

Fundamental verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Grieg Seafood ASA



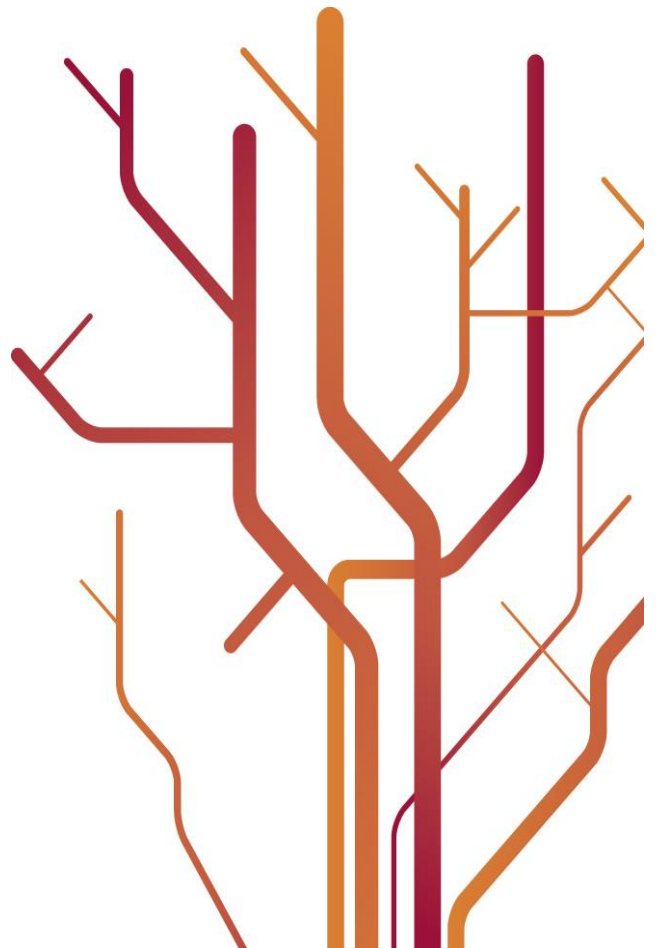
Kurt Anti Halvorsen

Nils Mikael H. Hansen

Masteroppgave i økonomi og administrasjon

Studieretning -økonomisk analyse (30 stp)

Mai 2013



Forord

Denne mastergradsoppgaven markerer avslutningen på våre siviløkonomstudier ved Handelshøgskolen i Tromsø. Vi kan nå se tilbake på en spennende og lærerik studietid.

Bakgrunnen for å skrive utredningen innen verdsettingsfaget er sterk interesse for økonomi generelt. Fagområdet gir en unik mulighet til å kombinere kunnskap fra forskjellige fag som statistikk, strategi, regnskap, økonomisk analyse og finans.

I januar 2013 kom Grieg Seafood ASA med en børsmelding om store nedskrivninger på biomassen som følge av sykdomsutbrudd. I tiden etter steg aksjekursen til tross for denne negative nyheten. På bakgrunn av dette syntes vi det var interessant å se nærmere på selskapet og hvorvidt aksjekursen gjenspeilte den faktiske verdien.

Gjennom arbeidet i masteroppgaven har læringskurven vært bratt, og det har vært både givende og utfordrende å sette teoriene ut i praksis.

Vi vil rette en stor takk til professor Terje Vassdal for dyktig og konstruktiv veiledning under oppgavearbeidet. Blant våre medstudenter sies det at dersom noen har et spørsmål ingen kan svare på, har Terje Vassdal alltid en løsning.

Til slutt vil vi takke våre samboere, barn og familie for hjelpsomheten og tålmodigheten de har vist det siste halvåret.

Tromsø, den 31. mai 2013

Nils Mikael H. Hansen

Kurt Anti Halvorsen

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven har vært å estimere verdien på egenkapitalen til det norske børsnoterte lakseoppdrettsselskapet Grieg Seafood ASA pr. 31.12.2012. I tillegg har vi sett på lakseprisens påvirkningskraft på aksjekursen til selskapet. Analysen er gjort på konsernnivå med bruk av offentlig tilgjengelig informasjon. Alle beregninger i analysen er gjort i Excel.

Innledningsvis har vi redegjort for selskapets virksomhet, eierstruktur, historisk aksjekurs og laksepris. Ved bruk av regresjonsanalyse fant vi at hele 85 % av aksjekursen kan forklares gjennom lakseprisen. I en påfølgende korrelasjonsanalyse viste det seg at Grieg Seafood hadde høyest korrelasjon med lakseprisen blant de syv selskapene som ble testet, med en korrelasjonskoeffisient på 0,918.

Videre har vi gjennomført en strategisk analyse, der vi ikke kunne avdekke noen varige konkurransefortrinn for Grieg Seafood i forhold til konkurrentene. Av resultatene fremgikk det likevel at Grieg Seafood har valgt en kostnadseffektiv strategi for fremtiden, der fokuset er å øke produktiviteten på anleggene samtidig som de ønsker å redusere produksjons- og rentekostnadene. Av nøkkeltallsanalysen fremgikk det også at Grieg Seafood har utfordringer knyttet til kostnadseffektivitet i forhold til konkurrentene.

Ved verdsettelsen benyttet vi diskontert fri kontantstrøm som verdsettelsesmetode. Gjennom denne verdsettelsen har vi verdsatt egenkapitalen til selskapet ved å se på kjerneaktiviteten til konsernet. Dermed var det nødvendig å omgruppere de ordinære regnskapene til en investororientert regnskapsoppstilling. Resultatene fra omgrupperingen danner grunnlaget for fremtidsregnskapet. Verdiestimatet ved diskontert fri kontantstrøm ble pr. 31.12.2012 på kr. 15,62 pr. aksje, mens aksjekursen på Oslo Børs var kr.12,35 pr. 31.12.2012. Robustheten til dette verdiestimatet ble videre testet ved å benytte relativ prising, matematisk verdi og en av Aswath Damodarans egne verdsettelsesmaler i Excel.

Nøkkelord: Grieg Seafood ASA, verdivurdering, verdsetting, fundamental analyse, strategisk regnskapsanalyse, lakseoppdrett, oppdrettsnæringen.

INNHold

FORORD	III
SAMMENDRAG	IV
FIGUROVERSIKT	IX
TABELLOVERSIKT	IX
BEGREPSAVKLARING	XI
1 INNLEDNING	1
1.1 BAKGRUNN	1
1.2 PROBLEMSTILLING	2
1.3 AVGRENSNING	2
1.4 RAPPORTENS OPPBYGNING	3
2 GRIEG SEAFOOD OG OPPDRETTSNÆRINGEN	4
2.1 GRIEG SEAFOOD.....	4
2.1.1 Historie	4
2.1.2 Organisasjonsstruktur og eierskap	5
2.1.3 Historisk kursutvikling.....	8
2.1.4 Regioner og produkter.....	11
2.2 OPPDRETTSNÆRINGEN.....	13
3 TEORETISK FUNDAMENT	14
3.1 VERDIDRIVERE	15
3.1.1 Avkastning på investert kapital	15
3.1.2 Vekst.....	16
3.1.3 Avkastningskravet	16
3.2 VERDSETTELSESMETODER.....	21
3.2.1 Fundamental analyse	22
3.2.2 Komparativ verdsettelse.....	31
3.2.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	34
3.3 VALG AV VERDSETTELSESMETODE	36
4 METODE	38
4.1 FORSKNINGSDESIGN OG DATAINNSAMLING	38
4.2 VALIDITET	38
4.3 RELIABILITET	39
4.4 OPPSUMMERING AV METODE	40
5 STRATEGISK ANALYSE	41

5.1 PORTERS FIVE FORCES	41
5.2 VRIO	47
5.3 STRATEGISK POSISJON.....	50
6 REGNSKAPSANALYSE	51
6.1 BALANSE- OG RESULTATREGNSKAP 2008-2012	54
6.2 OMGRUPPERING AV REGNSKAP	56
6.3 OMGRUPPERT RESULTAT- OG BALANSEREGNSKAP	65
6.4 NØKKELTALLSANALYSE	68
6.4.1 <i>Likviditet</i>	69
6.4.2 <i>Finansiering</i>	71
6.4.3 <i>Soliditet</i>	74
6.4.4 <i>Lønnsomhet</i>	78
6.4.5 <i>AG-treet</i>	82
6.5 KONKLUSJON NØKKELTALLSANALYSE	86
7 FASTSETTELSE AV AVKASTNINGSKRAV	87
7.1 KAPITALVERDIMODELLEN - CAPM	87
7.1.1 <i>Risikofri rente</i>	89
7.1.2 <i>Beta</i>	89
7.1.3 <i>Markedets risikopremie</i>	92
7.1.4 <i>Fastsettelse av egenkapitalkostnaden</i>	92
7.2 GJELDSKOSTNADEN	93
7.3 MARKEDSVERDI PÅ EGENKAPITAL OG GJELD	94
7.4 WACC.....	95
8 FREMTIDSREGNSKAP	96
8.1 RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAPET	96
8.2 SALGSINTEKTER	97
8.3 DRIFTSKOSTNADER.....	100
8.3.1 <i>Varekostnader</i>	100
8.3.2 <i>Lønns- og personalkostnader</i>	101
8.3.3 <i>Avskrivninger og nedskrivninger</i>	101
8.3.4 <i>Andre driftskostnader</i>	102
8.3.5 <i>Presentasjon av driftskostnader og driftsresultat</i>	102
8.4 BUDSJETTERT NOPLAT.....	103
8.5 FREMTIDSBUDSJETTERTE FINANSPOSTER OG ÅRSRESULTAT	104
8.5.1 <i>Finansposter</i>	104
8.5.2 <i>Skatt</i>	105

8.5.3 Presentasjon av fremtidig årsresultat	105
8.6 FREMTIDSBUDSJETTERT BALANSEREGNSKAP	106
8.6.1 Eiendeler	106
8.6.2 Egenkapital	109
8.6.3 Gjeld.....	110
8.7 PRESENTASJON AV FREMTIDSBUDSJETTERT BALANSE	112
9 VERDIVURDERING	113
9.1 SELSKAPSVERDIEN.....	114
9.2 FRI KONTANTSTRØM	115
9.3 TERMINALVERDIEN OG ENTERPRISE VALUE	116
9.4 FINANSIELL GJELD OG ANDRE EIENDELER	117
9.5 VERDIEN AV GRIEG SEAFOOD ASA.....	117
9.6 ALTERNATIVE VERDIVURDERINGER	118
9.6.1 Relativ Prising	118
9.6.2 Matematisk verdi.....	120
9.6.3 Verdsettelse etter Damodaran	120
9.7 OPPSUMMERING AV VERDSETTELSE	121
10 SENSITIVITETSANALYSE	122
10.1 ENDRING I WACC OG VEKST.....	122
10.2 REVERSE ENGINEERING	125
10.3 OPPSUMMERING SENSITIVITETSANALYSE	126
11 DRØFTELSE OG KONKLUSJON	126
11.1 OPPSUMMERING AV ANALYSENS HOVEDFUNN	127
11.2 KONKLUSJON	128
11.3 HANDELSSTRATEGI.....	129
REFERANSER	129
LITTERATUR:.....	130
WEBKILDER:.....	132
PERSONER:	138
VEDLEGG	139
VEDLEGG 01: OVERSIKT OVER VERDIJUSTERING AV BIOMASSE GRIEG.....	139
VEDLEGG 02: MELLOMREGNINGER TIL FREMTIDSBUDSJETTERINGEN.....	139
VEDLEGG 03: INPUT VED BEREGNING ETTER DAMODARANS REGNEARK.....	140
VEDLEGG 04: RESULTATER FRA DAMODARANS REGNEARK.....	141
VEDLEGG 05: INPUTSKJEMA VED BEREGNING AV AG-TREET TIL GRIEG	142

VEDLEGG 06: INPUTSKJEMA VED BEREGNING AV AG-TREET TIL SALMAR.....	144
VEDLEGG 07: INPUTSKJEMA VED BEREGNING AV AG-TREET TIL MARINE HARVEST	146
VEDLEGG 08: INPUTSKJEMA VED BEREGNING AV AG-TREET TIL LERØY	148
VEDLEGG 09: SENSITIVITETSANALYSE: ENDRING I VEKST OG WACC.....	150
VEDLEGG 10: SENSITIVITETSANALYSE: ENDRING I GJELDSKOSTNAD.....	150
VEDLEGG 11: T-TEST BETA.....	150
VEDLEGG 12: AKSJEKURSER FOR OPPDRETTSNÆRINGEN OG OSEBX.....	151
VEDLEGG 13: BEREGNINGER AV MÅNEDLIGE LAKSEPRISER	152
VEDLEGG 14: REGRESJONSANALYSE BETA-BEREGNING FOR OPPDRETTSNÆRINGEN	153
VEDLEGG 15: AVKASTNINGER OPPDRETTNÆRINGEN OG OSEBX	156
VEDLEGG 16: MELLOMREGNINGER TIL BETA.....	157
VEDLEGG 17: BEREGNING LØPENDE BETA	158
VEDLEGG 18: DATAUTSNITT: UKENTLIG KURS- OG LAKSEPRISDATA	159

Figuroversikt

Figur 01: Organisasjonsoversikt GSF	5
Figur 02: Organisasjonsstruktur GSF	6
Figur 03: Grieg Group oversikt	7
Figur 04: Andel driftsinntekter Grieg Group	8
Figur 05: Kursutvikling GSF vs. OSEBX 2008-2012.....	8
Figur 06: Grafisk fremstilling av regresjonsanalyse.....	10
Figur 07: Kursutvikling GSF vs. laksepriser2008-2012.....	11
Figur 08: Produsert volum i Norge	14
Figur 09: Porters Five Forces	41
Figur 10: GSFs markeder	45
Figur 11: Global produksjon av atlantisk laks.....	47
Figur 12: Laksepriser 2008-2012	69
Figur 13: Likviditetsgrad 1	70
Figur 14: Finansieringsgrad 1	72
Figur 15: Arbeidskapital	73
Figur 16: Egenkapitalandel i prosent.....	75
Figur 17: Gjeldsgrad	76
Figur 18: Rentedeckningsgrad	77
Figur 19: Resultatgrad	79
Figur 20: Totalkapitalrentabilitet	80
Figur 21: Egenkapitalrentabilitet etter skatt	81
Figur 22: Løpende Beta	90
Figur 23: Sensitivitetsanalyse: Vekst vs. WACC.....	123
Figur 24: Sensitivitetsanalyse: Vekst og WACC	123
Figur 25: Sensitivitetsanalyse: endring aksjeverdi	124

Tabelloversikt

Tabell 01: Korrelasjon aksjekurs og laksepris.....	9
Tabell 02: Regresjonsanalyse for laksepris og GSF.....	10
Tabell 03: Produsert volum	13
Tabell 04: Oppsummering av Five Forces	47
Tabell 05: Konsolidert resultatregnskap GSF 2008-2012	55
Tabell 06: Konsolidert balanseregnskap GSF 2008-2012	55
Tabell 07: Dirty Surplus GSF 2008-2012	57
Tabell 08: Kontanter i forhold til salgsinntekter GSF 2008-2012	61

Tabell 09: Omgruppert resultatregnskap GSF 2008-2012.....	66
Tabell 10: Omgruppert balanseregnskap GSF 2008-2012.....	66
Tabell 11: Beregning av investert kapital for GSF 2008-2012	67
Tabell 12: Årlig gjennomsnitt statsobligasjoner.....	81
Tabell 13: Nøkkeltall fra AG-treet	83
Tabell 14: Årlig gjennomsnitt for 3-10 årige statsobligasjoner	89
Tabell 15: Regresjonsanalyse for beta-beregning	90
Tabell 16: Betaverdier i oppdrettsnæringen	91
Tabell 17: Årlig gjennomsnitt NIBOR.....	93
Tabell 18: Beregning av gjeldskostnad.....	94
Tabell 19: Slaktevolum i forhold til produksjonskapasitet	98
Tabell 20: Budsjettering av fremtidig slaktet volum	98
Tabell 21: Årlig inntektsendring GSF 2008-2012.....	99
Tabell 22: Estimerte salgsinntekter GSF 2013-2022	99
Tabell 23: Resultat fra tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet 2013-2022	100
Tabell 24: Fremtidsbudsjetterte driftskostnader og driftsinntekter.....	103
Tabell 25: Fremtidsbudsjettert NOPLAT	104
Tabell 26: Netto finansposter 2013-2022	105
Tabell 27: Fremtidsbudsjettert Årsresultat GSF 2013-2022.....	106
Tabell 28: Arbeidskapital GSF 2008-2012	107
Tabell 29: Budsjetterte varige driftsmidler og avskrivninger	107
Tabell 30: Avdragsprofil for GSFs langsiktige gjeld	110
Tabell 31: Fremtidsbudsjettert og omgruppert balanseregnskap GSF 2013-2022	112
Tabell 32: Fremtidsbudsjettert investert kapital 2013-2022	113
Tabell 33: Budsjettert fri kontantstrøm	116
Tabell 34: Nåverdi av fremtidig kontantstrøm.....	116
Tabell 35: Verdien av egenkapitalen	117
Tabell 36: Beregning etter P/B.....	119
Tabell 37: Beregning P/B.....	119
Tabell 38: Matematisk verdi	120
Tabell 39: Verdi etter Damodaran	120
Tabell 40: Oversikt verdiestimater	121
Tabell 41: Sensitivitetsanalyse: Vekst vs. WACC.....	122
Tabell 42: Effekter av endring på enkeltkomponenter i WACC	125

Begrepsavklaring

BAKKA	P/f Bakkafrost
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITA	Earnings before Interest, Taxes and Amortizations
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations
EV	Enterprise Value
FCF	Free Cash Flow
GSF	Grieg Seafood Group ASA
IFRS	International Financial Reporting Standards
KPI-JAE	Konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer
LSG	Lerøy Seafood Group ASA
MHG	Marine Harvest Group ASA
NFF	Norske finansanalytikerers forening
NIBOR	Norwegian Inter Bank Offered Rate
NOPLAT	Net Operating Profit less Adjusted Taxes
OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index
ROIC	Return on Invested Capital
SALM	SalMar ASA
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Vi har valgt å skrive masteroppgaven innenfor fagområdet *verdsettelse av foretak*. Dette på grunn av at det gir en unik mulighet til å fordype seg innenfor flere fagområder, både teoretisk og praktisk. Samtidig får vi tilegnet ny kunnskap og utfordret ferdighetene vi har opparbeidet oss gjennom økonomistudiet.

Verdsettelse av foretak kommer kanskje best til sin rett ved oppkjøp, men er like viktig ved aksjeinvesteringer, både på selskapsnivå og privat. For å gjøre gode investeringer er det nærliggende å forvente at en rasjonell investor ikke kjøper for høyere verdi enn hva aktivaet, eller selskapet, faktisk er verdt. Da bør en være i stand til å vurdere aksjens potensial relativt til markedskursen. Dersom verdien en kommer frem til har mer verdier enn hva aksjekursen tilsier, innebærer dette at en får mer enn én krone igjen for hver krone man investerer i selskapet. Det er nettopp dette som er målet til de fleste investorer.

Selskapet vi skal verdsette i denne oppgaven er Grieg Seafood ASA. Dette er et norsk børsnotert selskap som driver med oppdrett av laks og ørret. Selskapet kom med en børsmelding 17. januar 2013 og meldte om 88 millioner i nedskrivninger som følge av dødelighet og sykdom ved to av produksjonsanleggene. Samtidig steg aksjekursen fra kr. 12,40 til kr. 13 de påfølgende 5 dagene, og videre til kr. 14,90 frem mot slutten av februar 2013. Dette strider imot teori om markedseffisiens, der nyheter om aksjen bør reflekteres i aksjekursen veldig raskt (Bodie, Kane og Marcus, 2011). I samme periode økte også lakseprisene.

Et selskap som virker å være så knyttet til konjunktursvingninger, som her lakseprisen, syntes vi var spennende og svært utfordrende å verdsette. Med dette som utgangspunkt ble vi nysgjerrige på hvor stor forklaringskraft lakseprisen har på et oppdrettsselskap, og ikke minst om selskapet var priset riktig på Oslo Børs.

For å kunne gjøre et best mulig estimat av selskapsverdien, har vi valgt å benytte oss av fundamental verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse. Vi har satt oss inn i konsernets virksomhet, strategiske posisjon, omgruppert regnskapene, kartlagt lønnsomheten og forbedringsmulighetene, og til slutt testet robustheten i verdiestimatet. Gjennom dette arbeidet håper vi å komme frem til et representativt verdiestimat av selskapet.

1.2 Problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å beregne verdien av egenkapitalen pr. 31.12.2012, til det norske børsnoterte oppdrettsselskapet Grieg Seafood ASA. Den konkrete problemstillingen vi da skal besvare i denne oppgaven er:

”Hva er verdien av egenkapitalen til Grieg Seafood ASA?”

Etter at vi har beregnet verdien på selskapet, vil vi sammenligne verdiestimatet med markedsprisen selskapet er vurdert til på Oslo Børs. Med bakgrunn i resultatene vil vi komme med en anbefaling om investorer bør kjøpe, holde posisjon eller selge. I tillegg ønsker vi å se på hvor stor påvirkning lakseprisen har på aksjekursen til Grieg Seafood.

Vi har besvart oppgaven på grunnlag av offentlig tilgjengelig informasjon, som blant annet årsregnskaper, kvartalsregnskaper, børsmeldinger og annen informasjon på selskapets nettside. I tillegg har vi kontaktet Grieg Seafood i de tilfeller der vi har hatt spørsmål ut over det som er offentlig tilgjengelig.

1.3 Avgrensning

Analysen har visse begrensninger ettersom den er utført innenfor en gitt tidsramme og i forhold til tilgjengelig informasjon vi har funnet. Dette har medført at vi har fokusert verdsettelsen på konsernnivå, og ikke for hver enkelt forretningsavdeling. Valget henger sammen med manglende informasjon vedrørende hver enkelt forretningsavdeling.

Resultatene fra oppgaven baseres på offentlig tilgjengelig informasjon, som årsrapporter, kvartalsrapporter, børslister og lignende. Oppgaven kan derfor ha manglende detaljinformasjon om fortid og fremtid, noe som er ønskelig ved verdsettelse av foretak (Kaldestad og Møller, 2011).

Videre er oppgaven investororientert. Vi har omgruppert og stilt opp regnskapstallene i et investorperspektiv, der vi ønsker å kartlegge det driftsrelaterte resultatet. Dette gjør at resultatene fra oppgaven er relevant for nåværende og potensielle eiere, og mindre relevant for kreditorer.

Videre er det brukt egne forutsetninger i forbindelse med fremtidsbudsjetteringen av regnskapene, og ellers der dette kreves grunnet manglende informasjon.

1.4 Rapportens oppbygning

Innledningsvis vil vi i kapittel 2 presentere informasjon om bransjen og selskapet. Dette for å gi en innføring i selskapets virksomhet og dets bransje. I tillegg vil vi se på den historiske utvikling av aksjekursen, samt hvor stor forklaringskraft lakseprisen har på aksjekursen.

Deretter presenterer vi i kapittel 3 teori om verdidrivere, samt ulike verdsettelsesmetoder før vi velger hvilken metode som vil benyttes i verdsettingen av selskapet.

I kapittel 4 vil vi presentere den samfunnsvitenskapelige metoden benyttet i oppgaven, samt noen svakheter ved metoden som benyttes.

En strategisk analyse av selskapet følger i kapittel 5. Her vil vi bygge videre på kapittel 2 og gå dypere inn på de eksterne omgivelsene i bransjen, samt de interne ressursene selskapet besitter. Ut fra disse analysene vil vi se på den strategiske posisjonen til selskapet.

I kapittel 6 foretar vi regnskapsanalyse med omgruppering av resultat- og balanseregnskapet, samt nøkkeltallsanalyse. Som grunnlag til omgrupperingen og nøkkeltallsanalysen benyttes de ordinære regnskapstallene til selskapet.

Avkastningskravet til selskapet fastsettes i kapittel 7. De teoretiske forutsetningene om verdidrivere vist i kapittel 3 vil benyttes som grunnlag for beregningene.

Videre utarbeider vi fremtidsregnskapet i kapittel 8 og budsjetterer de fremtidige kontantstrømmene. Ved fremtidsbudsjetteringen tar vi utgangspunkt i det omgrupperte regnskapet.

Selve verdsettelsen av selskapet gjennomføres og presenteres i kapittel 9. Videre viser vi til alternative beregningsmetoder og verdiestimer.

I kapittel 10 utfører vi en sensitivitetsanalyse for å teste effektene som endringer i nøkkelparametere har på verdiestimatet og for å se hvilke faktorer som har størst innvirkning på resultatet av analysen.

Avslutningsvis vil vi i kapittel 11 oppsummere og drøfte funnene i oppgaven. Deretter presenterer vi konklusjonen og handelsstrategi.

2 Grieg Seafood og oppdrettsnæringen

I dette kapittelet vil vi presentere selskapet Grieg Seafood ASA (heretter kalt Grieg). Herunder selskapets historie, organisasjonsstruktur og eierskap, historisk kursutvikling og virksomhetsområder. I tillegg vil vi gi en presentasjon av oppdrettsnæringen.

2.1 Grieg Seafood

Grieg er et av verdens største oppdrettsselskaper innen laks og ørret og har vært notert på Oslo Børs siden juni 2007 [2]. Konsernet har en årlig produksjonskapasitet på 95.000 tonn laks og ørret. Oppdrettsanleggene er lokalisert i Finnmark, Rogaland, British Columbia i Canada og på Shetland. De fire regionene innehar til sammen 103 lisenser, som er tillatelser til produksjon av laks og ørret. I tillegg har Grieg egne salgsselskap i Bergen og i Lerwick på Shetland. Selskapets hovedkontor er i Bergen, og til sammen sysselsetter Grieg 600 ansatte [6].

2.1.1 Historie

Selskapet ble stiftet 4. januar 1988. I 1992 så oppdrettsvirksomheten dagens lys, den gang eksklusivt i Norge. I 2000 ble den nord-norske virksomheten solgt til Fjord Seafood og virksomheten til Grieg ble i stedet konsentrert til Rogaland [3].

Selskapet Scandic Ltd. (Senere Grieg Seafood BC Ltd.) på Vancouver Island i Canada ble kjøpt i 2001. I 2006 ble Volden Group AS (Senere Grieg Seafood Finnmark) kjøpt opp, med 23 matfisklisenser. Videre utvidet Grieg i februar 2007 sin virksomhet i Canada ved å kjøpe opp Target Marine Aquaculture Ltd. Det ble også avtalt et oppkjøp av Hjaltland Seafarms AS (Senere Grieg Seafood Hjaltland) på Shetland i april 2007. I mai samme år ble en emisjon gjennomført. Dette førte til at oppkjøpet av Hjaltland Seafarms kunne realiseres i juni 2007, i tillegg til oppkjøp av tre mindre selskaper på Shetland hvor to av fire lisenser var godkjent for produksjon av økologisk laks. I mai ble også en eierandel på 6,3 % i Marine Farms ASA solgt. Den 21. juni 2007 ble Grieg listet på Oslo Børs under tickeren GSF. I 2008 ble virksomhetene i Canada og Shetland ytterligere utvidet.¹

Grieg kjøpte to mindre selskaper på Shetland i 2010. To av datterselskapene; Grieg Seafood Hjaltland AS og Grieg Seafood Marine Farms AS fusjonerte med morselskapet Grieg Seafood

¹ Webkilder: [3][5][16][17]

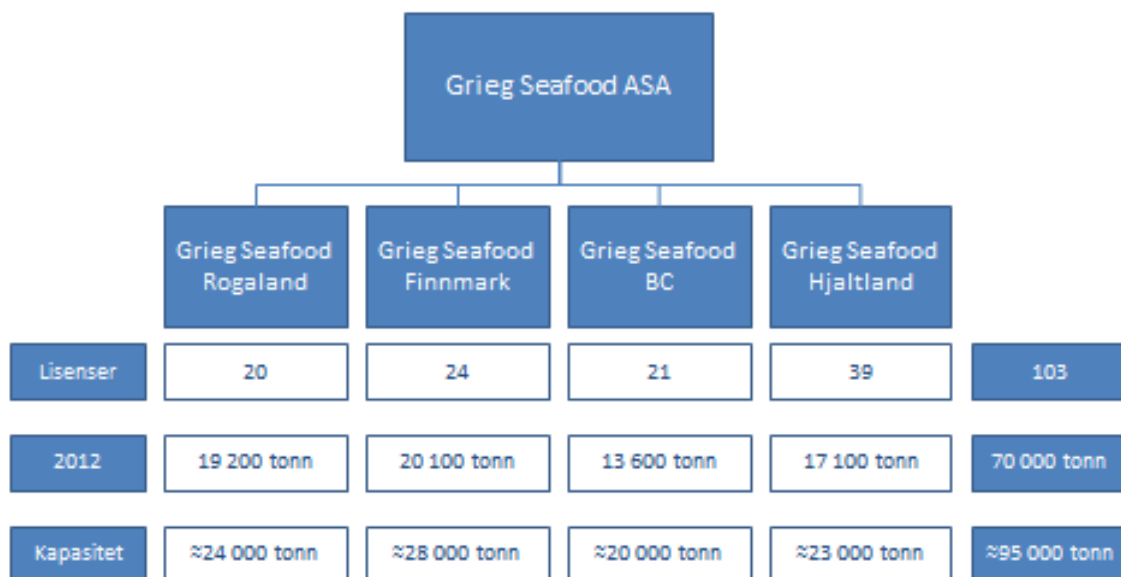
ASA. I tillegg ble det etablert et nytt salgsselskap i Norge, Ocean Quality AS, i samarbeid med Bremnes Seashore AS [18].

For å redusere produksjonskostnader i framtiden ble det i 2011 gjort betydelige investeringer i smoltproduksjon i alle fire regioner. I tillegg ble resterende 51,3 % av aksjene i Erfjord Stamfisk AS kjøpt opp [19].

2012 var preget av sykdomsutbrudd og økt dødelighet på anleggene i Canada (furunkuloseutbrudd i settefiskanlegg) og Shetland (AGD/lus). Dette førte til store nedskrivninger på biomassen, lavere slaktevolum i 2012, i tillegg til at sykdomsutbruddet i Canada vil føre til lavere slaktevolum i 2013 og 2014 [20][45].

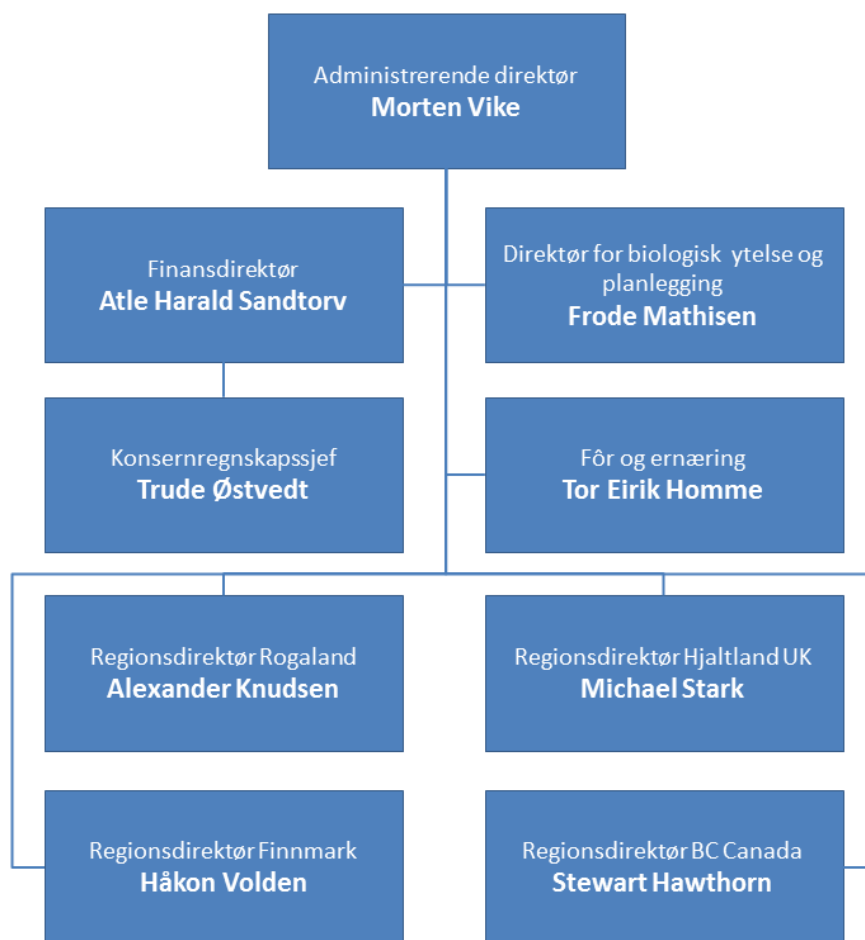
2.1.2 Organisasjonsstruktur og eierskap

Grieg Seafood er en del av Grieg Group. Grieg Seafood består av fire regioner. Hver region er datterselskaper av Grieg Seafood bortsett fra Grieg Seafood Hjaltdland som er fusjonert med morselskapet. Alle regionene har egen ledelse [4][10]. I figuren under vises organisasjonsoppbyggingen til selskapet:



Figur 01: Organisasjonsoversikt GSF

Styret skal ifølge vedtektene bestå av inntil syv medlemmer. Pr. 18. mars 2013 består det av fem medlemmer, der styreleder er Per Grieg jr. Konsernledelsen består av ni ansatte, med administrerende direktør Morten Vike [7][8][11].

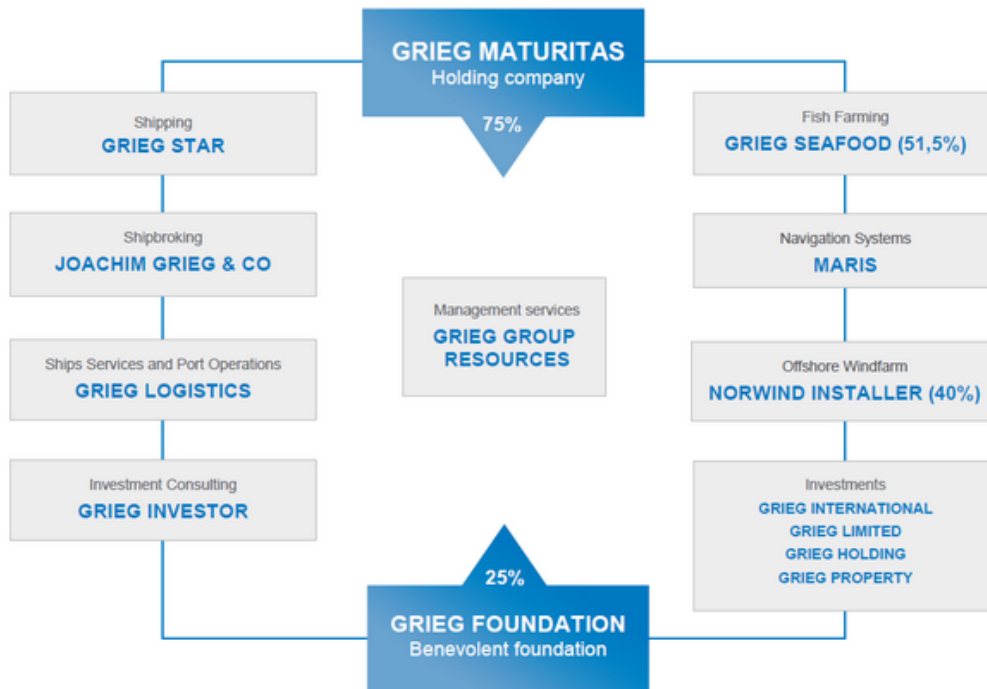


Figur 02: Organisasjonsstruktur GSF

Pr. 21.05.13 er Grieg Holdings AS hovedaksjonær med 49,97 % av aksjene, mens Kontrari AS eier 13,36 % av aksjene. Resten av aksjonærene sitter med eierposter i størrelsesordenen 3,46 % og mindre. Grieg Seafood eier 1,12 % egne aksjer, totalt eier Grieg Group 51,5 % av aksjene i Grieg Seafood [9].

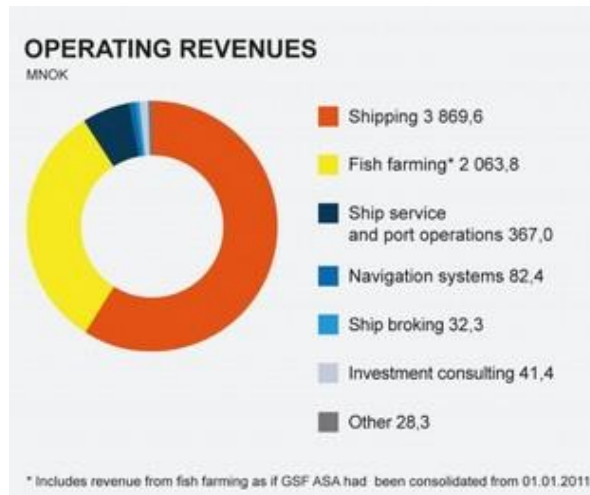
Selskapet har annonsert en utbyttestrategi som regulerer utbyttet til 25-35 % av netto resultat justert for resultateffekt som følger av biomasseendringer. Fremtidig utbytte vil avhenge av konsernets fremtidige inntjening, finansielle situasjon og kontantstrøm. Styret har uttalt at utbytte som utdeles bør vise en utvikling som står i forhold til veksten i konsernets resultater, samtidig som det tas hensyn til sunn egenkapital, fremtidig vekst og investeringer. I perioden 2008-2012 har Grieg Seafood kun utbetalt utbytte i 2009 og 2010 [10][11].

Grieg Seafood er en del av konsernet Grieg Group. Joachim Grieg etablerte allerede i 1884 virksomhet innenfor skipsmegling. Siden den gang har bedriften utviklet seg til i dag å bestå av flere forskjellige forretningsområder. I 1984 ble bedriften omstrukturert til Grieg Group. Totalt sysselsetter Grieg Group 1750 ansatte innenfor områder som; skipsmegling, shipping, vind- og tidevannskraft og lakseoppdrett. Oppsummert har Grieg Group følgende eierstruktur [55]:



Figur 03: Grieg Group oversikt

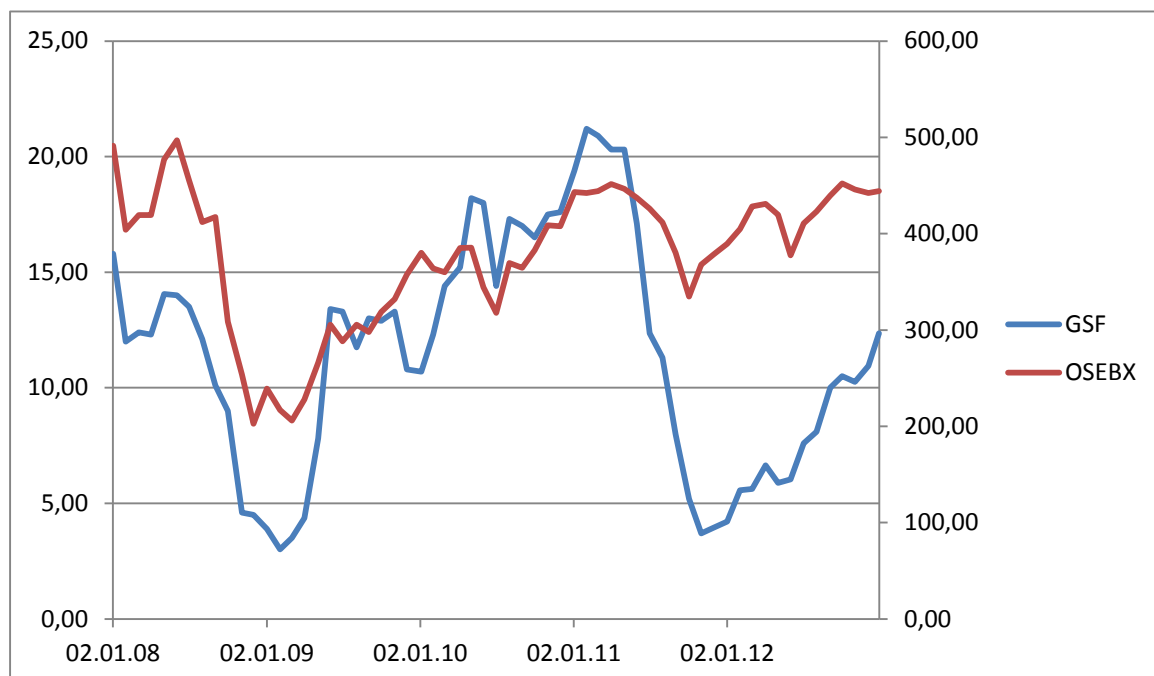
Ser vi på de forskjellige forretningsområdene til Grieg Group utgjør shipping den desidert største andelen driftsinntektene med 59,67%. Lakseoppdrett utgjør det nest største forretningsområdet målt i driftsinntekter med en andel på 31,83%. Til sammen utgjør de altså hele 91,5% av driftsinntektene til Grieg Group. I figuren nedenfor ser vi en oversikt over Grieg Groups driftsinntekter fordelt på de forskjellige forretningsområdene [56].



Figur 04: Andel driftsinntekter Grieg Group

2.1.3 Historisk kursutvikling

Griegs aksjer er notert på Oslo Børs under tickeren GSF. Det siste året har GSF steget 193,35 % fra kr. 4,21 til kr. 12,35. De siste fem årene har GSF sunket 21,84 % fra kr. 15,80 den 02.01.08 til kr. 12,35 den 28.12.12. OSEBX har hatt en nedgang på 9,61 % fra 491,32 til 444,09 i løpet av samme femårsperiode [24][49]. Data for beregninger av avkastning finnes i vedlegg 12. Figuren under viser utviklingen på OSEBX og GSF i perioden 2008-2012:



Figur 05: Kursutvikling GSF vs. OSEBX 2008-2012

Om vi ser på månedlige kursdata for aksjen i forhold til et vektet gjennomsnitt av prisen på fersk og fryst laks, finner vi at disse er sterkt korrelerte. Samme sammenheng gjelder generelt for oppdrettsnæringen, unntatt for Cermaq og P/f Bakkafrost. I Cermaq er oppdrettsselskapet Mainstream bare er en del av virksomheten, mens de i tillegg er en stor produsent av fôr. Dette kan være med på å påvirke den lave korrelasjonen til lakseprisen. Bakkafrost på sin side har kun vært listet på Oslo Børs siden april 2010. På grunn av dette er det bare 34 observasjoner på Bakkafrost i motsetning til 61 hos de andre. Deres lave korrelasjon med lakseprisen kan være et resultat av få observasjoner. I tillegg er Morpol tatt med, selv om hovedvirksomheten dreier seg om videreforedling av laks. De har kjøpt opp konsesjoner i Skottland og Jøkelfjord i Troms, og de kan derfor betraktes som en del av oppdrettsbransjen. Vi ser at de har en særlig høy korrelasjon med lakseprisen, noe som vil være naturlig da de er mer eksponert for endringer i laksepris gjennom deres virksomhet innen videreforedling, som gjør at de er både kjøper og leverandør av laks som råvare².

I figuren under ser vi korrelasjoner mellom lakseprisen og aksjekursen til selskapene. For å vise korrelasjonen best mulig har vi ved beregningen delt opp i ulike tidsperioder. Tidsperiodene er 2008-2009 (finanskrise), 2010-2012 (normalperiode) og hele perioden 2008-2012. Det er lite korrelasjon mellom lakseprisen og kursen til selskapene under finanskrisen. Ser vi derimot på normalperioden har alle selskapene, som har lakseoppdrett som hovedvirksomhet, en korrelasjon på over 0,8. GSF har spesielt høy korrelasjon i denne perioden, på hele 0,918 (Vedlegg 13).

Tabell 01: Korrelasjon aksjekurs og laksepris

Korrelasjoner mellom månedlige data på aksjekurs og laksepris							
	GSF	MHG	LSG	SALM	CEQ	BAKKA	MORPOL
2008-2012	0,7465	0,7344	0,6978	0,8067	0,3334	0,3618	0,8734
2010-2012	0,9180	0,8225	0,8326	0,8711	0,2743	0,3618	0,8734
2008-2009	-0,0091	0,2649	-0,0578	0,2005	-0,2394	N/A	N/A

Vi har i tillegg gjennomført en regresjonsanalyse med laksepris som uavhengig variabel og aksjekursen til GSF som avhengig variabel, i normalperioden. Utdataen vises i tabell 02 under:

² Webkilder: [21][22][24][50][51][52][53][54].

