	-0,44 %	-14,75 %	1,39 %	0,00 %

Vedlegg 2: Kalkulert free cashflow

Kalkulerer FCFF	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	1258424	1440077	1610024	1791325	1984616
1-SKATTESATS	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
avskrivninger	237778	247242	257085	267322	277968
CAPEX	112550	117030	121689	126535	131574
Endring av arbeidskapital	0	0	0	0	0
FCF Estimering	606074	730185	844843	967550	1098765
antall år i fremtiden	1	2	3	4	5
Diskonteringsfaktor	1,0447	1,0913	1,1401	1,1910	1,2442
Nåverdi:	580163	669086	741053	812401	883134
Terminalvekst					2 %
Terminalledd					35 754 424

Vedlegg 3: Estimerte fremtidige resultatregnskap til Grieg Seafood

Estimerte fremtidige kontantstrømmer	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Salgsinntekter	8100341	8424355	8761329	9111782	9476254
Andre inntekter	40000	40000	40000	40000	40000
Sum Driftsinntekter	8140341	8464355	8801329	9151782	9516254
Varekostnader	4153628	4212177	4293051	4373656	4453839
Lønnskostnader	555703	552658	548480	543084	536379
Andre driftskostnader	1934808	2012200	2092689	2176396	2263452
EBITDA	1496202	1687319	1867109	2058647	2262584
Avskrivning varige driftsmidler	231879	241108	250707	260690	271072
Avskrivning konsesjoner og andre Immaterielle eiendeler	5899	6134	6378	6632	6896
Reversering/nedskrivning av varige driftsmidler	0	0	0	0	0
EBIT før verdijustering	1258424	1440077	1610024	1791325	1984616
Verdijustering	0	0	0	0	0
EBIT etter verdijustering	1258424	1440077	1610024	1791325	1984616
Finansinntekter	35534	36948	38419	39949	41540
Finanskostnader	124637	129598	134757	140123	145703
Netto finansposter	-89103	-92649	-96338	-100174	-104163
Resultat før skattekostnader	1169321	1347427	1513686	1691151	1880453
Skattesats	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
Skattekostnader	280637	323383	363285	405876	451309
Ordniært resultat	888684	1024045	1150401	1285275	1429144