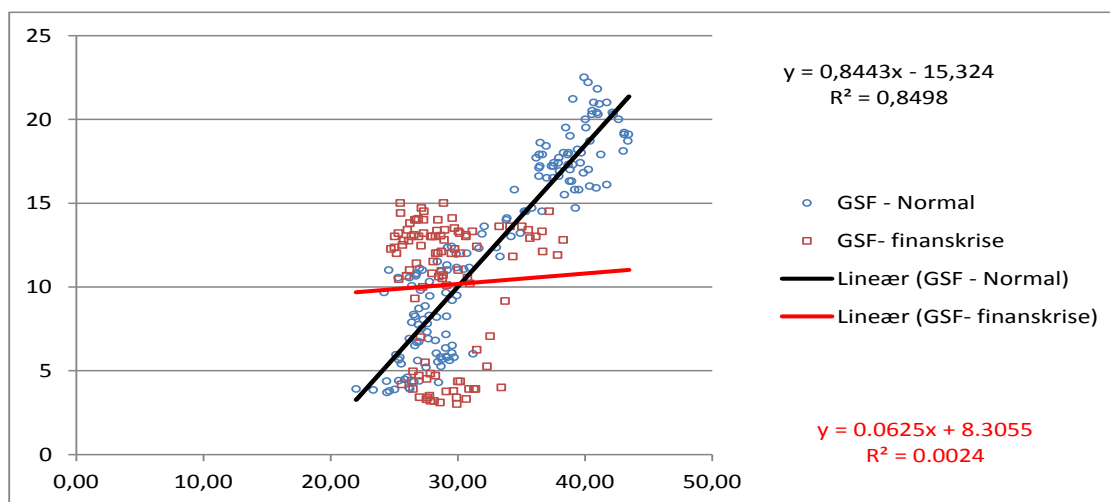
Tabell 02: Regresjonsanalyse for laksepris og GSF

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,922
R-kvadrat	0,850
Justert R-kvadrat	0,849
Standardfeil	2,143
Observasjoner	156

Variansanalyse					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	4001,728	4001,728	871,082	0,000
Residualer	154	707,472	4,594		
Totalt	155	4709,200			

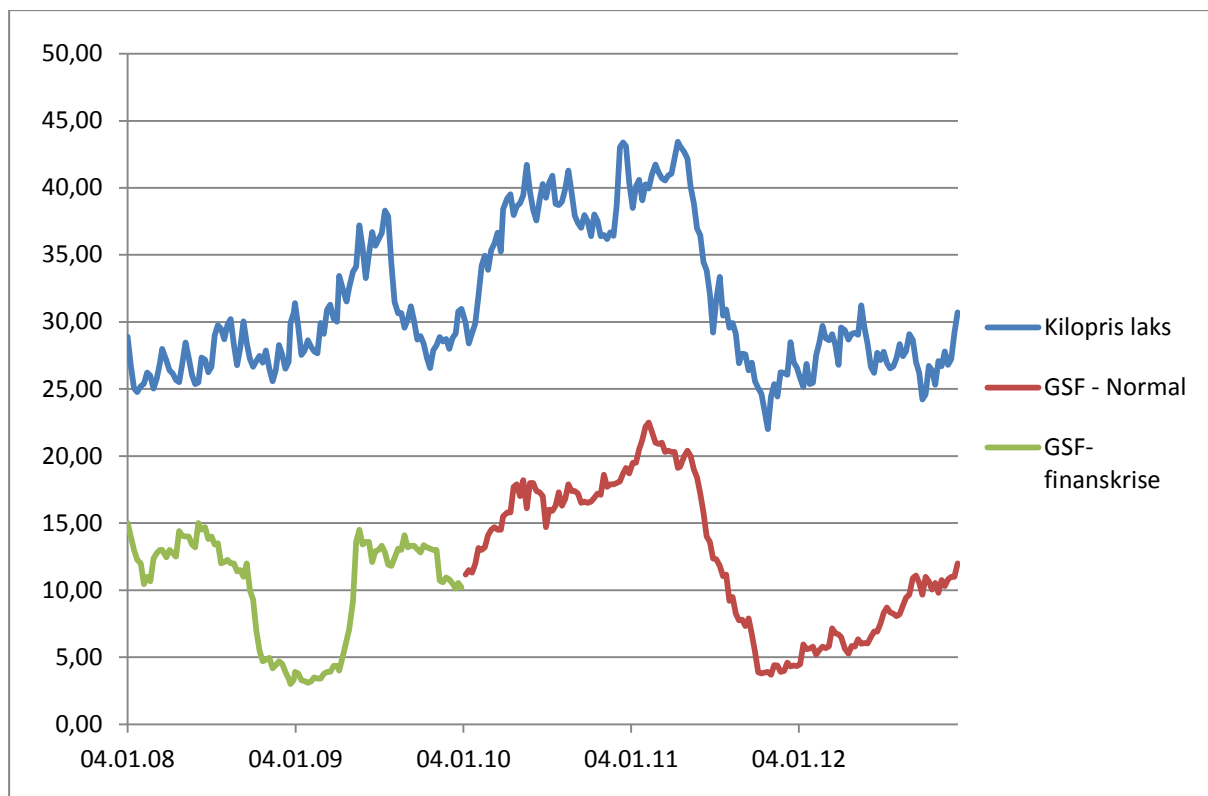
	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%
Skjæringspunkt	-15,324	0,955	-16,047	0,000	-17,211	-13,438
X-variabel 1	0,844	0,029	29,514	0,000	0,788	0,901

En R^2 på 0,85 viser at modellen har stor forklaringskraft og at hele 85 % av aksjeprisen til GSF kan forklares av lakseprisen. I figuren under ser vi at dette støttes av en grafisk framstilling. I finanskrisen er det derimot vanskelig å kunne si noe om aksjekursen ut fra lakseprisen. Dette ser vi i punktdiagrammet under, der det er en stor spredning for observasjoner under finanskrisen. I tillegg viser R^2 for finanskrisen at lakseprisen har liten forklaringskraft på aksjekursen.



Figur 06: Grafisk fremstilling av regresjonsanalyse

I figur 07 under, ser vi utviklingen i ukentlig laksepris og aksjekurs for GSF i perioden 2008-2012 (Vedlegg 18). Kursen er delt opp i to perioder; finanskrisen og normalperiode. Her ser vi tydelig at kursen i normalperioden svinger på samme måte som lakseprisen, i motsetning til svingningene under finanskrisen.



Figur 07: Kursutvikling GSF vs. laksepriser 2008-2012

2.1.4 Regioner og produkter

I det følgende presenteres de forskjellige regionene og deres produkter.

Grieg Seafood Finnmark

Den nordligste regionen er Grieg Seafood Finnmark som er et resultat av fusjonen mellom Grieg og Volden Group AS i 2006. Grieg disponerer 24 konsesjoner og totalt har regionen 193 ansatte. Dette er den største regionen både med tanke på slaktekapasitet og slaktevolum i 2012, med henholdsvis 28 000 tonn og 20 000 tonn i 2012. Regionen stod for 25,4 % av selskapets totale omsetning. EBITDA i 2012 var på NOK 22 402 000, mot NOK 89 370 000 i 2011. Av anlegg i Finnmark finner vi ett settefiskanlegg i Adamselv og fire matfiskanlegg i henholdsvis Loppa, Hammerfest, Alta og Nordkapp. Prosessanlegget finner vi i Alta. Til forskjell fra de andre regionene produserer Grieg Seafood Finnmark ørret i tillegg til laks. Produktet som selges er Blue Silver laks og regnbueørret. På grunn av det kalde vannet bruker fisken lenger tid på å vokse, og dette bruker Grieg til å gi brandet Blue Silver et mer eksklusivt preg. Det meste av produksjonen blir eksportert. Nærheten til Russland gjør dette til et av de største markedene for Grieg Seafood Finnmark. Laksen transporteres med trailere

til Russland. I tillegg eksporteres laksen til EU, Japan, Kina, Ukraina, Taiwan og Korea.³ Dette gjelder også Rogaland som vi nå skal presentere.

Grieg Seafood Rogaland

Dette er den andre regionen i Norge og har vært en del av Grieg siden 1998. Totalt består regionen av 20 konsesjoner og 81 ansatte. I Rogaland har selskapet en slaktekapasitet på 24 000 tonn og et slaktevolum på 19 000 tonn i 2012. Regionen stod for 27,2 % av selskapets totale omsetning. EBITDA i 2012 var på NOK 88 045 000, mot NOK 137 751 000 i 2011. Vi finner både settefisk- og matfiskanlegg i Ryfylke nordøst i Rogaland. I tillegg har Grieg et prosessanlegg på Helgøysund. Selskapet eier 100 % av aksjene i Erfjord Stamfisk. Anlegget i Rogaland er strategisk plassert med tanke på logistikk. Det er kort vei til Storbritannia og resten av EU, som er de største markedene for regionen.⁴

Grieg Seafood British Columbia

I Canada er Grieg representert på Vancouver Island i British Columbia. Grieg Seafood BC ble en del av selskapet i 2001. Regionen består av totalt 21 konsesjoner og 110 ansatte. De har en slaktekapasitet på 20 000 tonn og et slaktevolum på 13 500 tonn i 2012. Regionen stod for 21,4 % av selskapets totale omsetning. EBITDA i 2012 var på NOK – 2 779 000, mot NOK 63 817 000 i 2011. Grieg disponerer et stamfisk- og settefiskanlegg i Gold River, prosessanlegg i Egmont og flere matfiskanlegg i områdene på og rundt Vancouver Island. Produktet som selges er Royal Canadian, eksklusiv laks som selges til så vel sushi- og sashimirestauranter, som til luksuriøse restauranter. Salget foregår eksternt gjennom Calkins&Burke, som distribuerer til USA, Canada og Asia.⁵

Grieg Seafood Hjalmland

I 2007 ble Grieg Seafood Hjalmland en del av selskapet. Med sine 39 konsesjoner og 200 ansatte er denne regionen størst med tanke på antall konsesjoner og ansatte. Avdelingen på Shetland kan vise til en slaktekapasitet på 23 000 tonn, mens slaktevolumet i 2012 var på 17 000 tonn. Regionen stod for 26,2 % av selskapets totale omsetning. EBITDA i 2012 var på NOK – 31 694 000, mot NOK 50 491 000 i 2011. På Shetland har selskapet ett settefiskanlegg i Millbrook og flere matfiskanlegg spredt utover hele øya. I tillegg har de både prosessanlegg, et videreforedlingsanlegg der de både røyker og marinerer laks, samt en salgsavdeling i Lerwick. På Shetland har Grieg også økologiske konsesjoner. Produktene som

³ Webkilder: [6][12][19][23][35]

⁴ Webkilder: [6][13][19][35]

⁵ Webkilder: [6][14][19][35]

selges er brandet Wild Waters og Wild Waters Shetland Salmon Organic. Salgsavdelingen i Lerwick selger også laks fra eksterne produsenter. De distribuerer til både EU og Storbritannia, deriblant til store kjeder som Tesco og Sainsbury.⁶

Ocean Quality

Selskapet har vært i drift siden november 2010 og er et samarbeid mellom Grieg og Bremnes Seashore. Grieg eier 60 % av aksjene i selskapet, resterende 40 % er eid av Bremnes Seashore AS. Ocean Quality distribuerer laks og ørret for Griegs norske regioner, samt for Bremnes Seashore. Hovedkontoret er i Bergen, mens regionskontorene er i henholdsvis Bømlo og Alta.⁷

2.2 Oppdrettsnæringen

Norge er verdens største leverandør av oppdrettslaks, og oppdrettsnæringen var i tillegg Norges tredje største eksportnæring i 2011 [37]. I tillegg til Norge er det andre land med utstrakt kystlinje som er blant de største nasjonene innen oppdrett av atlantisk laks (*Salmosalar*); Storbritannia, Chile og Nord-Amerika.

Det norske markedet inneholder en rekke små og større aktører. De største selskapene er børsnoterte; Marine Harvest, SalMar, Lerøy Seafood Group, Bakkafrost, Cermaq (Mainstream), Morpol og Grieg Seafood. Disse stod for til sammen 80 % av produsert volum i 2011. Totalt produsert kvantum er hentet fra fiskeridirektoratets rapport om nøkkeltall fra havbruksnæringen for 2011 [71]. Selskapenes tall er hentet fra deres respektive årsregnskap.

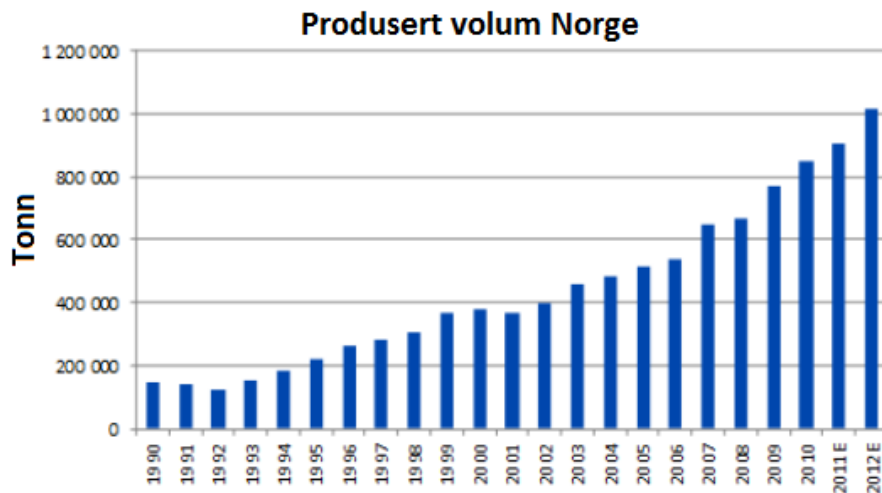
Tabell 03: Produsert volum

Produsert volum i tonn	
	2011
Marine Harvest	343 652
Lerøy	147 600
Cermaq	108 500
SalMar	93 000
Morpol	60 000
Grieg Seafood	60 000
Bakkafrost	36 300
Sum utvalg	849 052
Totalt produsert	1 059 958
Utvalgets andel av total	80 %

⁶ Webkilder: [6][15][19][35]

⁷ Webkilder: [19][47][48]

Oppdrettsæringen er voksende og det forventes økning i etterspørselen i årene fremover. Samtidig har blant annet sykdom i Chile, og for Griegs del på Shetland og i Canada, gjort at produsert volum ikke har økt like mye de siste årene. Dersom sykdom gjentar seg vil dette kunne føre til økt pris.



Figur 08: Produsert volum i Norge

Enkeltaktører har liten mulighet til å påvirke lakseprisen, da etterspørsel og tilbud er det som driver prisen. Siden resultatet i stor grad påvirkes av lakseprisen, inngår de fleste aktørene kontrakter med fast pris på laksen for å sikre inntektene. Likevel foregår mye av handelen med oppdrettslaks fortsatt på spotmarkedet. Grieg inngikk ingen nye kontrakter i 2012, samtidig som de største konkurrentene i samme år reduserte salget gjennom slike kontrakter. Dette kan tyde på at de fleste forventer at lakseprisen ikke vil falle drastisk i tiden fremover.⁸

⁸ Webkilder: [57][58][59][60][61][62][63][64]

3 Teoretisk fundament

I dette kapitlet vil vi presentere sentrale verdidrivere og verdsettelsesmetoder. Avslutningsvis vil vi presentere valg av verdsettelsesmetode for denne oppgaven.

3.1 Verdidrivere

Ifølge Koller (2010) er verdiskapning forskjellen mellom nåverdien av kontantstrømmen en bedrift evner å generere og investeringskostnadene. Bedriftene investerer kapital for å generere fremtidige kontantstrømmer med avkastning større enn kapitalkostnaden. Dess raskere bedriften vokser, og jo mer kapital de investerer med god meravkastning, desto mer verdier skaper de.

3.1.1 Avkastning på investert kapital

Damodaran (2007) forklarer ROIC (avkastning på investert kapital) som et mål på virksomhetens evne til å skape avkastning på kapitalen som investeres. Vi vil imidlertid benytte Kollers (2010) definisjon av ROIC, da denne er mer oversiktlig:

$$ROIC_t = \frac{NOPLAT_t}{Investert\ kapital_{t-1}}$$

Vi benytter NOPLAT (Net operating profit less adjusted taxes) som grunnlag for beregningen. Dette er ifølge Richard (2009) bedriftens profitt fra kjerneaktiviteter, fratrukket skatt relatert til kjerneaktivitetene. Den investerte kapitalen er den kumulative mengden virksomheten har investert i sine kjerneaktiviteter (Koller et. Al, 2010). Hovedsakelig gjelder dette investeringer knyttet til eiendom, anlegg, utstyr og arbeidskapital. Damodaran (2007) viser til to måter å komme fram til investert kapital på. Den første er:

$$Investert\ kapital = Bokført\ gjeld + Bokført\ egenkapital$$

Denne sammenhengen er relativt enkel, fordi en ikke tar hensyn til at investeringer kan komme utenom kjerneaktiviteter. Det andre alternativet er derfor slik:

$$Investert\ kapital = Anleggsmidler + Omløpsmidler - Kortsiktig\ gjeld - Kontanter$$

Virksomheten kan ved hjelp av ROIC se om investeringene deres har vært gode. Dersom ROIC overstiger kapitalkostnaden, har selskapet skapt verdier og investeringene vært gode.

3.1.2 Vekst

Veksten (g) er raten som selskapets NOPLAT og kontantstrøm vokser med hvert år. Vekst i verdivurderingssammenheng er et omdiskutert tema, og er i seg selv ikke alltid nok for å skape verdi for virksomheten. Det å balansere ROIC og vekst er vel så viktig som veksten alene. Et selskap som har høy vekstfaktor, men ROIC lavere enn WACC, vil oppleve reduksjon i verdien, mens et selskap med ROIC høyere enn WACC vil oppnå økning i verdien. Vi vil videre benytte oss av Kollers (2010) definisjon for vekst:

$$g = ROIC_t \times IR_t$$

Der IR er investeringsgrad og defineres ved følgende formel:

$$IR_t = \frac{\text{Netto investert kapital}}{\text{NOPLAT}}$$

Videre defineres netto investert kapital ved:

$$\text{Netto investert kapital}_t = \text{Investert kapital}_{t+1} - \text{Investert kapital}_t$$

Fra dette og definisjonen av ROIC kan vekst også uttrykkes som:

$$g = \frac{\text{Netto investert kapital}_t}{\text{Investert kapital}_{t-1}}$$

Veksten g er altså raten investeringene øker med for hvert år. Koller (2010) deler vekst inn i tre hovedtyper:

1. Momentum: Organisk vekst generelt i bransjen.
2. Markedsandelsutvikling: Organisk vekst gjennom økning av markedsandeler innad i bransjen.
3. Fusjoner og oppkjøp: Uorganisk vekst gjennom oppkjøp av andre selskaper.

3.1.3 Avkastningskravet

Dahl og Boye (1997) definerer avkastningskravet som den forventede avkastningen kapitalmarkedet tilbyr på alternative plasseringer med samme risiko som selskapet. Avkastningskravet fungerer altså som en alternativkostnad til selskapets kapital.

Vi vil i analysen benytte oss av total kapitalavkastningskravet, WACC (Weighted Average Cost of Capital) som er et vektet gjennomsnittlig avkastningskrav. Det tar hensyn til både

egenkapitalkravet og gjeldskravet (Kaldestad og Møller, 2011). I sin enkleste form definerer Koller (2010) WACC slik:

$$WACC = k_e \frac{E}{V} + k_d(1 - t) \frac{D}{V}$$

Der:

E = Markedsverdi av egenkapital

D = Markedsverdi av gjeld

V = Markedsverdi av total kapital

k_e = Selskapets egenkapitalkostnad

k_d = Selskapets gjeldskostnad

t = nominell skattesats

I det følgende vil vi gjennomgå komponentene i WACC trinnvis, der vi starter med kapitalverdimodellen.

Kapitalverdimodellen

Selskapets egenkapitalkostnad beregnes gjennom kapitalverdimodellen CAPM (Capital Asset Pricing Model). I CAPM inngår tre parametere; risikofri rente, markedets risikopremie og beta. De to første parameterne vil være de samme for alle selskaper. Beta (β) er investeringens relative markedsrisiko (Gjesdal og Johnsen, 1999), og viser hvor volatil investeringen er i forhold til markedet og korrelasjonen mellom investeringen og markedet. Markedsporteføljen har $\beta = 1$. En investering som har $\beta > 1$ vil være mer volatil enn markedet, dvs. at den har høyere usystematisk risiko, noe som ikke kan diversifiseres bort. En investering med $\beta < 1$, vil derimot svinge mindre enn markedsporteføljen, altså ha lavere usystematisk risiko.

CAPM kan beregnes både før og etter skatt. Vi vil i kapittel 7 forklare forskjellen nærmere.

CAPM før skatt defineres slik (Bodie, Kane og Marcus, 2008):

$$E(R_i) = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f]$$

Der:

$E(R_i)$ = Forventet avkastning på aksjen

r_f = Risikofri rente

β_i = Aksjens korrelasjon og volatilitet i forhold til markedet

$E(R_m) = \text{Forventet markedsavkastning}$

Videre består $E(R_m)$ av markedets risikopremie og den risikofrie renten, slik at formelen kan forenkles til:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i MP$$

Der $MP = \text{Markedets risikopremie}$.

I det følgende presenteres de forskjellige faktorene i CAPM.

Risikofri rente

I alle risikable investeringer ligger den risikofrie renten i bunnen. Risikofri rente er den hypotetiske avkastningen på et verdipapir eller en portefølje uten konkurs- eller misligholdsrisiko. Det nærmeste vi kommer en risikofri rente er statsobligasjoner (Kaldestad og Møller, 2011). Det er imidlertid flere forskjellige statsobligasjoner som varierer, både i lengde, men også i forhold til hvilket land som utsteder obligasjonen. Dermed varierer også avkastningen på disse.

Koller (2010) anbefaler å benytte statsobligasjoner i samme valuta som benyttes i selskapets regnskaper, og for denne oppgaven vil det medføre NOK (norske kroner). Når det gjelder lengde på obligasjonen er meningene delte. Kaldestad & Møller (2011), samt PwC og NFFs rapport anbefaler bruk av tiårige statsobligasjoner (lange) [33]. Det er imidlertid viktig å være oppmerksom på at tiårige statsobligasjoner er mindre optimalt dersom den langsiktige renten er mye høyere enn den kortsiktige renten, eller hvis store deler av kontantstrømmen kommer tidlig i perioden. Gjesdal og Johnsen (1999) anbefaler derimot at en benytter seg av 3-års indeks-statsrente (mellomlang).

Uavhengig av hvilken metode som benyttes er det viktig at inflasjonsforventningene, som er innbakt i den risikofrie renten, er konsistent med den som benyttes i kontantstrømprognosene (Gjesdal og Johnsen, 1999; Kaldestad og Møller, 2011). Vi vil i kapittel 7 gå nærmere inn på valg av statsobligasjon for den risikofrie renten.

Beta

Beta er en del av den systematiske risikoen, altså markedsrisikoen, og kan ikke reduseres ved diversifisering. Parameteren består av korrelasjon mellom aksjens avkastning og markedsporteføljens avkastning, i tillegg til aksjens volatilitet relativ til markedsporteføljens volatilitet. Beta defineres slik (Bodie, Kane og Marcus, 2008; Kaldestad og Møller, 2011):

$$\beta_i = \text{Corr}(r_i, r_M) \times \frac{\sigma_i}{\sigma_M} = \frac{\text{Cov}(r_i, r_M)}{\sigma_M^2}$$

Der:

β_i = Beta til investeringen

$\text{Corr}(r_i, r_M)$ = Korrelasjonen mellom investeringen og markedsporteføljen

σ_i = Volatiliteten i investeringen

σ_M = Volatiliteten i markedsporteføljen

$\text{Cov}(r_i, r_M)$ = Kovariansen mellom investeringen og markedsporteføljen

σ_M^2 = Markedsporteføljens varians

En aksje som relativt sett svinger like mye som markedet, vil ha beta lik én. Svinger aksjen prosentmessig mer enn markedet vil den ha beta større enn én. Dersom aksjen prosentmessig svinger mindre enn markedet vil den ha beta mindre enn én [34]. En aksje som har høy beta vil dermed gi et høyere avkastningskrav enn et selskap med lav beta. Det betyr at investoren krever større avkastning på kapitalen grunnet selskapets større eksponering mot markedsrisiko.

Markedets risikopremie

I CAPM representerer markedsrisikopremien forskjellen mellom avkastningen i aksjemarkedet og avkastningen på statsobligasjonsmarkedet (Mehra og Prescott, 2003).

Markedets risikopremie er ifølge Fernandez (2006) et av de viktigste begrepene, men samtidig et av de mest diffuse, innen finans. Noe av usikkerheten rundt begrepets anvendelse og beregning, ligger i at begrepet benyttes for å forklare fire forskjellige konsepter:

1. Historisk markedsrisikopremie: Den historiske meravkastningen i aksjemarkedet utover den risikofrie renten.
2. Forventet markedsrisikopremie: Den forventede meravkastningen i aksjemarkedet utover den risikofrie renten.
3. Påkrevd markedsrisikopremie: Den meravkastning investorer krever av en diversifisert portefølje utover den risikofrie renten. Denne benyttes for å kalkulere CAPM og dermed egenkapitalens kostnad.
4. Antatt markedsrisikopremie: Den påkrevde meravkastningen som kommer fra en prismetode og fra å anta at prisen er korrekt.

I Mehra og Prescott (2003) belyses det at økonomer som har forsøkt å forklare begrepet og å finne en felles definisjon for det, ikke har lyktes. Det er altså ikke én anerkjent definisjon for risikopremien, noe som gjør den vanskelig å anvende og beregne. Når de i tillegg viser til hvordan premien fluktuerer over tid, viser dette at det er vanskelig å bestemme nivået på risikopremien. Et godt eksempel på markedsrisikopremiens svingninger er forskjellen mellom 1950-tallet og 1970-tallet, da denne var på henholdsvis 19 % og 0,3 %.

I denne analysen vil vi se på den påkrevde markedsrisikopremien ved å ta utgangspunkt i en studie av Pricewaterhouse Coopers, som i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening har gjennomført en undersøkelse der de har kartlagt blant annet markedsrisikopremien[33]. Markedsrisikopremien vil utledes videre i kapittel 7.

Likviditets- og småbedriftspremie

Studier, som blant annet Fama og Frenchs tre-faktormodell, viser til at noen typer aksjer genererer høyere avkastning enn hva kapitalverdimodellen predikerer. Dette gjelder blant annet små selskaper og selskaper med høy «book-to-market ratio», altså selskaper med høy bokført verdi i forhold til markedsverdi. Små selskaper er i tillegg mer utsatt for konjunkturrisiko og informasjonen er mindre åpen. Denne risikoen kan tas hensyn til ved å gjøre et påslag i markedsrisikopremien i form av en småbedriftspremie.

Likviditetspremie er en liknende type ekstra premie, som skal kompensere for innlåsningsrisiko dersom investeringen er lite omsettelig. Disse premiene brukes ofte om hverandre, da små bedrifter gjerne er mindre likvide enn store selskaper (Kaldestad og Møller, 2011).

Vi legger til grunn PwCs og NFFs rapport ved videre utledning av småbedriftspremie i kapittel 7. Videre vil vi ikke legge til likviditetspremie i beregningene, da vi finner GSF i likviditetssegmentet OB Match. Dette betyr at de i gjennomsnitt har minst ti handler om dagen og kan derfor ikke klassifiseres som et illikvid selskap [32].

Vi ender da opp med følgende formel for selskapets egenkapitalkostnad:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i MP + SMP$$

Der $SMP = \text{småbedriftspremie}$.

Gjeldskostnaden

Selskapets gjeldskostnad er renten bedriften betaler på sine lån. Videre justeres denne for skatt. Ved skattejusteringen benyttes selskapets nominelle skattesats og ikke den effektive skattesatsen. Dette på grunn av at formålet med nominell skattesats er å komme fram til en alternativkostnad, ikke å vise hvor mye skatt bedriften faktisk betaler. Hvor mye skatt bedriften faktisk betaler vil fremkomme i kontantstrømmen (Kaldestad og Møller, 2011).

Det er to måter å finne gjeldskostnaden på. Den første metoden er å se på selskapets låneavtaler, for deretter å vekte de flytende- og faste rentene slik at vi finner et gjennomsnitt på renten. Alternativt kan en se på NIBOR, som er den norske pengemarkedsrenten (Kaldestad og Møller, 2011). Dette vil utledes videre i kapittel 7.

3.2 Verdsettelsesmetoder

Verdsettelse av selskaper benyttes til en rekke formål. Kaldestad og Møller (2011) trekker frem eksempler som verdsettelse i forbindelse med kjøp og salg av virksomheter, investeringsanalyser, verdipapiranalyse/aksjehandel, regnskapsmessige formål, skattemessige formål, verdiutvikling i bedriften og måling av ledelsen eller uavhengige vurdering.

Det eksisterer flere ulike verdsettelsesmetoder. I praksis gjennomføres verdsettelse av bedrifter ved hjelp tre verdsettelsesmetoder; Kontantstrømanalyse, multippelvurdering og sammenlignbare transaksjoner (Boye og Meyer, 2008). Kaldestad og Møller (2011) klassifiserer verdivurderingsmetoder i fem kategorier basert på definisjon av verdi. Disse er inntjeningsbasert-, markedsbasert-, balansebasert-, kostbasert- og opsjonsbasert tilnærming. Forfatterne påpeker at balansebaserte metoder også er markedsbaserte, men at en da tar utgangspunkt i eiendeler og forpliktelser. Tilsvarende mener forfatterne at opsjonsbasert tilnærming også kan anses som inntjeningsbasert. Dette betyr at en i utgangspunktet kan dele inn verdivurderingsmetodene i inntjening, marked og kost (Kaldestad og Møller, 2011). Penman (2013) deler inn verdivurderingsmetodene i tre deler; Fundamental analyse, komparativ metode og opsjonsbasert metode.

Inndelingene til de nevnte forfatterne er sammenfallende, men i det følgende velger vi å benytte oss av Penmans inndeling av verdivurderingsmetodene.

Til å beskrive metodene vil vi likevel benytte litteratur fra Koller (2010), Kaldestad og Møller (2011), Penman (2013) og Boye og Meyer (2008). De ulike modellene har både fordeler og

ulemper, og etter gjennomgang av metodene, vil vi velge den verdsettelsesmetoden som passer best for verdivurdering av Grieg.

3.2.1 Fundamental analyse

Fundamental analyse er en metode for å analysere informasjon, budsjettere fremtidig avkastning på grunnlag av informasjonen og verdivurdere med utgangspunkt i de fremtidige prognosene. Penman (2013) setter opp følgende oppstilling ved gjennomføring av fundamental analyse:

1. Kjenne til selskapet og bransjen

En forutsetning for verdsettelse av foretak er å kjenne til selskapet og dens bransje. Et viktig element er selskapets strategi for verdiskapning. En som verdsetter selskapet fra utsiden, vil forsøke å justere verdivurderingen etter strategien, mens en som verdsetter selskapet fra innsiden vil forsøke å kartlegge hvorvidt alternative strategier medfører verdiskapning. Dette betyr at selskapsverdien en kommer frem til i fase 5, testes mot strategien som fremkommer i fase 1. Når strategien er fastsatt, beregnes selskapsverdien på grunnlag av denne (Penman, 2013).

2. Analysere informasjon

I denne delen av analysen, går en i gang med å analysere informasjonen til selskapet. Informasjonen kan være alt fra kvantitative regnskapstall om salg, kontantstrøm og resultat, til kvalitativ informasjon om kundeforhold, teknologiske endringer og om ledelsens kvalitet. Effektivitet er nødvendig for å organisere denne informasjonen om til prognoser. Videre skal relevant informasjon trekkes ut, i tillegg til at en må omgruppere og dele opp regnskapet for å beregne prognosene (Penman, 2013).

3. Fremtidsbudsjettere

I den tredje fasen går man i gang med å beregne fremtidsbudsjettet. Budsjetteringen gjøres på grunnlag av de historiske regnskapstallene for selskapet. Dette er blant annet forventninger om fremtidig salg, kontantstrøm, resultat, bokførte verdier, utbytte etc. (Penman, 2013).

4. Konvertere fremtidsbudsjettet til verdsettelsen

I denne delen konverteres fremtidsbudsjettet til verdsettelse. For å kunne verdsette selskapet i dag, må de fremtidige prognosene fra fase 3 diskonteres til nåverdi. Fremtidsprognosene er usikre og derfor må de også diskonteres for risiko. Disse funksjonene legger grunnlaget for investorens diskonteringsfaktor, også kjent som avkastningskrav eller kapitalkostnad. Det siste steget i denne fasen er å verdsette selskapet (Penman, 2013).

5. Handelsstrategi basert på verdsettelsen

I den siste fasen vurderes selskapsverdien fra verdsettelsen opp mot markedsverdien til selskapet. Investoren sammenligner den beregnede selskapsverdien mot markedsverdien og gjør en handelsvurdering. Dersom selskapsverdien er høyere enn markedsverdien er selskapet undervurdert og investoren bør derfor kjøpe aksjer. Dersom selskapsverdien er lik markedsverdien bør en holde posisjonen, mens dersom selskapsverdien er overvurdert av markedet bør en selge aksjer. Den fundamentale verdsettelsen sammenligner altså prisene med utgangspunkt i prognoser for all tilgjengelig informasjon. Ved bruk av multipler vurderes prisen med utgangspunkt i begrenset informasjon (Penman, 2013).

Innenfor fundamental verdsettelse deler en inn metodene i inntjeningsbasert og balansebasert tilnærming. Dette presenteres i det følgende.

Inntjeningsbasert metode

Den inntjeningsbaserte metoden kan deles inn i tre deler; kontantstrøm, dividende og resultatmetode. I det følgende gjennomgår vi disse.

Kontantstrøm:

Kontantstrømbaserte verdsettelsesmetoder er blant de mest brukte metodene, både blant akademikere og praktikere, på grunn av at den ser på det som gir bedriften verdier, nemlig kontantoverskuddene til virksomheten (Boye og Meyer, 2008). Den skiller seg fra andre metoder ved at den estimerer verdien etter hva eiendelene i selskapet kan generere av fremtidige kontantstrømmer (Koller, 2010).

Innenfor kontantstrømbaserte verdsettelsesmetoder finnes det flere varianter, avhengig av hva en vil diskontere, og hva som benyttes som diskonteringsfaktor. Disse metodene benyttes i forhold til hva en ønsker å få frem i analysen (Koller, 2010:104). En sentral modell innenfor

kontantstrømbaserte metoder er *Enterprise Discounted Free Cash Flow*. Denne modellen diskonterer den frie kontantstrømmen med den vektete gjennomsnittlige kostnaden av kapital, WACC. Fri kontantstrøm er pengestrømmene som er tilgjengelig for investorer, aksjonærer, kreditorer og andre investorer. Verdivurdering av selskapets egenkapital etter DCF-metoden gjøres i 4 faser (Koller, 2010:105):

I den første fasen verdsettes selskapets operasjoner/drift ved å diskontere den frie kontantstrømmen med den vektete gjennomsnittlige kostnaden av kapital, WACC. Verdien av kjerneaktiviteten tilsvarer selskapets fremtidige diskonterte kontantstrøm. Fri kontantstrøm er den kontantstrømmen som er tilgjengelig for alle investorer, aksjonærer, kreditorer og andre typer aksjonærer. Fri kontantstrøm er derfor uavhengig av kapitalstrukturen i selskapet. Derfor må den frie kontantstrømmen diskonteres med WACC. Dette på grunn av at WACC representerer det vektete avkastningskravet til både kreditorene og aksjonærene, og derfor vil WACC være et godt mål på selskapets kapitalkostnad dersom driften både er finansiert gjennom gjeld og egenkapital (Koller, 2010:108).

Deretter sier Koller (2010) at en må omgruppere regnskapet ettersom prestasjonene fra kjerneaktivitetene, ikke-operasjonelle aktiviteter og kapitalstrukturen er sammensatt i regnskapet. For å kunne beregne avkastning på investert kapital (ROIC) og fri kontantstrøm, er det derfor nødvendig å omgruppere regnskapet slik at en får oversikt over resultatet fra kjerneaktiviteten (NOPLAT), ikke-operasjonelt resultat og kapitalstruktur (Koller, 2010:108).

Etter omgruppering av regnskapet må en analysere historiske regnskapstall og prestasjon. Dette kan gi gode indikasjoner på fremtidig verdiskapning, vekst og utvikling i forhold til konkurrenter. Koller (2010) sier videre at en god analyse bør inneholde informasjon om nøkkeldrivere som ROIC, inntektsvekst og fri kontantstrøm. Dersom en har kjennskap til disse vil en kunne gjøre mer presise estimater om fremtiden (Koller, 2010:109). For det neste steget i verdsettelsen er nemlig å budsjettere fremtidig vekst i inntekter, ROIC og fri kontantstrøm. Boye og Meyer (2008:144) sier at en bør utarbeide budsjetter for 5-15 år. Koller (2010) sier videre at en er nødt til å beregne terminalverdien, eller "continuing value", på grunn av at det blir meningsløst å budsjettere år for år når en har et lengre perspektiv på verdsettelsen.

Å beregne terminalverdien til selskapet er også det neste steget i verdsettelsen. Koller (2010:113) mener formelen som benytter nøkkeldrivere er den beste metoden for å estimere

terminalverdien, nettopp på grunn av at den baserer seg på kontantstrømmer og sammenkobler kontantstrømmene til vekst og avkastning på investert kapital. Formelen er som følger:

$$Terminalverdi_t = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

Ved bruk av denne formelen ønsker en å estimere selskapsverdien i all fremtid, der $NOPLAT_{t+1}$ er operasjonelt driftsresultat ved slutten av prognoseperioden, g er veksten til $NOPLAT$, mens $RONIC$ representerer fremtidig avkastning på ny investert kapital. Hvordan en beregner $WACC$ beskrives nærmere i kapittelet om fastsettelse av avkastningskrav.

I den andre fasen skal en identifisere og verdsettes ikke-operasjonelle eiendeler, sånn som for eksempel ikke-konsoliderte datterselskaper og andre aksjeinvesteringer. Ved å summere verdiene av operasjonene og ikke-operasjonelle eiendeler finner man selskapsverdien (Enterprise Value).

Deretter, i den tredje fasen identifiseres og verdsettes all gjeld og andre ikke-egenkapitalkrav (non-equity claims) mot selskapsverdien. Gjeld og andre ikke-egenkapitalkrav inkluderer blant annet rentebærende gjeld, utestående pensjonsforpliktelser og preferanseaksjer.

I den siste fasen som Koller (2010) nevner, skal en subtrahere verdien av ikke-egenkapital finansielle krav fra selskapsverdien, for å fastsette verdien av egenkapitalen. For å estimere pris pr. aksje divideres egenkapitalverdien med antall aksjer

DCF-metoden er spesielt nyttig ved verdsettelse av selskaper med flere forretningsområder (Koller, 2010:105). Boye og Meyer (2008:141) kaller denne metoden for totalkapitalmetoden, og anbefaler å bruke denne ved verdsettelse i de aller fleste tilfeller, med unntak av verdsettelse av banker og livsforsikringsselskaper.

Egenkapitalmetoden

Boye og Meyer (2008) presenterer også et alternativ til totalkapitalmetoden; Egenkapitalmetoden. De forklarer at ved beregning av kontantstrømmene etter egenkapitalmetoden tar en utgangspunkt i resultat etter skatt. Deretter legger en til avskrivninger, eventuell økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld og økning i

rentebærende gjeld. Anleggsinvesteringer og økning i omsetningsavhengige omløpsmidler trekkes fra (Boye og Meyer, 2008:125).

Årsaken til at avskrivninger legges til, er at disse ikke medfører noen utbetalinger, men er fratrukket resultat ved tidligere beregning. En økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld har positiv effekt på kontantstrømmene, og må således tillegges resultatet.

Omsetningsavhengig kortsiktig gjeld er hovedsakelig leverandørgjeld, gjeld til ansatte og offentlig gjeld, og skal legges til resultatet etter skatt. Denne gjelden er imidlertid ikke rentebærende, men dersom det er økning i rentebærende gjeld skal også dette legges til, på grunn av at dette vil øke kontantstrømmene (Boye og Meyer, 2008).

Eventuell økning i omsetningsavhengige omløpsmidler trekkes fra resultat etter skatt, på grunn av dette frigjør kapital. Denne reduksjonen øker kontantstrømmene i forhold til resultatet. Disse omløpsmidlene omfatter hovedsakelig kundefordringer og varelager. Til slutt trekkes anleggsinvesteringer fra resultatet etter skatt, ettersom denne posteringen medfører utbetalinger som ikke er tatt med i tidligere beregning av resultatet (Boye og Meyer, 2008).

Denne metoden benytter egenkapitalkostnaden (CAPM) som diskonteringsfaktor, men i følge Koller (2010:104) anbefales denne metoden kun ved verdsettelse av finansinstitusjoner.

Årsaken til at den ikke anbefales til generelt bruk er at den kan være vanskelig å implementere på en riktig måte, ettersom kapitalstrukturen er innbakt i kontantstrømmene.

Boye og Meyer (2008:129) sier at modellen i utgangspunktet er en dividendemodell, på grunn av at en forutsetter at kontantstrømmer til egenkapitalen er utbetalt til eierne. Forskjellen fra rene dividendemodeller er likevel at en har beregnet kontantstrømmene fra år til år i en gitt periode, mens i dividendemodeller er det vanlig å benytte *sjablonmessige* antakelser om utviklingen i utbytte.

EVA-metoden

Et alternativ til egenkapitalmetoden, som også beregner verdien av egenkapitalen, er EVA⁹-metoden (Boye og Meyer, 2008). På norsk kalles denne metoden også for økonomisk profitt metode. DCF-metoden er foretrukket blant praktikere og akademikere, men en ulempe med metoden er at den ikke viser tydelig verdiskapningen i selskapet. Denne verdiskapningen viser økonomisk profitt metode (Koller, 2010:117). Metoden fremhever hvordan, og når, selskapet skaper verdier. Metoden defineres som følger:

⁹ Economic Value Added

$$\text{\textit{Økonomisk profitt}}_t = \text{Investert kapital}_{t-1} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

ROIC (Return on Invested Capital) er avkastningen på investert kapital, og WACC (Weighted Average Cost of Capital) er den vektete gjennomsnittlige kostnaden på kapital. På grunn av at ROIC tilsvarer forholdet mellom NOPLAT og investert kapital, kan formelen omskrives:

$$\text{\textit{Økonomisk profitt}}_t = \text{NOPLAT}_t - (\text{Investert kapital}_{t-1} \times \text{WACC})$$

Modellen vil gi samme verdi som DCF-metoden, men det forutsettes imidlertid at en beregner ROIC på samme måte. Det benyttes også en konstant diskonteringsfaktor ved begge metodene (Koller, 2010:119). Økonomisk profitt metoden kan generelt sett oppsummeres slik:

$$\text{Verdi}_0 = \text{Investert Kapital}_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Investert Kapital}_{t-1} \times (\text{ROIC}_t - \text{WACC})}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Metoden tar utgangspunkt i bokført verdi av egenkapitalen. Denne verdien tillegges så nåverdien av fremtidige superprofitter. Disse superprofittene kan en beregne ved å redusere budsjettert resultat med kostnaden knyttet til egenkapital (Boye og Meyer, 2008:134). Formelen for beregning av egenkapitalen etter denne metoden i følge Boye og Meyer (2008), er som følger:

$$\text{Verdi} = \text{Bokført verdi for EK} + \sum \frac{\text{Superprofitt}}{(1 + k)^t}$$

En fordel som nevnes med EVA-metoden er at sluttverdien, eller terminalverdien, betyr mindre enn ved DCF-metoden. Dette er en fordel på grunn av at det er knyttet stor usikkerhet til terminalverdien, og dersom denne betyr mindre, som ved EVA-metoden, vil man være mindre risikoutsatt i estimatene. I følge Boye og Meyer (2008:135) er dette feil, på grunn av at deler av sluttverdien legges inn i bokført verdi for egenkapitalen. Dermed blir risikoen knyttet til sluttverdien den samme ved begge verdsettelsesmetodene.

APV-metoden

En ulempe med ordinær DCF-metode og økonomisk profitt metode (EVA), er at de forutsetter konstant gjeldsgrad. For et selskap som endrer kapitalstrukturen, for eksempel ved å nedbetale gjeld, vil det være feil å benytte konstant gjeldsgrad ved diskontering av fremtidige kontantstrømmer. Dette på grunn av at en overvurderer skattefradragene ved bruk av konstant

gjeldsgrad. Dersom en benytter tradisjonell DCF-metode, kan en ta hensyn til dette problemet ved å foreta årlig justering av WACC, men justeringen er i følge Koller (2010) en komplisert prosess. Et annet alternativ er å nedjustere WACC, men også dette kan medføre problemer med at man utelater noen effekter av gjeldsfinansieringen (Koller, 2010:121).

En modell som tar hensyn til dette er APV¹⁰-modellen (Titman og Martin, 2008, Koller, 2010). Denne verdsettelsesmodellen har sitt utspring fra Modigliani og Miller, som antok at i et marked uten skatt, ville verdien av selskapets eiendeler ikke påvirkes av finansieringsstrukturen (Koller, 2010:121). Modellen egner seg godt til verdsettelse av selskaper med høy gjeldsfinansiering (Koller, 2010:122). APV modellen deler verdien i to komponenter; Verdien av selskapet som om det var fullt ut egenkapitalfinansiert, og nåverdien av skattefradrag (tax shields) som oppstår grunnet gjeldsfinansiering. Summen av disse to komponentene utgjør altså den justerte nåverdien (APV) til selskapet (Koller, 2010). Dette kan oppsummeres slik:

$$APV = \text{Selskapsverdi som om selskapet bare er EK – finansiert} + \text{Nåverdi av skattebesparelser}$$

På grunn av justeringsutfordringene, som nevnt over, velger vi ikke å benytte denne metoden ved verdsettelse av Grieg.

Dividendemodellen:

Ved bruk av denne metoden beregner en verdien av egenkapitalen ved finne nåverdien av fremtidige dividender. For å beregne verdien etter denne metoden er en nødt til å estimere fremtidige dividender og diskontere disse med egenkapitalkostnader (Kaldestad og Møller, 2011). Denne verdsettelsesmetoden er ikke vanlig i Norge, men benyttes i USA. Dette kan i følge Boye og Meyer (2008:114) ha sammenheng med at amerikanske selskaper utdeler større andel av overskuddet enn hva norske selskaper gjør.

En av fordelene med modellen er at den tar utgangspunkt i dividendene, som er den mest direkte avkastningen aksjonærene får, og av den grunn kan metoden anses som fornuftig. Denne modellen er godt egnet for banker og finansinstitusjoner, på grunn av at modellen tar

¹⁰ Adjusted Present Value

hensyn til at deler av overskuddet må tilbakeholdes for å finansiere regulatoriske krav til egenkapitalen ved vekst (Kaldestad og Møller, 2011).

Ulempene med metoden er forbundet med fastsettelsen av avkastningskravet, som forutsetter en konstant gjeldsandel målt i markedsverdi. I praksis kan dette være vanskelig å oppfylle. Dersom metoden skal benyttes er det ofte behov for lange prognoseperioder. Modellen egner seg best for verdsettelse av finansinstitusjoner, der det finnes detaljerte balanseprognoser og forutsetning om konstant gjeldsgrad (Kaldestad og Møller, 2011). Utdeling av utbytte i norske børsnoterte selskaper har økt de siste årene, og det kan tenkes at denne metoden blir tatt i bruk mer i fremtiden (Boye og Meyer, 2008). Griegs mål er å utbetale et årlig utbytte til sine aksjonærer. Utbytte vil normalt utgjøre i gjennomsnitt 25-35 % av selskapets resultat etter skatt justert for resultateffekten av biomassejusteringer. Som et resultat av dette har de kun delt ut utbytte i 2009 og 2010, da selskapet gikk med overskudd. De har videre vedtatt at det ikke skal betales ut utbytte for 2012. På grunn av at Grieg har varierende resultater, og dermed varierende utbytteutbetalinger, anser vi derfor denne metoden som en mindre aktuell verdsettelsesmetode.

Resultatmetoden:

Dette er en forenklet modell av DCF-metoden, og blir kalt normalresultatmetoden. Fordelen med normalresultatmetoden er at den ikke er like tidkrevende å gjennomføre som DCF-metoden, og samtidig diskonterer man de fremtidige kontantstrømmene. Forskjellen mellom metodene er at ved normalresultatmetoden estimeres terminalverdien direkte fra dag én, ved bruk av Gordons vekstformel. Normalresultatmetoden går altså ut på å diskontere normaliserte kontantstrømmer med avkastningskravet. Hvor pålitelig metoden er, avhenger av antall gjenværende år til selskapets normale driftsfase, og hvor mye resultatet i dag fraviker langsiktig normalisert nivå (Kaldestad og Møller, 2011).

Normalresultatmetoden forutsetter stabil driftssituasjon for selskapet, samt en definert normalisert konjunktursituasjon. I praksis innebærer dette at en ser på selskaper som ikke har særlig vekstutsikter. Normalresultatmetoden passer best for selskaper i mindre konjunktursensitive bransjer med stabilt etterspørselsmønster (Kaldestad og Møller, 2011). På grunnlag av dette anser vi normalresultatmetoden som en uaktuell verdsettelsesmetode for Grieg, ettersom selskapet er utsatt for svingninger i lakseprisen.

Balansebasert metode

Substansmetoden:

Denne verdsettelsesmetoden går ut på å verdsette et selskap på bakgrunn av selskapets eiendeler. Selskapsverdien beregnes ved å finne markedsverdien til eiendelene og trekke fra rentebærende gjeld og latent skatt. Verdien av eiendelene settes til det de potensielt kan selges for i dag (Boye og Meyer, 2008:177). Dette forutsetter at det finnes representative priser for eiendelene, som for eksempel observerbare priser på lignende eiendeler eller andre markedspriser. Forskjellen mellom substansmetoden og DCF-metoden er at sistnevnte verdsetter selskapets eiendeler til nåverdien av diskontert kontantstrøm i sin nåværende bruk, mens for substansmetoden ses det bort i fra eiendelens nåværende bruk (Kaldestad og Møller, 2011).

Den andre tilnærmingen innenfor substansmetoden, er å beregne likvidasjonsverdien. I mange tilfeller vil det kunne være vanskelig å selge eiendelene til markedsprisen ved en kort tidshorison. Likviditetsverdien er den laveste verdien aksjonærene kan forvente å få for eiendelene ved salg. Dette betyr at denne metoden vil gi en lavere verdi (Kaldestad og Møller, 2011). For Grieg vil ikke denne metoden være aktuell, ettersom selskapet ikke planlegger nedleggelse.

Kaldestad og Møller (2011) sier videre at substansmetoden er mest relevant for selskaper som er i bransjer som eiendom, shipping og investering. I disse bransjene vil det eksistere referansepriser og eiendelene er uavhengige av selskapets eiere, altså at eiendelene genererer samme kontantstrøm uavhengig av hvem som står som eier. Metoden vil vanligvis ikke ta hensyn til immaterielle eiendeler og strukturkapital som ikke kan selges særskilt (Kaldestad og Møller, 2011:171). Dette kan være menneskelige kapabiliteter, organisatoriske kapabiliteter og relasjoner. Videre sier Kaldestad og Møller (2011) at for de materielle eiendelene vil metoden som oftest undervurdere verdiene. Dette skyldes at de aktuelle eiendelene har en høyere bruksverdi for selskapet i dag, enn hva de kan få for eiendelene i markedet.

I tillegg ser substansverdimetoden på summen av enkeltaktiva. Ved verdsettelse kan det være ønskelig å vite noe om hvordan aktivaene totalt sett, og i kombinasjon, benyttes i driften.

Dette tar substansmetoden ikke hensyn til. Videre sier Boye og Meyer (2008:179) at når det

foreligger goodwill, bør en vurdere å basere verdsettelsen på en kontantstrømbasert metode. På grunnlag av dette anser vi denne metoden som lite egnet for verdsettelse av Grieg.

Kostbasert metode:

Denne tilnærmingen tar utgangspunkt i kostnaden for å erstatte eller gjenskaffe en eiendel. Kostnadene knyttet til å gjenskaffe eiendelen må baseres på priser på verdsettelsestidspunktet. Eiendelene bør også justeres for elde, verdiforringelse og teknisk utvikling. Metoden er i utgangspunktet enkel, men et problem er at kostnadene til å anskaffe eiendelen kan variere over tid, noe som kan gjøre det vanskelig å fastsette verdien. Metoden må derfor benyttes varsomt (Kaldestad og Møller, 2011).

To av de vanligste variantene innen kostbasert metode er *reproduksjon* og *gjenanskaffelse*. Reproduksjonsvarianten går ut på å finne kostnaden ved å fremskaffe en identisk ny eiendel, mens gjenanskaffelsesvarianten går ut på å finne kostnaden til å fremskaffe en eiendel med tilnærmet lik nytte som den aktuelle eiendelen. Slike metoder anvendes sjeldent ved verdsettelse av hele virksomheten, men metoden kan benyttes på verdsettelse av enkeltstående eiendeler, som ikke genererer egne kontantstrømmer.

Formålet med denne oppgaven er å verdsette hele virksomheten til Grieg og derfor er kostbasert metode ikke egnet som verdsettelsesmetode.

3.2.2 Komparativ verdsettelse

Denne verdsettelsestilnærmingen estimerer verdien av selskapet basert på hva lignende selskaper omsettes for i markedet. Dette innebærer at man må samle inn priser for de sammenlignbare selskapene, eller eiendelene. Den markedsbaserte tilnærmingen gir altså en verdi som ligger nærmest den potensielle salgsverdien, ettersom den beregner hva selskapet kan selges for i dag (Kaldestad og Møller, 2011).

Denne metoden er enkel å bruke, men det kan være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper for å få et best mulig estimat. Denne formen for verdivurdering blir også kalt relativ prising, eller verdsetting ved bruk av multiplikatorer. Multiplikator kan betegnes som forholdet mellom verdi og verdidriver. Ved bruk av multiplikatorer bør en vurdere; bransjen, hvorvidt referanseselskapet er korrekt priset, hvor konsistente størrelsene som inngår i beregningene er, hvorvidt det er brukt samme regnskapsprinsipper, hvorvidt det er samme

kostnadsstruktur, hvorvidt vekstutsikter og risiko er like og hvorvidt tidspunktene er like (Boye og Meyer, 2008).

Det er både fordeler og ulemper med bruk av multiplikatorer. Fordelene er blant annet at metoden er enkel og lite tidkrevende, markedet bestemmer ”verdien i dag”, nyttig benchmark (referanse) i forhold til kontantstrømbasert verdi og tilnærmingen brukes mye i praksis. Ulempene er at tilnærmingen overser ulike faktorer og forutsetter at selskaper er sammenlignbare, tilnærmingen har et kortsiktig fokus, kan være lett å misbruke, utfordrende å finne sammenlignbare selskaper og vanskelig å kvantifisere individuelle forskjeller mellom selskapene (Kaldestad og Møller, 2011).

De mest populære multiplikatorene gjennomgås i det følgende.

Price/Earnings

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Denne multiplikatoren beregner forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og resultat etter skatt. Dette er den mest anvendte multiplikatoren i praksis, mye på grunn av at den er enkel å bruke og å kommunisere. For selskaper i stabil vekstfase kan resultatet være et bra estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen. Metoden ignorerer sentrale faktorer i verdsettelse som for eksempel forskjeller i risiko og kapitalbehov. Største svakheten knytter seg likevel til kapitalstrukturen, der rentekostnadene kan variere stort mellom selskapene (Kaldestad og Møller, 2011).

Enterprise Value/Sales

$$EV/Sales = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Salg}}$$

Metoden måler forholdet mellom selskapsverdien og salg. Denne multiplikatoren muliggjør sammenligning av selskaper som går med underskudd. Multiplikatoren forteller noe om effektiviteten og hvilket potensial som finnes. Dette er spesielt aktuelt for industrielle aktører som kjenner egen bransje og kostnadsstruktur. Metoden er likevel noe upresis. Den forutsetter indirekte at selskapene har samme margin, på blant annet salg og fortjeneste. Dette vil ikke

være tilfelle der det ene selskapet selger lavprisprodukter og det andre dyrere produkter (Kaldestad og Møller, 2011). Boye og Meyer (2010:169) sier i tillegg at kostnadsstrukturen må være lik for at multiplikatoren EV/Salg skal kunne benyttes, i tillegg til de generelle kravene om samme risiko og vekstforventninger.

Enterprise Value/EBITDA

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital + netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

Denne multiplikatoren måler forholdet mellom selskapsverdien og driftsresultat før avskrivninger. Dette er en av de mest anvendte multiplikatorene i forbindelse med kjøp og salg av selskaper. Metoden muliggjør sammenligning av den underliggende driften på selskapene. Denne metoden ekskluderer forskjeller som oppstår på grunn av ulik avskrivningsprofil og goodwill, og tilfeldige finansinntekter, på grunn av at en måler driftsresultatet før avskrivninger. Metoden ignorerer viktige elementer som forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov (Kaldestad og Møller, 2011). Denne multiplikatoren er også avhengig av hvor kapitalintensiv en virksomhet er, og derfor bransjeavhengig (Boye og Meyer, 2008:166). Multiplikatorverdien vil være høyest for kapitalintensive selskaper der avskrivningen er en betydelig del av driftskostnadene.

Enterprise Value/EBIT

$$EV/EBIT = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital + netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

Denne multiplikatoren måler forholdet mellom selskapsverdien og driftsresultatet. Denne tar imidlertid hensyn til investeringsbehovet gjennom å inkludere avskrivninger, men i utgangspunktet benyttes denne for å sammenligne selskapenes underliggende drift. Metoden har igjen en ulempe med at den ikke tar hensyn til forskjeller i risiko (Kaldestad og Møller, 2011). Boye og Meyer (2010:159) sier videre at dersom selskapsverdien (EV) benyttes i telleren, må verdidriveren i nevneren være relatert til totalkapitalen. Dette kan for eksempel være EBIT, EBITA og EBITDA. Driftsresultat, eller EBIT, omfatter godtgjørelse til driften, mens de finansielle godtgjørelsene er holdt utenfor. Dette betyr at når verdsettelsen skjer på grunnlag av EBIT eller EBITDA, er det driftsaktivitetene som blir verdsatt (Boye og Meyer, 2008).

Pris/Bok

$$Pris/Bok = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Denne metoden måler forholdet mellom markedsverdien (børskurs) av egenkapitalen og bokført verdi av egenkapitalen. Metoden er svært enkel i bruk, og kan gi en indikasjon på selskapet evne til verdiskapning. Dersom P/B-ratio er høy kan dette indikere at markedet forventer at selskapet er i stand til å skape merverdier på selskapets eiendeler, altså er forventet avkastning høyere enn avkastningskravet til aksjonærene (Boye og Meyer, 2008:168). Metoden kan også benyttes på selskaper med negative resultater. Ulempene med metoden er at regnskapsmessige effekter kan medføre at identiske selskaper får ulik multiplikator. Metoden blir også mindre relevant for selskaper med store immaterielle eiendeler (Kaldestad og Møller, 2011).

For Grieg er det relativt mange sammenlignbare selskaper, og prisinformasjon er tilgjengelig. Bruk av multiplikatorer alene vil ikke gi et tilfredsstillende verdiesimat, ettersom metoden er for enkel til å kunne si noe om selskapets verdi, med relativ sikkerhet. Multiplikatorer kan derimot gi gode indikasjoner på hvorvidt den fundamentale verdsettelsen holder mål, herunder verdiesimatet etter DCF-metoden, og vi vil derfor benytte oss av multiplikatorer for å teste robustheten til verdiesimatet vårt, samt tolke resultatene fra multiplikatorene.

3.2.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert tilnærming har til hensikt å verdivurdere situasjoner som besittelse av rettigheter til gjøre bestemte tiltak. Fundamental verdsettelse, blant annet DCF-metoden, vil undervurdere verdsettelse av fleksibilitet, og verdiesimatet gir misvisende bilde, spesielt når det er knyttet usikkerhet til fremtiden (Mun, 2006). Ledere reagerer på endringer i omgivelsene, ved å justere fremtidige planer og strategier. Slik fleksibilitet kan opptre i flere forskjellige former, og hver av dem vil ha betydning for selskapets verdi (Koller, 2010:679). For å forbedre verdiesimatet ved bruk av DCF-metoden, bør en derfor benytte opsjonsbasert verdsettelse, for å ta hensyn til slik fleksibilitet.

En finansiell opsjon gir eieren en rettighet, men ikke plikt, til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris (Kaldestad og Møller, 2011:185). På samme måte gir realopsjoner selskapet muligheten til å benytte seg av en rettighet, men fortsatt ingen plikt, til å gjøre en bestemt type

investering. Verdien av denne typen fleksibilitet kan for eksempel være mulighet til å utsette-, utvide-, avhende-, legge ned- og starte opp prosjekter. Verdien av et selskap som inkluderer realopsjoner, beregnes ved å ta nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario og legge til verdien av fleksibilitet (Kaldestad og Møller, 2011).

Kaldestad og Møller (2011) forklarer at det er utfordringer knyttet til å benytte metodene i praksis. Mange av variablene som legges til grunn, kan være svært vanskelig å estimere. Usikkerhetsintervallet kan derfor bli stort. Derfor blir ikke verdiestimatet bedre enn kvaliteten av forutsetningene som legges til grunn. Kaldestad og Møller (2011) mener det kan være spesielt utfordrende å beregne verdien av den underliggende eiendelen, estimere utøvelseskurs, volatilitet og levetiden på opsjonen. Opsjonen må baseres på verdien av den underliggende eiendelen på grunn av at det ikke eksisterer et likvid marked slik som for finansielle opsjoner. Dette kan medføre usikkerhet rundt estimatet. Også utøvelseskursen medfører usikkerhet og kan endre seg over tid ettersom denne ikke er fast, som for finansielle opsjoner. Volatiliteten kan også være vanskelig å måle. På grunn av stor usikkerhet kan det være vanskelig å ha noen formening om nivået på volatiliteten. Likevel kan man oppnå en viss innsikt ved å se på historisk volatilitet eller volatiliteten til sammenlignbare selskaper. Levetiden på opsjonen vil også medføre utfordringer på grunn av at den påvirker verdien av opsjonen. Endringen i opsjonsverdien vil være en funksjon av gjenværende levetid, dermed avtar verdien med økende levetid. Kaldestad og Møller (2011) sier videre at det er vanskelig å ha en formening om hva riktig nivå på levetiden er.

Likevel er det høyst aktuelt å verdivurdere realopsjoner i enkelte bransjer. De fleste selskaper vil på møte på realopsjoner i deres virksomhet. Realopsjoner kan blant annet være patenter, rettigheter og prosjekter. Disse kan være svært hensiktsmessig å verdsette, ettersom den fundamentale verdsettelsen overser dette. Realopsjoner kan også være aktuelle for selskaper innen bransjene farmasi, dataprogramutvikling eller spilldesign. Dette er selskaper som opererer i markeder med binomiske utfall og der satsingen kan bli en stor suksess eller fiasko. Også selskaper med utvinningsrettigheter kan benytte seg av realopsjoner. Kaldestad og Møller (2011) sier i tillegg at i virksomheter der opsjonselementer utgjør en betydelig andel, vil det være hensiktsmessig å dele opp verdsettelsen, slik at en foretar kontantstrømanalyse og opsjonsverdiberegning hver for seg.

I følge Koller (2010:680) kan en ved verdsettelse av fleksibilitet benytte to forskjellige tilnærminger; Beslutningstre analyse (DTA¹¹) og realopsjonsverdsettelse (ROV¹²). Valget mellom disse to metodene avhenger av tilgjengelig informasjon. Det er også av betydning hvilken type fleksibilitet en ønsker å verdsette.

Ettersom vi benytter offentlige årsrapporter ved verdsettelse av Grieg, og ikke har avdekket noe informasjon om eventuelle opsjoner, anser vi denne verdsettelsesmetoden som mindre relevant for vår oppgave. Vi vil derfor ikke prise fleksibilitet videre i oppgaven.

3.3 Valg av verdsettelsesmetode

Å verdsette Grieg kan være utfordrende med tanke på konjunktursvingningene oppdrettsbransjen utsettes for med varierende laksepriser, som vist tidligere i kapittel 2. Ettersom svingningene i lakseprisen gjør store utslag på aksjekursen til oppdrettsselskapene, er det knyttet stor usikkerhet til estimering av fremtidsprognosene.

Det som skaper verdiene i selskapet er de fremtidige kontantoverskuddene som selskapet vil generere. Derfor bør en budsjettere og diskontere fremtidige kontantstrømmer når en har tid og ressurser til dette (Boye og Meyer, 2008). Boye og Meyer (2008) sier videre at det er enklest å benytte total kapitalmetoden ved diskontering av kontantstrømmene i de fleste tilfeller, og derfor bør denne benyttes. Total kapitalmetoden, også kjent som DCF-metoden, er også spesielt nyttig ved verdsettelse av selskaper med flere forretningsområder (Koller, 2010:105).

Gitt at DCF og økonomisk profitt metoden gir identisk resultat, og har forskjellig men komplementære fordeler, anbefaler Koller (2010) at vi benytter begge metodene ved verdsetting av foretak. Dette på grunn av at tradisjonell DCF-metode ikke gir tilfredsstillende bilde av selskapets verdiskapning, noe som økonomisk profitt metode gir (Koller, 2010:117). Likevel vil det i følge Koller (2010) ikke være nødvendig å verdsette selskapet etter økonomisk profitt metode dersom ROIC er lavere enn WACC, på grunn av at det da ikke har vært noen verdiskapning i selskapet.

På bakgrunn av drøftingen over velger vi å benytte Penman (2013) og Kollers (2010) verdsettelsestilnærming, der vi bruker tradisjonell DCF-metode ved verdsettelse av Grieg,

¹¹ Decision Tree Analysis

¹² Real-Option Valuation

samt økonomisk profitt metode etter Kollers (2010) anbefaling dersom WACC er større enn ROIC. Ved fremtidsbudsjetteringen vil vi møte problemet med konjunktursvingningene selskapet utsettes for, ved å drøfte dette grundig og forsøke å estimere prisutviklingen best mulig. Deretter vil vi teste robustheten i verdiestimatet ved å benytte relativ prising og Aswath Damodarans ferdige verdsettelsesmaler i Excel [69]. I tillegg vil vi benytte matematisk verdi, som går ut på ta bokført verdi av egenkapitalen på verdsettelsestidspunktet delt på antall aksjer utestående [1].

4 Metode

I dette kapitlet vil vi presentere hvilken metodikk som legges til grunn for analysen. Vi vil redegjøre for forskningsdesignet, hvordan dataen er samlet inn og analysert, samt oppgavens reliabilitet og validitet.

4.1 Forskningsdesign og datainnsamling

Oppgaven er en deskriptiv casestudie av den økonomiske situasjonen i Grieg med den hensikt å finne fram til en verdivurdering av selskapets egenkapital pr. 31.12.12. Det vil benyttes både kvalitativ og kvantitativ metode for å besvare forskningsspørsmålet. For beregninger av avkastningskravet er det benyttet statistiske modeller som regresjonsanalyse og t-test for å øke validiteten i beta-estimatet. I resten av oppgaven er det brukt kvalitative metoder.

Verdsettelsen sammenligner også Grieg med andre selskaper i bransjen og med markedsporteføljen. Til slutt sammenlikner vi resultatet av vår verdivurdering med verdieslimater etter andre verdsettelsesmetoder, og med aksjekursen pr. 31.12.12.

Selve analysen er en tidsseriestudie. Vi har analysert selskapets økonomisk situasjon, markedsparemetere og bransjen over en tidsperiode på fem år for å kunne prognostisere selskapets fremtidige kontantstrøm.

Vi har valgt fundamental verdsettelse ved bruk av diskontert kontantstrøm (Penman, 2013; Koller, 2010) som metode for verdsettelse av selskapet. Denne metoden er redegjort for i kapittel 3.

Studien baseres i hovedsak på sekundærdata. Det er blitt benyttet årsrapporter, kvartalsrapporter, børsmeldinger, regnskapsdata, selskapspresentasjoner, prisdata og aksjekurser i tillegg til annen offentlig informasjon. Vi har fått informasjon om uklare noter fra konsernregnskapssjefen i Grieg [P1] som klassifiseres som kvalitative primærdata.

4.2 Validitet

Ifølge Bryman og Bell (2007) viser validitet hvorvidt forskningen måler det den har til hensikt å måle, og hvorvidt den gjenspeiler virkeligheten på en korrekt måte.

Oppgaven inneholder subjektive holdninger og forutsetninger. Dette gjelder spesielt i fremtidsbudsjetteringen og fastsettelse av avkastningskravet. Slike forutsetninger vil kunne redusere validiteten. Vi har imidlertid fulgt anerkjent teori innen verdsettelse og har i tillegg

drøftet de beslutningene vi har tatt. I tillegg har vi benyttet flere alternative verdsettelsesmetoder for å få et bredere beslutningsgrunnlag.

Oppgaven egner seg ikke til generalisering av noe teoretisk fenomen, selv om det er benyttet kvantitativ metode i oppgaven. Formålet er heller ikke å kunne generalisere. Vi ønsker å analysere et spesifikt selskaps økonomiske situasjon for å kunne estimere selskapets verdi.

4.3 Reliabilitet

Reliabiliteten forteller oss om konseptet vi ønsker å undersøke måles på en konsistent måte. Dersom vi har høy reliabilitet vil vi ha lite variasjon i resultatene, dersom verdsettelsen repliseres (Bryman og Bell, 2007).

Oppgaven er hovedsaklig bygget på sekundærdata, og der dette er brukt er det referert til kilder. Selskapenes regnskaper og rapporter er utarbeidet i henhold til gjeldende norsk lovverk og i samsvar med IFRS. I tillegg er regnskapene godkjent av ekstern revisor. Annen kvantitativ data som for eksempel aksjekurser og laksepriser er også offentlig tilgjengelig informasjon. Der det er gjort forutsetninger og valg av teknikker er temaet drøftet med henvisning til teori. Dette er gjort for at analysen skal være enklere å gjenskape.

Noe som kan trekke ned reliabiliteten i målingene, er alle forutsetningene i kapittel 8 om fremtidsregnskapet. På grunn av manglende informasjon fra for eksempel de ulike forretningsavdelingene, er det vanskelig å forutsi nøyaktige fremtidsestimater på salgsinntekter og driftskostnader. Vi har ikke hatt tilstrekkelig informasjon for å kunne si noe om fremtidige investeringer, og vi har vært nødt til å ta egne forutsetninger. I tillegg er det nesten umulig å si noe eksakt om fremtiden. Ved budsjettering av salgsinntekter er veksten i det generelle prisnivået KPI-JAE lagt til grunn, og flere kostnadsposter budsjetteres i forhold til fremtidig salgsinntekt. Dette betyr at kostnadene vil ha samme vekst som KPI-JAE.

Likevel kan det være rimelig å anta at for eksempel lønnskostnader vil ha høyere vekst i fremtiden, men av praktiske årsaker har vi valgt å benytte ovennevnte tilnærming, som også er Kollers (2010) anbefaling. På bakgrunn av forutsetningene i fremtidsbudsjettet må derfor verdiestimatet etter DCF-metoden tolkes med forsiktighet.

Likevel er fremtidsbudsjettering selve kjernen ved bruk av DCF-metoden, og derfor helt nødvendig. Metoden er som tidligere nevnt, den verdsettelsesmetoden som er mest anerkjent av både praktikere og teoretikere. Derfor kan en ikke påstå at reliabiliteten svekkes, fordi

metoden legger opp til å budsjettere fremtiden. Vi ser likevel at bedre tilgang på informasjon kunne økt reliabiliteten gjennom mer nøyaktige fremtidsestimater.

Nøyaktigheten av resultatene vil også reduseres i beregningen av WACC. Derfor har vi i kapittel 10 gjennomført en sensitivitetsanalyse for å se virkninger de forskjellige faktorene har på verdsettingen. Dette vil gi et klarere bilde av hvor verdien til Grieg i virkeligheten ligger og hva de forskjellige faktorenes størrelser må være for at aksjen skal nå forskjellige verdier.

4.4 Oppsummering av metode

Den største svakheten ved studien er alle forutsetningene vi har måttet ta i løpet av oppgaven. Forutsetninger fra blant annet fremtidsbudsjetteringen og fastsettelse av WACC vil kunne gjøre oppgavens resultater mindre reliable og valide. Likevel er egne forutsetninger en del av metodikken ved verdsettelse etter DCF-metoden.

Ved verdsettelse av selskaper er det ønskelig å vurdere de enkelte forretningsavdelingene hver for seg, for å øke nøyaktigheten i verdiestimatet til konsernet. Analysen har visse begrensninger da den er utført innenfor en gitt tidsramme og i forhold til tilgjengelig informasjon, og derfor er analysen gjort på konsernnivå.

Resultatene fra oppgaven baseres på offentlig tilgjengelig informasjon og oppgaven kan derfor ha manglende detalj-informasjon om fortid og fremtid. I tillegg er omgrupperingen av regnskapene investororientert, noe som gjør at resultatene fra oppgaven er relevant for nåværende og potensielle eiere, og mindre relevant for kreditorer.

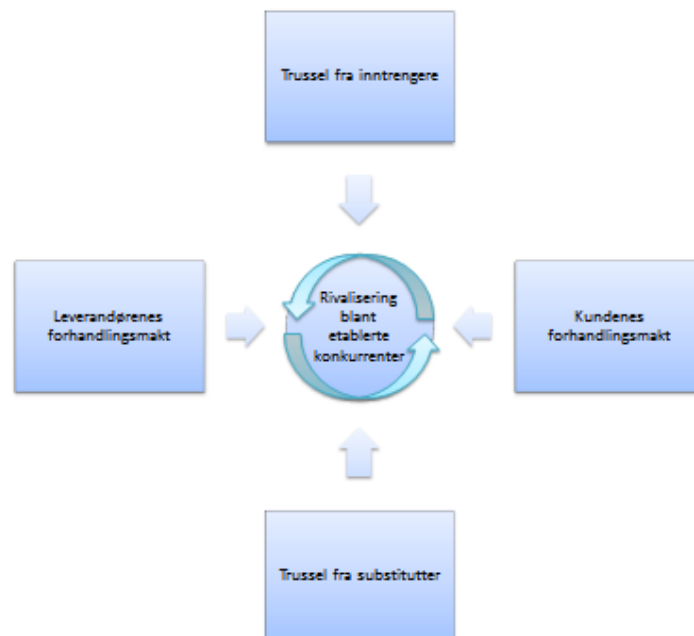
5 Strategisk analyse

Vi vil i dette kapitlet gjennomføre en strategisk analyse av Grieg og oppdrettsbransjen. Analysen skal kartlegge hvilke interne og eksterne faktorer som påvirker verdiskapningen til selskapet.

Vi ønsker også å utføre en ekstern analyse som skal beskrive klimaet i bransjen. Dette vil bli gjort med Porters Five Forces. Til slutt vil vi gjennomføre en intern analyse i form av en VRIO-analyse. Denne vil beskrive hvilke ressurser og kompetanser Grieg besitter som kan anses som konkurransefortrinn. Samlet vil analysene gi oss opplysninger om selskapets strategiske posisjonering.

5.1 Porters Five Forces

For å etablere strategier for håndtering av forskjellige faktorerers påvirkning, må selskapet forstå hvordan faktorene fungerer i deres bransje og hvordan de påvirker selskapet. Det er viktig å vite hvordan kreftene opptrer og hvordan en best kan utnytte seg av disse (Porter, 1979 og 2008). Med andre ord må en bedrift posisjonere seg slik at den kan handle best mulig i forhold til de andre aktørene (de fem kreftene) i bransjen. Porters fem krefter illustreres best i figuren under:



Figur 09: Porters Five Forces

Denne bransjeanalysen vil benyttes til å se på konkurransekraftene i lakseoppdrettsbransjen. Vi vil gå gjennom de fem kreftene (som vist i figur 09) og oppsummere ved en rangering av disse på tre trinn; lav, moderat og høy grad. Det som går igjen i de forskjellige kreftene er at de alle vil kunne ha innvirkning på aktørens marginer gjennom å legge grunnlag for de økonomiske rammene i bransjen.

Trussel fra inntrengere

Ifølge Porter (2008) vil inntrengere kunne skape sterkere konkurranse, spesielt hvis de er inne i andre markeder fra før av, og benytter sine kapabiliteter og kontantstrømmer til å innta nye markeder. Gode marginer innad i bransjen kombinert med lave inngangsbarrierer vil gjøre den spesielt attraktiv. Inngangsbarrierer kan deles inn i syv kategorier:

1. Stordriftsfordeler (kostnadseffektivitet)
2. Stordriftsfordeler (kundebase)
3. Innlåsingeffekten
4. Store kostnader forbundet med etablering
5. Fordeler for etablerte aktører
6. Ulik tilgang til distribusjonskanaler
7. Restriktiv politikk.

I tillegg vil forventet gjengjeldelse fra aktører som allerede er i bransjen kunne skremme potensielle inntrengere.

I oppdrettsbransjen er det store etableringskostnader knyttet til investering i anleggsmidler, biomasse og konsesjoner. Det kan heller ikke forventes inntekter før tredje driftsår, da det tar om lag tre år fra rognstadiet til laksen er 4-7 kg og regnes som matfisk [38]. På grunn av flere innledende år med høye kostnader og lave inntekter, er risikoen for konkurs i oppstartsfasen stor.

Hvor stort volum levende laks hver oppdrettsaktør har lov å holde i lager, er avhengig av stedsbestemte konsesjoner. Tildeling av konsesjoner skjer i henhold til laksetildelingsforskriften (forskrift om tillatelse til akvakultur for laks, ørret og regnbueørret) [39]. Konsesjoner kan også kjøpes, for eksempel gjennom oppkjøp av en allerede eksisterende aktør. Et eksempel på en inntrenger kan være en etablert aktør i en annen liknende industri som kjøper opp flere små oppdrettsselskaper. Vi vil da få flere store aktører uten at det økes i konsesjoner. Dette vil kunne gjøre at konkurransen innad i bransjen blir sterkere.

Store og etablerte aktører vil kunne oppnå høyere kostnadseffektivitet, da de i større grad har mulighet til å drive alle deler av oppdrettsselskapet selv (stamfiskanlegg, smoltproduksjon, matfiskanlegg, slakteri/videreforedling og salg). Vi ser imidlertid ikke betydelige stordriftsfordeler forbundet med at kunder kjøper produkter fra de største aktørene. Innlåsingeffekten er også fraværende, fordi det ikke vil volde kunden store kostnader å bytte produsent.

Distribusjonstilgangen avhenger i stor grad av kontaktnettverk og lokalisering. De største aktørene i Norge leverer alle en stor andel av produksjonen som eksportvare rundt om i verden. Etterspørselen på laks forventes likevel å gå opp samtidig som produksjonen går ned de neste årene (Handelsbanken Capital Markets, 2013). Dermed forventer vi at det ikke vil være vanskelig å oppnå gode distribusjonsavtaler for nye aktører. Likevel konkluderer vi med at inngangsbarrierene er såpass høye at trussel fra inntrengere er et sted mellom moderat og lav. Grunnet høye etableringskostnader velger vi å sette trusselen som lav.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører kan redusere marginer i bransjen gjennom å øke prisen, reduserer kvaliteten eller skyve kostnader over på oppdrettsselskapene i bransjen. En leverandør har forhandlingsmakt dersom:

1. Det er betydelig forskjell på tetthet av leverandører og aktører i bransjen.
2. Den er lite avhengig av én enkelt bransje for å oppnå profitt.
3. Selskaper vil få store kostnader dersom de ønsker å bytte leverandør. Leverandører kan også stå overfor samme situasjon selv, noe som vil forringe deres forhandlingsmakt
4. Den tilbyr produkter som er differensierte, eller at det ikke finnes substitutter.
5. Den er en troverdig trussel som inntrenger i bransjen.

I all hovedsak har leverandører innen oppdrettsnæringen vært delt i to. Leverandører av fôr og leverandører av rogn og smolt. De største selskapene, inkludert Grieg, har imidlertid investert i eierinteresser innen produksjon av rogn og egne settefiskanlegg for produksjon av smolt. På denne måten har de redusert kostnadene og kuttet distribusjonsledd i leveransene. Vi vil derfor avgrense dette avsnittet til å omhandle fôrleverandørenes forhandlingsmakt.

Det er per i dag tre store produsenter av fiskefôr i Norge; EWOS, Skretting og BioMar. I tillegg finnes det flere små og mellomstore produsenter rundt om i landet. Forskjellen er derfor ikke stor med tanke på konsentrasjon av leverandører i forhold til oppdrettsselskaper.

Leverandørene av fiskefôr er i stor grad avhengige av oppdrettsnæringen da det er et spesifikt produkt for oppdrettsnæringen, akvarier og fiskedammer. Dersom oppdrettsselskapene selv skulle begynne å produsere fôr vil store deler av omsetningen til fôrprodusentene gå tapt. EWOS er en av de tre store fôrprodusentene og er eid av Cermaq. I tillegg til å eie EWOS, eier Cermaq også oppdrettsselskapet Mainstream, som er en av konkurrentene til Grieg. Dette er et eksempel på en vertikalt integrert bedrift som vil kunne redusere leverandørens forhandlingsmakt.

Vi ser at oppdrettsselskapene er avhengige av fôrprodusentene og gode avtaler med disse. Det finnes i dag ikke noe godt og bærekraftig substitutt til fiskefôr. Gode avtaler og eventuelt vertikal integrasjon slik som Cermaq, vil kunne redusere produksjonskostnadene. I siste del av 2012 og inn i 2013, så vi en økning i fôrprisen på grunn av økning i råvareprisen. Sikringsavtaler om fast pris på en viss mengde fôr vil redusere risikoen i slike situasjoner på samme måte som avtaler om fast laksepris vil kunne sikre inntektene dersom lakseprisen skulle falle.

Produktene fra de forskjellige leverandørene er i stor grad like. Vi ser i Griegs årsrapporter at de stiller krav til at fôrleverandørene benytter bærekraftige råvarer.¹³ Dette kan tyde på at bedriftene ikke har store kostnader ved å bytte leverandør dersom kravene ikke innfris. Samlet tilsier vurderingene at leverandørens forhandlingsmakt er lav.

Kundenes forhandlingsmakt

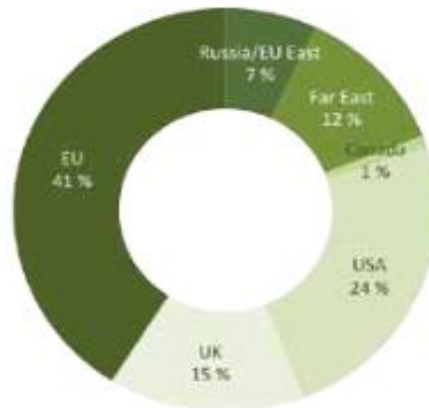
Kunder kan besitte forhandlingsmakt på samme måte som leverandører. Dette gjelder spesielt dersom kundene i bransjen er prissensitive. En kunde har forhandlingsmakt dersom:

1. Det er få kunder, eller om kundene kjøper store volumer i forhold til selskapets totale omsetning.
2. Produktene i bransjen er standardiserte og udifferensierte.
3. Kunden står ovenfor lave byttekostnader.
4. Det er troverdig at kunden selv kan produsere produktet.

¹³ Webkilder: [40][41][42]

I figuren under ser vi Griegs markeder. Denne viser at selskapet leverer til en bred kundegruppe. Etterspørselen etter laks øker på verdensbasis, slik at figuren også kan gjenspeile fremtiden. Her kan vi dra inn salg gjennom kontrakter som sikring av inntekt. For Grieg er sikringskontrakter ikke lenger med i planene og pr. i dag selger selskapet kun på spotmarkedet.

Geografiske markeder



Figur 10: GSFs markeder

Laksen som selges fra oppdrettsselskapene er i stor grad å betrakte som råvarer. Videreforedling foregår stort sett blant eksterne aktører som kjøper laks hos oppdretterne. Unntaket for Griegs del finner vi på Shetland, der det i tillegg til slakteri også finnes et videreforedlingsanlegg. I tillegg satses det på økologisk oppdrett. Likevel anser vi produktet som udifferensiert, fordi produktet i stor grad selges som råvare og ikke videreforedlet produkt [44]. Dette er med på å øke kundebasert makt. Kunden har også lave kostnader ved skifte av leverandør og vi anser samlet at kundenes forhandlingsmakt er relativt høy.

Trussel fra substitutter

Substitutter er et alternativ som kan oppfylle samme behov som produktet uten å være nøyaktig det samme. Trusselen fra disse kan senke marginene i bransjen. Trusselen fra substitutter er høy dersom:

1. Substituttet kan gi et tilfredsstillende pris-ytelse bytte, i forhold til det opprinnelige produktet.
2. Kunden vil få lavere kostnader gjennom å bruke substituttet uten å redusere nytten.

Substitutter for oppdrettslaks kan være alt fra villaks og annen fisk, til annen proteinrik mat som svin, kylling, storfe og lam.

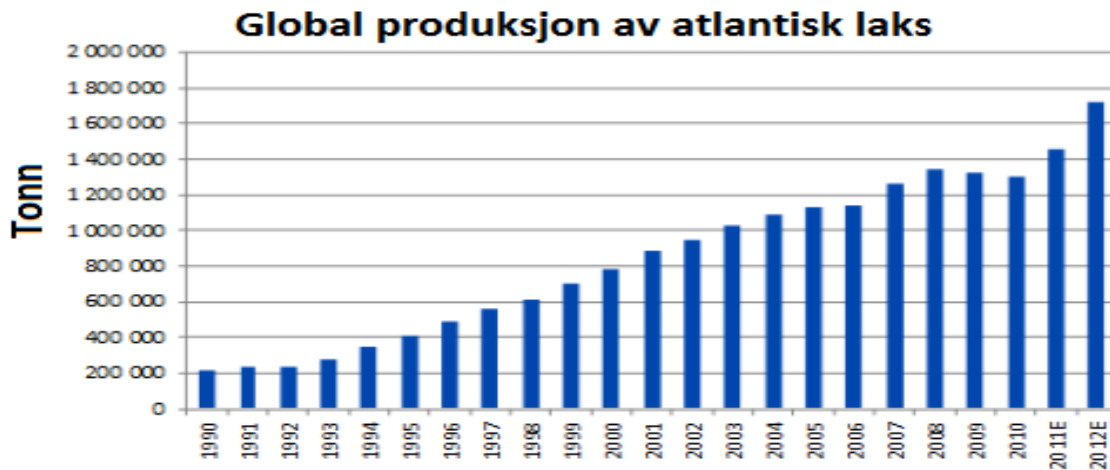
Det generelle prisfallet i lakseprisen de siste par årene, kombinert med forskning og kampanjer som fremmer fiskens sunne egenskaper [43] gjør at trusselen fra substitutter vil være lavere enn den var tidligere. Likevel vil prisøkninger kunne føre til at kunder velger bort laks mot noen av substituttene. I tillegg er prisen på laks relativt høyere enn substitutter som svin og kylling. En prisøkning i laks vil gjøre det enklere for kunden å velge bort laks. Samlet sett anser vi trusselen fra substitutter for å være moderat.

Rivalisering blant etablerte konkurrenter

Rivalisering blant bransjens aktører har flere former deriblant; priskonkurransse, produktutvikling, markedsføringskampanjer og økt servicegrad. Høy rivalisering i bransjen fører til lavere marginer, spesielt gjelder dette ved ren priskonkurransse. Vi har høy rivalisering i bransjen dersom:

1. Det er mange forskjellige aktører eller dersom aktørene har tilnærmet lik størrelse og makt.
2. Det er lite vekst i bransjen.
3. Utgangsbarrierene er høye.
4. Aktører har mål som går utover det rent økonomiske.
5. Aktørene ikke klarer å tolke hverandres signaler på grunn av lite kunnskap om konkurrenten, avvikende tilnærming til konkurranse eller forskjellige målsettinger.

I figuren under kan vi se at det er vekst i den totale innhøstede mengden på verdensbasis og vi ser samme utvikling i Norge [44]. Samtidig har det blitt færre aktører enn tidligere, der de 30 største aktørene nå står for om lag 80 % av totalt produsert kvantum. Handelsbanken Capital Markets (2013) forventer at etterspørselen de neste årene vil øke, samtidig som de forventer lavere økning i tilbud. På bakgrunn av dette forventer de prisvekst i årene 2013 til 2015.



Figur 11: Global produksjon av atlantisk laks

Siden det i liten grad differensieres på produkter i bransjen, vil det i stor grad kunne konkurreres på pris. Dette fører til sterkere konkurranse og lavere marginer. I oppdrettsbransjen settes prisen av markedet og ikke av aktørene selv, noe som gjør at konkurransen ikke vil være like ødeleggende [57][58]. Vi anser derfor rivalisering blant etablerte aktører til å være moderat.

Oppsummering Porters Five-Forces

I figuren under illustreres markedssituasjonen i oppdrettsbransjen. Totalt sett kan vi si at konkurranseklimaet i industrien er moderat.

Tabell 04: Oppsummering av Five Forces

Oppsummering av Five Forces			
	Lav	Moderat	Høy
Trussel fra inntrengere	x		
Leverandørenes forhandlingsmakt	x		
Kundenes forhandlingsmakt			x
Trussel fra substitutter		x	
Rivalisering blant etablerte konkurrenter		x	

5.2 VRIO

VRIO har sitt utspring fra det ressursbaserte synet, der det å skape varige konkurransefortrinn gjøres ved å skape differensierte nøkkelressurser. Det ressursbaserte synet vurderer interne strategiske eiendeler i et VRIO-rammeverk. Ressursene kan være *verdifulle*, *sjeldne*,

uimiteerbare, og utvikles gjennom *organisatorisk fokus* (Jugdev, 2005). I dette avsnittet vil vi gå gjennom VRIO-rammeverket steg for steg med henblikk på Griegs interne ressurser. Avslutningsvis oppsummeres selskapets konkurransefortrinn.

Verdifull

Verdifulle ressurser bidrar ifølge Jugdev (2005) til bedriftens produktivitet og effektivitet. Ressurser er verdifulle når de kan utnytte muligheter og nøytralisere trusler i omgivelsene. I økonomisk sammenheng genererer ressursene meravkastning for selskapet. Det sentrale spørsmålet i sammenheng med verdifulle ressurser er ifølge Barney (2002): “Gjør selskapets ressurser og kapabiliteter dem i stand til å svare på muligheter og trusler i omgivelsene?”

Grieg har både materielle og immaterielle ressurser som er verdifulle. Når det gjelder de materielle ressursene er selve biomassen den mest verdifulle ressursen. Det er denne som er salgbar og kan skape verdi for selskapet. Skal vi derimot se på ressurser og kapabiliteter som gjør Grieg i stand til å svare på hendelser i omgivelsene, så er det mer nærliggende å se på anleggene som er i bruk og kompetansen de ansatte innehar, i tillegg til beliggenhet.

Anleggene til Grieg har de siste årene gjennomgått en stor opprustnings- og utvidelsesprosess. Det har blitt bygget nye settefiskanlegg og i løpet av første halvdel av 2013 vil alle Griegs regioner ha settefiskanlegg. I tillegg har andre anlegg blitt automatiserte i større grad. Dette skal bidra til at Grieg skal redusere sykdom i biomassen og redusere kostnadene.

Kompetansen de ansatte besitter er i likhet med de andre oppdrettselskapene høy. Når det gjelder regionsdirektørene besitter de i tillegg stor lokalkunnskap. Eksempelvis har regionsdirektør i Finnmark, Håkon Volden, tidligere drevet Volden Group. Han har jobbet med lakseoppdrett på samme lokasjon siden 1993 da han tok over etter sin far som administrerende direktør av Volden Group. I Rogaland har Alexander Knudsen vært tilknyttet Grieg siden 1997. Før dette var han ansatt i Øvrebø Fisk som ble kjøpt opp av Grieg.

Griegs lokasjoner er Finnmark og Rogaland i Norge, British Columbia i Canada og Shetland i Storbritannia. Når det gjelder Finnmark er det spesielt lite lakselus i fjordene grunnet vannets forholdsvis lave temperatur. Dette fører også til at fiskene bruker litt lenger tid på å vokse, noe Grieg har forsøkt å vri til en eksklusiv egenskap ved laksen fra nord.

I Rogaland er det mange øyer ute i havgapet. Dette gjør at oppdrettsanleggene til en viss grad kan lokaliseres lenger ut til sjøs. Det samme gjelder for Shetland. Det er miljømessig ønskelig å ha oppdrettsanleggene unna lakseelver. På Shetland har Grieg et videreforedlingsanlegg der

det blant annet røykes laks. Av laksen som produseres på Shetland selges om lag 70 % som hel fisk, mens resten videreføres i ulike filetkvaliteter [45].

Det spesielle med anleggene i Canada er nærheten til de Nord-Amerikanske og Asiatiske markedene. Dette gir Grieg lavere transportkostnader enn blant annet konkurrenter i Chile. Denne lokasjonen gir også gode naturlige forutsetninger for lakseoppdrett gjennom gode klima- og temperaturforhold fra havstrømmene.

Sjelden

Ressurser som finnes i flere selskaper blir ikke sett på som sjeldne og vil dermed ikke skape et konkurransefortrinn. Dersom færre selskaper besitter ressursen, vil disse ressursene kunne skape et midlertidig konkurransefortrinn (Jugdev, 2005). Det sentrale spørsmålet i sammenheng med sjeldne ressurser er ifølge Barney (2002): “Er ressursen pr. i dag bare tatt i bruk av en liten gruppe av konkurrerende bedrifter?”

Vi kan ikke se at noen av ressursene utelukkende besittes av Grieg. Det er imidlertid ikke mange aktører som har samme lokaliteter som selskapet [46]. Både i Finnmark og Rogaland finner vi pr. 2011 syv prosent av landets lokaliteter, der Grieg har majoriteten av disse [70].

På samme måte som produktet er lite differensiert, er det er pr. i dag stor grad av standardiserte og like ressurser i oppdrettsbransjen. Videre er det miljømessig ønskelig at både landanlegg og lukkede anlegg til sjøs skal erstatte dagens åpne merder i fremtiden [36]. Slik situasjonen er i dag er det ikke lønnsomt med slike typer anlegg, da de medfører økte kostnader for oppdrettsselskapene. Likevel vil anleggene med stor sannsynlighet redusere rømming, miljøskadelig utslipp, sykdom og dødelighet.

Vi konkluderer med at Griegs ressurser pr. tid, ikke er sjeldne nok til å kunne skaffe midlertidige konkurransefortrinn.

Uimiterbar

At ressursen er uimiterbar betyr at selskapet beskytter sine ressurser slik at det ikke er lett for konkurrentene å kopiere dem (Jugdev, 2005). Det sentrale spørsmålet er ifølge Barney (2002): “Gir det andre bedrifter store kostnader å utvikle eller skaffe ressursen?”

Lokaliteter begrenses gjennom konsesjoner og må kjøpes dersom man ikke får tildelt konsesjon. Dette kan være dyrt, men sees på som en langsiktig investering. I og med at Grieg ikke har noen andre sjeldne ressurser legger vi derfor ikke vekt på uimiterbarhet.

Organisatorisk fokus

Jugdev (2005) forklarer at organisatorisk fokus er viktig for å skape og opprettholde viktige eiendeler. Gjennom dets lederskap, rutiner og prosedyrer skal dette fremmes og beskyttes. Barney (2002) beskriver det sentrale spørsmålet som: “Er retningslinjer og prosedyrer organisert slik at selskapet best kan utnytte de verdifulle, sjeldne og uimiterbare ressursene?”

Grieg har stadig nye FoU-prosjekter der de pr. nå satser mest innen fôr og ferskvann/smolt, som vil kunne redusere produksjonskostnadene på sikt. I tillegg jobbes det hardt for å utvikle bedriftens kompetanse innen biologisiden, spesielt på Shetland der dette har vært en utfordring. Dersom kompetansen på biologisiden økes vil selskapet kunne øke produktiviteten.

Oppsummering VRIO

Alle elementene i VRIO-rammeverket bør være tilstedet for å kunne utvikle og opprettholde konkurransefortrinn. Vi ser imidlertid at Grieg har verdifulle ressurser, men at disse ikke i stor nok grad er sjeldne. Dette innebærer at de vil kunne oppnå normale resultater og ha normal verdiskapning. De har imidlertid ikke opparbeidet seg noen varige konkurransefortrinn som skulle tilsi ekstraordinære resultater. FoU-prosjekter er en måte å kunne oppnå dette på i fremtiden, noe som det også satses på. Samtidig søker selskapet kontinuerlig utvikling av kompetanse blant de ansatte.

5.3 Strategisk posisjon

Vi har slått fast at det er vanskelig å skaffe seg varige konkurransefortrinn i en så homogen bransje som oppdrettsbransjen. Homogenitet gjør det vanskelig for enkeltelskaper å diversifisere seg. Vi har derimot ikke sett på hvilken strategisk retning Grieg har.

Selskapet skriver i sin årsberetning for 2012 at Grieg Seafood Rogaland for tredje år på rad har redusert sine produksjonskostnader, samt at tre av fire regioner har redusert fôrfaktoren sin. Videre forklares det at utviklingen i de to norske regionene er positiv og at fokuset i årene framover fortsatt vil være på å forbedre produktiviteten og redusere kostnadene. Grieg er

ifølge årsberetningen ikke blant de beste på kapasitetsutnyttelse og mener at det er store muligheter for organisk vekst i Norge. Grieg har derfor størst fokus på vekst i Norge.

På Shetland har resultatene vært for dårlige over flere perioder. Her ønskes det utvikling av kompetanse innen produksjon og biologi. Grieg ser for seg at avdelingene i Norge hjelper til med å utvikle kompetansen innen drift og biologi, slik at trenden kan endres. I British Columbia er det gjort forbedringer på settefiskanlegget slik at sannsynligheten for nye sykdomsutbrudd reduseres.

Grieg har investert stort i settefiskanlegg de siste årene. Tatt i betraktning at det er redusert i førkostnadene, er det tydelige signaler på at selskapet ønsker å redusere sine kostnader i fremtiden. Vi ser at Grieg ønsker å nedbetale gjelden sin fremover, noe som vil gjøre at rentekostnadene vil reduseres i fremtiden. Det vil endre på finansieringsstrukturen. Pr. i dag har selskapet en egenkapitalandel på 37 %.

Vi konkluderer derfor med at Grieg har valgt en kostnadseffektiv strategi i fremtiden. Fokuset er å øke produktiviteten på anleggene samtidig som de ønsker å redusere produksjons- og rentekostnadene.

6 Regnskapsanalyse

Om regnskapsanalysen

En analyse basert på regnskapsdata dekker ikke all økonomisk aktivitet og er derfor bare en del av den samlede analysen av selskapet. De tilgjengelige regnskapsdataene er et resultat av ledelsens beslutninger, og for en utenforstående vil det være vanskelig å analysere beslutningene (Kinserdal, 2005). Videre sier Kinserdal (2005) at *”Formålet med regnskapsanalyse er å vinne innsikt i fortiden for å få et bedre grunnlag for å si noe om fremtiden”* (Kinserdal, 2005:219).

Kaldestad og Møller (2011:49) beskriver regnskapsanalyse slik: *”En regnskapsanalyse viser historiske resultater som selskapet har oppnådd, hvilke eiendeler selskapet har investert i, hvilke forpliktelser som eksisterer, historisk utvikling i kontantstrømmer, i tillegg til sammenhenger mellom aktivitet og investering i anleggsmidler og arbeidskapital. Dette gir i sum en historisk plattform for analysen.”*

Ved å analysere fortiden grundig, kan en dokumentere hvorvidt selskapet har skapt verdier, om selskapet har hatt vekst og hvordan de har utviklet seg i forhold til konkurrentene (Koller, 2010:109). Koller (2010) sier videre at en bør ha god kjennskap til verdidriverne i selskapet, herunder avkastning på investert kapital (ROIC), inntektsvekst og kontantstrømmer. Ved å ha god kjennskap og forståelse for disse nøkkeldriverne, vil en være bedre rustet til å gjøre gode estimater av fremtidige kontantstrømmer.

Tradisjonelle finansregnskaper; herunder resultatregnskapet, balanseregnskapet og kontantstrømsoppstillingen, er oppstillinger som alene ikke er godt egnet for å vurdere den driftsrelaterte prestasjonen og verdien til et selskap. Balanseregnskapet viser både driftsrelaterte eiendeler, ikke-driftsrelaterte eiendeler og finansieringskilder. På samme måte viser resultatregnskapet både driftsrelatert resultat og finansieringskostnader (Koller, 2010).

Ved verdsettelse av selskaper ønsker en å se på hva kjernevirksomheten kan generere av fremtidige kontantstrømmer. Derfor er det hensiktsmessig å foreta en omgruppering av selskapets regnskaper, for å skille mellom driftsrelaterte poster, ikke-driftsrelaterte poster og finansieringskilder (Koller, 2010).

Gjesdal [1] mener nyere ideer om regnskapsanalyse legger stor vekt på at resultatregnskapet, balanseregnskapet og kontantstrømsoppstillingen må spesifiseres på en slik måte at det

tilrettelegger for overvåkning og verdsettelse. Eierne i selskapet er interesserte i, både å overvåke ledelsens prestasjon i selskapet, men også å vite hva selskapet er verdt. Kreditorer er mer opptatt av selskapets kredittverdighet, og vil derfor vektlegge dette ved verddivurdering av selskap. Ved en investororientert omgruppering står skillet mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler sentralt i regnskapsoppstillingene, mens skillet mellom omløps- og anleggsmidler, kortsiktig og langsiktig gjeld, er av mindre betydning. Skillet mellom kortsiktig og langsiktig gjeld har større betydning ved kreditororientert verdsettelse [1].

Denne oppgaven har som formål å verdsette Grieg. I utgangspunktet er det nåværende og potensielle eiere som kan ha nytte av en slik verdsettelse [1]. Derfor vil denne regnskapsanalysen være investororientert. På grunn av at oppstillingen som fremgår i årsrapportene er kreditororientert, er det følgelig nødvendig å foreta en omgruppering av regnskapet.

En regnskapsanalyse starter med en omgruppering av regnskapet, for verken resultatregnskapet eller balanseregnskapets hovedoppstillinger er godt egnet til verdsettelse eller kontroll. Med dette som formål er det i følge Gjesdal [1] viktig å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler, rentebærende og rentefri gjeld, normale og unormale poster, samt avdekke brudd på kongruensprinsippet, såkalt "dirty-surplus". I tillegg sier Penman (2013) at en bør gjøre korrigeringer for avsatt utbytte.

I denne oppgaven skal vi benytte diskontert fri kontantstrøm for å fastsette verdien av selskapet. Metoden krever at en har beregnet den investerte kapitalen og NOPLAT, for å komme frem til den frie kontantstrømmen. For å komme frem til investert kapital og NOPLAT må en derfor omgruppere resultat- og balanseregnskapet. NOPLAT representerer driftsrelatert resultat etter skatt (Koller, 2010). Både avkastningen på investert kapital og fri kontantstrøm utledes fra NOPLAT, noe vi senere viser i kapittel 6.3.

Justering av målefeil

Kinserdal (2005:220) sier at en analytiker bør komme "bak tallene", slik de er gitt i årsrapportene. Ved utarbeidelse av årsrapportene, må en gjennom flere filtre, deriblant regnskapslovgivninger, både nasjonalt og internasjonalt. Det neste filteret er informasjonen om ledelsens beslutninger. Dette gjelder spesielt analyse av hvilke muligheter som kan foreligge (Kinserdal, 2005).

I vår regnskapsanalyse av Grieg vil vi ikke gjennomgå og analysere eventuelle målefeil, på grunn av oppgavens tidsramme. Det fremgår av revisor PwCs beretning at konsernregnskapet er avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen til konsernet Grieg. Konsernets resultater og kontantstrømmer for regnskapsårene er i samsvar med IFRS gjennom hele analyseperioden.

Analyseperiode og nivå

Analysenivået er konsernet til Grieg. Eventuell analyse av forskjellige forretningsområder vil være både tidkrevende, og krever i tillegg ekstra informasjon. Derfor velger vi kun å analysere de konsoliderte og offentlig tilgjengelige regnskapstallene, herunder årsrapporter, til Grieg-konsernet.

Grieg ble børsnotert i juni 2007. Vi velger å starte analyseperioden fra første hele regnskapsår, som blir 2008. Deretter vil vi analysere de påfølgende fem årene, altså til og med 2012. Gjesdal [1] skriver at observert historisk lønnsomhet kan fortelle mye om fremtidig lønnsomhet på kort og mellomlang sikt, dvs. 6-10 år. Utover dette ser det ut til at forskjeller i lønnsomheten viskes ut.

Nøkkeltallsanalyse

Formålet med regnskapsanalyse er å kunne gi et helhetlig bilde av den økonomiske situasjonen i bedriften. En bør kunne si noe om lønnsomhetsutviklingen, likviditeten og finansiell situasjon til selskapet (Kristoffersen, 2005). Til slutt vil vi derfor foreta en nøkkeltallsanalyse av Grieg, der vi ser på lønnsomhet, likviditet, finansieringen og soliditeten til selskapet.

6.1 Balanse- og resultatregnskap 2008-2012

I dette kapitlet presenteres de historiske regnskapstallene til Grieg. I det følgende har vi laget en overordnet oversikt over balanse- og resultatregnskapene fra perioden 2008 til 2012.

Tabell 05: Konsolidert resultatregnskap GSF 2008-2012

Resultatregnskap Grieg Seafood ASA 2008-2012

i NOK 1000

Driftsinntekter og driftskostnader	2008	2009	2010	2011	2012
Salgsinntekt	1 477 029	1 612 619	2 446 490	2 046 991	2 050 065
Andre inntekter	2 175	8 746	10 161	16 568	28 164
Andre gevinster/tap	8 299	80	-763	201	-53
Andel resultat fra tilknyttede selskaper og felleskontroller virksomhet		377	4 747	13 704	12 744
Varekostnader	-852 041	-742 496	-942 530	-889 677	-1 202 314
Lønns- og personalkostnader	-165 148	-193 300	-238 409	-238 382	-276 103
Andre driftskostnader	-332 645	-410 541	-592 752	-603 585	-642 374
Driftsresultat før avskrivninger og verdijustering av biologiske eiendeler	137 669	275 484	686 944	345 820	-29 818
Avskrivninger	-106 144	-118 300	-115 912	-136 984	-157 825
Nedskrivninger anleggsmidler	-38 012	-	-	-	-
Avskrivning konsesjoner og andre immaterielle eiendeler	-4 378	-3 282	-3 662	-3 222	-4 270
Nedskrivninger goodwill og konsesjoner	-161 988	-	-	-	-
Reversering av tidligere nedskrivninger av konsesjoner	-	-	72 385	-	-
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	-172 853	153 902	639 754	205 613	-191 162
Verdijustering biologiske eiendeler	-35 747	115 276	207 629	-395 180	98 063
Driftsresultat	-208 600	269 178	847 383	-189 567	-93 099
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	700	1 608	7 590	25 165	-913
Finansinntekter	18 258	136 333	54 675	31 141	3 173
Finanskostnader	-252 223	-89 606	-51 882	-61 963	-111 520
Sum netto finansposter	-233 265	48 335	10 383	-5 657	-108 346
Resultat før skattekostnader	-441 865	317 513	857 766	-195 224	-202 358
Skatteinntekt (-kostnad)	97 461	-86 640	-226 727	72 064	55 170
Årsresultat	-344 404	230 873	631 039	-123 159	-147 188

Tabell 06: Konsolidert balanseregnskap GSF 2008-2012

Balanseregnskap Grieg Seafood ASA 2008-2012

i NOK 1000

Eiendeler	2008	2009	2010	2011	2012
Goodwill	87 665	87 583	90 540	105 373	105 108
Konsesjoner	831 921	818 340	926 170	987 596	976 740
Andre immaterielle eiendeler	8 205	5 578	3 160	4 618	3 800
Varige driftsmidler	794 346	819 110	923 546	1 126 699	1 141 317
Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontroller virksomhet	11 579	13 619	33 456	37 387	49 229
Lån til tilknyttede selskaper	2 410	1 923	3 449	996	1 020
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	178	945	557	1 307	1 337
Andre langsiktige fordringer	1 790	-	1 958	311	53
Sum anleggsmidler	1 738 094	1 747 098	1 982 836	2 264 287	2 278 604
Varelager	44 592	49 180	58 409	67 355	65 692
Biologiske eiendeler	1 073 341	1 367 061	1 564 041	1 404 934	1 310 142
Kundefordringer	157 876	188 052	265 350	223 682	124 657
Andre kortsiktige fordringer	48 488	57 051	43 265	58 139	51 299
Derivater og andre finansielle instrumenter	8 243	20 350	-	1 178	-
Kontanter og kontantekvivalenter	68 146	139 778	143 727	152 622	239 885
Sum omløpsmidler	1 400 686	1 821 472	2 074 792	1 907 910	1 791 675
Sum Eiendeler	3 138 780	3 568 570	4 057 628	4 172 197	4 070 279

Egenkapital og Gjeld					
Aksjekapital	306 048	446 648	446 648	446 648	446 648
Egne aksjer	621 550	716 634	-	-5 000	-5 000
Annen innskutt egenkapital	1 005	-19 734	1 561	1 625	-51 942
Opptjent egenkapital og andre fond	-	230 873	1 534 196	1 246 877	1 123 524
Sum egenkapital	928 603	1 374 421	1 982 405	1 690 150	1 513 230
Utsatte skatteforpliktelser	251 069	331 995	531 498	486 702	426 781
Pensjonsforpliktelser	4 161	1 927	2 051	1 557	1 110
Kontantopsjoner	-	1 351	5 845	194	9 267
Ansvarlige lån	13 517	13 548	14 581	18 287	22 840
Lån	8 065	711 419	646 686	592 685	953 004
Forpliktelser finansielle leiekontrakter	213 117	198 167	168 856	179 670	156 150
Annen langsiktig gjeld	5 882	691	3 292	2 701	-
Sum langsiktige gjeld	495 811	1 259 098	1 372 809	1 281 796	1 569 152
Kortsiktige lånefasiliteter	496 702	482 929	260 000	700 000	500 000
Kortsiktig del av langsiktige lån	807 827	85 295	79 000	79 983	109 542
Kortsiktig del av forpliktelser finansielle leiekontrakter	35 305	37 383	41 726	44 662	44 730
Leverandørgjeld	214 687	233 443	253 305	303 196	246 119
Skyldig lønn og offentlig avgifter (betalbar skatt)	13 611	13 869	25 104	16 072	19 720
Derivater og andre finansielle instrumenter	122 532	9 672	1 605	7 887	13 805
Annen kortsiktig gjeld	23 702	72 400	41 674	48 452	53 982
Sum kortsiktig gjeld	1 714 366	935 051	702 414	1 200 252	987 898
Sum Gjeld	2 210 177	2 194 149	2 075 223	2 482 048	2 557 050
Sum Egenkapital og Gjeld	3 138 780	3 568 570	4 057 628	4 172 197	4 070 279

6.2 Omgruppering av regnskap

I dette kapitlet vil vi gjennomgå resultat- og balanseregnskapstallene til Grieg i perioden 2008-2012, og omgruppere regnskapene. Ved omgrupperingen er det nødvendig å gå gjennom post for post i det ordinære resultat- og balanseregnskapet. Viktige opplysninger om regnskapspostene gis i notene. Ved omgrupperingen vil vi følge prinsippene til Gjesdal (2007), Koller (2010) og Penman (2013). Den påfølgende omgrupperingen skjer i fem steg:

1. Avsatt utbytte som egenkapital

Grieg har gjennom analyseperioden 2008-2012 fulgt IFRS ved regnskapsrapportering.

Gjesdal (2007) sier at det i norske regnskaper har vært vanlig å klassifisere avsatt utbytte som kortsiktig gjeld. Dette er ikke i samsvar med IFRS. Der tillates ikke å avsette utbytte på en slik måte, da den ikke tilfredsstillers IFRS' definisjon av gjeld. Avsatt utbytte er ikke rentebærende og skal klassifiseres som del av egenkapital, frem til eventuell utbetaling. Grieg følger IFRS og dermed er det ikke nødvendig å foreta korrigeringer i forhold til avsatt utbytte.

2. Dirty-Surplus

Rapportering av resultatelementer som en del av egenkapitalen, fremfor ordinær rapportering i resultatregnskapet, kalles for "dirty-surplus" (Penman, 2013:263). Dette er brudd på kongruensprinsippet jf. regnskapslovens § 4-3. Kongruensprinsippet går ut på at alle inntekter og kostnader skal *resultatføres*. Virkning av endring av regnskapsprinsipp og korrigering av

feil i tidligere årsregnskap skal føres direkte mot egenkapitalen. Dette innebærer altså at egenkapitalen bare skal endres via egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd.

Gjesdal (2007) trekker frem to typer ”dirty-surplus”; permanent og midlertidig. Et eksempel på permanent ”dirty-surplus” er at det tidligere i norsk regnskapspraksis, var vanlig å føre pensjonsforpliktelser direkte mot egenkapitalen, og resultatet ble aldri belastet. Eksempel på midlertidig ”dirty-surplus” er at IFRS tillater å sette visse tap og gevinster på aksjer og andre finansielle instrumenter midlertidig i egenkapitalen. Tanken bak dette er at svingninger i resultatet reduseres, noe som vil medføre at produsentenes motstand mot å regnskapsføre verdiendringer reduseres (Gjesdal, 2007). ”Dirty-surplus” oppstår som oftest som følge av gevinst og tap på aksjer og utenlandsk valutatransaksjoner, samt i forbindelse med gevinst og tap på bestemte derivater (Penman, 2013:263).

For en analytiker er det imidlertid ikke noe mål å redusere svingningene i resultatet. I følge Gjesdal (2007) vil ”dirty-surplus” skape problemer for en regnskapsanalyse som fokuserer på lønnsomhetsmåling, og rentabiliteten blir feil. Derfor bør analytikere korrigere for brudd på kongruensprinsippet, dette kan gjøres på to måter. Enten ved å tilbakeføre posteringer mot egenkapitalen, eller å resultatføre endringer i ”dirty-surplus”.

For Grieg observeres det ”dirty-surplus” gjennom hele analyseperioden fra 2008-2012. Dette omfatter *valutaomregningsdifferanser* og *andre gevinster eller tap*. For Grieg utgjør akkumulert negativt ”dirty-surplus” 28 mill. i perioden. Dette bør en i utgangspunktet korrigere for, men på grunn av at *valutaomregningsdifferanser* og *andre gevinster eller tap* berører den finansielle delen, og ikke den driftsrelaterte delen, trenger vi ikke å korrigere for ”dirty-surplus” ved beregning av NOPLAT. Oppsummert har Grieg hatt følgende utvikling i ”dirty-surplus”:

Tabell 07: Dirty Surplus GSF 2008-2012

Dirty Surplus

i NOK 1000

Oversikt Dirty Surplus	2008	2009	2010	2011	2012
Valutaomregningsdifferanser	5 107	-21 360	4 476	-1 059	-15 803
Andre gevinster eller tap	-361	-	-24	678	5
Sum Dirty-Surplus	4 746	-21 360	4 452	-381	-15 798

3. Normale og unormale poster

Gjesdal (2007) hevder at dersom formålet med en regnskapsanalyse er verdsettelse, må en skille mellom resultatelementer som er varige fra de som er midlertidige. Vanligvis har det vært vanlig å skille mellom ordinær og ekstraordinær inntjening. Dette medførte imidlertid et opportunistisk syn, og det ble lettere å føre kostnader som ekstraordinær fremfor inntekter.

For å kunne si noe om de fremtidige kontantstrømmene ønsker en å analysere ”normalt” driftsresultat, da dette vil avspeile fremtidsutsiktene best. Gjesdal (2007) sier videre at det er to hovedårsaker til at resultatet avviker fra normalresultat; den ene årsaken er regnskapsmessig, som for eksempel endringer i regnskapsprinsipper og estimater, og den andre er at resultatet kan være påvirket av uvanlige økonomiske faktorer som mangel på råstoff, problemer med produksjonen etc. Gjesdal (2007) mener slike faktorer er viktige å ta høyde for ved verdivurdering. For Grieg har vi registrert følgende unormale poster i analyseperioden 2008-2012:

- I 2012 observeres unormale poster som *andre inntekter og andre gevinster/tap*.
- I 2011 observeres unormale poster som *andre inntekter og andre gevinster/tap*.
- I 2010 finner vi unormale poster som *andre inntekter, andre gevinster/tap, reversering av tidligere nedskrivning av konsesjoner, avskrivninger på solgte eiendeler*.
- I 2009 observeres unormale poster som *andre inntekter, andre gevinster/tap, avskrivninger på solgte eiendeler*.
- I 2008 finner vi unormale poster som *andre inntekter, andre gevinster/tap, nedskrivninger på varige driftsmidler, omklassifisering grunnet ny informasjon på varige driftsmidler, nedskrivninger på immateriell eiendeler*.

Pensjonskostnader i lønns- og personalkostnadene trekkes ikke ut på grunn av at det ikke observeres noen finansiell del i disse kostnadene. Det gjøres derfor ingen korrigeringer i lønns- og personalkostnader.

Oppdrettsselskapene presenterer ofte posten ”verdijustering biomasse” på en egen linje i resultatregnskapet, slik at de holdes adskilt fra de øvrige inntekts- og kostnadspostene. Sterke svingninger i lakseprisene har medført store verdijusteringsposter i regnskapene og dermed svært varierende resultater fra periode til periode. Forskning ved Handelshøgskolen i Bodø [30], viser at brukere ofte ser bort fra denne verdijusteringsposten. Dette gjelder ikke bare

eksterne brukere som investorer og kreditorer, men også selskapets ledelse velger å se bort fra denne posteringen i forbindelse med beslutningsprosessene.

Grieg har ført opp verdijustering av biologiske eiendeler i det ordinære resultatregnskapet (Vedlegg 01). Den akkumulerte verdien av verdisvingningene har gjennom analyseperioden vært på -9 959. I forhold til de årlige verdijusteringenes størrelse er den akkumulerte verdien lav, og virker å gå mot 0. Verdijusteringene tas derfor ikke med i beregningen av NOPLAT.

4. Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler

Driftsfremmede eiendeler betegnes ofte som finansielle eiendeler. Gjesdal (2007) påpeker at det er viktig å skille mellom disse på grunn av at de verdsettes ved bruk av andre metoder enn de driftsrelaterte eiendelene. Ved verdsettelse ønsker en i utgangspunktet å verdsette de driftsrelaterte eiendelene ved å prognostisere og neddiskontere fremtidig inntjening (Gjesdal, 2007). Dette på grunn av at det er de driftsrelaterte eiendelene som skaper de fremtidige kontantstrømmene til selskapet. Når dette er gjort, tillegges markedsverdien av de finansielle eiendelene. I det følgende vil vi derfor skille mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler.

Blant Griegs eiendeler finner vi anleggsmidler som goodwill, konsesjoner, andre immaterielle eiendeler og varige driftsmidler. Blant driftsrelaterte omløpsmidler finner vi varelager, biologiske eiendeler og kundefordringer. Disse vil ikke bli gitt en dypere forklaring. I det følgende vil vi drøfte andre posterings med vurderingsbehov, og klassifisere disse.

Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet:

Gjesdal (2007) påpeker at investeringer i tilknyttede selskaper ikke vil være driftsfremmed, selv om de ofte vurderes som finansielle investeringer. Grieg har i perioden 2008-2012 økt sin andel investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter. Penman (2013) sier at langsiktige egenkapitalinvesteringer må anses som investeringer i driften til andre selskaper. Slike posterings bør klassifiseres som driftsrelatert eiendel. Videre sier Penman (2013:296) at dersom beholdningen er større enn 20 % og mindre enn 50 %, er det nedtegnet som aksjeinvesteringer etter egenkapitalmetoden. Dersom investeringsposisjonen er større enn 50 %, vil det konsoliderte regnskapet kombinere regnskapstallene til de relaterte selskapene til ett eget regnskap, slik at egenkapitalinvesteringen ikke vises i det konsoliderte regnskapet.

Griegs investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter, har alle en eierandel over 20 %, og derfor må dette anses som investeringer i driften til disse selskapene.

På grunnlag av dette klassifiseres investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter som driftsrelatert anleggsmiddel i det omgrupperte regnskapet.

Lån til tilknyttede selskaper:

I note-informasjonen til årsregnskapene til Grieg, fremgår det at konsernet kjøper tjenester fra selskaper som er i samme konsern som sin største aksjonær Grieg Holding AS. Tjenestene omfatter tjenester knyttet til lønn, IKT og andre tjenester som kantine, resepsjon etc. Disse tjenestene prises etter armlengdeprinsippet. Det gis ingen informasjon om eventuell rentedel på lånene. Posteringen *lån til tilknyttede selskaper* betraktes derfor som driftsrelatert anleggsmiddel.

Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg:

Denne posteringen er i utgangspunktet klassifisert som anleggsmiddel på eiendelssiden i Griegs årsregnskaper. Denne posten er av finansiell art, og ettersom den er tilgjengelig for salg, klassifiseres denne som finansielt anleggsmiddel i det omgrupperte regnskapet.

Andre langsiktig- og kortsiktige fordringer:

I notene til årsregnskapene gis det ingen nærmere forklaring på hva *andre langsiktige fordringer* omfatter. Det gis heller ikke informasjon om eventuell rentedel på fordringene. Vi anser derfor denne posteringen som driftsrelatert anleggsmiddel.

Posteringen *andre kortsiktige fordringer* består av merverdiavgift til gode, forskuddsbetalte utgifter, forsikringskrav, forskuddsfakturert inntekt, fordringer på nærstående parter og andre kortsiktige fordringer. Disse posteringene er ikke rentebærende og vi vil vurdere dem som driftsrelatert omløpsmiddel.

Derivater og andre finansielle instrumenter:

Denne posten består av Griegs valutakontrakter. Valutaterminkontrakter klassifiseres til virkelig verdi over resultatet og henholdsvis som omløpsmidler eller kortsiktig gjeld. Endringer i virkelig verdi regnskapsføres som finanskostnader eller finansinntekter. Denne posten klassifiserer vi som finansielt omløpsmiddel i det omgrupperte regnskapet.

Kontanter og kontantekvivalenter:

For Grieg består kontanter og kontantekvivalenter av bundne bankinnskudd til ansattes skattetrekk, bundne bankinnskudd knyttet til clearing konto for finansielle priskontrakter, og

andre kontanter og bankinnskudd. Bundne beløp er ”base-” og ”portofolio-” marginkrav relatert til finansielle laksepriskontrakter i den norske delen av konsernet.

Kontantbeholdningen skal gå til å dekke driftsrelaterte forpliktelses som forfaller. Flere selskaper har større kontantbeholdning enn hva driftsforpliktelsene krever. Dette innebærer at kontantbeholdningen forrentes. Penman (2013:295) nevner at det kan være vanskelig å skille ut hva som er driftsrelatert kontantbeholdning, og at kontanter og kontantekvivalenter ofte gis samlet. Dette kan medføre problemer med å skille ut driftskontanter. Både Penman (2013:295) og Koller (2010:145) sier at driftsrelatert kontantbeholdning kan utgjøre en gitt prosentandel av salgsinntektene. Penman (2013:295) benytter 0,5 % av salgsinntektene som nødvendig driftsrelatert kontantbeholdning, mens Koller (2010:145) viser til 2 % som nødvendig kontantbeholdning. For Grieg utgjør gjennomsnittlig kontantbeholdning 7,66 % av salgsinntektene, noe som er langt over anbefalingene til Koller (2010) og Penman (2013).

Tabell 08: Kontanter i forhold til salgsinntekter GSF 2008-2012

Kontanter i forhold til salgsinntekt:	2008	2009	2010	2011	2012
Salgsinntekter	1 477 029	1 612 619	2 446 490	2 046 991	2 050 065
Kontanter og kontantekvivalenter	68 146	139 778	143 727	152 622	239 885
= Kontanter i forhold til salgsinntekter	4,61 %	8,67 %	5,87 %	7,46 %	11,70 %
<i>Gjennomsnitt 2008-2012:</i>	<i>7,66 %</i>				

Penman (2013) sier videre at en analytiker gjør det tryggest ved å klassifisere kontanter som finansiell eiendel, dersom en ikke har god kjennskap til selskapet. Å klassifisere hele kontantbeholdningen som finansiell gjeld vil etter teorien ikke være rett, da deler av denne må anses å tilhøre den driftsrelaterte delen. Vi velger likevel å støtte oss til Penmans (2013) forklaring om at en gjør det tryggest ved å klassifisere kontanter som finansiell eiendel, og klassifiserer dermed kontanter og kontantekvivalenter som finansielle omløpsmidler i det omgrupperte regnskapet ettersom vi ikke har inngående kjennskap til selskapet.

5. Rentebærende og rentefri gjeld

Som tidligere nevnt var det siste steget i omgrupperingen av regnskapet å skille mellom rentebærende og rentefri gjeld, for å finne den sysselsatte kapitalen. Sysselsatt kapital består av egenkapital og rentebærende gjeld (Gjesdal, 2007). Øvrig gjeld benevnes som *driftsrelatert gjeld*. Denne gjelden er rentefri. Gjesdal (2007) påpeker at ved klassifisering av driftsrelatert gjeld følger den regnskapsmessige behandlingen av gjelden, og ikke av dens iboende egenskaper. For eksempel når et selskap kjøper på kreditt oppstår det gjeldspost i form av

leverandørgjeld. Teoretisk burde denne klassifiseres til virkelig verdi, slik at utgiften blir lik verdien av vederlaget. Ved innfrielse oppstår det et kostnadselement som vil være naturlig å føre på finanskostnad. Da vil leverandørgjelden være rentebærende og delta i fordelingen av de verdiene som eiendelene har skapt, men i praksis føres betalingsforpliktelsen til nominell verdi. Det blir ikke skilt ut noe kostnadselement, og den implisitte kostnaden blir dermed en del av varekostnaden (Gjesdal, 2007).

I det følgende vil vi skille mellom rentebærende og rentefri (driftsrelatert) gjeld.

Lån:

Lånet er et langsiktig syndikatlån, med både fast- og flytende rente, og sluttforfall i 2015. Dette lånet klassifiseres derfor som langsiktig finansiell gjeld.

Pensjonforpliktelser:

Pensjonsforpliktelser i det ordinære balanseregnskapet til Grieg omgrupperes til langsiktig finansiell gjeld, på grunn av at denne posteringen ikke påvirker drift. Gjesdal (2007) sier at pensjonsforpliktelser i realiteten er finansiell gjeld, på grunn av at de ansatte ”aksepterer” utsatt betaling av lønn frem til pensjonering. På grunnlag av dette bør pensjonsforpliktelser klassifiseres som langsiktig finansiell (rentebærende) gjeld i det omgrupperte regnskapet.

Utsatte skatteforpliktelser:

I utgangspunktet er utsatt skatt ikke rentebærende gjeld. Gjesdal (2007) hevder at å inkludere utsatt skatt i sysselsatt kapital vil medføre en negativ effekt på avkastningen. Gjesdal (2007) påpeker at utsatt skatt ikke er gjeld i det hele tatt, men en *justeringspost* til andre eiendels- og gjeldsposter. Vi velger å klassifisere utsatte skatteforpliktelser som langsiktig finansiell gjeld.

Kontantopsjoner:

Grieg har bokført utestående opsjoner med rettigheter til kontantoppgjør som langsiktige forpliktelser. Disse utstedte opsjonene faller bort ved avslutning av ansettelsesforholdet. Kontantopsjoner klassifiseres som langsiktig finansiell gjeld, ettersom disse ikke kan vurderes til å ha direkte innvirkning på drift.

Forpliktelser finansielle leiekontrakter:

Grieg leier diverse kontorer på leiebetingelser mellom 5 og 10 år. I tillegg leier selskapet diverse utstyr og maskiner på oppsigelige avtaler. Kaldestad og Møller (2011:139) anbefaler å

følge regnskapets bruk av finansiell leasing, og ikke foreta justeringer. Forfatterne påpeker at effektene ved justering er marginale, og at en eventuell justering kan medføre feil.

I det følgende velger vi derfor å klassifisere finansielle leiekontrakter som langsiktig finansiell gjeld.

Den kortsiktige delen av forpliktelser i forbindelse med finansielle leiekontrakter klassifiseres som kortsiktig finansiell gjeld.

Kortsiktige lånefasiliteter:

Denne posteringen klassifiserer vi som kortsiktig finansiell gjeld. I notene fremgår det at konsernets rentebærende gjeld blant annet består av flervaluta trekkfasilitet, som er den kortsiktige lånefasiliteten. Vi velger derfor å betrakte denne delen som kortsiktig finansiell gjeld.

Kortsiktig del av langsiktig lån:

I notene til årsregnskapene fremgår det at denne posteringen er rentebærende, med både fast og flytende rente. Denne posteringen skal dermed klassifiseres som kortsiktig finansiell gjeld.

Leverandørgjeld:

Leverandørgjeld vurderes som kortsiktig driftsrelatert gjeld, da denne posteringen ikke er rentebærende og er direkte relatert til driften. Gjesdal (2007) påpeker at leverandørgjelden vil ha et kostnadselement ved innfrielse og at det vil være naturlig å føre denne som finanskostnad.

Betalbar skatt:

Betalbar skatt er skatt som ilignes på grunnlag av regnskapsårets skattepliktige inntekter og gevinst på salg av eiendeler, og betales i neste års regnskap (Kaldestad og Møller, 2011:140). Frem til den er innfridd, vil betalbar skatt stå som forpliktelse i balansen. Kaldestad og Møller (2011) sier videre at betalbar skatt på tidligere års resultater uansett er en forpliktelse som ikke vedrører de fremtidige kontantstrømmene som diskonteres. Derfor kan forpliktelsen anses som finansiell. På den andre siden kan man gå glipp av "rentefri" skatteforpliktelse ved å utelate denne ved beregning av DCF. På grunnlag av at det er forrige års resultat som beskattes, velger vi å klassifisere betalbar skatt som kortsiktig finansiell gjeld.

Skyldig lønn og offentlige avgifter:

Skyldig lønn og offentlige avgifter klassifiseres som kortsiktig finansiell gjeld i det omgrupperte regnskapet. Det er ingen spesifisering i notene til årsregnskapet om denne posteringen.

Derivater og andre finansielle instrumenter:

Derivater og andre finansielle instrumenter klassifiseres som kortsiktig finansiell gjeld. Også Gjesdal (2007) mener finansielle derivater vil være aktuelt å klassifisere som finansiell gjeld.

Ansvarlig lån:

Det er ikke spesifisert i notene hva ”ansvarlig lån” omfatter, som er ført som langsiktig gjeld i det ordinære regnskapet. Vi kontaktet derfor Grieg [P1], og det viser seg at det ansvarlige lånet er tilskudd som ett av datterselskapene har mottatt i forbindelse med investeringer. Tilskuddet er gitt på visse vilkår; dersom Grieg ikke oppfyller vilkårene må tilskuddet tilbakebetales. Derfor bokføres det som en gjeldsforpliktelse – ansvarlig lån. Tilskuddet er altså ikke rentebærende gjeld slik som det er presentert i den ordinære balanseoppstillingen. Dersom tilskuddets vilkår ikke oppfylles, omgjøres tilskuddet til langsiktig lån og avskrives i takt med avskrivningsplanen for investeringen. Bokføring av tilskudd kan gjøres på to alternative metoder i henhold til IFRS; netto eller brutto. Dersom en fører som netto ville tilskuddet redusert kostpris på investeringen. Grieg har valgt brutto da tilskuddene er gitt på visse vilkår, og pr. april 2012 har selskapet oppfylt alle vilkår [P1]. Dette betyr også at risikoen for at de ikke oppfyller vilkårene i fremtiden er meget lav. Samme prinsipp er blitt brukt gjennom hele analyseperioden.

Ettersom ”ansvarlig lån” ikke er rentebærende, ikke må nedbetales og samtidig gir økt kapital til investeringen, vurderer vi at dette bør behandles som en del av egenkapitalen i det omgrupperte regnskapet. Dersom selskapet ikke oppfyller vilkårene, blir tilskuddet omgjort til gjeld og må tilbakebetales. Dersom dette inntreffer, må posteringen ”ansvarlig lån” betraktes som gjeld. Risikoen er imidlertid lav for at de ikke oppfyller vilkårene. ”Ansvarlig lån” klassifiseres derfor som egenkapital i det omgrupperte regnskapet.

Annen kortsiktig og langsiktig gjeld:

Det er ikke spesifisert i notene hva annen kortsiktig gjeld omhandler, men det er likevel god grunn til å anta at denne er driftsrelatert og ikke rentebærende. Vi velger derfor å klassifisere annen kortsiktig gjeld som kortsiktig driftrelatert gjeld i det omgrupperte regnskapet.

I årsrapporten fra 2012 note 24 fremgår det at ”annen langsiktig gjeld” ikke er rentebærende. Denne vurderes derfor som langsiktig driftsrelatert gjeld i den omgrupperte balansen.

6.3 Omgruppert resultat- og balanseregnskap

Hensikten med å omgruppere regnskapet er å få en investororientert oppstilling på resultatregnskapet og balanseregnskapet. Dette innebærer at en ønsker å se på hva de driftsrelaterte eiendelene klarer å generere av fremtidige driftrelaterte kontantstrømmer. For å kunne beregne dette må en vite NOPLAT (Net Operating Profit less Adjusted Taxes). NOPLAT beskriver altså ”normal” drift i selskapet, eller hva selskapets kjerneaktivitet genererer av årlig profitt. NOPLAT kan også beskrives som produktet av investert kapital og avkastning på den investerte kapitalen (ROIC).

Til det omgrupperte regnskapet bør en i utgangspunktet beregne den driftsrelaterte skattesatsen, da det er ønskelig å fordele skattekostnaden mellom drifts- og finansielt resultat (Gjesdal, 2007). Dette gjøres ved å finne resultatet på finansposter (finansinntekter – finanskostnader) og beregne 28 % skatt av dette resultatet. Deretter trekkes denne skatten fra skattekostnaden i det ordinære resultatregnskapet. En får da den driftsrelaterte skattekostnaden. For å finne denne i prosent, divideres den driftsrelaterte skattekostnaden med driftsresultatet i resultatregnskapet.

På grunn av at resultatene til Grieg er varierende, mellom positivt og negativt, blir den driftsrelaterte skattekostnaden svært høy i de årene med negativt resultat. Derfor forutsetter vi den nominelle skattesatsen på 28 % skatt, ved beregning av skatt på det driftsrelaterte resultatet.

I beregningen av de fremtidige kontantstrømmene til Grieg, skal vi benytte NOPLAT som fremgår av det omgrupperte regnskapet. Det omgrupperte regnskapet til Grieg blir som følger:

Tabell 09: Omgruppert resultatregnskap GSF 2008-2012

Omgruppert resultatregnskap for Grieg Seafood 2008-2012

i NOK 1000

Omgruppert resultatregnskap:	2008	2009	2010	2011	2012
Salgsinntekter	1 477 029	1 612 619	2 446 490	2 046 991	2 050 065
Resultat fra tilknyttede selskaper og felleskontroller virksomhet	-	-	4 747	13 704	12 744
Varekostnader	-852 041	-742 496	-942 530	-889 677	-1 202 314
Lønns- og personalkostnader	-165 148	-193 300	-238 409	-238 382	-276 103
Andre driftskostnader	-332 645	-410 541	-592 752	-603 585	-642 374
Justert EBITDA	127 195	266 282	677 546	329 051	-57 982
Avskrivninger	-106 144	-118 300	-116 334	-136 984	-157 075
Avskrivning konsesjoner og andre immaterielle eiendeler	-4 378	-3 009	-3 663	-3 222	-4 270
Avskrivninger på solgte eiendeler	-	999	422	-	-
Reversering av tidligere nedskrivning av konsesjoner	-	-	72 385	-	-
Nedskrivning av konsesjoner	-161 988	-	-	-	-
Nedskrivning av varige driftsmidler	-38 012	-	-	-	-
Omklassifisering grunnet ny informasjon	-1 701	-	-	-	-
Justert EBIT	-185 028	145 972	630 356	188 845	-219 327
Driftsrelatert skatt (28 %)	51 808	-40 872	-176 500	-52 877	61 412
NOPLAT	-133 220	105 100	453 856	135 968	-157 915
Total investert kapital	2 894 509	3 262 036	3 759 357	3 817 848	3 768 217
ROIC	-5 %	3 %	12 %	4 %	-4 %

Årsaken til at vi omgrupperer balanseregnskapet er for å finne den investerte kapitalen, som er en del av beregningene til de fremtidige kontantstrømmene (Koller, 2010). Det omgrupperte balanseregnskapet til Grieg er som følger:

Tabell 10: Omgruppert balanseregnskap GSF 2008-2012

Omgruppert balanseregnskap for Grieg Seafood 2008-2012

i NOK 1000

EIENDELER:	2008	2009	2010	2011	2012
Goodwill	87 665	87 583	90 540	105 373	105 108
+ Konsesjoner	831 921	818 340	926 170	987 596	976 740
+ Andre immaterielle eiendeler	8 205	5 578	3 160	4 618	3 800
+ Varige driftsmidler	794 346	819 110	923 546	1 126 699	1 141 317
+ Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	11 579	13 619	33 456	37 387	49 229
+ Lån til tilknyttede selskaper	2 410	1 923	3 449	996	1 020
+ Andre langsiktige fordringer	1 790	-	1 958	311	53
= Driftsrelaterte Anleggsmidler	1 737 916	1 746 153	1 982 279	2 262 980	2 277 267
Varelager	44 592	49 180	58 409	67 355	65 692
+ Biologiske eiendeler	1 073 341	1 367 061	1 564 041	1 404 934	1 310 142
+ Kundefordringer	157 876	188 052	265 350	223 682	124 657
+ Andre kortsiktige fordringer	48 488	57 051	43 265	58 139	51 299
= Driftsrelaterte Omløpsmidler	1 324 297	1 661 344	1 931 065	1 754 110	1 551 790
= Driftsrelaterte Eiendeler	3 062 213	3 407 497	3 913 344	4 017 090	3 829 057
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	178	945	557	1 307	1 337
= Finansielle Anleggsmidler	178	945	557	1 307	1 337
Derivater og andre finansielle instrumenter	8 243	20 350	-	1 178	-
+ Kontanter og kontantekvivalenter	68 146	139 778	143 727	152 622	239 885
= Finansielle Omløpsmidler	76 389	160 128	143 727	153 800	239 885
= Finansielle Eiendeler	76 567	161 073	144 284	155 107	241 222
Sum Eiendeler	3 138 780	3 568 570	4 057 628	4 172 197	4 070 279

EGENKAPITAL OG GJELD:	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapital inkl. minoritetsinteresser og ansvarlig lån	942 120	1 387 969	1 996 986	1 708 437	1 536 070
Lån	8 065	711 419	646 686	592 685	951 043
+ Pensjonsforpliktelser	4 161	1 927	2 051	1 557	1 110
+ Utsatte skatteforpliktelser	251 069	331 995	531 498	486 702	426 781
+ Kontantopsjoner	-	1 351	5 845	194	9 267
+ Forpliktelser finansielle leiekontrakter	213 117	198 167	168 856	179 670	156 150
= Langsiktig finansiell gjeld	476 412	1 244 859	1 354 936	1 260 808	1 544 351
Kortsiktige lånefasiliteter	496 702	482 989	260 000	700 000	500 000
+ Kortsiktig del av langsiktige lån	807 827	85 295	79 000	79 983	109 542
+ Kortsiktig del av forpliktelser finansielle leiekontrakter	35 305	37 383	41 726	44 662	44 730
+ Skyldig lønn, betalbar skatt og offentlige avgifter	13 611	13 869	25 104	16 072	19 720
+ Derivater og andre finansielle instrumenter	122 532	9 672	1 605	7 887	13 805
= Kortsiktig finansiell gjeld	1 475 977	629 208	407 435	848 604	687 797
= Finansiell gjeld	1 952 389	1 874 067	1 762 371	2 109 412	2 232 148
Annen langsiktig gjeld	5 882	691	3 292	2 701	1 961
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	5 882	691	3 292	2 701	1 961
Leverandørgjeld	214 687	233 443	253 305	303 196	246 119
+ Annen kortsiktig gjeld	23 702	72 400	41 674	48 452	53 982
= Kortsiktig driftsrelatert gjeld	238 389	305 843	294 979	351 648	300 101
= Driftsrelatert gjeld	244 271	306 534	298 271	354 349	302 062
Egenkapital og Gjeld	3 138 780	3 568 570	4 057 628	4 172 198	4 070 280

Beregning av investert kapital

Ut i fra det omgrupperte balanseregnskapet har vi beregnet investert kapital etter eiendelstilnærmingen og kapitaltilnærmingen (Damodaran, 2007):

Tabell 11: Beregning av investert kapital for GSF 2008-2012

Beregning av Investert Kapital

i NOK 1000

	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Eiendelstilnærming:</i>					
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 324 297	1 661 344	1 931 065	1 754 110	1 551 790
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	238 389	305 843	294 979	351 648	300 101
Driftsrelatert arbeidskapital	1 085 908	1 355 501	1 636 086	1 402 462	1 251 689
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 737 916	1 746 153	1 982 279	2 262 980	2 277 267
Driftsrelatert langsiktig gjeld	5 882	691	3 292	2 701	1 961
Netto anleggsmidler	1 732 034	1 745 462	1 978 987	2 260 279	2 275 306
Investert Kapital	2 817 942	3 100 963	3 615 073	3 662 741	3 526 995
Finansielle anleggsmidler	178	945	557	1 307	1 337
Finansielle omløpsmidler	76 389	160 128	143 727	153 800	239 885
Finansielle eiendeler	76 567	161 073	144 284	155 107	241 222
Total investert kapital	2 894 509	3 262 036	3 759 357	3 817 848	3 768 217
<i>Kapitaltilnærming:</i>					
Egenkapital	942 120	1 387 969	1 996 986	1 708 437	1 536 070
Finansiell langsiktig gjeld	476 412	1 244 859	1 354 936	1 260 808	1 544 351
Finansiell kortsiktig gjeld	1 475 977	629 208	407 435	848 604	687 797
Finansiell gjeld	1 952 389	1 874 067	1 762 371	2 109 412	2 232 148
Total Investert kapital	2 894 509	3 262 036	3 759 357	3 817 849	3 768 218

Vi har beregnet investert kapital på to måter; Kapitaltilnærmingen og eiendelstilnærmingen. Vi ser at disse to tilnærmingene gir identiske resultater. Damodaran (2007) forklarer at differanser kan forekomme dersom selskapet har minoritetsinteresser i andre selskaper, som er klassifisert som eiendeler i balansen. Den andre forklaringen er at selskapet kan ha langsiktig lån som ikke er kategorisert som gjeld.

6.4 Nøkkeltallsanalyse

Som nevnt tidligere bør en god regnskapsanalyse kunne si noe om selskapets lønnsomhetsutvikling, likviditet og finansiell situasjon (Kristoffersen, 2005:397). Et av målene med denne oppgaven er å komme med en handelsanbefaling. Derfor bør en se på hva som ligger bak tallene i den ordinære regnskapsoppstillingen. Gjennom nøkkeltallsanalysen ønsker vi å vurdere Griegs økonomiske stilling, lønnsomhet og vekstmuligheter. Samtidig ønsker vi å se nærmere på selskapet kredittrisiko. Vårt mål er altså å forstå selskapet. En grunnleggende regnskapsanalyse omfatter derfor en vurdering av fire forhold; Lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet.

I det følgende fremstilles viktige nøkkeltall innenfor områdene presentert over. Vi har benyttet Universitetet i Tromsøs databasetilgang til Proff Forvalts nettsider, og hentet ut nøkkeltallene her, både for Grieg og de største konkurrentene. Nøkkeltallene er beregnet etter de ordinære regnskapsdataene ved analysen, slik de fremstår i årsrapportene. Analyseperioden vil fortsatt være fra 2008-2012.

For å sammenligne hvordan Grieg gjør det i forhold til bransjen, har vi valgt å gjøre dette mot tre av de største konkurrentene og mest sammenlignbare selskapene i Norge, nemlig; SalMar, Marine Harvest og Lerøy Seafood Group.

Årsaken til at vi ønsker å sammenligne mot konkurrentene er for å få et dypere innblikk i nøkkeltallene. Noen av nøkkeltallene er bransje- og risikoavhengig. Det er derfor lite hensiktsmessig å tolke utelukkende fra de interne nøkkeltallene og de anbefalte kravene til disse.

Videre vil vi presentere resultatene fra nøkkeltallsanalysen i tabell, med tilhørende forklaring. Ved gjennomføring av nøkkeltallsanalysen vil vi ta utgangspunkt i formler fra Kristoffersen

(2005) og Hoff (2010). Avslutningsvis vil vi gjennomføre en analyse basert på Heimlys (2011) modell; AG-treet, for å kartlegge selskapet potensielle forbedringsmuligheter.

Lakseprisen

I kapittel 2 presenterte vi Griegs utvikling på børsen, lakseprisens utvikling, samt korrelasjonen mellom kursen og lakseprisen. Vi fant at ca. 85 % av aksjekursen, etter finanskrisen i 2009, kan forklares gjennom svingningene i lakseprisen. Grieg er dermed svært knyttet til lakseprisen. I den påfølgende sammenligningen er det interessant å se nærmere på lakseprisenes påvirkning av nøkkeltallene.

Lakseprisen har hatt følgende utvikling fra 2008 til 2012 [54]:



Figur 12: Laksepriser 2008-2012

6.4.1 Likviditet

En likviditetsanalyse er en analyse av bedriftens betalingsevne, som innebærer en kartlegging av selskapets evne til å betale forpliktelsene ved forfall (Kristoffersen, 2005:427). For å kunne drive virksomheten er det viktig å sørge for at selskapet har tilfredsstillende likviditet. Denne likviditeten får bedriften gjennom omløpsmidlene. De mest likvide omløpsmidlene er kontanter og andre verdipapirer som kan omsettes raskt. De minst likvide omløpsmidlene er varelager (Hoff, 2010). Omløpsmidlene skal deretter gå til betaling av kortsiktig gjeld, også kalt driftsrelatert gjeld, altså den gjelden som direkte berører driften til selskapet.

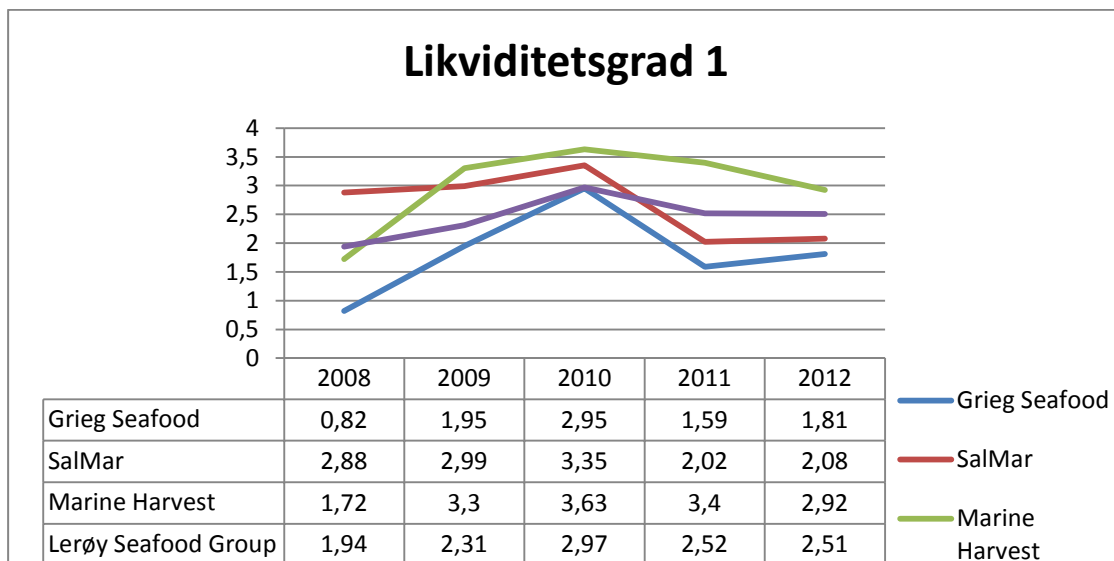
Likviditetsgrad 1

For å analysere selskapets likviditet finnes det flere nøkkeltall en kan benytte, men vi velger å kun se på likviditetsgrad 1 ved analysen av Griegs likviditet. Dette er en av de vanligste nøkkeltallene innenfor likviditetsundersøkelser (Hoff, 2010:169). Nøkkeltallene beregnes ut fra bedriftens balanseregnskap, og viser forholdet mellom omløpsmidlene og kortsiktig gjeld.

Det alminnelige kravet for likviditetsgrad 1 er at denne bør være større enn 2. Dette betyr at halvparten av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital. Kravet er ikke absolutt, men en retningslinje (Hoff, 2010). Formelen for beregning av likviditetsgrad 1 er som følger:

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

Oppsummert har likviditetsgrad 1 hatt følgende utvikling for Grieg og de tre største konkurrentene:



Figur 13: Likviditetsgrad 1

For Grieg har likviditetsgrad 1 økt fra 2008-2010, for deretter å falle. Fra 2008 til 2009 økte likviditetsgrad 1 fra 0,82 til 1,95, og fortsatte å øke til 2,95 i 2010. Deretter gikk likviditetsgrad 1 ned til 1,59 i 2011, for så å øke til 1,81 i 2012.

Det alminnelige kravet for likviditetsgrad 1 var at denne burde være over 2. For Grieg er ikke likviditetsgrad 1 større enn 2 før i 2010. Først da var likviditeten tilfredsstillende, men dette

ser ut til å ha en klar sammenheng med den generelle lakseprisen. Ved slutten av 2010 var lakseprisen på sitt høyeste, sett i forhold til analyseperioden fra 2008-2012. I 2012 falt imidlertid lakseprisen, og det samme gjorde likviditetsgrad 1 for Grieg.

Generelt har likviditeten til Grieg vært dårligere enn konkurrentenes gjennom hele analyseperioden. Likviditeten til oppdrettsselskapene har vært best i 2009 og 2010, da lakseprisen hadde størst oppgang. Likevel har Grieg en utfordring i forhold til konkurrentene med å opprettholde tilfredsstillende likviditet. Derfor er Grieg det selskapet med størst kredittrisiko. Dette bør forbedres i fremtiden.

Det er i følge Kristoffersen (2005) sjeldent at likviditetskravene er så høye som normtallene. En bør derfor også se på andre forhold som kan ha betydning for den svake likviditetsutviklingen. Det kan se ut til at omløpsmidlene er blitt mindre likvide. For Grieg har varelageret økt gjennom hele analyseperioden, foruten en liten nedgang i 2012. Den samme utviklingen har kundefordringene, med økning frem til slutten av 2011 og nedgang i 2012. Kundefordringer er ikke direkte betalingsmidler, men også de direkte betalingsmidlene som bank og kontantekvivalenter har økt gjennom hele analyseperioden.

Med bakgrunn i dette, kan det se ut til at likviditetssituasjonen i selskapet ikke er så dårlig som nøkkeltallene gir uttrykk for. Likevel kan det være en viss kredittrisiko for selskapet, i de periodene lakseprisene gjør det dårlig.

6.4.2 Finansiering

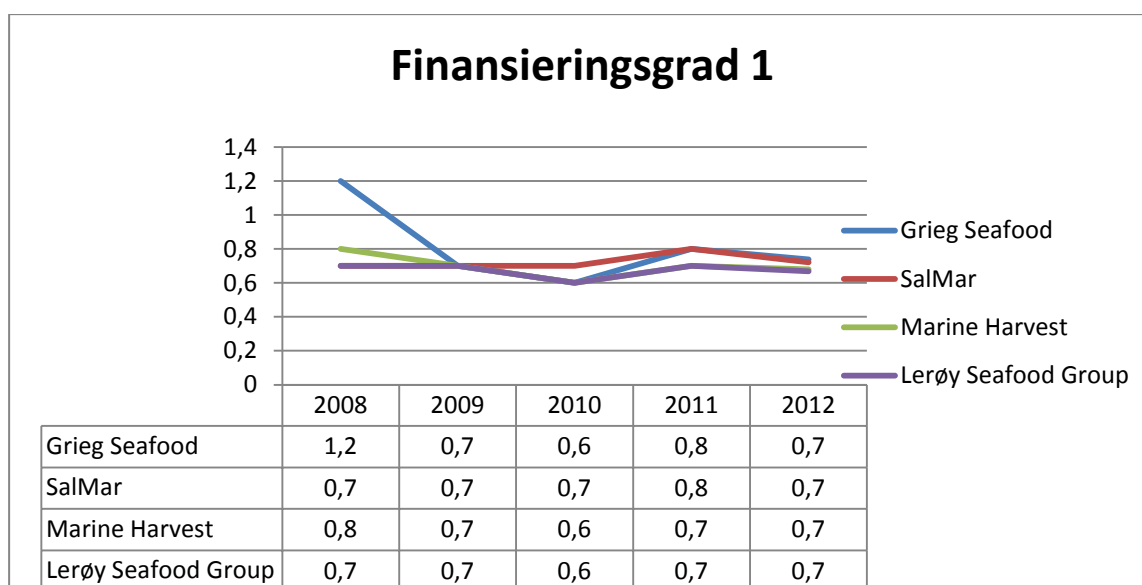
Med finansiering menes både anskaffelse og anvendelse av kapital. Analysen tar utgangspunkt i selskapets eiendeler ved analyse av finansieringen (Kristoffersen, 2005:419). Videre kan finansieringen av eiendelene være både av kortsiktig og langsiktig karakter. De sentrale nøkkeltallene en bør se nærmere på er finansieringsgrad 1, finansieringsgrad 2 og arbeidskapital (Kristoffersen, 2005). Nøkkeltallene vil gi indikasjoner på hvordan Grieg har anskaffet og anvendt kapitalen. Vi velger å se nærmere på finansieringsgrad 1 og arbeidskapitalen for å vurdere finansieringssituasjonen til selskapet.

Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Som langsiktig kapital regnes både langsiktig gjeld og egenkapital (Kristoffersen, 2005). Anleggsmidler er ment for langvarig eie og bruk. Når en tar økonomisk levetid på anleggsmiddelet i betraktning, bør disse være langsiktig finansiert. Finansieringsgrad 1 bør være mindre enn 1. Formelen for å beregne finansieringsgrad 1 er som følger:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Grieg og konkurrentene har følgende resultater på finansieringsgrad 1:



Figur 14: Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 bør som sagt være mindre enn 1. I 2008 hadde selskapet finansieringsgrad 1 over kravet på 1, noe som betyr at anleggsmidlene også finansieres gjennom kortsiktig gjeld. Etter 2008 har Grieg hatt en fin utvikling, og holdt seg godt innenfor dette kravet. Dette betyr at selskapet har en sunn finansieringsstruktur på anleggsmidlene. Anleggsmidlene er dermed finansiert gjennom egenkapital og langsiktig gjeld. Av tabellen ser en at konkurrentene også har tilfredsstillende finansiering.

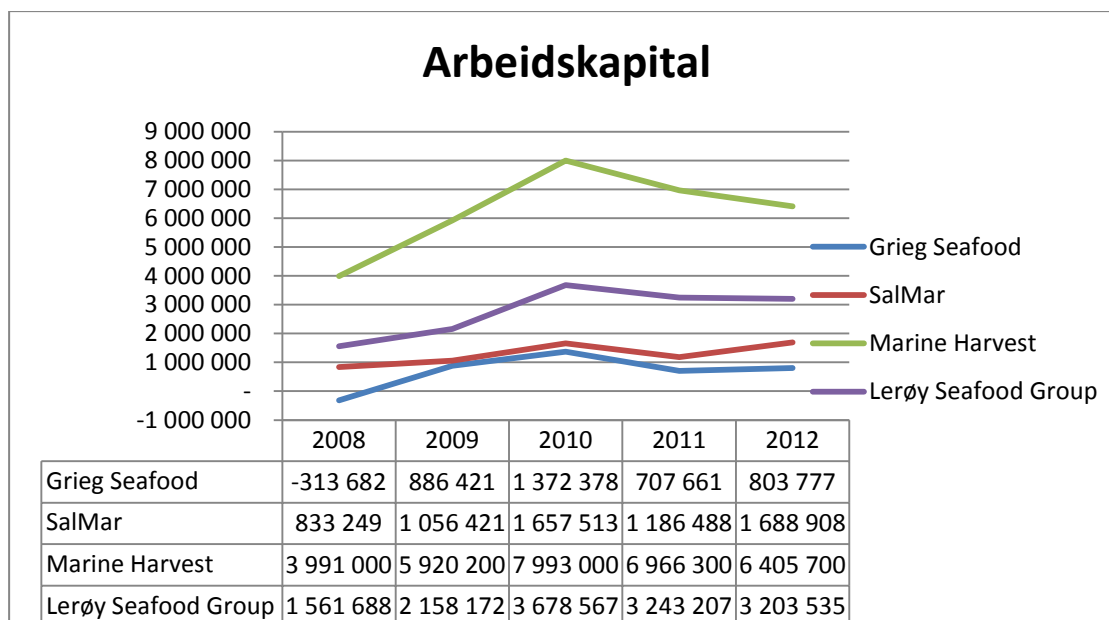
Arbeidskapital

Det siste nøkkeltallet vi ønsker å se nærmere på er arbeidskapitalen. Arbeidskapital er forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Kristoffersen, 2005). En god regel, i følge Kristoffersen (2005), er at kapital som er bundet i anleggsmidlene ikke skal være

finansiert med kortsiktig gjeld. Arbeidskapitalen bør derfor være positiv. Arbeidskapitalen regnes ut slik:

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

Oppsummert har Grieg og konkurrentene hatt følgende utvikling i arbeidskapitalen:



Figur 15: Arbeidskapital

Arbeidskapitalen til Grieg var negativ i 2008, som skyldes at den kortsiktige gjelden har vært større enn omløpsmidlene. Et viktig element her er at langsiktig gjeld i 2008 er klassifisert som kortsiktig gjeld på grunn av at selskapet er i brudd med "covenants" på balansedagen. "Covenants" står for en skriftlig avtale eller løfte mellom to parter hvor den ene forplikter seg til noe som for eksempel, skal/ikke skal bli gjort, eller eventuelt går god for gitte forutsetninger. "Covenants" har primært fått en utbredelse i det norske lånemarkedet via deltakelse i og bruk av internasjonale lånefasiliteter [25]. Kreditorne kan ofte stille krav til selskapets økonomiske prestasjoner, finansieringsstruktur og egenkapital, ved inngåelse av låneavtaler. Slike avtaler kalles "covenants". Ved mislighold av kreditors krav kan kreditor omgjøre langsiktig gjeld til kortsiktig gjeld [26]. Det fremgår av 2008-årsrapporten (note 8) at Grieg i februar 2009 har etablert en avtale om å utvide lånerammene for å finansiere allerede implementerte vekstplaner for de neste to årene.

Denne langsiktige delen vil også påvirke finansieringsgradene, men vi velger å ikke gjøre korrigeringer for denne ettersom nedbetalingen har foregått over flere år. Denne langsiktige avtalen er derfor å betrakte som kortsiktig gjeld.

For konkurrentene har arbeidskapitalen vært positiv gjennom hele analyseperioden. Positiv arbeidskapital betyr at anleggsmidlene er finansiert med langsiktig kapital, noe som er ønskelig.

6.4.3 Soliditet

Noe som er nært knyttet til finansieringen er selskapets soliditet. Soliditeten sier noe om selskapets evne til å tåle tap (Kristoffersen, 2005:424). Selskapets soliditet kan også være knyttet til egenkapitalens størrelse, i forhold til total kapital i selskapet. Vi skal se på følgende sentrale nøkkeltall innenfor soliditet; Egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedeckningsgrad.

Egenkapitalandel

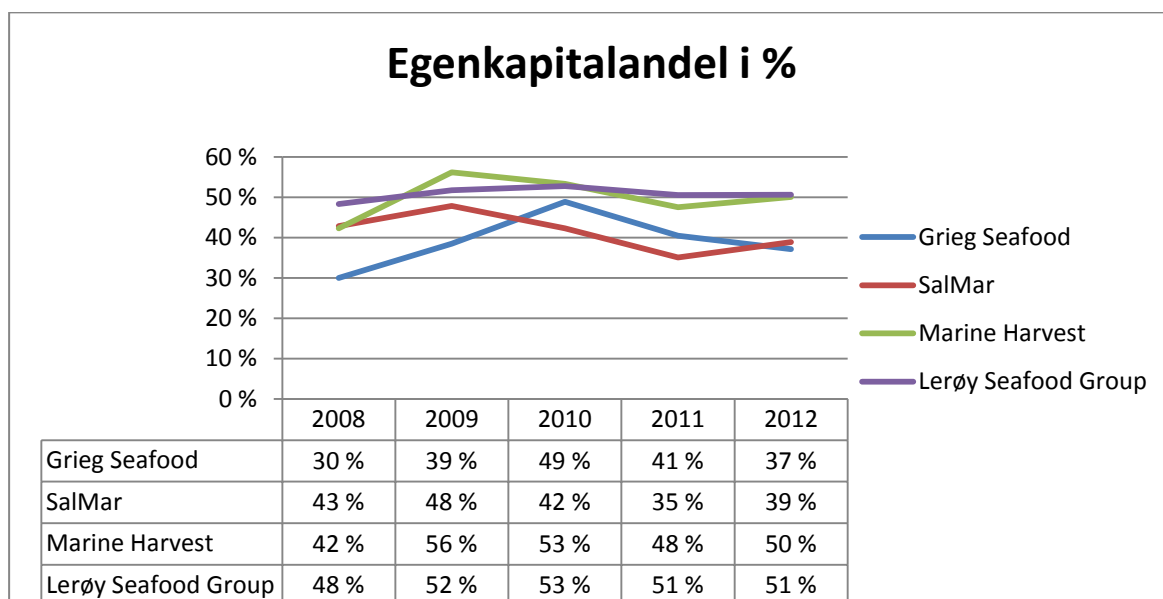
Egenkapitalandelen viser forholdet mellom egenkapitalen og total kapitalen. Av dette kan en lese hvor stor prosentandel av eiendelene som er finansiert med egen kapital (Kristoffersen, 2005). Desto større dette tallet er, jo mer solid er selskapet. Dersom egenkapitalandelen er høy er bedriften bedre rustet til å tåle tap før gjelden i selskapet også blir påført tap. Formelen for beregning av egenkapitalandelen er som følger:

$$Egenkapitalandel = \frac{\text{Egenkapital} \times 100 \%}{\text{Total kapital}}$$

Det er ingen krav til hvor stor andel av selskapets kapital som skal være av egen innskutt kapital, men i lov om aksjeselskaper (aksjeloven) § 8-1 annet ledd fremgår det at et selskap ikke kan utdele utbytte dersom egenkapitalen etter balansen er mindre enn ti prosent av balansesummen. Dette er kanskje mest aktuelt for nyetablerte selskap der gjeldsgraden er høy. Store selskap har som regel relativt høy egenkapitalandel. I dag er det imidlertid uvanlig at selskaper har egenkapitalandel på mer enn 50 % (Kristoffersen, 2005:424).

I følge Kristoffersen (2005) er det ved soliditetsanalyser viktig å se på utviklingen av egenkapitalen over tid. Dette innebærer at en bør se på hvordan endringen til egenkapitalen har vært, og hvilke forhold som har hatt innvirkning. Blant annet bør en se på overskudd og underskudd, eventuell ny innskutt egenkapital og nedgang i forbindelse med tilbakebetaling til eierne.

For Grieg og konkurrentene har egenkapitalandelen har hatt følgende utvikling:



Figur 16: Egenkapitalandel i prosent

Egenkapitalandelen har fra 2008 til 2009 økt fra 30 % til 39 % og videre til 49 % i 2010. Deretter har egenkapitalandelen falt til 41 % i 2011 og videre til 37 % i 2012. Kristoffersen (2005) sier som sagt at det ikke er noen krav til hvor stor andelen av egenkapital bør være, men en egenkapitalandel på 30-35 % er tilfredsstillende. For Grieg har egenkapitalandelen vært over 30 % gjennom hele perioden, noe som vurderes som tilfredsstillende.

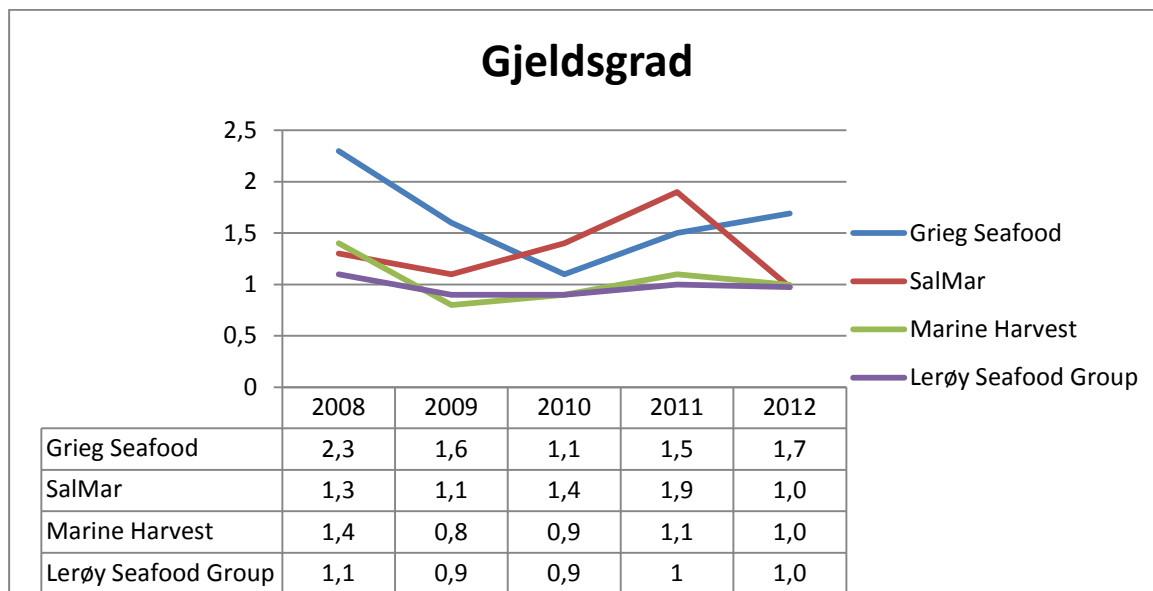
Alle selskapene hadde tilfredsstillende egenkapitalandel gjennom hele analyseperioden. Det er ønskelig å ha høy egenkapitalandel fordi dette innebærer mindre risiko. Grieg hadde i 2010 og 2011 høyere egenkapitalandel enn SalMar, men har ellers hatt lavere egenkapitalandel enn konkurrentene.

Gjeldsgrad

Gjeldsgraden forteller igjen hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med gjeld, og viser forholdet mellom gjeld og egenkapital. Desto lavere dette tallet er, jo bedre er det for bedriften. Egenkapitalen avtar med økende gjeldsgrad. Derfor er det ønskelig for bedrifter å ha relativt høy egenkapitalandel, slik at de står bedre rustet i tøffe tider. Når selskapet har gjeld, medfører dette rentekostnader, noe som igjen er avhengig av kontantinntjening. Dersom gjeldsgraden til selskapet er lavt vil det være mindre risiko for konkurs (Kristoffersen, 2005). Formelen for beregning av gjeldsgrad er som følger:

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

Grieg og konkurrentene har hatt følgende utvikling i gjeldsgraden:



Figur 17: Gjeldsgrad

Gjeldsgraden har fra 2008 til 2009 falt fra 2,3 til 1,6 og videre til 1,1 i 2010. Fra 2010 til 2011 økte gjeldsgraden til 1,5 og videre til 1,7 i 2012. Sett i sammenheng med egenkapitalen, har gjeldsgraden falt samtidig som egenkapitalandelen har økt. Dette er ønskelig for selskapet, og betyr at eiendelene er finansiert med økende andel egenkapital fram til 2010, men i 2011 og 2012 har gjeldsgraden igjen økt. I 2008 var egenkapitalandelen på 30 % og dette var i følge Kristoffersen (2005) tilfredsstillende. Derfor kan det være naturlig å anta at gjeldsgrad på 2,3 også er tilfredsstillende, og er ytterligere forbedret i de påfølgende årene. Grieg har relativt høy gjeldsgrad i forhold til konkurrentene, og med i tillegg dårligere likviditet, er de mer risikoutsatt enn konkurrentene.

Rentedekningsgrad

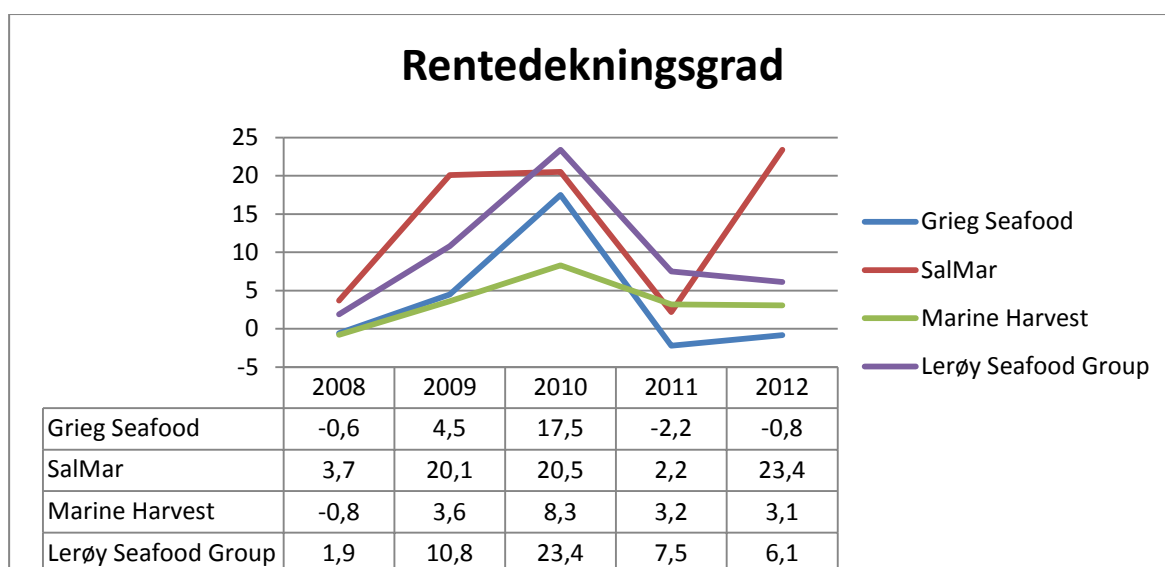
Det siste soliditetsnøkkeltallet vi skal se nærmere på er rentedekningsgrad.

Rentedekningsgraden forteller i hvilken grad en bedrift er i stand til å betale sine rentekostnader (Kristoffersen, 2005:246). Dersom rentedekningsgraden øker, betyr dette at lønnsomheten i selskapet også er forbedret. Dersom selskapet har god lønnsomhet har selskapet også høy rentedekningsgrad, men det finnes ingen klare regler for hvor høy

rentedekningsgraden bør være. Det eneste som er sikkert er at denne bør være større enn 1, for hvis ikke går selskapet med underskudd (Kristoffersen, 2010). Hoff (2010:184) hevder imidlertid at selskapets rentedekningsgrad bør være ca. 3, for at selskapet skal ha ”noe å gå på”. Formelen for beregning av rentedekningsgraden er som følger:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

Grieg og konkurrentene har hatt følgende utvikling i rentedekningsgraden:



Figur 18: Rentedekningsgrad

Selskapets rentedekningsgrad var negativ i 2008. Dette tilfredsstillende ikke kravet om at denne bør være over 1, noe som også førte til at selskapet gikk med underskudd. En naturlig forklaring er som nevnt at langsiktig gjeld ble gjort til kortsiktig gjeld i 2008, og selskapet har ikke vært i stand til å håndtere rentekostnadene på en tilfredsstillende måte. Lønnsomheten til selskapet var derfor dårlig i 2008. I 2009 fikk Grieg en positiv rentedekningsgrad, som også var over anbefalingen til Hoff (2010). I 2010 hadde Grieg en kraftig økning i rentedekningsgraden, noe som også vises på rentabiliteten til både totalkapitalen og egenkapitalen. Dette kommer vi nærmere innpå i kapittel 6.4.4. I 2011 falt imidlertid rentedekningsgraden til -2,2, noe som igjen betyr at selskapet må benytte egenkapital eller lån for å betale påløpte rentekostnader. I 2012 var rentedekningsgraden fortsatt negativ med -0,8.

Konkurrentene har jevnt over hatt en rentedekningsgrad på over 3, og er derfor i bedre stand til å betale sine rentekostnader, enn hva Grieg er. Grieg var godt innenfor kravet i 2009 og

2010, men hadde negativ rentedekningsgrad i 2008, 2011 og 2012. Dette har sammenheng med at lønnsomheten i selskapet har vært dårlig i disse årene.

6.4.4 Lønnsomhet

Lønnsomheten sier noe om selskapets evne til å skape overskudd (Kristoffersen, 2005:410). Dette betyr at inntektene til selskapet bør være større enn kostnadene, noe som er helt nødvendig for at selskapet skal overleve på lengre sikt. Et annet ord for lønnsomhetsanalyse er rentabilitetsanalyser, der en ser på selskapets evne til å skape lønnsomt drift. Det som kan være spesielt interessant å se nærmere på er avkastning på total kapital og avkastning på egen kapital som sysselsettes i selskapet (Hoff, 2010). Et annet ord for avkastning er rentabilitet.

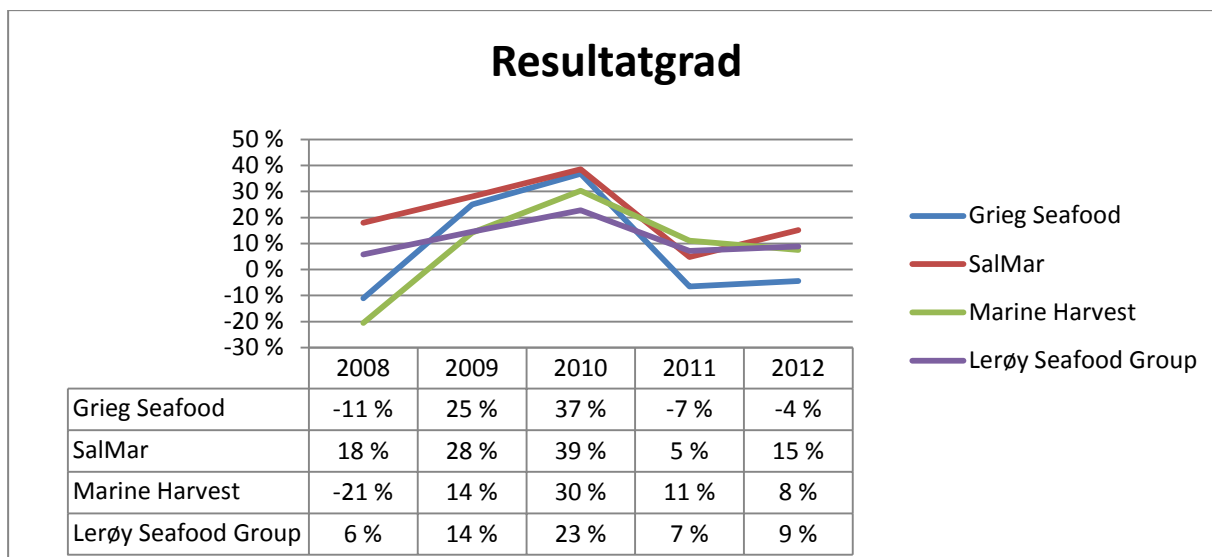
For å analysere Griegs og konkurrentenes lønnsomhet, ønsker vi å se nærmere på resultatgraden, total kapitalrentabiliteten og egen kapitalrentabiliteten. Dette er sentrale nøkkeltall innenfor analyse av lønnsomhet (Kristoffersen, 2005).

Resultatgrad

Det finnes flere nøkkeltall en kan beregne for å vurdere resultatet til selskapet. Hoff (2010) benytter resultatgraden. Denne sier noe om stor andel av hver krone solgt som selskapet har til å forrente den totale kapitalen som er bundet i selskapet. Dette innebærer at dersom resultatgraden synker vil total kapitalrentabiliteten synke og øker resultatgraden vil rentabiliteten til total kapitalen øke. Resultatgraden beregnes slik:

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}}{\text{Driftsinntekter}} \times 100 \%$$

Grieg og konkurrentene har hatt følgende utvikling i resultatgraden:



Figur 19: Resultatgrad

Resultatgraden var i 2008 negativ, som skyldes de svake salgsinntektene i forhold til kostnadene. I 2009 og 2010 økte imidlertid resultatgraden på grunn av økningen i salgsinntektene og var en klar forbedring i driftsresultatet. I 2011 falt resultatgraden, som sannsynligvis skyldtes økning i kostnadene, samt nedgang i salgsinntektene. Også i 2012 var resultatgraden negativ. Trenden i resultatgraden ser ut til å ha klar sammenheng med lakseprisen. Resultatgraden var nemlig på sitt høyeste for samtlige selskaper i 2009 og 2010 da lakseprisen også var på sitt høyeste.

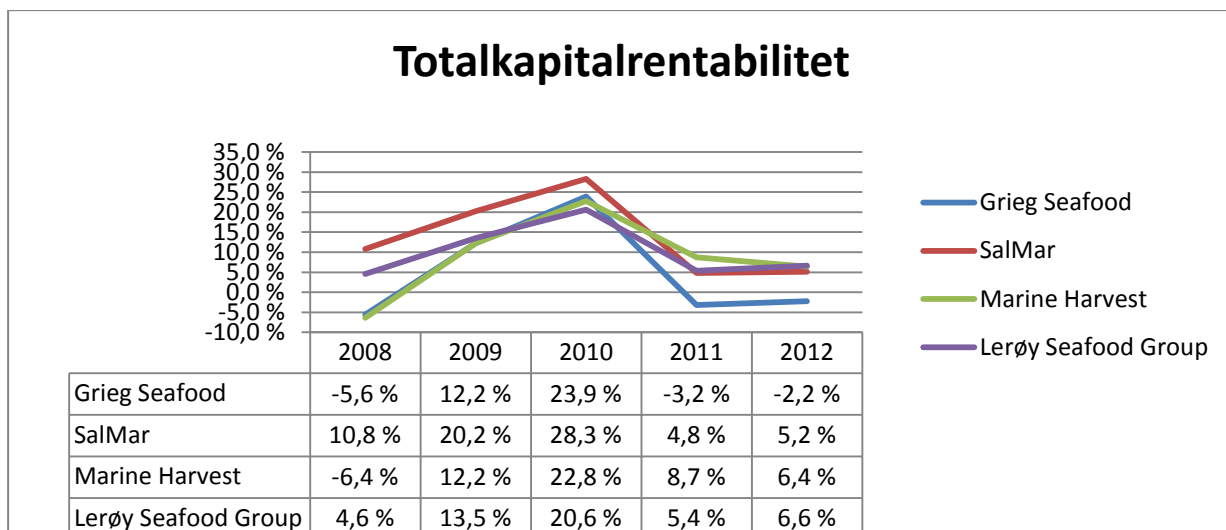
Totalkapitalrentabilitet

Et sentralt nøkkeltall innenfor analyse av lønnsomhet er totalkapitalrentabiliteten. *”Totalkapitalrentabiliteten forteller oss hvor stor inntjening bedriften har hatt på den totale kapital som er investert i bedriften i en gitt periode, uavhengig av andelen egenkapital og gjeld”* (Hoff, 2010:158). Dette nøkkeltallet viser altså hvor godt selskapet har vært drevet i perioden, spesielt med tanke på ressursallokeringen (Kristoffersen, 2005).

Den aktuelle formelen for totalkapitalrentabiliteten, som ser på forholdet mellom resultatet og gjennomsnittlig verdi av eiendelene i bedriften, er som følger (Kristoffersen, 2005):

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) \times 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Grieg og konkurrentene har hatt følgende utvikling i totalkapitalrentabiliteten:



Figur 20: Totalkapitalrentabilitet

I 2008 var total kapitalrentabiliteten negativ for Grieg, for deretter å øke kraftig i 2009 og 2010. I 2011 falt total kapitalrentabiliteten igjen til -3,2 %, for deretter å øke litt til -2,2 % i 2012.

Total kapitalrentabiliteten til SalMar har vært best gjennom perioden. De har fulgt Marine Harvest tett frem til 2011. I 2011 var Marine Harvest mest lønnsom, mens Grieg hadde svakest avkastning på total kapitalen. I 2012 var imidlertid Lerøy mest lønnsom. Dette kan tyde på at Grieg har utnyttet ressursene svakt, og ikke vært effektive nok i produksjonen og driften av selskapet. Som benchmark kan Grieg se til SalMar. SalMar har hatt en stabil og positiv total kapitalrentabilitet. Å drive mer lønnsomt bør være fokusområde for Grieg i fremtiden.

Hoff (2010) sier at det ikke er noen eksakte krav til hvor stor total kapitalrentabiliteten bør være, uten at man i tillegg vurderer bransjen og forretningsrisikoen til selskapet. Hoff (2010:161) sier imidlertid at total kapitalen til selskapet bør minst være lik den gjennomsnittlige lånerenten selskapet har. Dersom de går lavere enn dette vil de ikke klare å forrente kapitalen som sysselsettes i selskapet. Videre sier Hoff (2010) at total kapitalrentabiliteten bør ligge 5-6 % over risikofri rente. Oppsummert har risikofri rente (langsiktige statsobligasjoner) hatt følgende utvikling:

Tabell 12: Årlig gjennomsnitt statsobligasjoner

Årsgjennomsnitt	2008	2009	2010	2011	2012
5-årig statsobligasjon	4,43 %	3,33 %	2,83 %	2,56 %	1,59 %
10-årig statsobligasjon	4,47 %	4,00 %	3,52 %	3,12 %	2,10 %

Det årlige gjennomsnittet til en 5-årig statsobligasjon var i 2012 på 1,59 %, mens 10-årig statsobligasjon var på 2,10 % [27].

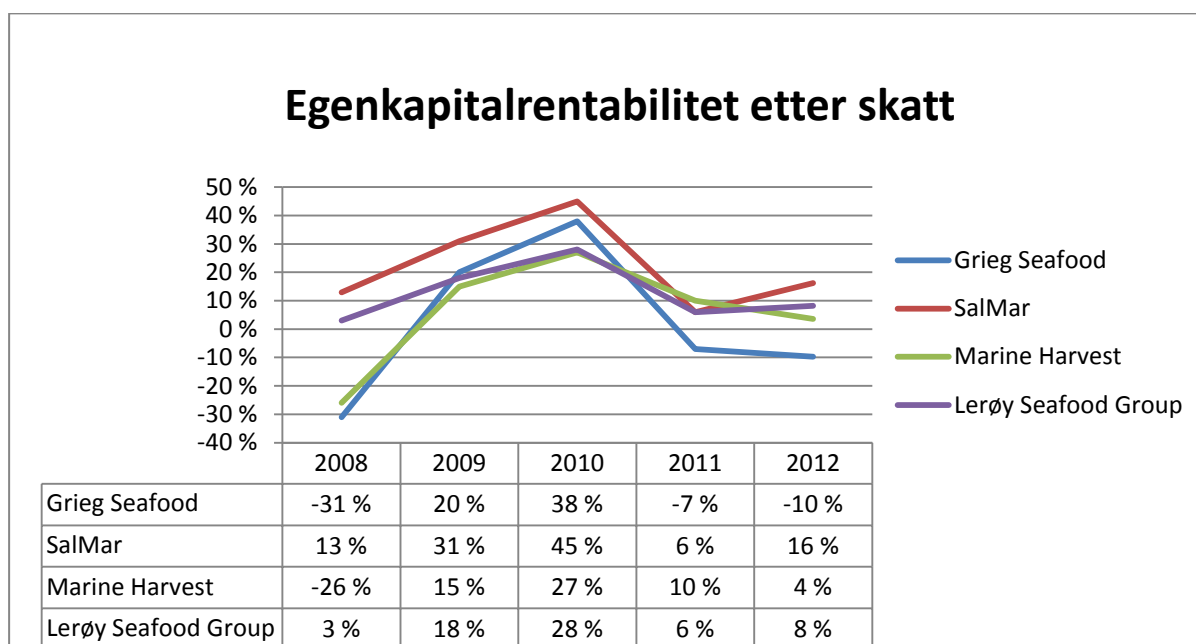
Grieg har i 2009 og 2010 vært godt over anbefalingen til Hoff (2010) på 5-6 %. Unntakene er i 2008, 2011 og 2012.

Egenkapitalrentabilitet

For eierne kan det være mer interessant å se på egenkapitalrentabiliteten, ettersom denne viser hvor god avkastningen har vært på den kapitalen eierne har investert. Av dette kan en også lese hvordan tidligere investeringer utviklet seg (Kristoffersen, 2005). Eierne ønsker altså å vise hvor stor andel av resultatet som tilfaller egenkapitalen, og derfor er egenkapitalrentabilitet etter skatt av interesse. Egenkapitalrentabilitet etter skatt beregnes slik:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat} \times 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Grieg og konkurrentene har hatt følgende utvikling i egenkapitalrentabiliteten etter skatt:



Figur 21: Egenkapitalrentabilitet etter skatt

Avkastningen på egenkapitalen var i 2008 dårlig, med en egenkapitalrentabilitet etter skatt på -31 %. I 2009 og 2010 hadde selskapet kraftig oppgang, for deretter å falle til -7 % i 2011 og videre til -10 % i 2012.

Egenkapitalrentabiliteten til Grieg har heller ikke vært tilfredsstillende i forhold til konkurrentene. Dette kan være dårlig nytt for nåværende og fremtidige investorer fordi konkurrentene kan vurderes som bedre alternativer.

Hoff (2010) sier at heller ikke egenkapitalrentabiliteten har noen eksakte krav.

Egenkapitalrentabiliteten har variert for Grieg, men avkastningen på egenkapitalen har vært tilfredsstillende i 2009 og 2010. For disse årene har også egenkapitalrentabiliteten vært større enn total kapitalrentabiliteten, noe som kan forklares ved at de har tjent mer på salget enn hva de har brukt på kostnader ved lån av penger. Det medfører at selskapets nettofortjeneste øker og gir høyere avkastning til eierne.

6.4.5 AG-treet

Avslutningsvis vil vi benytte Heimlys (2011) modell kalt AG-treet til å beskrive Griegs oppnådde lønnsomhet, samt potensielle forbedringsmuligheter. Resultatene vil være sammenfallende med de nøkkeltallene vi beregnet tidligere, men vi vil her forsøke å se nærmere på utviklingsmulighetene og forbedringspotensialet til selskapet. De fleste nøkkeltallene er imidlertid bransjeavhengige (Heimly, 2011) og vi har derfor beregnet nøkkeltallene til konkurrentene også, men resultatene alene kan likevel gi gode indikasjoner på selskapets forbedringsmuligheter. Ved beregning av lønnsomheten etter AG-metoden benyttes et ferdigprogrammert Excel-regneark, som vi har fått fra Finn-Steinar Heimly. Nøkkeltallene fra AG-modellen avviker noe fra resultatene vi fant tidligere i kapittelet, på grunn av at modellen har et eget input-skjema (Vedlegg 05-08). Input til modellen hentes fra de ordinære resultat- og balanseregnskapene¹⁴, og analyseperioden er fra 2009 til 2012.

Heimly (2011) påpeker at regnskapstallene, slik som de vises i den ordinære regnskapsoppstillingen, ikke er laget for å skape forståelse av den virkeligheten som ligger bak tallene. Derfor trenger man et språk for å forstå regnskapet bedre, og dermed kan en også forstå selskapet bedre. Språket som forklarer regnskapstallene bedre er nøkkeltallene, der

¹⁴ Web kilder: [59][60][61][66][67][68].

nøkkeltall for lønnsomhet står sentralt. Lønnsomheten er forutsetningen for at bedriften skal overleve (Heimly, 2011).

AG-treet inneholder nøkkeltall som forteller oss nivå og utvikling på oppnådd lønnsomhet og sterke og svake sider knyttet til lønnsomheten på salgssiden, kostnadssiden og eiendelssiden. AG-treet er basert på Du Ponts økonomiske analysemodell, men er speilvendt (Heimly, 2011:32). Vi har trukket ut de viktigste nøkkeltallene for Grieg og konkurrentene, og resultatene fra AG-treet oppsummeres i følgende tabell:

Tabell 13: Nøkkeltall fra AG-treet

LØNNSOMHET						
AG	Avkastningsgrad:	2009	2010	2011	2012	Gj.snt.
	Grieg	8 %	15 %	5 %	-5 %	6 %
	SalMar	18 %	18 %	10 %	5 %	13 %
	Marine Harvest	11 %	16 %	15 %	5 %	12 %
	Lerøy	12 %	14 %	11 %	4 %	10 %
RG	Resultatgrad:					
	Grieg	17 %	25 %	11 %	-10 %	11 %
	SalMar	26 %	30 %	17 %	9 %	21 %
	Marine Harvest	16 %	24 %	21 %	7 %	17 %
	Lerøy	13 %	18 %	14 %	5 %	13 %
EO	Eiendelenes oml.hastig.					
	Grieg	0,45	0,60	0,49	0,51	0,51
	SalMar	0,67	0,59	0,61	0,55	0,60
	Marine Harvest	0,72	0,66	0,71	0,67	0,69
	Lerøy	0,90	0,78	0,80	0,77	0,81
ØVRIGE NØKKELTALL						
BFA	Br.fortjenesteandel	2009	2010	2011	2012	Gj.snt.
	Grieg	54 %	61 %	57 %	41 %	53 %
	SalMar	52 %	53 %	48 %	44 %	49 %
	Marine Harvest	40 %	49 %	48 %	37 %	44 %
	Lerøy	33 %	37 %	36 %	29 %	34 %
PKA	Pers.kostnadsandel					
	Grieg	22 %	16 %	21 %	33 %	23 %
	SalMar	21 %	18 %	21 %	26 %	22 %
	Marine Harvest	37 %	29 %	28 %	42 %	34 %
	Lerøy	28 %	24 %	29 %	39 %	30 %
AØD	Andel øvrig driftskostnad					
	Grieg	47 %	39 %	52 %	76 %	54 %
	SalMar	25 %	23 %	39 %	48 %	34 %
	Marine Harvest	25 %	19 %	27 %	37 %	27 %
	Lerøy	24 %	21 %	26 %	32 %	26 %
AO	Anleggsmidlenes oml.h.					
	Grieg	0,92	1,24	0,91	0,91	0,99
	SalMar	1,21	0,99	0,97	0,96	1,03
	Marine Harvest	1,16	1,17	1,18	1,08	1,15
	Lerøy	1,66	1,53	1,51	1,41	1,53

Hovednøkkeltallet er avkastningsgraden (AG), som sier noe om hvor lønnsom bedriften er, målt i avkastningen på sum eiendeler. Avkastningsgraden tilsvareer renten på bankinnskudd, dersom en hadde satt eiendelene til bedriften i banken for den verdi de har i regnskapet (Heimly, 2011). Normen for denne er at den helst bør være over 20 %. For Grieg har

avkastningsgraden i følge AG-treet ikke vært tilfredsstillende, unntatt i 2010 da den var på sitt høyeste 15,1 %. For å øke avkastningsgraden, og dermed lønnsomheten, må bedriften enten øke resultatet eller redusere eiendelene. I forhold til konkurrentene gjør Grieg det dårligst.

Videre forklarer nøkkeltallene fra AG-treet *driftseffektiviteten* til selskapet. Dette innebærer hvor flinke de ansatte i bedriften er til å skape resultat ut i fra oppnådde salgssinntekter. I tillegg har AG-treet nøkkeltall som beskriver *eiendelsproduktiviteten*. Altså hvor flinke de ansatte er til å anvende eiendelene til å skape salgssinntektene. Disse gjennomgås nedenfor.

Driftseffektiviteten

Resultatgraden (RG) har fra 2009-2011 vært positiv, mens den var negativ i 2012. Dette innebærer at selskapets ansatte ikke har klart å skape resultat av salget i 2012. Resultatgraden har i gjennomsnitt vært på 11 %, som innebærer at på 100 kr salg, skaper de ansatte 11 kr i positivt resultat for selskapet. Også her gjør Grieg det dårligere enn konkurrentene, noe som kan indikere at konkurrentene har bedre kompetanse blant de ansatte.

Nøkkeltall som igjen beskriver resultatgraden er blant annet bruttofortjenesteandelen, personalkostnadsandelen og andelen øvrige driftskostnader (Heimly, 2011).

Bruttofortjenesteandelen (BFA) forteller noe om hvor flinke de ansatte er til å skape brutto av salget. I gjennomsnitt var denne på 53 %. Dette betyr at for hver 100 kr salg var det 53 kr igjen til å dekke driftskostnadene, finanskostnadene, skatter, utbytte og videre utvikling av selskapet. Her har selskapet gjort det best i forhold til konkurrentene. Dette betyr at de ansatte i Grieg er best til å skape brutto av salget.

Personalkostnadsandelen (PKA) viser hvor flinke de ansatte er til produktiv drift. Denne var i gjennomsnitt på 23 %. Dette betyr at for hver 100 kr brutto, går 23 kr til lønn, feriepengar, arbeidsgiveravgift, personalforsikringer og lignende. Her har Grieg gjort det relativt bra, ettersom andelen er lav i forhold til konkurrentene, og på samme nivå som SalMar.

Det siste nøkkeltallet som er med på å forklare resultatgraden er andelen øvrige driftskostnader (AØD). Dette nøkkeltallet forklarer hvor flinke de ansatte er til kostnadseffektiv drift. Denne har i gjennomsnitt utgjort 54 % og hele 76 % i 2012. Dette betyr at for hver 100 kr brutto, har i gjennomsnitt 54 kr gått til driftskostnader, noe som er godt over forbruket til konkurrentene. Dette kan bety at de ansatte i selskapet ikke har drevet kostnadseffektivt, for eksempel på grunn av manglende kompetanse, dårlig opplæring og

rutiner, dårlige prestasjoner av daglig leder, etc. Heimly (2011) påpeker imidlertid at det ikke er direkte sammenlignbart bedrifter i mellom på grunn av at noen velger leasing i stedet for å eie, noe som Grieg delvis gjør. Resultatet må derfor vurderes med forsiktighet. I den strategiske analysen fant vi imidlertid at Grieg selv mente at de ikke var kostnadseffektiv nok, og at dette ville være et av fokusområdene i fremtiden, spesielt i Norge. Dermed kan det tyde på at selskapets ansatte ikke er flinke nok til kostnadseffektive drift i forhold til konkurrentene. Det er nemlig de ansatte som bestemmer vareforbruket, personal og øvrige driftskostnader, og dermed har de innvirkning på selskapets lønnsomhet.

Eiendelsproduktiviteten

Eiendelenes omløpshastighet (EO) forteller hvor flinke de ansatte er til å utnytte eiendelene til å oppnå salgsinntekter. Dette nøkkeltallet har i gjennomsnitt vært på 0,51, som betyr at for hver 1 kr eiendel, oppnår selskapet 0,51 kr salg. Dette betyr at de ansatte ikke har vært gode nok til å benytte eiendelenes potensial til verdiskapning. Dette kan komme av manglende kompetanse og erfaring, ineffektivitet etc. Grieg gjør det dårligere enn samtlige konkurrenter, og kan se til Lerøy som benchmark.

Nøkkeltall som igjen forklarer eiendelenes omløpshastighet er debitorenes omløpshastighet, varelagerets omløpshastighet og anleggsmidlenes omløpshastighet (Heimly, 2011). Vi skal i det følgende se nærmere på sistnevnte.

Anleggsmidlenes omløpshastighet (AO) forklarer hvor gode de ansatte har vært til å utnytte anleggsmidlene til å skape salgsinntekter. AO har i gjennomsnitt vært på 1, som betyr at for hver 1 kr i anleggsmiddel har selskapets ansatte skapt 1 kr i salg. Resultatet er relativt lavt og bør forbedres. Blant konkurrentene er det Lerøy som har størst AO på 1,53.

Forbedring av disse nøkkeltallene vil gi forbedring i eiendelenes omløpshastighet, som igjen vil medføre forbedring av avkastningsgraden og lønnsomheten til selskapet. Likevel er Griegs biomasse utsatt for sykdom og dødelighet, som igjen vil påvirke nøkkeltallene i negativ retning. Dette er faktorer som de ansatte ikke rår over. Grieg kan imidlertid lære mer av konkurrentene da de også er eksponert for samme risiko, men gjør det likevel bedre enn Grieg. Posten *andre driftskostnader* er relativt høy, og her har de ansatte et forbedringspotensial i fremtiden.

6.5 Konklusjon nøkkeltallsanalyse

Som nevnt tidligere, ser vi at lakseprisene har stor påvirkningskraft på oppdrettsselskapene. Dette fremgår tydelig av resultatene fra nøkkeltallsanalysen. Likevel kan det virke som om Grieg gjør det dårligst blant største oppdrettsselskapene. I kapittel 2 fant vi at hele 85 % av aksjekursen til Grieg kan forklares gjennom lakseprisen. Av Griegs årsrapport 2012 fremgår det i tillegg at selskapet ikke har inngått nye salgskontrakter, og salgsinntektene vil derfor kun variere i forhold til lakseprisen. Dermed vil Grieg være mer utsatt enn konkurrentene i tiden fremover.

Når en tar i betraktning underskudd for 2008, 2011 og 2012, er de økonomiske prestasjoner og utviklingen på dette feltet lite tilfredsstillende for Grieg. I de årene selskapet går med overskudd, her 2009 og 2010, er selskapets økonomiske situasjon tilfredsstillende, noe som resultatet fra nøkkeltallsanalysen bekrefter. I 2009 og 2010 var også lakseprisen på sitt høyeste.

Fremtidsfokuset til Grieg bør imidlertid være på kostnadsreduksjon og effektivisering. Dette kom godt frem i analysen AG-treet. Grieg bør gjøre interne forbedringer ved å effektivisere arbeidet. Dette bør de gjøre ved å øke kompetansen til de ansatte, effektivisere driften, samt øke eiendelenes omløpshastighet ved å benytte det potensialet hver enkelt eiendel har.

Som benchmark kan Grieg benytte SalMar og Lerøy Seafood Group. De har levert relativt stabile resultater fra 2009 til 2012. I tillegg bør Grieg se på muligheten for å inngå fremtidige salgskontrakter slik at de ikke vil være eksponert for svingninger i lakseprisen i like stor grad som tidligere.

7 Fastsettelse av avkastningskrav

For å drive eller starte opp et selskap er en avhengig av kapital. Kapitalen kan selskapet primært skaffe seg gjennom to kilder, lån fra banken eller egenkapital fra investorer. Dette er imidlertid ikke kostnadsfritt. Banken krever renter for lånet, mens investorer krever avkastning til den innskutte egenkapitalen på grunn av risikoen som investeringen medfører. Ved beregning av selskapets verdi etter DCF-metoden, må en neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til selskapet. Ved diskontering benytter en WACC, som er den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden. Årsaken til at en bruker WACC er at den tar hensyn til begge kapitalkildene, samtidig som den vektet egenkapital og gjeld i forhold til andelen av disse.

Vi vil i verdsettelsen benytte avkastningskravet for å diskontere de budsjetterte fremtidige kontantstrømmene til nåverdier. Det betyr at en liten endring i avkastningskravet vil kunne gi store utslag i verdiestimatet.

I våre beregninger har vi benyttet CAPM for å komme fram til kostnaden av Griegs egenkapital. Gjeldskostnaden har vi beregnet ved å finne et vektet gjennomsnitt av rentene til selskapets låneavtaler. Vi benytter så disse videre i beregning av WACC, slik som vist i kapittel 3.1.3. Videre i kapitlet vil vi drøfte og fastsette de forskjellige faktorene i WACC før vi til slutt beregner avkastningskravet.

7.1 Kapitalverdimodellen - CAPM

Vi finner avkastningskravet til egenkapitalen gjennom CAPM. Denne beregnes ut fra formelen vist i kapittel 3.1.3:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i MP + SMP$$

Vi vil nå presentere beregninger og drøftelser til parameterne i CAPM. Vi forutsetter ikke skatt på markedsrisikopremien, men vil først vise hvordan dette beregnes og hvilke utslag det vil gi.

Gjesdal og Johnsen (1999) og Kaldestad og Møller (2011) beregner investorskatt knyttet til CAPM slik:

CAPM før skatt:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f]$$

Skattejustert CAPM:

$$E(R_{i,t}) = r_f(1 - t) + \beta_i[E(R_m) - r_f(1 - t)]$$

$$E(R_{i,t}) = r_f - tr_f + \beta_i E(R_m) - \beta r_f + \beta tr_f$$

$$E(R_{i,t}) = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f] - tr_f + \beta tr_f$$

$$E(R_{i,t}) = E(R_i) - tr_f(1 - \beta)$$

Vi ser da at $\beta = 1$ gir $E(R_{i,t}) = E(R_i)$. $\beta < 1$ fører til at skattejustert egenkapitalkostnad er lavere enn egenkapitalkostnaden før skatt. $\beta > 1$ gir motsatt effekt. Det betyr at et selskap med større prosentvise svingninger enn markedet vil ha høyere egenkapitalkostnad når den er skattejustert. Et selskap med lavere markedsrisiko vil derimot ha lavere egenkapitalkostnad dersom den skattejusteres (Gjesdal og Johnsen, 1999). Jo nærmere β -verdiene er én, jo mindre vil forskjellene mellom beregninger før og etter skatt være.

Gjesdal og Johnsen (1999) nevner også at man i praksis ofte vil se bort fra skattejustering av CAPM, spesielt for større børsnoterte selskaper. Noe av grunnen ligger i at investorer som ikke er utsatt for den ordinære norske kapitalbeskatningen sannsynligvis er svært involvert i prisingen av større norske selskaper. De peker også på at feilene ved å ikke skattejustere CAPM er relativt ubetydelige for de fleste selskapene. Feilene vil i tillegg være relativt ubetydelige i forhold til andre feil man sannsynligvis gjør ved beregning av kontantstrømmer og resultat. Under vises et eksempel på hvor liten effekt skattejusteringen gir dersom vi har en betaverdi på 1,11, risikofri rente på 1,59 % og skatt på 28 %:

$$E(R_{i,t}) - E(R_i) = -0,28 \times 0,0159(1 - 1,11)$$

$$E(R_{i,t}) - E(R_i) = 0,049 \%$$

Dette er en marginal forskjell og vi finner dermed belegg for å se bort fra skatt på markedets risikopremie.

7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten finner vi normalt ved å benytte statsobligasjoner. Norges bank viser til tre forskjellige statsobligasjoner; med lengder på tre, fem og ti år. Det er fordeler og ulemper forbundet med bruk av både korte og lange statsobligasjoner som risikofri rente. Den korte renten vil svinge mer enn den lange renten, slik at avkastningskravet vil kunne bli mer ustabil. Den lange renten kan imidlertid ha innbakt likviditets- og inflasjonspremier, derfor er den lange renten strengt tatt ikke risikofri (Kaldestad og Møller, 2011). Med bakgrunn i dette benytter vi den mellomlange femårige norske statsobligasjonen.

Tabell 14: Årlig gjennomsnitt for 3-10 årige statsobligasjoner

Årsgjennomsnitt norske statsobligasjoner			
	3 år	5 år	10 år
2012	1,44	1,59	2,1
2011	2,24	2,56	3,12
2010	2,46	2,83	3,52
2009	2,71	3,33	4
2008	4,53	4,43	4,47

Vi ser ut fra tabellen [40] at et årlig gjennomsnitt av daglige observasjoner gir oss en risikofri rente på 1,59 %. Dette gjør at vi utover i prognoseperioden vil ha negativ realrente da vi har forutsatt en inflasjon på 1,2 % [29] som gradvis øker opp mot 2,14 % i løpet av prognoseperioden. Vi velger imidlertid å avgrense ved å ikke justere for inflasjon i den risikofrie renten.

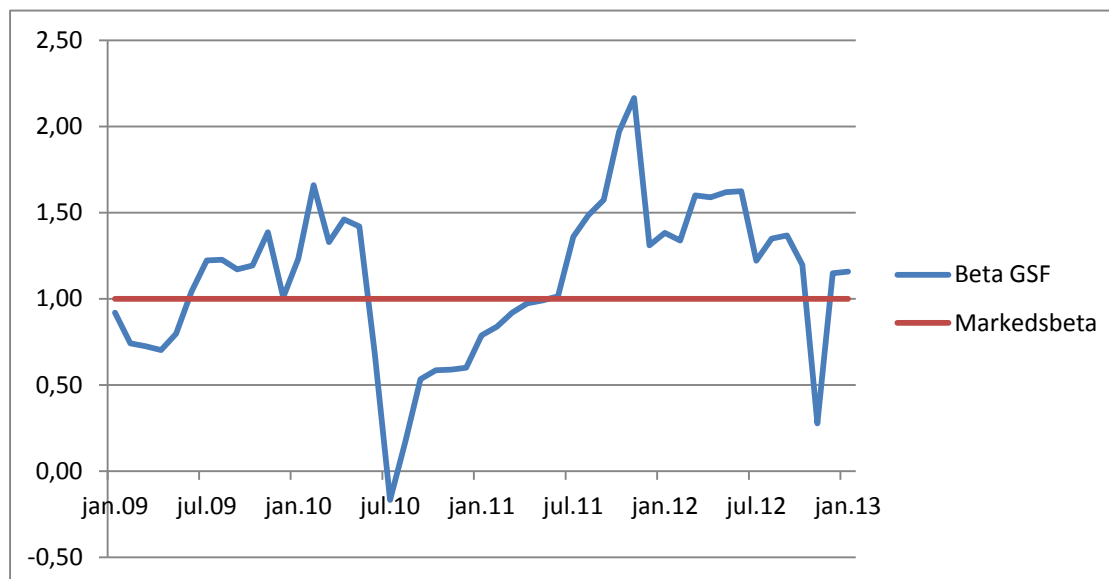
7.1.2 Beta

Selskapets beta representerer som forklart i kapittel 3.1.3 hvor mye selskapet svinger relativt til markedsindeksen. Vi har i oppgaven benyttet månedlige logaritmiske avkastninger i perioden 2008-2012 for å beregne rå-betaverdien til Grieg gjennom en regresjonsanalyse. Vi har så foretatt en justering av betaen ved hjelp av Bloombergs metode (Koller, 2010). På sikt vil selskaper nærme seg markedsbetaen, formelen ser derfor slik ut:

$$\beta_{\text{justert}} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} \times \beta_{R\ddot{a}}$$

Dette fører til at betaverdier over én vil bli lavere, mens betaverdier under én vil bli høyere. Vi har i tillegg gjort en analyse av rullerende ett-årige betaer med månedlige data (Vedlegg

17). Dette for å se om betaen til Grieg har holdt seg stabil og om vi finner noen trender i selskapets betaverdier. Dette illustreres i figuren under:



Figur 22: Løpende Beta

Som vi ser av figuren er selskapets beta veldig ustabil. Den har variert mellom -0,17 og 2,16. Vi kan se en jevn oppadgående trend fra juli 2010 til november 2011, men sett bort fra denne perioden er det lite som tilsier at betaen skal holde seg stabil på dagens nivå.

Regresjonsanalysen ga oss følgende resultater:

Tabell 15: Regresjonsanalyse for beta-beregning

Regresjonsstatistikk							
Multipel R	0,522						
R-kvadrat	0,272						
Justert R-kvadrat	0,260						
Standardfeil	0,176						
Observasjoner	60						
Variansanalyse							
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>		
Regresjon	1	0,669	0,669	21,714	0,000		
Residualer	58	1,788	0,031				
Totalt	59	2,458					
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	
Skjæringspunkt	-0,003	0,023	-0,115	0,909	-0,048	0,043	
X-variabel 1	1,160	0,249	4,660	0,000	0,662	1,658	

Tabellen viser en analyse av månedlige observasjoner i perioden 2008-2012. Vi ser at analysen har en lav R^2 på 0,272. Dette betyr at 27,2 % av selskapets risiko kan forklares av

markedsrisiko. Resterende 72,8 % er usystematisk risiko forbundet med selskapet. Dette er risiko som i motsetning til markedsrisikoen er diversifiserbar.

Vi ser videre av 95 % konfidensintervallet at vi med 95 % sikkerhet kan si at betaen ligger mellom 0,66 og 1,66. Det er altså et relativt bredt mål og dermed et usikkert estimat. En P-verdi tilnærmet 0 gir sterke signaler om at betaen ikke er 0. Vi har videre gjennomført en tosidig t-test med alpha-nivå på 0,05 for å undersøke om beta er signifikant forskjellig fra 1. Resultatet av testen finnes i vedlegg 11. T-verdien beregnes slik:

$$t - verdi = \frac{\beta - 1}{SE}$$

Og vi får da en t-verdi på:

$$t - verdi = \frac{1,16 - 1}{0,249} = 0,64$$

Dette er innenfor t-kritisk verdi med intervall på [-1,99, 1,99]. Vi kan dermed konkludere med at beta ikke er signifikant forskjellig fra én.

Til slutt ser vi at betakoeffisienten er på 1,16. Dette betyr at en økning på 1 % i markedsindeksen vil gi en økning på tilnærmet 1,16 % i Griegs avkastning. Likeledes vil en nedgang på 1 % i markedsindeksen gi en reduksjon på tilnærmet 1,16 % i Griegs avkastning.

Justering av rå-betaen blir da:

$$\beta_{Justert} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} \times 1,16 = 1,11$$

Vi vil i vår analyse av WACC dermed benytte et betaestimat på 1,11 for Grieg. Sammenligner vi med de største konkurrentene ser vi at Grieg har den høyeste betaen. Gjennomsnittet av bedriftenes betaer er 0,92 noe som tyder på at selskapets beta er relevant. For beregninger og resultater, se vedlegg 14, 15 og 16.

Tabell 16: Betaverdier i oppdrettsnæringen

Betaverdier i oppdrettsnæringen								
	GSF	MHG	LSG	SALM	CEQ	BAKKA	MORPOL	Gjennomsnitt
Rå-β	1,16	1,12	0,77	0,48	0,89	0,69	1,01	0,87
Justert- β	1,11	1,08	0,84	0,65	0,93	0,79	1,00	0,92

7.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie bygges både på historiske avkastninger og forventede avkastninger. Dette er avkastningen markedet har oppnådd utover risikofri rente, men kan også forklares som den forventede avkastningen (utover den risikofrie renten) investorene krever som kompensasjon for risikoen de pådrar seg ved å investere i aksjen.

PwCs og NFFs rapport bygger på en undersøkelse blant 294 av NFFs 1200 medlemmer [33]. Rapporten viser både til en historisk markedsrisikopremie i Norge, basert på Dimson (2006), og til forventet avkastningskrav i det norske markedet for 2011 og 2012 basert på undersøkelsen gjennomført i 2011.

Den historiske markedsrisikopremien er beregnet som et gjennomsnitt av perioden 1900-2005. Et aritmetisk gjennomsnitt ga en verdi på 5,7 %, mens et geometrisk gjennomsnitt av perioden ga en verdi på 3,07 % (Dimson, 2006). PwCs og NFFs rapport ga en median på 5 % og et gjennomsnitt på 5,2 %. Vi ser at forskjellene ikke er store mellom den aritmetiske verdien til Dimson (2006) og PwCs og NFFs undersøkelser. Vi velger i henhold til Gjesdal og Johnsen (1999) å se bort fra geometrisk gjennomsnitt ved utregning av diskonteringsrente for kontantstrømmer. De mener videre at 5 % vil være et realistisk mål på den norske markedsrisikopremien, men at det kan være noe lavt for norske investorer og noe høyt for utenlandske investorer. Da Grieg har hovedandel av norske investorer velger vi å legge oss på den gjennomsnittlige forventede markedsrisikopremien 5,2 %, jf. PwCs og NFFs rapport.

Småbedriftspremie

Da Grieg er et relativt lite selskap med en markedsverdi tilnærmet NOK 1,73 milliarder pr. 07.05.13, samtidig som de er listet på Oslo Børs Small Cap Index, har vi valgt å legge til en småbedriftspremie i markedsrisikopremien. Denne bør være 1-2 % for selskaper med en markedsverdi på NOK 1-2 milliarder [33]. Da Grieg er i midten av dette sjiktet har vi valgt å sette premiepåslaget til 1,5 %.

7.1.4 Fastsettelse av egenkapitalkostnaden

Ut fra formelen for egenkapitalkostnaden kan vi nå beregne kravet $k_e = E(R_i)$:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i MP + SMP$$

$$E(R_i) = 1,59 \% + (1,11 \times 5,2 \%) + 1,5\%$$

$$E(R_i) = k_e = 8,84\%$$

Videre i beregningen av WACC vil det benyttes en egenkapitalkostnad på 8,84 % for Grieg. Det er imidlertid knyttet usikkerhet til denne beregningen, da noen av komponentene fastsettes på grunnlag av forutsetninger. Det vil derfor være hensiktsmessig å se nærmere på størrelsene til komponentene, noe som vil bli gjort i kapittel 10.

7.2 Gjeldskostnaden

Gjeldskostnaden beskriver hvor mye låneavtalene til selskapet vil koste. Dette har vi beregnet på to måter. Kallestad og Møller (2011) forklarer at det er mest hensiktsmessig å benytte markedsrenter, altså NIBOR [28] med tillegg for administrasjonskostnader og misligholdsrisiko. Oversikt over NIBOR følger i tabellen under:

Tabell 17: Årlig gjennomsnitt NIBOR

Årgjennomsnitt NIBOR								
	1 uke	2 uker	1 mnd	2 mnd	3 mnd	6 mnd	9 mnd	12 mnd
2012	1,80 %	1,85 %	1,96 %	2,08 %	2,24 %	2,51 %	2,67 %	2,82 %
2011	2,42 %	2,50 %	2,65 %	2,75 %	2,88 %	3,10 %	3,28 %	3,48 %
2010	2,24 %	2,25 %	2,29 %	2,38 %	2,51 %	2,76 %	2,88 %	3,02 %
2009	2,20 %	2,18 %	2,23 %	2,33 %	2,45 %	2,63 %	2,75 %	2,87 %
2008	5,90 %	5,93 %	6,01 %	6,13 %	6,23 %	6,31 %	6,25 %	6,24 %

En kan også se på selskapets renter og beregne et vektet gjennomsnitt av disse. Ser vi på Grieg sine avtaler, er de faste rentene deres gjennom swap-avtaler identiske med NIBOR og ligger på 2,82 %. Legger vi til et administrasjonstillegg på 2 % og et misligholdstillegg på 0,5 % ender vi opp på 5,32 % i fast rente (Gjesdal og Johnsen, 1999). På de flytende rentene har Grieg en gjennomsnittlig rente som er på 4,94 %. I tillegg har Grieg forpliktelser på finansielle leiekontrakter med en diskonteringsrente på 5 %. Vi har beregnet et vektet gjennomsnitt av rentene og kommet fram til en gjeldskostnad på 5,12 %, som er relativt lik NIBOR + 2,5 %. Årsaken til vi benytter denne tilnærmingen er for å vekte de flytende og faste rentene. Oversikt over Griegs renter og beregninger følger i tabellen under:

Tabell 18: Beregning av gjeldskostnad

Vektet gjennomsnitt av GSFs renter			
Faste renter med tillegg	Hovedstol	Vekt	Fast rente
Administrasjonstillegg			2 %
Misligholdstillegg			0,50 %
Renteswapavtale 21.07.14	400 000	50 %	5,76 %
Renteswapavtale 16.08.16	200 000	25 %	4,84 %
Renteswapavtale 17.10.16	200 000	25 %	4,90 %
Eksportlån	7 736	1 %	5,70 %
Sum	807 736	100 %	5,32 %
Flytende renter			
	Kortsiktig del	Langsiktig del	Sum
Syndikatlån langsiktig	101 805	554 193	655 998
Syndikatlån trekkrettighet	500 000	-	500 000
Obligasjonslån	-	390 543	390 543
Annet lån	-	6 307	6 307
Eksportlån*	7 736	-	7 736
Forpliktelser finansielle leiekontrakter**	44 730	156 150	200 880
Sum	654 271	1 107 193	1 761 464
Markedsverdi			
	Bokført verdi	Virkelig verdi	
Syndikatlån totalt	1 155 998	1138643	
Obligasjonslån	390 543	390 543	
Annet lån	6 307	6 307	
Eksportlån*	7 736	7 736	
Forpliktelser finansielle leiekontrakter**	200 880	200 880	
Sum	1 761 464	1 744 109	
Vektet rente			
	Hovedstol	Vekt	Rente
Faste renter med tillegg	807 736	46 %	5,32 %
Flytende renter	735 493	42 %	4,94 %
Forpliktelser finansielle leiekontrakter	200 880	12 %	5 %
Sum	1 744 109	100 %	5,12 %

Vi vil videre i analysen legge til grunn 5,12 % som gjeldskostnad da stigningene i NIBOR forventes å være lave i årene framover [72].

7.3 Markedsverdi på egenkapital og gjeld

Før vi beregner avkastningskravet til totalkapitalen må vi finne egenkapital- og gjeldsandelene slik at vi kan vekte finansieringen. Egenkapitalandelen finner vi ved å multiplisere Griegs aksjekurs pr. 28.12.12 (siste handelsdag) med antall utstedte aksjer, og finner da markedsverdien av egenkapitalen (Koller, 2010):

$$12,35 \times 111\,662 = 1\,379\,026$$

I årsrapporten legger Grieg til grunn TNOK 1 761 464 som bokført verdi på rentebærende lån. Vi finner derimot også at posteringene *syndikatlån langsiktig* og *syndikatlån trekkrettighet* har avvik mellom bokført verdi og virkelig verdi. Koller (2010) forklarer at vi er ute etter markedsverdier, slik at vi velger å benytte de virkelige verdiene på lån i stedet for de bokførte verdiene (Vedlegg 10). Dette fører til at vi har en total markedsverdi gjeld på TNOK 1 744 109. Totalkapitalen er summen av markedsverdien på egenkapital og gjeld; TNOK 3 123 135.

7.4 WACC

I årsrapporten for 2012 kommer det frem at Grieg selv benytter et avkastningskrav på 9,6 %. Hvordan dette avkastningskravet er beregnet er imidlertid ikke beskrevet. Dette vil derfor ikke legges vekt på videre i oppgaven.

Det vektete avkastningskravet til totalkapitalen blir i stedet beregnet slik:

$$WACC = k_e \frac{E}{V} + k_d(1 - t) \frac{D}{V}$$

$$WACC = 8,84 \% \frac{1\,379\,026}{3\,123\,135} + 5,12 \%(1 - 0,28) \frac{1\,744\,109}{3\,123\,135}$$

$$WACC = 5,96 \%$$

Vi vil videre i verdsettingen av Grieg benytte et avkastningskrav på totalkapitalen på 5,96 % som diskonteringsrente ved beregningen av den frie kontantstrømmen.

8 Fremtidsregnskap

I dette kapittelet vil vi presentere fremtidsprognosene for Grieg. Innledningsvis vil vi presentere budsjetteringsmetode, stegene i budsjetteringen og budsjetteringsperiode. Deretter vil vi beregne fremtidsprognoser for salgsinntektene, driftskostnadene, NOPLAT, driftsrelatert skatt, finansposter og årsresultat. Vi vil ta egne forutsetninger der dette er nødvendig.

8.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

Det er vanskelig å vite hva fremtiden vil bringe, og dermed er det vanskelig å vite noe om selskapets fremtidige utvikling (Koller, 2010). Likevel bør en ta hensyn til fremtidige kontantstrømmer, da store deler av selskapsverdien ligger nettopp her. Dette legger også den tradisjonelle DCF-metoden opp til. Derfor bør en budsjettere fremtidig NOPLAT, investert kapital, avkastning på investert kapital (ROIC), samt den frie kontantstrømmen.

Før en går i gang med fremtidsregnskapet, bør en vurdere hvor lang budsjetteringsperiode en skal bruke. Deretter beregner man verdien av denne eksplisitte perioden, og i tillegg beregnes den fremtidige forventede verdien ved budsjetteringsperiodens slutt, såkalt terminalverdi eller "continuing value". Denne terminalverdien forutsetter at selskapets utvikling er i en "steady-state" fase. Derfor må den eksplisitte budsjetteringsperioden være lang nok, slik at selskapet når "steady-state". "Steady-state" oppnås når selskapets vokser med en konstant vekstrate, ved å reinvestere konstant andel av driftsrelatert profitt hvert år. I tillegg har selskapet en konstant inntjening på investeringer med eksisterende og ny kapital (Koller, 2010).

For Grieg er det nærliggende å anta at selskapet ikke er langt unna en "steady-state" fase, på grunn av at ytterligere vekst forutsetter tilgang på nye konsesjoner, nyinvesteringer i anleggsmidler, eller oppkjøp.

Koller (2010:188) foreslår at en benytter 10-15 års eksplisitt prognoseperioder, spesielt for selskaper i sykliske bransjer. Boye og Meyer (2008:144) foreslår at det kan være aktuelt å utarbeide budsjetter for 5-15 år. En bør dele inn den eksplisitte prognoseperioden i to deler; Et detaljert 5-7 års budsjett, med detaljerte resultat- og balanseregnskaper, og et enklere budsjett for resterende år, med fokus på viktige enkeltvariabler, som for eksempel inntekstvekst, marginer etc. I tillegg må en anslå terminalverdien ved budsjetteringsperiodens slutt, som vanligvis gjøres sjablonmessig (Boye og Meyer, 2008).

Ettersom vi antar at selskapet ikke er langt unna en ”steady-state” fase, vil vi lage fremtidsprognoser for de 10 kommende årene. Dette er innenfor rammen på 10-15 år.

Vi vil legge mest vekt på budsjettering av fremtidige inntekter, driftskostnader, NOPLAT og fri kontantstrøm. Denne budsjetteringen vil vi gjøre på grunnlag av resultatene fra den strategiske analysen, regnskapsanalysen, samt selskapets egne forventninger om fremtiden. Mellomregninger til fremtidsbudsjettet finnes under vedlegg 02.

8.2 Salgsinntekter

Ved budsjettering av fremtidige inntekter kan en benytte ”top-down” budsjettering, der en estimerer fremtidige inntekter ved å beregne totalt marked, markedsandeler og fremtidige priser. Alternativt kan en benytte ”bottom-up” tilnærmingen, der en legger til grunn selskapets egne fremtidsprognoser i forhold til eksisterende kunders etterspørsel og potensialet for nye kunder. Koller (2010) anbefaler at en benytter begge metodene.

Koller (2010) sier videre at det kan være vanskelig å forutsi fremtidige inntekter, på grunn av kundepreferanser, teknologiske endringer og endringer i selskapsstrategier. Derfor bør en overvåke utviklingen og justere fremtidsestimaterne dersom dette blir nødvendig. I tillegg anbefales det at en lager flere ulike framtidsscenarioer. Dette vil gjøre estimatene mer solide, samt gjøre beslutningsprosessen enklere for selskapsledelsen.

Grieg konsernet har kun ett produksjonssegment; produksjon av oppdrettslaks og oppdrettsørret. I årsrapportene har konsernledelsen uttalt seg om fremtidsutsiktene og forventet slaktevolum. I det følgende vil vi basere prognosene for salgsinntektene på disse uttalelsene, historisk regnskapsutvikling og andre funn som vi har avdekket i oppgavens strategiske analyse og regnskapsanalyse.

For å oppnå bedre prognoser bør en budsjettere salgsinntektene for hvert enkelt forretningsområde, her Finnmark, Rogaland, Hjalmland og British Columbia, i tillegg Ocean Quality, som eies 60 % av Grieg og er konsernets salgssavdeling. Men på grunn av manglende detalj-informasjon om salg fra forretningsområdene og analysens tidsramme, budsjetterer vi for hele konsernet samlet.

Salgsinntektene er produktet av slaktevolumet og lakseprisene. Vi må derfor lage prognoser både for forventet salgsvolum, samt budsjettere fremtidig laksepris.

Selskapets fremtidige inntektsvekst kan komme i form av oppkjøp, nyinvesteringer av anleggsmidler, kostnadsreduksjoner eller interne forbedringer for å nevne noen. Grieg har i sine årsrapporter opplyst om den årlige produksjonskapasiteten. Denne virker å ha økt med 5000 tonn hvert andre år. Likevel kan det være vanskelig å si noe om selskapets fremtidige vekst i produksjonskapasiteten, da dette også avhenger av etterspørselen i markedet. I tillegg er det ikke nødvendigvis noen ”trend” i denne veksten. Denne produksjonskapasiteten er heller ikke direkte knyttet til salgsvolumet, men til den totale biomassen selskapet til enhver tid har kapasitet og konsesjon til å produsere. Deler av denne produksjonen er ikke slakteklar laks. Produksjon av laks tar om lag 3 år og en kan derfor ikke forvente at et oppdrettsselskap vil oppnå 100 % kapasitetsutnyttelse.

Det viser seg at selskapet ikke utnytter sin produksjonskapasitet maksimalt, noe som både kan være et bevisst valg av kostnadsstrategiske årsaker, men også tegn på ineffektiv drift. Det kan også være andre ekstraordinære grunner til at de ikke utnytter produksjonskapasiteten maksimalt, som for eksempel klima, dødelighet og sykdom. Forholdet mellom slaktet volum og produksjonskapasitet har i gjennomsnitt vært på 67,42 % årlig fra 2008 til 2012. Dette kan oppsummeres i følgende tabell:

Tabell 19: Slaktevolum i forhold til produksjonskapasitet

	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snt.økning
Slaktet volum	51 700	48 700	64 200	60 000	70 000	
Årlig endring i volum		-5,98 %	27,63 %	-6,77 %	15,42 %	7,58 %
Produksjonskapasitet	84 000	84 000	90 000	90 000	95 000	
Årlig endring i produksjonskapasitet		0,00 %	7,14 %	0,00 %	5,56 %	3,17 %
Slaktevolum ifht. Prod. Kapasitet	61,55 %	57,98 %	71,33 %	66,67 %	73,68 %	67,42 %

Dette forholdstallet tilsvarer ca. 2/3 og vi forutsetter at slaktet volum vil utgjøre 2/3 av fremtidig produksjonskapasitet. Dermed kan vi beregne forventet fremtidig slaktevolum ved å multiplisere produksjonskapasiteten med 2/3. Dette kan oppsummeres slik:

Tabell 20: Budsjettering av fremtidig slaktet volum

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Utvikling i produksjonskapasitet	95 000	95 000	95 000	95 000	95 000	95 000	95 000	95 000	95 000	95 000
Slaktevolum ifht. Prod.Kapasitet	67 %	67 %	67 %	67 %	67 %	67 %	67 %	67 %	67 %	67 %
Fremtidig slaktet volum	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333

I 2013 forventer selskapet å nå et slaktevolum på 70 000 tonn, som også var slaktevolumet de hadde i 2012. Dermed har de ingen forventninger om vekst i solgt volum. Dette er et betydelig avvik fra beregningene ovenfor, der vi estimerte slaktevolumet i 2013 til 63 333tonn. I tillegg har selskapet ingen planer om utvidelse av produksjonskapasiteten i 2013, og dermed

kan det hende at selskapet ikke forventer vekst i slaktevolumet. Forventningene er med på å bygge opp under våre beregninger, og derfor fastholder vi vår fremtidsbudsjettering av slaktevolumet.

For å kunne beregne de fremtidige salgsinntektene, må en også kunne si noe om fremtidig laksepris. Ut i fra resultatene tidligere i oppgaven, er det vanskelig å slå fast noen eksakt utvikling i lakseprisen. Derfor forutsettes det i det følgende at lakseprisene vil øke i takt med utsiktene for prisstigning i Norge [29]. Dette er en relativt nøktern forutsetning, men på grunn av lakseprisens svingninger målt ved KPI-JAE (Kjerneinflasjonen justert for avgifter og energi) i Norge, forventes å være på 1,2 % i 2013, og en gradvis økning opp mot 2 % fra 2013 til 2016. Videre forutsetter vi at økningen gradvis reduseres og ender opp på 2,20 % i 2022.

Tabell 21: Årlig inntektsendring GSF 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012	Gjennomsnitt
Salgsinntekt (i NOK 1000)	1 477 029	1 612 619	2 446 490	2 046 991	2 050 065	
Slaktevolum (i tonn)	51 700	48 700	64 200	60 000	70 000	
Salgsinntekt pr. kg	28,57	33,11	38,11	34,12	29,29	32,64
Årlig endring i inntekt pr. kg		15,91 %	15,08 %	-10,47 %	-14,16 %	1,59 %

For Grieg var den gjennomsnittlige årlige inntektsøkningen pr. kg slaktet laks fra 2008 til 2012 på ca. 1,59 %. Denne økningen er i det samme området som den nasjonale prisforventningen, og vi forutsetter derfor at den årlige prisøkningen på laks vil være lik forventningene til den nasjonale prisstigningen [29]. Etter 2016 forutsetter vi at prisøkningen vil flate ut frem mot budsjettperiodens slutt i 2022. Som utgangspunkt benytter vi den gjennomsnittlige enhetsprisen til Grieg i 2012 fra tabellen over, som var på kr. 29,29 pr. kg. Dermed blir den estimerte salgsinntekten slik:

Tabell 22: Estimerte salgsinntekter GSF 2013-2022

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Fremtidig slaktet volum	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333	63 333
Fremtidig laksepris	29,64	30,06	30,58	31,18	31,80	32,45	33,13	33,83	34,56	35,32
Økning i prosent	1,20 %	1,40 %	1,75 %	1,95 %	2,00 %	2,04 %	2,08 %	2,12 %	2,16 %	2,20 %
Estimert Salgsinntekt	1 877 294	1 903 576	1 936 888	1 974 658	2 014 151	2 055 240	2 097 989	2 142 466	2 188 743	2 236 896

Grieg har i tillegg inntekter fra tilknyttede og felleskontrollerte selskaper. Blant annet fra deres salgavdeling Ocean Quality. I Griegs årsrapport fra 2011 står det at virksomheten i Ocean Quality er nært knyttet til konsernets drift og inngår i verdikjeden av konsernet. Det gjelder også for tilknyttede selskaper som Finnmark Brønnbåtrederi AS, Bokn Sjøservice AS og Salmon Breed AS. Alle disse selskapene inngår i posteringen ”andel resultat fra tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet” i resultatregnskapet.

Ettersom disse selskapene er nært tilknyttet Grieg-konsernets virksomhet, og inngår i verdikjeden av konsernet, er det derfor nærliggende å anta at resultatandeler fra disse selskapene, også vil tilfalle konsernets resultatregnskap fremover. Vi forutsetter at økningen på resultatet fra tilknyttede og felleskontrollerte selskaper vil følge samme utvikling som de ordinære salgsinntektene til Grieg. På grunn av manglende informasjon benyttes gjennomsnittlig resultat fra tilknyttede og felleskontrollert virksomhet som utgangspunkt. Det gir følgende fremtidsbudsjett:

Tabell 23: Resultat fra tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet 2013-2022

Tilkn. og Fk.virksomhet	Historisk ----->				Prognoser ----->									
	2010	2011	2012	Gj.snt	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Resultat	4 747	13 704	12 744	10 398	10 523	10 670	10 857	11 069	11 290	11 521	11 760	12 010	12 269	12 539
Årlig økning		65,36 %	-7,53 %	28,91 %	1,20 %	1,40 %	1,75 %	1,95 %	2,00 %	2,04 %	2,08 %	2,12 %	2,16 %	2,20 %

Ettersom denne økningen viser økning i resultat fra tilknyttede og felleskontrollerte virksomheter, er følgelig økningen i driftskostnadene også tatt med i betraktning. Derfor lages det ingen fremtidsprognoser for driftskostnader fra tilknyttede og felleskontrollerte virksomheter i det påfølgende kapittelet.

8.3 Driftskostnader

Det neste steget i fremtidsbudsjetteringen er å budsjettere hver enkelt postering i resultatregnskapet. Dette gjøres i følge Koller (2010) i tre faser, der man først avgjør hvilken økonomisk relasjon som driver posteringene. For eksempel er de fleste posteringene direkte knyttet mot salgsinntektene, mens renteinntekter kan være knyttet mot kontanter og omsettelige verdipapirer (Koller, 2010:194).

I den neste fasen estimerer man en andel for fremtiden. Dette gjøres ved å beregne en ratio for hver postering i resultatregnskapet, basert på historiske verdier. Ratioene beregnes i forhold til salgsinntektene (Koller, 2010). Når dette er gjort benyttes den beregnede ratioen til fremtidsbudsjettering, ved å multiplisere ratioen med verdiestimatet til den aktuelle posteringen.

I det følgende gjennomgås de aktuelle postene i resultatregnskapet, og til slutt presenteres et fremtidig budsjett for driftskostnadene og driftsresultatet.

8.3.1 Varekostnader

Koller (2010:196) anbefaler at generelt alle driftsrelaterte kostnader i resultatregnskapet, som for eksempel varekostnader (fôr, rogn, smolt etc.), salgs- og administrasjonskostnader,

forskning og utvikling etc., bør fremtidsbudsjetteres i forhold til salgsinntektene.

Varekostnadene har i gjennomsnitt utgjort 49 % av salgsinntektene, og vi forutsetter at dette vil gjelde i fremtiden også, selv om selskapet har uttalt at de ønsker å redusere kostnadene.

8.3.2 Lønns- og personalkostnader

Griegs lønns- og personalkostnader består av lønn, arbeidsgiveravgift, aksjeopsjoner til direktører og nøkkelpersoner, pensjonskostnader (innskuddsbasert), pensjonskostnader (ytelsesbasert) og andre personalkostnader. I forhold til salgsinntektene utgjorde lønns- og personalkostnader i gjennomsnitt 12 % i løpet av 2008-2012. Ved fremtidsbudsjettering har vi benyttet denne faktoren. Dette er i tråd med Kollers (2010) anbefaling.

Likevel er det sannsynlig at lønnsveksten vil være høyere i fremtiden enn veksten i salgsinntektene, der KPI-JAE ble lagt til grunn. Dette har vi imidlertid ikke tatt hensyn til av praktiske årsaker.

8.3.3 Avskrivninger og nedskrivninger

Koller (2010:196) sier at ved fremtidsbudsjettering av fremtidige avskrivninger har en tre valg; en kan budsjettere avskrivningene i forhold til salgsinntektene, i prosent av avskrivbare driftsmidler (PP&E¹⁵) eller en kan basere dette på kjøp og avskrivningsplaner dersom en arbeider i selskapet. Ettersom vi forutsetter at selskapet ikke kommer til å gjøre fremtidige investeringer, vil vi benytte driftsmidlene som budsjetteringsgrunnlag for avskrivningene, og ikke salgsinntektene. Dette er i tråd med Kollers (2010) anbefaling om at avskrivningene er knyttet til den aktuelle eiendelen, og bør kun øke etter en utgift.

I utgangspunktet anbefaler Koller (2010:197) at en av praktiske årsaker knytter avskrivningene til netto driftsmidler (PP&E), i stedet for brutto. Ideelt sett burde en knytte avskrivningene til brutto driftsmidler, på grunn av at dersom selskapet kjøper kun én eiendel vil en kunne se et urealistisk fall i avskrivningene etter hvert som eiendelen avskrives. Men å knytte avskrivninger til brutto driftsmidler krever estimering av eiendelens levetid, noe som kan være vanskelig å gjennomføre.

Grieg har i gjennomsnitt kjøpt driftsmidler for 236 413 000 kr (netto) i løpet av 2008-2012, og varige driftsmidler har i gjennomsnitt økt med 8 % i løpet av 2008-2012. Vi forutsetter imidlertid at Grieg ikke vil øke varige driftsmidler i fremtiden.

¹⁵ Property, plant and equipment

Varige driftsmidler har også økt gjennom oppkjøp og foretaksintegrasjon, men dette velger vi å ikke ta hensyn til i fremtidsbudsjetteringen på grunn av at det ikke fremgår i årsrapportene om videre oppkjøpsplaner.

Avskrivninger på varige driftsmidler har et årlig gjennomsnitt på 13 % av varige driftsmidler. Vi forutsetter at dette også vil gjelde i fremtiden.

Også immaterielle eiendeler og konsesjoner forutsettes å ikke øke i fremtiden. I gjennomsnitt har de økt med 4 % i løpet av den historiske analyseperioden. De historiske avskrivningene har i gjennomsnitt utgjort 0,38 % av immaterielle eiendeler og konsesjoner, og vi forutsetter at dette også vil gjelde i fremtiden.

Det registreres ingen nedskrivninger og reversering av tidligere nedskrivninger pr. 31.12.2012. I løpet av den historiske analyseperioden 2008-2012 er det kun gjennomført nedskrivninger i 2008 for varige driftsmidler og nedskrivninger av konsesjoner. Konsesjonsnedskrivningen er reversert i 2010.

Vi forutsetter at det i fremtiden ikke vil bli gjort lignende nedskrivninger, og derfor utarbeider vi ikke fremtidsbudsjett for nedskrivninger.

8.3.4 Andre driftskostnader

I notene til Griegs årsregnskaper fremgår det ikke hva posteringen ”andre driftskostnader” omfatter. I løpet av den historiske analyseperioden har andre driftskostnader i gjennomsnitt utgjort 27 % i forhold til salgsinntektene. Det forutsettes at dette også vil gjelde i fremtiden, og vi budsjetterer derfor med at andre driftskostnader vil utgjøre 27 % av de fremtidige salgsinntektene.

8.3.5 Presentasjon av driftskostnader og driftsresultat

På grunnlag av drøftelsen ovenfor, har vi estimert de fremtidige driftskostnadene, samt driftsresultat. Fremtidsbudsjettet blir som følger:

Tabell 24: Fremtidsbudsjetterte driftskostnader og driftsinntekter

Fremtidsbudsjett for driftskostnader og driftsresultat

i NOK 1000

Omgruppet resultatregnskap:	Historiske tall					Gj.snt.	Eksplisitt prognoseperiode										
	2008	2009	2010	2011	2012		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Inntekter:																	
Salgsinntekter	1 477 029	1 612 619	2 446 490	2 046 991	2 050 065		1 877 294	1 903 576	1 936 888	1 974 658	2 014 151	2 055 240	2 097 989	2 142 466	2 188 743	2 236 896	
Årlig endring i prosent		8,41 %	34,08 %	-19,52 %	0,15 %		1,20 %	1,40 %	1,75 %	1,95 %	2,00 %	2,04 %	2,08 %	2,12 %	2,16 %	2,20 %	
Resultat fra TK og FK virks.	-	-	4 747	13 704	12 744	10 398	10 523	10 670	10 857	11 069	11 290	11 521	11 760	12 010	12 269	12 539	
Årlig endring i prosent				65 %	-8 %	29 %	1,20 %	1,40 %	1,75 %	1,95 %	2,00 %	2,04 %	2,08 %	2,12 %	2,16 %	2,20 %	
SUM Driftsinntekter	1 477 029	1 612 619	2 451 237	2 060 695	2 062 809		1 887 817	1 914 246	1 947 746	1 985 727	2 025 441	2 066 760	2 109 749	2 154 475	2 201 012	2 249 434	
Driftskostnader:																	
Varekostnader	852 041	742 496	942 530	889 677	1 202 314	925 812	917 490	930 335	946 616	965 075	984 376	1 004 458	1 025 350	1 047 088	1 069 705	1 093 238	
% av salgsinntekter	57,69 %	46,04 %	38,53 %	43,46 %	58,65 %	48,87 %	48,87 %	48,87 %	48,87 %	48,87 %	48,87 %	48,87 %	48,87 %	48,87 %	48,87 %	48,87 %	
Lønns- og personalkostn.	165 148	193 300	238 409	238 382	276 103	222 268	217 865	220 915	224 781	229 164	233 747	238 516	243 477	248 638	254 009	259 597	
% av salgsinntekter	11,18 %	11,99 %	9,74 %	11,65 %	13,47 %	11,61 %	11,61 %	11,61 %	11,61 %	11,61 %	11,61 %	11,61 %	11,61 %	11,61 %	11,61 %	11,61 %	
Andre driftskostnader	332 645	410 541	592 752	603 585	642 374	516 379	499 468	506 460	515 323	525 372	535 880	546 812	558 185	570 019	582 331	595 143	
% av salgsinntekter	22,52 %	25,46 %	24,23 %	29,49 %	31,33 %	26,61 %	26,61 %	26,61 %	26,61 %	26,61 %	26,61 %	26,61 %	26,61 %	26,61 %	26,61 %	26,61 %	
Varige driftsmidler	794 346	819 110	923 546	1 126 699	1 141 317		1 141 317	989 928	858 620	744 729	645 945	560 265	485 949	421 491	365 583	317 090	
Årlig endring i prosent		3,02 %	11,31 %	18,03 %	1,28 %	8,41 %											
Avskrivninger	106 144	118 300	116 334	136 984	157 075	126 967	151 389	131 308	113 891	98 784	85 681	74 316	64 458	55 908	48 492	42 060	
% av varige driftsmidler	13,36 %	14,44 %	12,60 %	12,16 %	13,76 %	13,26 %	13,26 %	13,26 %	13,26 %	13,26 %	13,26 %	13,26 %	13,26 %	13,26 %	13,26 %	13,26 %	
Nedskrivninger	38 012	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Sum kons. og im. eiend.	927 791	911 501	1 019 870	1 097 587	1 085 648		1 085 624	1 081 546	1 077 484	1 073 438	1 069 406	1 065 390	1 061 388	1 057 402	1 053 431	1 049 474	
Årlig endring i prosent		-1,79 %	10,63 %	7,08 %	-1,10 %												
Avskrivninger	4 378	3 282	3 662	3 222	4 270	3 763	4 077	4 062	4 047	4 032	4 016	4 001	3 986	3 971	3 956	3 942	
% av immaterielle eiendeler	0,47 %	0,36 %	0,36 %	0,29 %	0,39 %	0,38 %	0,38 %	0,38 %	0,38 %	0,38 %	0,38 %	0,38 %	0,38 %	0,38 %	0,38 %	0,38 %	
Nedskrivninger	161 988	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Reversering av tidl. nedskr.	-	-	-72 385	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
SUM Driftsinntekter	1 477 029	1 612 619	2 451 237	2 060 695	2 062 809		1 887 817	1 914 246	1 947 746	1 985 727	2 025 441	2 066 760	2 109 749	2 154 475	2 201 012	2 249 434	
SUM Driftskostnader	1 622 344	1 467 919	1 893 687	1 871 850	2 282 136		1 790 289	1 793 080	1 804 658	1 822 426	1 843 700	1 868 102	1 895 457	1 925 625	1 958 494	1 993 980	
Driftsresultat (EBIT)	-145 315	144 700	557 550	188 845	-219 327		97 528	121 166	143 088	163 300	181 741	198 658	214 292	228 851	242 518	255 454	
+ Avskrivninger og nedskr.	272 510	121 582	47 611	140 206	161 345		155 466	135 370	117 938	102 815	89 697	78 317	68 445	59 880	52 449	46 002	
Driftsresultat (EBITDA)	127 195	266 282	605 161	329 051	-57 982		252 994	256 536	261 026	266 116	271 438	276 975	282 736	288 730	294 967	301 456	

8.4 Budsjetterte NOPLAT

For å kunne beregne fremtidig NOPLAT er vi nødt til å prognostisere driftsrelatert skatt, utsatt skattefordel, samt eventuelle permanente forskjeller (Koller, 2010).

Den nominelle skattesatsen er 28 % i Norge, mens den er 25 % og 24 % i henholdsvis Canada og Shetland pr. 31.12.2012. Vi vil imidlertid forutsette en driftsrelatert skattesats lik den nominelle skattesatsen på 28 % i Norge ved beregning av fremtidig NOPLAT. Dette på grunn av at de varierende historiske resultatene til selskapet, mellom negativt og positivt resultat, gjorde det vanskelig å beregne den driftsrelaterte skatten ved omgruppering av regnskapet i kapittel 6. Variasjonen medførte en gjennomsnittlig driftsrelatert skattesats på 39 % (median) i den historiske analyseperioden, noe som er relativt høyt. Derfor forutsetter vi 28 % skatt i det følgende.

I det følgende presenteres budsjetterte NOPLAT og skattekostnader:

Tabell 25: Fremtidsbudsjettert NOPLAT

Budsjettert NOPLAT

i NOK 1000

	Eksplisitt prognoseperiode ----->										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	2 062 809	1 887 817	1 914 246	1 947 746	1 985 727	2 025 441	2 066 760	2 109 749	2 154 475	2 201 012	2 249 434
Driftskostnader	2 282 136	1 790 289	1 793 080	1 804 658	1 822 426	1 843 700	1 868 102	1 895 457	1 925 625	1 958 494	1 993 980
Driftsresultat (EBIT)	-219 327	97 528	121 166	143 088	163 300	181 741	198 658	214 292	228 851	242 518	255 454
Driftsrelatert skatt (28 %)	61 412	-27 308	-33 927	-40 065	-45 724	-50 887	-55 624	-60 002	-64 078	-67 905	-71 527
NOPLAT	-157 915	70 220	87 240	103 023	117 576	130 853	143 034	154 290	164 773	174 613	183 927

8.5 Fremtidsbudsjetterte finansposter og årsresultat

Det neste steget i fremtidsbudsjettering er å prognostisere finanskostnader, finansinntekter, skatt og fremtidig årsresultat (Koller, 2010).

8.5.1 Finansposter

Finanspostene bør knyttes direkte til gjelden eller eiendelen som genererer inntekter eller kostnaden. Den mest hensiktsmessige driveren for finanskostnader er total gjeld (Koller, 2010:198). For å budsjettere fremtidige finanskostnader tar en utgangspunkt i historisk finanskostnad og historisk total gjeld. Deretter dividerer man årets finanskostnad med fjorårets totale gjeld. Dette gjør at en kommer frem til en faktor som en multipliserer med årets totale gjeld. Det samme gjøres for prognostisering av finansinntekter, men med utgangspunkt i eiendelen som genererer inntekten.

Dette betyr at finanskostnader bør knyttes opp mot finansiell gjeld, ettersom det er denne gjeldsposteringen som er kilden til de finansielle kostnadene. Likeledes bør finansinntektene knyttes opp mot eiendelene; kontanter og kontantekvivalenter, i tillegg til andre tilsvarende poster.

Det er imidlertid lite informasjon i årsrapportenes noter om hvor mye eiendelene genererer av finansiell inntekt. Vi forutsetter derfor at finansinntektene i 2013 tar utgangspunkt i gjennomsnittet av analyseperioden, og deretter de fem foregående årene. Slik at finansinntektene i 2014 settes som gjennomsnittet fra de fem forrige årene og så videre.

Konsernets rentebærende gjeld består pr. 31.12.2012 av banklån, obligasjonslån og finansielle leieforpliktelser. Selskapets finansieringsavtale med bank er basert på et pantelån på 656 MNOK, og en flervaluta trekkfasilitet på 500 MNOK. Videre tok selskapets i 2012 opp et usikret obligasjonslån på 400 MNOK, som skal innfris i sin helhet i 2015.

Pr. 31.12.2012 fremgår det av Griegs årsrapport 2012, om at selskapet oppfyller alle lånevilkår. Låneavtalen inneholder vilkår relatert til konsernets balanse og resultatregnskap, spesielt relatert til egenkapitalandel, kontantstrøm og arbeidskapital.

Ettersom det er vanskelig å si noe om kapitalbehovet til selskapet i fremtiden, da selskapet tar opp lån for å refinansiere eksisterende lån, samt øke finansieringen ved fallende laksemarkeder etc. Derfor velger vi å benytte samme metode som ved beregning av finansinntektene, ved å ta gjennomsnittet av fem foregående år gjennom hele prognoseperioden. I utgangspunktet har vi forutsatt at selskapet skal nedbetale gjeld. Dette medfører følgelig reduserte rentekostnader i fremtiden. Av praktiske årsaker har vi ikke tatt hensyn til dette, da det heller ikke vil påvirke verdsettelsen.

Finanskostnadene vil imidlertid ikke påvirke verdsettelsen av Grieg, ettersom den ikke er med i beregningen av fri kontantstrøm. Likevel vil dette ha innvirkning ved beregning av WACC.

Dette gir oss følgende utvikling i netto finansposter:

Tabell 26: Netto finansposter 2013-2022

	Historiske tall ----->					Eksplisitt prognoseperiode ----->									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansinntekter	18 958	138 319	62 265	56 306	2 260	55 622	62 954	47 881	45 005	42 744	50 841	49 885	47 271	47 149	47 578
- Finanskostnader	252 223	89 607	51 882	61 963	111 520	113 439	85 682	84 897	91 500	97 408	94 585	90 815	91 841	93 230	93 576
= Netto finansposter	-233 265	48 712	10 383	-5 657	-109 260	-57 817	-22 728	-37 016	-46 496	-54 663	-43 744	-40 929	-44 570	-46 080	-45 997

8.5.2 Skatt

I utgangspunktet bør en beregne den driftsrelaterte skattesatsen. Ved utarbeiding av det omgrupperte regnskapet forutsatte vi imidlertid driftsrelatert skattesats lik den nominelle skattesatsen i Norge på 28 %. Dette på grunn av at Griegs varierende resultat fra 2008 til 2012, mellom negativt og positivt resultat, medførte problemer ved beregning av den driftsrelaterte skattesatsen.

Vi forutsetter derfor 28 % skatt, både på driftsrelatert og finansielt resultat i den følgende fremtidsbudsjetteringen av årsresultatet.

8.5.3 Presentasjon av fremtidig årsresultat

På grunnlag av drøftelsen og beregningene ovenfor har vi kommet frem til følgende fremtidsbudsjett for årsresultatet til Grieg:

Tabell 27: Fremtidsbudsjettert Årsresultat GSF 2013-2022

Finansposter og Årsresultat for Grieg Seafood 2008-2012

	Historiske tall ----->					Eksplisitt prognoseperiode ----->									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsresultat (EBIT)	-145 315	144 700	557 550	188 845	-219 327	97 528	121 166	143 088	163 300	181 741	198 658	214 292	228 851	242 518	255 454
Finansinntekter	18 958	138 319	62 265	56 306	2 260	55 622	62 954	47 881	45 005	42 744	50 841	49 885	47 271	47 149	47 578
Finanskostnader	252 223	89 607	51 882	61 963	111 520	113 439	85 682	84 897	91 500	97 408	94 585	90 815	91 841	93 230	93 576
+ Netto finansposter	-233 265	48 712	10 383	-5 657	-109 260	-57 817	-22 728	-37 016	-46 496	-54 663	-43 744	-40 929	-44 570	-46 080	-45 997
- Andel resultat i tilknyttede selskaper	700	1 608	7 590	25 165	-913	6 830	8 056	9 346	9 697	6 603	8 106	8 362	8 423	8 238	7 946
= Resultat før skattekostnad	-379 280	191 804	560 343	158 023	-327 674	32 881	90 382	96 727	107 108	120 474	146 808	165 001	175 858	188 200	201 511
- Skattekostnad (28 %)	106 198	-53 705	-156 896	-44 246	91 749	-9 207	-25 307	-27 083	-29 990	-33 733	-41 106	-46 200	-49 240	-52 696	-56 423
= Årsresultat	-273 082	138 099	403 447	113 777	-235 925	23 674	65 075	69 643	77 118	86 741	105 702	118 801	126 618	135 504	145 088

8.6 Fremtidsbudsjettert balanseregnskap

Ved fremtidsbudsjettering av balanseregnskapet anbefaler Koller (2010:201) først å prognostisere investert kapital og ikke-driftsrelaterede eiendeler. I tillegg må en ta stilling til om en ønsker å prognostisere hver enkelt linje i balansen direkte, det vil si som en funksjon av inntekter. Alternativt kan en prognostisere etter den indirekte metoden ved å budsjettere endringene, som for eksempel endringer i fordringer som en funksjon av veksten i inntektene.

Koller (2010) anbefaler imidlertid at en bruker den direkte metoden på grunn av at denne tilnærmingen er mer stabil enn forholdet mellom balanseendringer og inntektsendringer.

Vi velger å støtte oss til Kollers (2010) anbefaling og vil i det følgende benytte direkte metode ved fremtidsbudsjettering av balansen. I tillegg vil vi først prognostisere posterings direkte knyttet til investert kapital og ikke-driftsrelaterede eiendeler.

Vi vil ta utgangspunkt i det omgrupperte balanseregnskapet og til slutt vil vi presentere det fremtidsbudsjetterte balanseregnskapet, investert kapital og ROIC.

8.6.1 Eiendeler

Driftsrelatert arbeidskapital

Koller (2010) anbefaler at en begynner prognostiseringen med å lage prognoser for posterings som direkte knyttes til driftsrelatert arbeidskapital. Dette gjelder posterings under driftsrelaterede omløpsmidler og driftsrelatert kortsiktig gjeld, ettersom arbeidskapital finnes ved å trekke den kortsiktige gjelden fra driftsrelaterede omløpsmidler. Fra den historiske analyseperioden 2008-2012 har arbeidskapitalen hatt følgende utvikling:

Tabell 28: Arbeidskapital GSF 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012
SUM Driftsinntekter	1 477 029	1 612 619	2 451 237	2 060 695	2 062 809
Driftsrelaterte Omløpsmidler	1 324 297	1 661 344	1 931 065	1 754 110	1 551 790
i prosent av driftsinntekter	89,66 %	103,02 %	78,78 %	85,12 %	75,23 %
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	238 389	305 843	294 979	351 648	300 101
i prosent av driftsinntekter	16,14 %	18,97 %	12,03 %	17,06 %	14,55 %
Arbeidskapital	1 085 908	1 355 501	1 636 086	1 402 462	1 251 689
i prosent av driftsinntekter	73,52 %	84,06 %	66,75 %	68,06 %	60,68 %

Ved fremtidsbudsjettering av arbeidskapitalen anbefaler Koller (2010) at en estimerer posteringene i prosent, i forhold til driftsinntektene. Likevel påpeker Koller (2010) at varelageret og leverandørgjeld bør estimeres i forhold til varekostnaden, men av praktiske årsaker benyttes vanligvis driftsinntekter som driver.

I det følgende vil vi derfor vurdere summert driftsrelaterte omløpsmidler og driftsrelatert kortsiktig gjeld i forhold til de fremtidige driftsinntektene. Vi forutsetter at driftsrelaterte omløpsmidler vil utgjøre 75 % av driftsinntektene i fremtiden, mens driftsrelatert kortsiktig gjeld vil utgjøre 15 % av driftsinntektene. Dette betyr at arbeidskapitalen vil utgjøre 61 % av driftsinntektene i fremtiden.

Varige driftsmidler

Vi har tidligere forutsatt at selskapet ikke vil foreta nyinvesteringer som øker varige driftsmidler i fremtiden. Dette på grunn av at selskapet nylig har oppgradert anleggene både i Canada, på Shetland og i Norge. Dersom selskapet gjør nyinvesteringer er det rimelig å anta at dette gjøres på bakgrunn av økning i konsesjoner, samt økning i produksjon. Nye konsesjoner oppnås gjennom oppkjøp eller nytildelinger, noe vi vurderer som mindre sannsynlig. På grunnlag av resultatene fra nøkkeltallsanalysen kan selskapet redusere driftskostnadene ved å bruke eksisterende driftsmidler bedre. Vi forutsetter derfor at varige driftsmidler blir stående på dagens nivå, kun redusert med årlige avskrivninger. Dette kan oppsummeres slik:

Tabell 29: Budsjetterte varige driftsmidler og avskrivninger

	Historiske tall ----->					Prognoseperiode ----->										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Varige driftsmidler	794 346	819 110	923 546	1 126 699	1 141 317	1 141 317	989 928	858 620	744 729	645 945	560 265	485 949	421 491	365 583	317 090	
Avskrivninger	106 144	118 300	116 334	136 984	157 075	151 389	131 308	113 891	98 784	85 681	74 316	64 458	55 908	48 492	42 060	

Immaterielle eiendeler

Både goodwill og konsesjoner skal kun nedskrives dersom det foreligger indikasjoner på verdireduksjon. Goodwill og konsesjoner er ikke nedskrevet i 2011 eller 2012, jf. Griegs

årsrapport 2012 note 16, og det forutsettes derfor at disse ikke vil bli nedskrevet i fremtiden heller.

Goodwill til selskapet har holdt seg stabil på 5,1 % av driftsinntektene de to siste årene i den historiske analyseperioden, unntatt i 2010 da goodwill utgjorde 3,7 % grunnet høye driftsinntekter. Vi vil derfor forutsette at goodwill vil utgjøre 5,1 % av driftsinntektene i fremtiden også.

Vi forutsetter at selskapets konsesjoner holdes på samme nivå som i 2012. I den historiske analyseperioden har konsesjoner utgjort 48 % av driftsinntektene. Dette er tilnærmet lik nivået i 2011 og 2012 på henholdsvis 48 % og 47 % av driftsinntektene. Vi forutsetter derfor at konsesjoner vil utgjøre 48 % av driftsinntektene i fremtiden.

Andre immaterielle eiendeler har fra 2008 til 2012 hatt litt større variasjon enn goodwill og konsesjoner, og har i gjennomsnitt utgjort 0,29 % av driftsinntektene. I 2011 og 2012 utgjorde andre immaterielle eiendeler henholdsvis 0,22 % og 0,18 % av driftsinntektene. Vi forutsetter imidlertid at dette vil gjelde i fremtiden også, og budsjetterer med 0,20 % av fremtidige driftsinntekter.

Immaterielle eiendeler justeres til slutt for årlige avskrivninger.

Andre driftsrelaterte anleggsmidler

Andre driftsrelaterte anleggsmidler er posterings som *investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet, lån til tilknyttede selskaper og andre langsiktige fordringer*.

Disse posteringene utgjør en relativt liten andel i forhold til driftsinntektene, samt i forhold til øvrige eiendeler. Koller (2010) påpeker i tillegg at slike posteringer bør prognostiseres med forsiktighet. I det følgende vil vi derfor estimere posteringene ved å benytte gjennomsnittet av de fem foregående årene. Dette gjøres gjennom hele prognoseperioden.

Finansielle eiendeler

De finansielle eiendelene består av *finansielle eiendeler tilgjengelig for salg, derivater og andre finansielle instrumenter og kontanter og kontantekvivalenter*.

De finansielle eiendeler tilgjengelig for salg utgjorde i gjennomsnitt 0,044 % av driftsinntektene fra 2008 til 2012. I 2011 og 2012 har posteringer holdt seg stabil på henholdsvis 0,063 % og 0,065 % av driftsinntektene. I fremtiden forutsetter vi derfor at disse vil utgjøre ca. 0,060 % av driftsinntektene.

Derivater og andre finansielle instrumenter gjelder valutaterminkontrakter. Disse kontraktene har konsernet for å sikre seg blant annet mot svingninger i spotpriser for laks. Dette på grunn av den lange produksjonssyklusen konsernet har, som medfører vanskeligheter med å reagere raskt på globale trender i markedspriser. Posteringen var null i både 2010 og 2012, men det er grunn til å anta at selskapet vil sikre seg gjennom valutaterminkontrakter også i fremtiden. I gjennomsnitt har posteringen årlig utgjort 0,375 % av driftsinntektene, og vi forutsetter dette for fremtiden også.

Kontanter og kontantekvivalenter har i årlig gjennomsnitt utgjort 7,64 % av driftsinntektene. Dette er i utgangspunktet en for stor kontantbeholdning i forhold til driftsbehovet, men både Koller (2010) og Penman (2013) påpeker at kontanter og kontantekvivalenter ikke bør korrigeres for dersom en ikke har nær kjennskap til virksomheten. Vi forutsetter derfor at kontanter og kontantekvivalenter vil utgjøre gjennomsnittet av de fem foregående årene.

8.6.2 Egenkapital

Det neste steget i fremtidsbudsjetteringen er å prognostisere finansieringskildene; egenkapital og gjeld. Til prognostisering av opptjent egenkapitalen anbefaler Koller (2010:205) at en tar utgangspunkt i prinsippet om ”*clean surplus accounting*”, som betyr ”*ren opptjening*”. Dette oppsummeres i følgende formel:

$$\text{Opptjent egenkapital}_{2013} = \text{Opptjent egenkapital}_{2012} + \text{Netto årsresultat}_{2013} - \text{Utbytte}_{2013}$$

Vi har tidligere budsjettert med positivt årsresultat for alle årene i den eksplisitte prognoseperioden. I henhold til Griegs utbyttepolitikk skal det utbetales utbytte i de årene selskapet går med overskudd. Utbytte vil normalt utgjøre i gjennomsnitt 25-35 % av selskapets resultat etter skatt, justert for resultateffekten av biomassejusteringer. Derfor må vi budsjettere med årlig utbetaling av utbytte gjennom hele prognoseperioden.

Som tidligere forklart har vi ikke tatt hensyn til biomassejusteringer ved omgrupperingen eller ved fremtidsbudsjetteringen, og vi vil derfor ikke foreta justeringer av denne ved utbetaling av utbytte. Vi forutsetter 30 % utbytte i de årene selskapet har positivt resultat etter skatt, og justerer egenkapitalen etter dette. Fullstendig beregninger til opptjent egenkapital finnes under vedlegg 02.

Aksjekapitalen til selskapet har vært på 446 648 (i NOK 1000) fra 2009 til 2012. Vi forutsetter at denne holdes på samme nivå gjennom den eksplisitte prognoseperioden.

Ved budsjettering av annen egenkapital forutsetter vi at denne utgjør gjennomsnittet av de fem foregående årene gjennom hele den eksplisitte prognoseperioden.

Overkursfond har vært uberørt siden 2009, og vi forutsetter at dette vil vedvare gjennom prognoseperioden. Overkursfondet holdes derfor på 0.

Posteringen egne aksjer, som er ført opp i det ordinære regnskapet i 2011 og 2012, gjelder tilbakekjøp av 1 250 000 stk. egne aksjer i 2011. I notene til selskapets årsrapport fremgår det ikke noe om årsaken til tilbakekjøpet. Årsaken kan likevel være at selskapet ønsker å endre kapitalstrukturen eller forsvare seg mot fiendtlige oppkjøp [31]. Vi forutsetter at denne vil stå gjennom hele prognoseperioden.

Den samme forutsetningen gjør vi for posteringen *ansvarlig lån*. Dette var som tidligere forklart i kapittel 6 et tilskudd som et av datterselskapene mottok i forbindelse med investeringer. Vi forutsetter at denne ikke vil øke i fremtiden.

Koller (2010:206) anbefaler i tillegg at en bør benytte ”plug” i fremtidsbudsjettingen. Dette for at balanseregnskapet skal kunne *balansere*. En kan benytte langsiktig gjeld, ny utstedt gjeld, egenkapitalen etc. Vi velger å legge til en ny postering under egenkapitalen som vi benytter som ”plug”; *Endring egenkapital (Residualpost)*, slik at eiendeler og egenkapital/gjeld skal balansere. Denne posteringen vil bli beregnet til slutt, ved å subtrahere egenkapital og gjeld fra eiendelene.

8.6.3 Gjeld

For langsiktig gjeld opplyser selskapet i note 24 i årsrapporten fra 2012 om følgende avdragsprofil:

Tabell 30: Avdragsprofil for GSFs langsiktige gjeld

Avdragsprofil langsiktig gjeld	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	Deretter	Sum
Lån	111 155	103 419	844 545	1 465	-	-	1 060 583
Finansielle leiekontrakter	44 732	35 748	27 031	26 927	25 135	41 306	200 880
Sum	155 887	139 167	871 576	28 392	25 135	41 306	1 261 463

I utgangspunktet er det vanskelig å si noe om hvor stort det langsiktige lånebehovet vil være og hvor mye de er i stand til å nedbetale årlig. I gjennomsnitt har det langsiktige lånet vært 54 % i forhold til egenkapitalen. Selskapet har opplyst om at de vil nedbetale gjeld med betydelig avdrag i løpet av de fem kommende årene. Vi forutsetter derfor at selskapets langsiktig lån vil reduseres med årsresultatet etter utbytte.

For de langsiktige finansielle leiekontraktene vil det være vanskelig å benytte selskapets egen avdragsprofil, da dette innebærer at de finansielle leiekontraktene vil være i null i 2016. I gjennomsnitt har disse utgjort 13,34 % årlig av egenkapital, og vi velger å benytte dette som mål for fremtiden.

Pensjonsforpliktelser har i gjennomsnitt utgjort 1,09 % av lønns- og personalkostnadene i den historiske analyseperioden. Vi forutsetter imidlertid at pensjonsforpliktelsene vil utgjøre 2 % av lønns- og personalkostnader i fremtiden, da 1,09 % er relativt lavt.

Utsatte skatteforpliktelser prognostiseres ved å ta gjennomsnittet av de fem foregående årene, på grunn av at posteringen ikke har noen definert driver. Dette gjøres gjennom hele prognoseperioden. Gjennomsnittet av de fem foregående årene benyttes også for posteringen ”*skyldig lønn, betalbar skatt og offentlige avgifter*”. Betalbar skatt bør i utgangspunktet beregnes som endringen i utsatt skatt tillagt årets skattekostnad, men på grunn av at denne posten vises samlet benytter vi gjennomsnittlig beregning.

Det fremgår ikke i notene til årsrapporten om hva ”annen langsiktig gjeld” omfatter og hva som driver den, men det opplyses om at denne ikke er rentebærende. Vi forutsetter at denne vil utgjøre gjennomsnittet av de fem foregående årene gjennom hele prognoseperioden.

Posteringen ”kontantopsjoner” er en opsjonsordning for ledergruppen og regionsdirektørene og er et relativt lite beløp. Det forutsettes at denne vil være lik gjennomsnittet av de fem foregående årene, noe som vil gi en beløpsstørrelse på 3 331 (NOK 1000) i 2013.

Kortsiktig lånefasiliteter er en trekkfasilitet som var fullt opptrukket pr. 31.12.2012. Det forutsettes derfor at selskapet vil ha lignende trekkfasiliteter i fremtiden også, og vi budsjetterer derfor denne til å være gjennomsnittet av de fem foregående årene.

For de resterende posteringene; ”kortsiktig del av langsiktig lån”, ”kortsiktig del av forpliktelse i forbindelse med finansielle leiekontrakter” og ”derivater og andre finansielle instrumenter” foreligger det ingen fremtidsinformasjon. Vi forutsetter derfor at disse vil være lik gjennomsnittet av de fem foregående årene i den eksplisitte prognoseperioden. For prognostiseringen av ”kortsiktig del av langsiktige lån” benytter vi først de 4 foregående årene, ettersom deler av langsiktig lån ble omgjort til kortsiktig gjeld i 2008. Deretter forutsetter vi at denne vil være lik gjennomsnittet av fem foregående år. Det samme gjør vi for ”derivater og andre finansielle instrumenter”, på grunn av ekstremverdien i 2008.

8.7 Presentasjon av fremtidsbudsjettet balanse

I det følgende vil vi presentere det fremtidsbudsjetterte og omgrupperte balanseregnskapet, samt beregne fremtidig investert kapital og avkastningen på denne (ROIC).

Tabell 31: Fremtidsbudsjettet og omgruppert balanseregnskap GSF 2013-2022

Omgruppert balanseregnskap for Grieg Seafood 2008-2012

i NOK 1000

EIENDELER:	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Goodwill	87 665	87 583	90 540	105 373	105 108	105 108	104 709	104 311	103 914	103 519	103 126	102 734	102 344	101 955	101 567
+ Konsepsjoner	831 921	818 340	926 170	987 596	976 740	976 740	973 028	969 331	965 647	961 978	958 322	954 681	951 053	947 439	943 839
+ Andre immaterielle eiendeler	8 205	5 578	3 160	4 618	3 800	3 776	3 761	3 747	3 733	3 719	3 704	3 690	3 676	3 662	3 648
- Sum immaterielle eiendeler etter avskrivninger	927 791	911 501	1 019 870	1 097 587	1 085 648	1 085 624	1 081 546	1 077 484	1 073 438	1 069 406	1 065 390	1 061 388	1 057 402	1 053 431	1 049 474
Variante driftsmidler	794 346	819 110	923 546	1 126 699	1 141 317	1 141 317	989 928	858 620	744 729	645 945	560 265	485 949	421 491	365 583	317 090
Avskrivninger varige driftsmidler							151 389	131 308	113 891	98 784	85 681	74 316	64 458	55 908	48 492
+ Varige driftsmidler justert for avskrivninger	11 579	13 619	33 456	37 387	49 229	989 928	858 620	744 729	645 945	560 265	485 949	421 491	365 583	317 090	275 030
+ Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	2 410	1 923	3 449	996	1 020	29 054	32 549	36 335	36 911	36 816	34 333	35 389	35 957	35 881	35 675
+ Lån til tilknyttede selskaper	1 790	-	1 958	311	53	1 960	1 870	1 859	1 541	1 650	1 776	1 739	1 713	1 684	1 712
+ Andre langsiktige fordringer						822	629	755	514	555	655	621	620	593	609
= Driftsrelaterte Anleggsmidler	1 737 916	1 746 153	1 982 279	2 262 980	2 277 267	2 107 388	1 975 214	1 861 162	1 758 349	1 668 691	1 588 102	1 520 628	1 461 274	1 408 678	1 362 500
Varelager	44 592	49 180	58 409	67 355	65 692										
+ Biologiske eiendeler	1 073 341	1 367 061	1 564 041	1 404 934	1 310 142										
+ Kundefordringer	157 876	188 052	265 350	223 682	124 657										
+ Andre kortsiktige fordringer	48 488	57 051	43 265	58 139	51 299										
= Driftsrelaterte Omløpsmidler	1 324 297	1 661 344	1 931 065	1 754 110	1 551 790	1 420 149	1 440 031	1 463 071	1 489 406	1 518 450	1 548 819	1 580 415	1 613 287	1 647 166	1 682 086
= Driftsrelaterte Eiendeler	3 062 213	3 407 497	3 913 344	4 017 090	3 829 057	3 527 536	3 415 245	3 324 233	3 247 755	3 187 140	3 136 921	3 101 043	3 074 561	3 055 845	3 044 586
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	178	945	557	1 307	1 337	1 133	1 209	1 228	1 312	1 338	1 429	1 458	1 556	1 589	1 693
= Finansielle Anleggsmidler	178	945	557	1 307	1 337	1 133	1 209	1 228	1 312	1 338	1 429	1 458	1 556	1 589	1 693
Derivater og andre finansielle instrumenter	8 243	20 350	-	1 178	-	708	755	767	820	836	893	912	973	993	1 058
+ Kontanter og kontantekvivalenter	68 146	139 778	143 727	152 622	239 885	239 885	256 457	294 391	326 633	358 991	391 620	434 841	482 570	534 957	590 277
= Finansielle Omløpsmidler	76 389	160 128	143 727	153 800	239 885	240 593	257 212	295 159	327 453	359 827	392 513	435 753	483 542	535 950	591 335
= Finansielle Eiendeler	76 567	161 073	144 284	155 107	241 222	241 726	258 421	296 387	328 765	361 165	393 943	437 211	485 098	537 539	593 027
Sum Eiendeler	3 138 780	3 568 570	4 057 628	4 172 197	4 070 279	3 769 262	3 673 665	3 620 620	3 576 520	3 548 306	3 530 863	3 538 254	3 559 659	3 593 384	3 637 614

EGENKAPITAL OG GJELD:	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapital, minoritetsinteresser og ansvarlig lån:															
Aksjekapital	306 048	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648
Annen egenkapital	531	1 152	1 561	-16 791	-46 523	-12 014	-14 523	-17 658	-21 502	-22 444	-17 628	-18 751	-19 597	-19 984	-19 681
Overkursfond	621 550	716 634	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring av egenkapital (Residual post)	-	-	-	-	-	-137 614	-235 631	-254 259	-267 207	-189 102	-131 280	-39 214	81 265	224 925	392 443
Egne aksjer	-	-	-	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000
Opptjent egenkapital	474	209 987	1 534 196	1 265 293	1 118 105	1 111 003	1 091 480	1 070 587	1 047 452	1 021 430	989 719	954 079	916 093	875 442	831 916
Ansvarlig lån	13 517	13 548	14 581	18 287	22 840	22 840	22 840	22 840	22 840	22 840	22 840	22 840	22 840	22 840	22 840
Egenkapital inkl. minoritetsinteresser og ansvarlig lån	942 120	1 387 969	1 996 986	1 708 437	1 536 070	1 425 863	1 305 815	1 263 158	1 223 232	1 274 372	1 305 298	1 360 601	1 442 250	1 544 871	1 669 166
Lån	8 065	711 419	646 686	592 685	951 043	809 143	792 571	747 019	698 269	644 286	583 567	509 576	426 416	337 783	242 930
+ Pensjonsforpliktelser	4 161	1 927	2 051	1 557	1 110	4 357	4 651	4 725	5 051	5 149	5 502	5 615	5 992	6 118	6 519
+ Utsatte skatteforpliktelser	251 069	331 995	531 498	486 702	426 781	405 609	436 517	457 421	442 606	433 787	435 188	441 104	442 021	438 941	438 208
+ Kontantoppsjoner	-	1 351	5 845	194	9 267	3 331	3 998	4 527	4 263	5 077	4 239	4 421	4 506	4 501	4 549
+ Forpliktelser finansielle leiekontrakter	213 117	198 167	168 856	179 670	156 150	200 338	206 093	212 166	218 816	226 746	237 211	248 099	259 747	272 274	285 772
= Langsiktig finansiell gjeld	476 412	1 244 859	1 354 936	1 260 808	1 544 351	1 422 779	1 443 830	1 425 858	1 369 005	1 315 046	1 265 708	1 208 815	1 138 681	1 059 617	977 978
Kortsiktige lånefasiliteter	496 702	482 989	260 000	700 000	500 000	487 938	486 185	486 825	532 190	498 628	498 353	500 436	503 286	506 579	501 456
+ Kortsiktig del av langsiktige lån	807 827	85 295	79 000	79 983	109 542	88 455	88 455	89 087	91 104	93 329	90 086	90 412	90 804	91 147	91 156
+ Kortsiktig del av forpliktelser finansielle leiekontrakter	35 305	37 383	41 726	44 662	44 730	40 761	41 852	42 746	42 950	42 608	42 184	42 468	42 591	42 560	42 482
+ Skyldig lønn, betalbar skatt og offentlige avgifter	13 611	13 869	25 104	16 072	19 720	17 675	18 488	19 412	18 273	18 714	18 512	18 680	18 718	18 580	18 641
+ Derivater og andre finansielle instrumenter	122 532	9 672	1 605	7 887	13 805	8 242	8 242	7 956	9 227	9 494	8 632	8 710	8 804	8 974	8 923
= Kortsiktig finansiell gjeld	1 475 977	629 208	407 435	848 604	687 797	643 072	643 223	646 026	693 744	662 773	657 768	660 707	664 204	667 839	662 658
= Finansiell gjeld	1 952 389	1 874 067	1 762 371	2 109 412	2 232 148	2 065 851	2 087 053	2 071 884	2 062 750	1 977 818	1 923 476	1 869 521	1 802 885	1 727 456	1 640 636
Annen langsiktig gjeld	5 882	691	3 292	2 701	1 961	2 905	2 310	2 634	2 502	2 463	2 563	2 494	2 531	2 511	2 512
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	5 882	691	3 292	2 701	1 961	2 905	2 310	2 634	2 502	2 463	2 563	2 494	2 531	2 511	2 512
Leverandørgjeld	214 687	233 443	253 305	303 196	246 119										
+ Annen kortsiktig gjeld	23 702	72 400	41 674	48 452	53 982										
= Kortsiktig driftsrelatert gjeld	238 389	305 843	294 979	351 648	300 101	274 643	278 488	282 944	288 037	293 653	299 526	305 637	311 994	318 546	325 299
= Driftsrelatert gjeld	244 271	306 534	298 271	354 349	302 062	277 548	280 798	285 578	290 539	296 116	302 089	308 131	314 525	321 056	327 811
Egenkapital og gjeld	3 138 780	3 568 570	4 057 628	4 172 198	4 070 280	3 769 262	3 673 665	3 620 620	3 576 520	3 548 306	3 530 863	3 538 254	3 559 659	3 593 384	3 637 614

Tabell 32: Fremtidsbudsjettert investert kapital 2013-2022

Beregning av Investert Kapital

i NOK 1000

	Eksplisitt prognoseperiode ----->										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Eiendelstilnærming:											
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 551 790	1 420 149	1 440 031	1 463 071	1 489 406	1 518 450	1 548 819	1 580 415	1 613 287	1 647 166	1 682 086
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	300 101	274 643	278 488	282 944	288 037	293 653	299 526	305 637	311 994	318 546	325 299
Driftsrelatert arbeidskapital	1 251 689	1 145 506	1 161 543	1 180 128	1 201 370	1 224 797	1 249 292	1 274 778	1 301 293	1 328 621	1 356 787
Driftsrelaterte anleggsmidler	2 277 267	2 107 388	1 975 214	1 861 162	1 758 349	1 668 691	1 588 102	1 520 628	1 461 274	1 408 678	1 362 500
Driftsrelatert langsiktig gjeld	1 961	2 905	2 310	2 634	2 502	2 463	2 563	2 494	2 531	2 511	2 512
Netto anleggsmidler	2 275 306	2 104 482	1 972 904	1 858 528	1 755 846	1 666 228	1 585 539	1 518 134	1 458 743	1 406 168	1 359 988
Investert Kapital	3 526 995	3 249 988	3 134 447	3 038 656	2 957 216	2 891 025	2 834 832	2 792 912	2 760 036	2 734 788	2 716 775
Finansielle anleggsmidler	1 337	1 133	1 209	1 228	1 312	1 338	1 429	1 458	1 556	1 589	1 693
Finansielle omløpsmidler	239 885	240 593	257 212	295 159	327 453	359 827	392 513	435 753	483 542	535 950	591 335
Finansielle eiendeler	241 222	241 726	258 421	296 387	328 765	361 165	393 943	437 211	485 098	537 539	593 027
Total investert kapital	3 768 217	3 491 714	3 392 868	3 335 043	3 285 981	3 252 190	3 228 774	3 230 123	3 245 134	3 272 327	3 309 803
NOPLAT	-157915,44	70 220	87 240	103 023	117 576	130 853	143 034	154 290	164 773	174 613	183 927
ROIC	-4,19 %	2,01 %	2,57 %	3,09 %	3,58 %	4,02 %	4,43 %	4,78 %	5,08 %	5,34 %	5,56 %

Fremtidsbudsjetteringen over er basert på egne forutsetninger og selskapets forventninger der dette er tilgjengelig. Beregningene er gjort i henhold til Kollers (2010) anbefalinger for fremtidsbudsjettering. Likevel er det utfordrende å lage gode fremtidsestimater, spesielt for Grieg, som er utsatt for svingninger i lakseprisen, noe som direkte påvirker salgsinntektene til selskapet. Dette vil medføre stor grad av usikkerhet til estimatene.

9 Verdivurdering

I dette kapittelet vil vi presentere verdianslaget på egenkapitalen til Grieg. Innledningsvis vil vi presentere fremgangsmåten ved verdsettelse av egenkapitalen til selskapet, deretter presenteres beregningsmetoden for terminalverdien og til slutt beregner vi verdien av egenkapitalen til Grieg.

I kapittel 3 presenterte vi verdsettelsesmetoder og vårt valg av metode. Vi valgte å verdsette egenkapitalen til Grieg ved bruk av fundamental analyse, med tradisjonell DCF-metode som verdsettelsesverktøy, også kalt for total kapitalmetoden av Boye og Meyer (2008). Denne metoden går ut på å budsjettere selskapets fremtidige kontantstrømmer og terminalverdi, for deretter å diskontere disse med det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet WACC. Avkastningskravet vi skal benytte ble presentert og beregnet i kapittel 7.

For å teste robustheten til selskapsverdien vi kommer frem til, vil vi også gjennomføre alternative verdsettelsesmetoder. Vi har valgt å benytte relativ prising og matematisk verdi for dette formålet. I tillegg har vi benyttet et regneark utviklet av Aswath Damodaran som tar hensyn til negativt resultat [47].

9.1 Selskapsverdien

Ved bruk av DCF-metoden ønsker en å komme frem til selskapsverdien, også kalt Enterprise Value, og verdien på egenkapitalen. Selskapsverdien representerer verdien av hele selskapet, mens verdien på egenkapitalen representerer eierandelen til aksjonærene (Koller, 2010).

For å komme frem til selskapsverdien må en først beregne verdien av kjerneaktivitetene. Dette gjøres ved først å omgruppere regnskapet og beregne NOPLAT, og så fremtidsbudsjettere NOPLAT og finne de frie kontantstrømmene ved å trekke fra netto investeringer. Deretter neddiskonteres de frie kontantstrømmene med WACC og en ender opp med verdien av kjernevirksomheten. Vi må så beregne terminalverdien eller ”continuing value”, som er den fremtidige verdien av selskapet ved budsjettperiodens slutt. Den skal så neddiskonteres til dagens verdi, for så å legges til nåverdien av den frie kontantstrømmen. Deretter sier Koller (2010) at en må legge til verdien av ikke-driftsrelaterte eiendeler. Videre, for å komme frem til verdien av egenkapitalen, må kortsiktig og langsiktig gjeld trekkes fra. Til slutt beregner man egenkapitalverdien pr. aksje ved å dividere egenkapitalen med antall aksjer.

Vi har i tidligere kapitler beregnet fremtidig NOPLAT, investeringer og WACC. Det som da gjenstår er beregningen av terminalverdien og å fastsette den evige vekstfaktoren. Ved verdsettelse av kjerneaktiviteten ønsker en å få svar på følgende:

$$\text{Verdien av kjerneaktivitet} = \frac{\text{Nåverdi av fri kontantstrøm fra eksplisitt prognoseperiode}}{\text{WACC} - g} + \frac{\text{Nåverdi av fri kontantstrøm etter eksplisitt prognoseperiode}}{\text{WACC} - g}$$

Det siste leddet representerer terminalverdien. Formelen for beregning av terminalverdien er som følger (Koller, 2010:113):

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} \left(1 - \frac{g}{\text{RONIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

Fordi RONIC er nok et mål som vil være basert på forventning og fordi det kan se ut som om Grieg skaper lite verdi gjennom sine investeringer, velger vi å se på en alternativ formel for beregning av terminalverdien. Den aggressive vekstformelen ser bort fra leddet $\left(1 - \frac{g}{\text{RONIC}}\right)$. På grunn av at Griegs vekst ikke bidrar til verdiskapning, ser vi bort ifra dette leddet. Formelen forutsetter imidlertid en viss vekst, som oftest lik inflasjonsraten og defineres slik (Koller, 2010):

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1}}{\text{WACC} - g}$$

I det følgende vil denne definisjonen benyttes for utregning av terminalverdien. Samtidig er det ifølge Koller (2010) mest vanlig å benytte inflasjonen som evig vekstfaktor gitt denne formelen. Dette samsvarer med Griegs situasjon der det er vanskelig å beregne vekst da denne er sterkt knyttet til prisnivået som stadig svinger etter gjeldende tilbud og etterspørsel. Vi velger derfor en fremtidig vekstrate på 2,5 % som samsvarer med Norges Banks langsiktig inflasjonsmål.

9.2 Fri kontantstrøm

Koller (2010) definerer den frie kontantstrømmen som den kontantstrømmen som genereres av selskapets kjernevirksomhet fratrukket investeringer i ny kapital og beregnes slik:

$$FCF = \text{NOPLAT} - \text{Netto investeringer}$$

Der netto investering beregnes slik:

$$\text{Netto investering}_t = \text{Investert kapital}_T - \text{Investert kapital}_{t-1}$$

Vi har i fremtidsbudsjetteringen beregnet både NOPLAT og investert kapital for budsjettperioden. Den frie kontantstrømmen presenteres i tabellen under:

Tabell 33: Budsjettert fri kontantstrøm

Grieg Seafood ASA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Prognoseår		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
NOPLAT		70 220	87 240	103 023	117 576	130 853	143 034	154 290	164 773	174 613	183 927
Investert kapital	3 768 217	3 491 714	3 392 868	3 335 043	3 285 981	3 252 190	3 228 774	3 230 123	3 245 134	3 272 327	3 309 803
Netto Investering		-276 503	-98 846	-57 825	-49 061	-33 792	-23 416	1 349	15 011	27 193	37 475
= FCF		346 723	186 086	160 848	166 637	164 645	166 450	152 941	149 761	147 420	146 452

Denne skal videre neddiskonteres slik at vi oppnår nåverdier av kontantstrømmen. Dette kan gjøres på to måter i Excel. Enten direkte ved en nettonåverdifunksjon, som gir oss summen av nåverdiene direkte, eller ved å lage en neddiskontert kontantstrøm som vi så summerer. Vi har i verdivurderingen valgt å benytte den siste metoden for å illustrere effekten av neddiskonteringens bedre. Resultatene presenteres i tabellen under:

Tabell 34: Nåverdi av fremtidig kontantstrøm

Grieg Seafood ASA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Prognoseår		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
= FCF		346 723	186 086	160 848	166 637	164 645	166 450	152 941	149 761	147 420	146 452
WACC		5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %
Netto nåverdi FCF		327 207	165 726	135 186	132 168	123 237	117 575	101 952	94 213	87 520	82 051
Netto nåverdi av prognoseperiodens FCF	1 366 836										

Summen av ”netto nåverdi FCF” i prognoseperioden utgjør posteringen ”Netto nåverdi av prognoseperiodens FCF”. Denne har en verdi på NOK 1 366 836.

9.3 Terminalverdien og Enterprise Value

Terminalverdien beregnes ut fra den aggressive vekstformelen som tidligere drøftet.

Grunnlaget for beregningen er NOPLAT siste år i prognoseperioden. Vi får da:

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{146\,452}{(0,0596 - 0,025)} = 4\,226\,987$$

Terminalverdien må videre neddiskonteres til dagens verdi og vi får da:

$$\text{Nåverdi av terminalverdi}_t = \frac{4\,226\,987}{(1 + 0,0596)^{10}} = 2\,368\,206$$

Vi har nå beregnet nåverdien av kontantstrømmen og terminalverdien. Legger vi disse sammen finner vi Enterprise Value (selskapsverdien):

$$EV = 1\,366\,836 + 2\,368\,206 = 3\,735\,042$$

9.4 Finansiell gjeld og andre eiendeler

Det siste som gjenstår før vi kommer til verdien av Griegs egenkapital er å justere for verdien av netto finansiell gjeld, andre eiendeler og skatteeiendeler.

Ved beregning av netto finansiell gjeld, som benyttes ved beregning av selskapsverdien, har vi tatt utgangspunkt i det omgrupperte balanseregnskapet og subtrahert totalsummen av finansiell gjeld med totalsummen av finansielle eiendeler. Dette ga oss en netto finansiell gjeld på 1 990 926 (i NOK 1000) pr. 31.12.2012.

Videre har vi i beregningene av selskapsverdien ikke gjort korrigeringer for andre eiendeler eller skatteeiendeler, da vi har tatt hensyn til disse i omgrupperingen og fremtidsbudsjetteringen. Dermed trenger vi ikke å gjøre korrigeringer for andre ikke-driftsrelaterte eiendeler eller skatteeiendeler.

9.5 Verdien av Grieg Seafood ASA

Tabell 35: Verdien av egenkapitalen

Grieg Seafood ASA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Evig
Prognoseår		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
NOPLAT		70 220	87 240	103 023	117 576	130 853	143 034	154 290	164 773	174 613	183 927	
Investert kapital	3 768 217	3 491 714	3 392 868	3 335 043	3 285 981	3 252 190	3 228 774	3 230 123	3 245 134	3 272 327	3 309 803	
Netto investering		-276 503	-98 846	-57 825	-49 061	-33 792	-23 416	1 349	15 011	27 193	37 475	
= FCF		346 723	186 086	160 848	166 637	164 645	166 450	152 941	149 761	147 420	146 452	
Terminalverdi												4 226 987
WACC		5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %
Vekstrate - g												2,50 %
Netto nåverdi FCF		327 207	165 726	135 186	132 168	123 237	117 575	101 952	94 213	87 520	82 051	2 368 206
Netto nåverdi av Terminalverdi CF	2 368 206											
+ Netto nåverdi av prognoseperiodens FCF	1 366 836											
= Enterprise Value - EV	3 735 042											
+/- Verdi netto finansiell gjeld	1 990 926											
+/- Verdi av andre eiendeler	-											
+/- Verdi av skatteeiendeler	-											
= Verdi EK	1 744 116											
Antall aksjer	111 662											
Verdi pr. aksje	15,62											

Over har vi presentert en tabell som viser beregningen av Griegs egenkapital. Vi har estimert verdien til selskapets egenkapital til å være på TNOK 1 744 116. Dette fører videre til en pris pr. aksje på kr. 15,62 den 31.12.12. Kursen til GSF var pr. 28.12.12 (siste handelsdag) på kr. 12,35, mens den pr. 27.05.13 var på kr. 15,50 [65].

Ifølge Kaldestad og Møller (2011) er investeringer der over 70 % av selskapsverdien ligger mer enn ti år frem i tid regnet som særlig usikre. Terminalverdien utgjør 63 % av Griegs selskapsverdi. Ifølge Kaldestad og Møller (2011) er derfor ikke verdiestimatet vårt særlig

usikkert. Vi vil i kapittel 10 gjennomføre ulike sensitivitetsanalyser for å se hvilke effekter endringer i ulike faktorer har på verdiestimatet.

9.6 Alternative verdivurderinger

I dette kapitlet vil vi forsøke å teste robustheten til verdiestimatet fra den kontantstrømbaserte verdsettelsen. Vi vil teste dette ved å benytte relativ prising, matematisk verdi og Aswath Damodarans verdsettelsesmaler [69]. De ulike verdianslagene presenteres til slutt i egen tabell.

Vi har tidligere nevnt at vi i tillegg skal benytte økonomisk profitt metode for å se nærmere på verdiskapningen til selskapet, men på grunn av at avkastningen på investert kapital (ROIC) er lavere enn avkastningskravet (WACC) gjennom prognoseperioden, har det ikke vært verdiskapning i selskapet og det vil ikke være nødvendig å verdsette ved bruk økonomisk profitt.

9.6.1 Relativ Prising

Denne verdsettelsestilnærmingen estimerer, som nevnt tidligere, verdien av selskapets basert på hva lignende selskaper omsettes for i markedet. Dette innebærer at en må samle inn priser for de sammenlignbare selskapene.

Vi har sammenlignet Grieg mot SalMar, Marine Harvest og Lerøy Seafood Group, som vi anser som de konkurrentene som ligner mest på Griegs virksomhet. Konkurrentenes regnskapstall har vi hentet fra årsrapportene i 2012.¹⁶

Ved bruk av relativ prising vil vi se nærmere på P/B og EV/Sales. Etersom Grieg har hatt negativt resultat i 2012 vil P/E og EV/EBITA gi negativ selskapsverdi, og derfor beregnes ikke disse.

Pris/Bok måler forholdet mellom markedsverdien (børskurs) av egenkapitalen og bokført verdi av egenkapitalen. Denne multiplikatoren kan gi indikasjoner på selskapets evne til verdiskapning. Fordelen med P/B er at den kan brukes på selskaper med negative resultater, som i dette tilfellet for Grieg. Verdiestimatet ved bruk av P/B fremkommer som følger:

¹⁶ Webkilder: [59][60][61]

Tabell 36: Beregning etter P/B

P/B	SalMar	Lerøy	Marine Harvest	Gj.snt.	Grieg Seafood
Pr. 31.12.2012	1,71	1,19	1,64	1,51	0,91

P/B	31.12.2012
Multiplikator	1,51
x Bokført verdi av EK	1 513 230
= Verdi egenkapital	2 286 744
/ Antall aksjer	111 662
= Verdi pr. aksje	20,48

Av de fire selskapene er Grieg den med lavest multiplikatorverdi på 0,91. Dette gir et verdiesimat på kr. 20,48 pr. aksje. En av ulempene med denne metoden er at regnskapsmessige effekter kan medføre at identiske selskaper får ulik multiplikator. Alle regnskapene er imidlertid avlagt etter IFRS og vi vurderer det slik at de regnskapsmessige forskjellene er relativt liten. I følge Kaldestad og Møller (2011) blir i tillegg metoden mindre relevant for selskaper med store immaterielle eiendeler. Dette er tilfellet for oppdrettsselskapene over, da konsesjoner utgjør vesentlig del av anleggsmidlene. Verdiesimtet etter P/B-metoden må derfor vurderes med forsiktighet.

Den andre multiplikatoren vi skal se nærmere på er EV/Sales, som ser på selskapsverdien i forhold til salgsinntektene. Selskapsverdien finnes ved å legge netto rentebærende gjeld til markedsverdien av egenkapitalen. EV/Sales muliggjør sammenligning av selskaper som går med underskudd, herunder Grieg i 2012. Multiplikatoren forteller noe om effektiviteten og hvilket potensial som finnes. Verdiesimtet etter EV/Sales fremkommer som følger:

Tabell 37: Beregning P/B

EV/Sales	SalMar	Lerøy	Marine Harvest	Gj.snt.	Grieg Seafood
Pr. 31.12.2012	1,87	1,02	1,59	1,49	2,12

EV/Sales	31.12.2012
Multiplikator	1,49
x Salgsinntekter	2 050 065
= Verdi egenkapital	3 063 775
/ Antall aksjer	111 662
= Verdi pr. aksje	27,44

Av de fire selskapene har Grieg høyest multiplikatorverdi på 2,12. Dette er relativt høyere enn gjennomsnittet på 1,49. Verdien pr. aksje blir da på kr. 27,44. Multiplikatorens svakhet er imidlertid at den forutsetter at selskapene har samme margin, på blant annet salg og fortjeneste. Ettersom selskapene har varierende andel mellom salgskontrakter og salg etter spotpris, må multiplikatorens verdiesimat tolkes med forsiktighet.

9.6.2 Matematisk verdi

Vi har også benyttet matematisk verdi for å teste robustheten til verdierestimater fra den kontantstrømbaserte verdsettelsen. Matematisk verdi defineres som selskapets egenkapital delt på antall aksjer. For Grieg utgjør matematisk verdi pr. 31.12.2012 kr. 13,55 pr. aksje, som vist i tabellen under:

Tabell 38: Matematisk verdi

Matematisk verdi	31.12.2012
Bokført verdi av egenkapital	1 513 230
/ Antall aksjer	111 662
= Matematisk verdi	13,55

9.6.3 Verdsettelse etter Damodaran

For å teste verdierestimaterets robusthet har vi i tillegg benyttet Aswath Damodarans egne verdsettelsesmaler laget i Excel. Aswath Damodaran underviser i finans og verdsettelse ved Stern School of Business ved universitetet i New York, i tillegg til at han har skrevet flere lærebøker innenfor verdsettelse. Malen vi har benyttet heter ”*highgrowth.xls*” og kan blant annet benyttes ved verdsettelse av selskaper som er ”vanskelig” å verdsette, selskaper med negativ inntjening, høy vekst i inntektene eller få sammenlignbare selskaper. Malen er lastet ned fra Damodarans nettside [69]. Input og beregningene fra modellen finnes under vedlegg 03 og 04.

Tabell 39: Verdi etter Damodaran

Verdivurdering	
Nåverdi av FCF i periode med høy vekst	42 083,01
Nåverdi av Terminalverdi	1 323 328,40
Verdi av driftsrelaterte eiendeler	1 365 411,42
Verdi av kontanter og ikke-driftsrelaterte eiendeler	2 517 152,00
Selskapsverdi	3 882 563,42
- Verdi av utestående gjeld	1 744 159,36
Verdi av egenkapital	2 138 404,05
- Verdi av realopsjoner	-
Verdi av aksjer	2 138 404,05
Verdi av egenkapital pr. aksje	19,15

Ved beregning etter Damodarans verdsettelsesmodell i Excel kommer vi frem til en selskapsverdi på kr. 19,15 pr. aksje. Det er imidlertid vanskelig å si med sikkerhet hvorvidt denne verdien representerer selskapets virkelige verdi. Verdien er i nærområdet av vårt eget verdierestimater på kr. 15,62 pr. aksje ved bruk av DCF-metoden.

9.7 Oppsummering av verdsettelse

Verdiestimatene som fremkom var noe varierende i forhold til aksjekursen notert på Oslo Børs pr. 31.12.2012 på kr. 12,35 pr. aksje. Verdiestimatet ved bruk av DCF-metoden, som har vært oppgavens hovedanalyseverktøy, gir en verdi på kr. 15,62 pr. aksje. Denne verdien er etter vår mening beregnet relativt nøkternt. Ved avlesning pr. 27.05.2012 er aksjekursen på kr. 15,50 pr. aksje, noe som er veldig nært verdiestimatet etter DCF-metoden. Dette kan indikere at selskapet har vært priset feil pr. 31.12.2012, men at markedet nå er på vei til å rette opp i denne feilprisingen.

I tillegg benyttet vi Damodarans ferdige excel regneark til å beregne verdien etter hans anbefalinger. Dette ga oss en verdi pr aksje på kr. 19,15 pr. 31.12.2012.

Ved bruk av relativ prising fant vi at P/B ga en verdi pr. aksje på kr. 20,48 kr, mens EV/Sales ga en verdi pr. aksje på kr. 27,44. Som det fremgikk i teorien i kapittel 3 bør en ikke legge for stor vekt på verdiene som fremkommer ved multiplikatorberegninger, men disse kan benyttes som supplement til DCF-metoden.

Matematisk verdi er den verdien som ligger nærmest aksjekursen pr. 31.12.2012. Likevel er denne metoden lite brukt i praksis på grunn av dens enkelhet, og derfor bør dette verdiestimatet ikke tillegges for stor vekt.

Ut i fra resultatene ser vi at alle verdiestimatene ligger høyere enn aksjekursen pr. 31.12.2012, og det kan derfor se ut til at Grieg har vært underpriset pr. 31.12.2012. Oppsummert fant vi følgende verdier av selskapet ved ulike verdsettelsesmetoder:

Tabell 40: Oversikt verdiestimater

Verdsettelsesmetode:	Verdi pr. aksje
Markedspris:	
Aksjekurs 31.12.12 Oslo Børs	12,35
Aksjekurs 27.05.13 Oslo Børs	15,50
Kontantstrømbasert:	
DCF-metode	15,62
Damodaran excel-ark	19,15
Relativ prising:	
P/B	20,48
EV/Sales	27,44
Balansebasert:	
Matematisk verdi	13,55

10 Sensitivitetsanalyse

For å forstå usikkerheten i verdiestimatet bedre og for å se på rimeligheten i utfallet, vil vi utføre en sensitivitetsanalyse. Dette gjør vi ved å endre på de viktigste enkeltparameterne i vår verdivurdering (Kaldestad og Møller, 2011). Ifølge Husebø og Mikalsen (2011) vil det i hovedsak være fornuftig å endre på faktorer som; vekst og margin, samt avkastningskravet i sensitivitetsanalysen.

I vår analyse vil vi i hovedsak ha fokus på endringer i vekst og WACC, samt enkeltkomponenter i WACC. I tillegg vil vi se på hvilke nivåer av WACC, vekst og driftsinntekter som må kalkuleres med for å få samme selskapsverdi som aksjekursen pr. 31.12.2012.

10.1 Endring i WACC og vekst

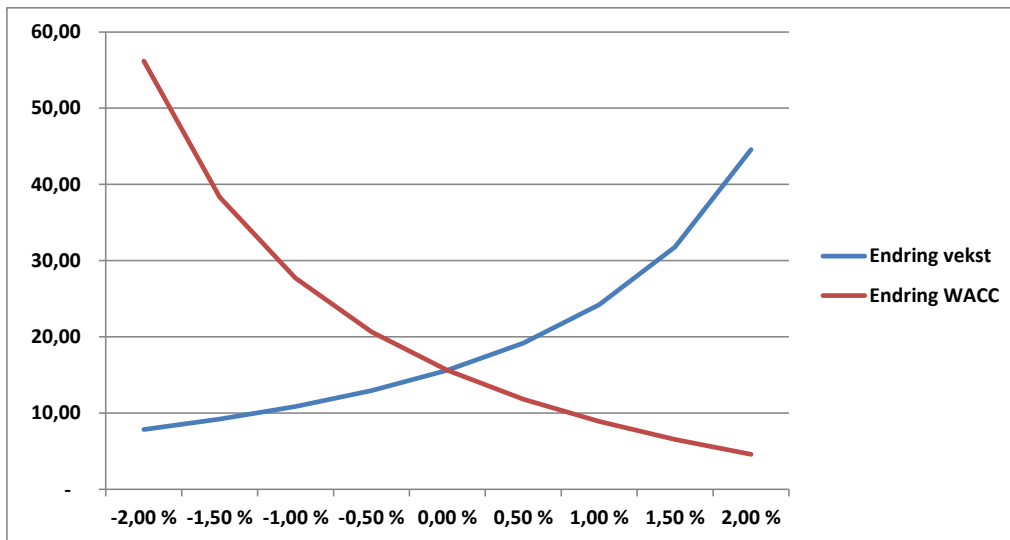
Vi vil først se på hvilken innvirkning parallelle endringer i WACC og vekst har på vår verdivurdering. Vi har estimert WACC til 5,96 % og forutsatt en langsiktig vekst på 2,5 %. I tabellen nedenfor ser vi utslagene i verdivurderingen dersom vi endrer våre estimater:

Tabell 41: Sensitivitetsanalyse: Vekst vs. WACC

Sensitivitetsanalyse - endring i WACC og vekst										
		WACC								
		3,96 %	4,46 %	4,96 %	5,46 %	5,96 %	6,46 %	6,96 %	7,46 %	7,96 %
Vekst	0,50 %	21,16	16,59	13,03	10,19	7,86	5,92	4,27	2,86	1,63
	1,00 %	25,49	19,67	15,31	11,92	9,21	6,99	5,14	3,57	2,22
	1,50 %	31,57	23,80	18,25	14,10	10,87	8,28	6,16	4,39	2,89
	2,00 %	40,75	29,59	22,19	16,90	12,94	9,86	7,40	5,37	3,68
	2,50 %	56,20	38,34	27,71	20,65	15,62	11,84	8,90	6,55	4,62
	3,00 %	87,66	53,07	36,06	25,93	19,20	14,40	10,79	7,99	5,74
	3,50 %	186,82	83,05	50,09	33,88	24,22	17,81	13,23	9,79	7,12
	4,00 %	N/A	177,57	78,68	47,27	31,81	22,60	16,49	12,12	8,84
	4,50 %	N/A	N/A	168,80	74,53	44,58	29,84	21,06	15,22	11,06

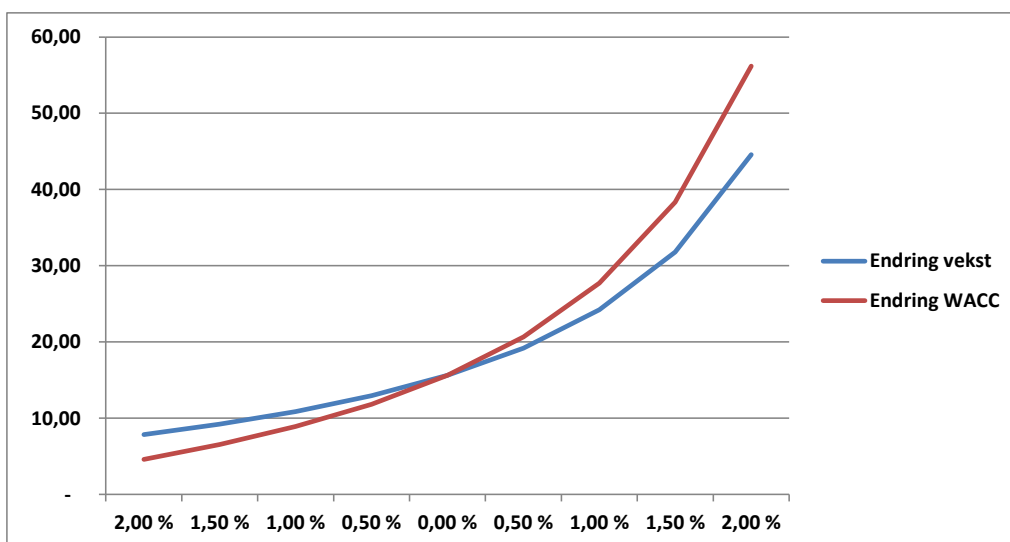
Tabellen viser et stort sprang i aksjens høyeste og laveste verdi. Det laveste verdianslaget på kr. 1,63 er hele kr. 185,19 lavere enn det mest optimistiske anslaget. Dette viser at forutsetningene som legges til grunn for verdsettingen har stor betydning for resultatet. En stabil WACC på 5,96 % gir et intervall på kr. 36,72, fra kr. 7,86 ved en vekst på 0,5 % til kr. 44,58 ved en vekst på 4,5 %. Ved en stabil vekst på 2,5 % gir det imidlertid enda større utslag i verdien på aksjen hvis vi endrer på WACC. Med en WACC på 7,96 % vil verdien være kr. 4,62. En WACC på 3,96 % gir en verdi på kr. 56,20 som gir et intervall på kr. 51,58.

I figuren nedenfor ser vi disse endringene i et stjernerdiagram. Vi ser at kurven for WACC er noe brattere enn kurven for vekst. Her har vi kun sett på endring i den ene parameteren samtidig som den andre holdes stabil. Likevel tyder det på at aksjen er mer sensitiv for endringer i WACC enn for endringer i den langsiktige veksten.



Figur 23: Sensitivitetsanalyse: Vekst vs. WACC

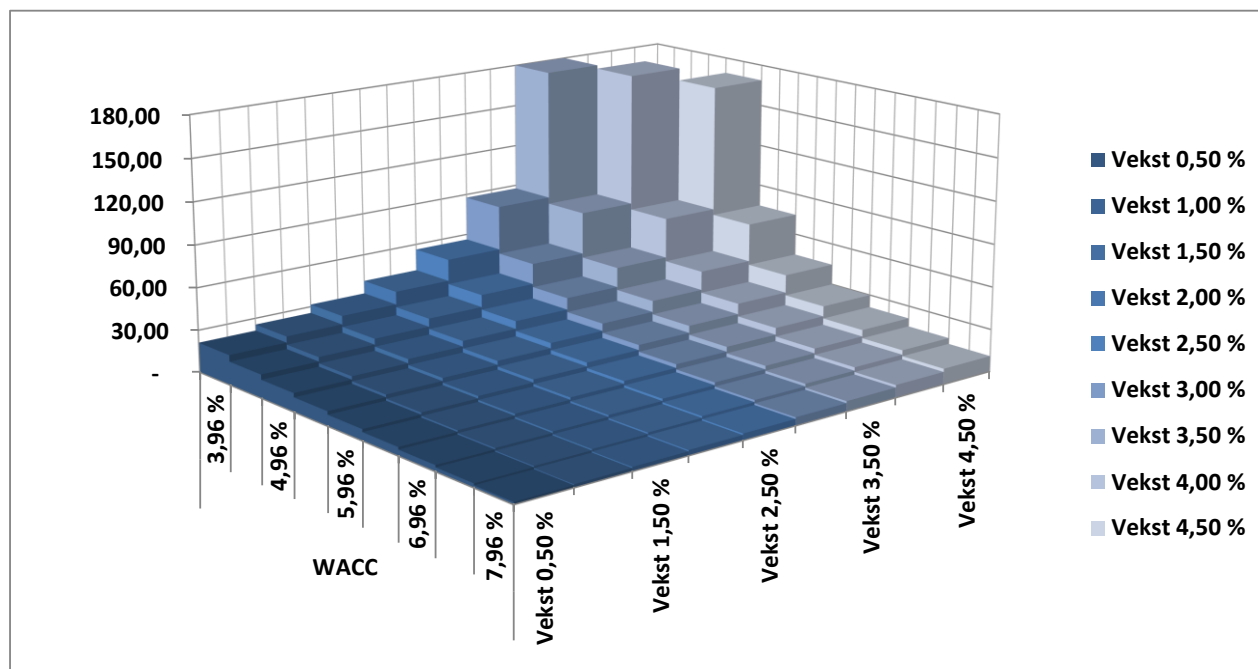
Figuren under viser tydeligere forskjellen mellom endring i WACC mot endring i vekst målt i absolutt prosentvis endring. Vi ser at verdien er mer sensitiv for endringer i WACC enn i langsiktig vekst.



Figur 24: Sensitivitetsanalyse: Vekst og WACC

Beregninger til figur 23 og 24 finnes i vedlegg 09.

Denne figuren viser innvirkningen som samtidige endringer i vekst og WACC har på aksjeverdien. Vi ser at søylene blir noe høyere vest i diagrammet, som er tegn på at selskapsverdien er mer sensitiv for endringer i WACC enn i den langsiktige veksten.



Figur 25: Sensitivitetsanalyse: endring aksjeverdi

Avkastningskravet er også en komponent med flere usikkerhetsmomenter. Ved å benytte faktiske rentekostnader på 5,70 % får vi en WACC på 6,20 %. Dette vil ved en langsiktig vekst på 2,5 % gi en verdi pr. aksje på kr. 13,74, noe som gir en reduksjon på kr. 1,88 bare ved å øke rentekostnaden med 0,58 % (Vedlegg 10).

Dersom vi benytter rå-betaen på 1,16 i stedet for justert beta på 1,11 får vi en egenkapitalkostnad på 9,12 %. Dette fører til en WACC på 6,09 som gir en verdi pr. aksje på kr. 14,60, noe som gir en reduksjon på kr. 1,02.

Det siste elementet vi ønsker å se på er småbedriftspremien. Denne er satt til 1,5 %. Dersom vi ser bort fra dette tillegget i markedsrisikopremien, vil egenkapitalkostnaden reduseres til 7,34 %. Dette medfører en WACC på 5,30 % og gir en verdi per aksje på kr. 22,70, noe som gir en økning på kr. 7,08. Ved SMP på 1 % får vi en verdi per aksje på kr. 17,20. Økningen er da på kr. 1,58. Øker vi SMP til 2 % reduseres aksjeverdien med kr. 1,88 til en verdi på kr. 13,74 pr. aksje. Resultatene av endringene følger i tabellen under:

Tabell 42: Effekter av endring på enkeltkomponenter i WACC

Effekter av endring på enkeltkomponenter i WACC					
	$\beta = 1,16$	smp = 0	smp = 1 %	smp = 2 %	kd= 5,7 %
Ny ke	9,12 %	7,34 %	8,45 %	9,56 %	
Ny kd					5,70 %
Ny WACC	6,09 %	5,30 %	5,79 %	6,28 %	6,20 %
Ny verdi	14,60	22,70	17,20	13,12	13,74
Verdi	15,62	15,62	15,62	15,62	15,62
Endring	-1,02	7,08	1,58	-2,50	-1,88
Endring i %	-6,53 %	45,33 %	10,12 %	-16,01 %	-12,04 %

10.2 Reverse engineering

Når vi verdsetter vil vi vanligvis sette inn verdier for avkastningskravet og veksten for å komme frem til verdien av selskapet. Med reverse engineering søker vi å finne hvilke nivåer faktorene må ha vært på for å forklare selskapets gjeldende markedsverdi (Penman, 2010). Vi vil se på hvilke forventninger markedet har til WACC, vekst og driftsinntekter.

WACC

Vi har beregnet en WACC på 5,96 % for Grieg, noe som ga en verdi pr. aksje på kr. 15,62. Dette er kr. 3,27 over kursen den 31.12.12. Hvis vi derimot endrer WACC til 6,39 % får vi en verdi pr. aksje på kr. 12,35. Dersom alle de andre parametrene i analysene er like, betyr det at markedet har forutsatt en WACC på 6,39 % for selskapet. Videre vil en WACC på 9,68 %, som selskapet selv har opplyst om i notene, bety at verdien på selskapet blir 0 dersom alle parametere holdes stabile.

Langsiktig Vekst

Den langsiktige veksten vår er satt lik Norges Banks langsiktige inflasjonsmål på 2,5 %. Dersom denne justeres ned til et nivå på 1,87 %, som er langt nærmere dagens inflasjon, vil vi få en pris pr. aksje på kr. 12,36 som er tilnærmet lik aksjekursen til GSF pr. 31.12.12.

Driftsinntekter

Dersom vi reduserer driftsinntektene i prognoseperioden vil dette gi oss en lavere NOPLAT, som igjen gir en lavere verdi. For å oppnå en verdi per aksje på kr. 12,35 må driftsinntektene reduseres med 0,99 % i forhold til våre budsjetteringer hvert år i prognoseperioden.

Lakseprisen

Videre har vi budsjettert med vekst i lakseprisen. For å komme til aksjekursen pr. 31.12.12 må veksten i lakseprisen reduseres med 0,4 % pr. år i hele budsjettperioden samtidig som alle andre faktorer holdes konstante.

10.3 Oppsummering sensitivitetsanalyse

I våre budsjetteringer vil endring i driftsinntekter og endring av vekst i lakseprisen også gi utslag på driftskostnadene, da disse er beregnet i forhold til driftsinntektene. Dersom vi hadde endret i driftskostnadene ville vi også fått endringer i NOPLAT. Disse ville imidlertid ikke vært like store, og ikke medført like stor endring i selskapsverdien. Formålet med disse beregningene var å vise hvor sensitivt verdiestimatet er for endringer i forskjellige parametere, og i så måte ser vi at verdiestimatet er sensitivt for flere parametere.

Spesielt ser vi at små endringer i WACC gir store utslag på verdiestimatet. I beregningen av WACC er det flere enkeltkomponenter der det er tatt forutsetninger og subjektive vurderinger. Små endringer i inntektene gir også store utslag på verdien dersom ikke kostnadene reduseres samtidig. Verdiestimatene må derfor tolkes med forsiktighet, da flere beregninger tar utgangspunkt i egne forutsetninger, samtidig som det er vanskelig å si noe om hvordan den økonomiske situasjonen blir fremover.

11 Drøftelse og konklusjon

Formålet med oppgaven var å beregne verdien av egenkapitalen til det norske børsnoterte oppdrettsselskapet Grieg Seafood ASA, ved hjelp av fundamental verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse, for deretter å komme med en anbefaling om handel. Videre ville vi undersøke lakseprisens påvirkning av aksjekursen til selskapet. I det følgende gjennomgås våre hovedfunn fra analysen. Deretter presenteres konklusjonen på problemstillingen og forslag til handelsstrategi.

11.1 Oppsummering av analysens hovedfunn

I kapittel 2 gjennomførte vi regresjonsanalyse og fant at 85 % av aksjekursen til Grieg kan forklares gjennom lakseprisen. I den påfølgende korrelasjonsanalysen var Grieg det selskapet som hadde høyest korrelasjon med lakseprisen blant de syv selskapene som ble testet, med en korrelasjonskoeffisient på 0,918. Resultatet betyr at aksjekursen til Grieg er mer utsatt for svingninger i lakseprisen enn de andre oppdrettsselskapene. En mulig forklaring kan være at de andre oppdrettsselskapene selger mer på kontrakt i 2012 enn hva Grieg gjør. Vi fant også at flere oppdrettsselskaper har redusert andelen salgskontrakter med fastpris i 2012, og i tillegg har Grieg uttrykt i årsrapporten fra 2012 at de ikke har inngått nye salgskontrakter for fremtiden. Oppdrettsselskapenes reduksjon av salgskontrakter med fast pris kan tyde på at selskapene forventer økt laksepris i fremtiden, og vil derfor være med på denne oppturen.

Funnene i den strategiske analysen viste at det kan være vanskelig å skaffe seg varige konkurransefortrinn i en så homogen bransje som oppdrettsbransjen, på grunn av at oppdrettsselskapene blant annet har samme type konsesjoner, ressurser og lokaliteter. I tillegg kunne vi ikke finne noen varige konkurransefortrinn hos Grieg i forhold til de andre konkurrentene. Selskapet selv uttalte i sin årsberetning for 2012 at de ikke var blant de beste på kapasitetsutnyttelse, og mente at det var store muligheter for organisk vekst i Norge. På bakgrunn av resultatene konkluderte vi derfor med at Grieg har valgt en kostnadseffektiv strategi for fremtiden, der fokuset er å øke produktiviteten på anleggene samtidig som de ønsker å redusere produksjons- og rentekostnadene. Forbedringsmulighetene til Grieg kom også godt frem i nøkkeltallsanalysen, spesielt under AG-analysen i kapittel 6.4.5.

Videre valgte vi å benytte DCF-metoden ved verdsettelsen, da denne metoden er blant de mest brukte og mest pålitelige, ettersom den ser på verdien av de fremtidige kontantstrømmene. Ved gjennomføring av DCF-metoden var det nødvendig å omgruppere de

ordinære regnskapsoppstillingene til investororientert oppstilling. Denne omgrupperingen ble gjort for å kunne verdsette kjerneaktiviteten til selskapet. Videre dannet det omgrupperte regnskapet grunnlaget for fremtidsbudsjetteringen. I fremtidsbudsjetteringen benyttet vi inflasjonsmål KPI-JAE som vekstmål for salgsinntektene i fremtiden. Denne økningen var relativt lav, noe som gjør at verdiestimatet er nøkternt beregnet med tanke på fremtidig salgsinntekt. Til slutt fant vi at verdien på egenkapitalen ved bruk av DCF-metoden var på kr. 15,62 pr. aksje, etter at vi diskonterte de fremtidige kontantstrømmene med en konstant WACC på 5,96 %. Fra sensitivitetsanalysen fant vi at dette verdiestimatet var mest sensitiv for endringer i WACC.

Videre testet vi robustheten til verdiestimatet fra DCF-metoden ved å benytte relativ prising, matematisk verdi og en av Aswath Damodarans ferdige verdsettelsesmaler i Excel. Fra verdsettelsen etter relativ prising benyttet vi P/B og EV/Sales, som ga henholdsvis kr. 20,48 og kr. 27,44 pr. aksje. EV/Sales-verdien var betydelig høyere enn verdien fra DCF-analysen. Videre ga den matematiske verdien kr. 13,55 pr. aksje, mens beregningene ved bruk av Damodarans excel-regneark ga en verdi på kr. 19,55 pr. aksje. De to sistnevnte verdiestimatene, samt P/B-verdien, var i nærområdet av verdien etter DCF-metoden.

11.2 Konklusjon

Analysens problemstilling var *"Hva er verdien av egenkapitalen til Grieg Seafood ASA pr. 31.12.2012?"*. Aksjekursen til Grieg var ved avlesning den 31.12.2012 på kr. 12,35 pr. aksje på Oslo Børs. Samtlige verdiestimat vi har beregnet har vært over denne verdien, med et verdiintervall som ligger mellom kr. 13,55 og kr. 27,44 pr. aksje. Vi vil imidlertid legge mest vekt på verdiestimatet etter DCF-metoden på kr. 15,62 pr. aksje, på grunn av at vi vurderer denne som mest omfattende og nøyaktig.

Likevel må de beregnede verdiestimatene tolkes med forsiktighet ettersom de bygger på offentlig tilgjengelig informasjon. Mangelen på detaljert data fra nøkkelpersoner, som har inngående kjennskap til selskapet, kan medføre at verdiestimatene våre vil være mindre pålitelige. I tillegg vil våre egne forutsetninger ved beregning av selskapsverdien kunne skape en subjektiv retning, som igjen kan føre til bias i verdiestimatet. I tillegg viste sensitivitetsanalysen i kapittel 10 at verdiestimatet etter DCF-metoden er svært sensitiv for endringer i ulike parametere. Hvorvidt et kjøp bør finne sted drøftes i det påfølgende.

11.3 Handelsstrategi

Ved avlesning av aksjekursen den 27.05.2012 var verdien til Grieg på kr. 15,50 pr. aksje. Dermed kan det se ut til at selskapet kan ha vært priset feil i forhold til verdiestimatet etter DCF-metoden pr. 31.12.2012, men at markedet nå ser ut til å ha korrigert for denne feilprisingen. Den mulige oppsiden ved å investere i selskapet kan dermed være redusert.

Ved avlesning av lakseprisen pr. 28.12.2012 var den vektete gjennomsnittlige lakseprisen på kr. 33,04 pr. kg. Siste avlesning den 16.05.2012 viste at lakseprisen var på kr. 43,45 pr. kg. Dette tilsvarer en økning på 31,5 % i løpet av en fem måneders periode. En slik betydelig økning i lakseprisen kan innebære at aksjekursen til Grieg likevel er underpriset pr. 16.05.2012.

Historisk har Grieg hatt svak verdiskapning, noe vi ser ved at WACC har vært høyere enn ROIC, unntatt i 2010 da lakseprisen var på sitt høyeste. I fremtidsbudsjettet har vi budsjettert med at ROIC gradvis vil nærme seg WACC utover prognoseperioden. Med bakgrunn i dette kan det se ut til at investorer ikke kan forvente at selskapet gir avkastning utover det normale for bransjen, med mindre selskapet klarer å stabilisere seg på et kostnadseffektivt nivå som kan øke ROIC. Kostnadseffektiv drift er fokusområde for selskapet.

Det vi imidlertid har budsjettert med er at selskapet vil gå med overskudd i hele prognoseperioden, og derfor kan investorer forvente utbytteutbetalinger jf. selskapets utbyttepolitikk.

På grunnlag av ovennevnte drøfting kan det se ut til at investorer bør holde aksjeposisjon i Grieg. Vi ser imidlertid ikke en betydelig oppside, men for en risikovillig investor kan det gis kjøpsanbefaling med bakgrunn i ovennevnte drøfting om lakseprisens økning i 2013. Ettersom lakseprisen ser ut til å styre kursutviklingen bør nåværende og fremtidige investorer være oppmerksomme på endringer i denne.

Referanser

Litteratur:

Barney, J. B. (2002): *Gaining and sustaining competitive advantage 2nd edition*. Prentice-Hall, UpperSaddle River, New Jersey.

Bodie Z., Kane, A. og Marcus, A.J. (2011): *Investment and Portfolio Management*. Ninth edition, McGraw-Hill/Irwin.

Boye, K. og Meyer, C. B. (2008): *Fusjon og Oppkjøp*. 1. utgave. Cappelen Damm AS.

Bryman, A. og Bell, E. (2007): *Business Research Methods*. Second edition, Oxford University press.

Dahl, G. A. og Boye, K. (1997): *Verdsettelse i teori og praksis*. Cappelen Akademisk Forlag.

Damodaran, A. (2007): *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*. Stern School of Business.

Dimson, E., Marsh, P og Staunton, M. (2006): *The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle*. London Business School.

Fernandez, P. (2006): *Equity premium: historical, expected, required and implied*. IESE Business School.

Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999): *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen Akademisk Forlag.

Gjesdahl, F. (2007): *Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse*, Praktisk økonomi & finans, nr. 2. Universitetsforlaget.

Handelsbanken Capital Markets. (2013): *Sector Report Salmon farming – Fundamentals set to be stronger for longer*.

Heimly, F-S. (2011): *Jakten på lønnsomheten – lønnsomhet som varig konkurransefortrinn*. Hegnar Media AS.

Hoff, K.G. (2010): *Bedriftens økonomi*. 7. utgave, Universitetsforlaget.

Husebø, T. & Mikalsen D. M. (2011): *IAS 36 Verdifall på eiendeler: Dokumentasjon og noteopplysninger*, Revisjon og Regnskap nr. 3.

Jugdev, K. (2005): *The VRIO Framework of Competitive Advantage: Preliminary Research Implications for Organizational Innovations as Drawn from a Project Management Study*. Athabasca University.

Kaldestad, Y og Møller, B. (2011): *Verdivurdering – teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Revisorforeningen.

Kinserdal, A. (2005): *Finansiell rapportering og analyse*. Cappelen akademisk forlag.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010): *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. Fifth edition, McKinsey & Company.

Kristoffersen, T. (2005): *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*. 2. utgave, Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Mehra, R. & Prescott, E. C. (2003): *The equity premium in retrospect*, The handbook of economics of finance, Vol. 1, del B, s. 889-938, Elsevier Ltd.

Mun, J. (2006): *Real Options and Monte Carlo Simulation versus Traditional DCF Valuation in Layman's terms*. Managing Enterprise Risk: What the Electric Industry Experience Implies for contemporary business, Elsevier Ltd.

Penman, S. H. (2013): *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Fifth edition, McGraw Hill, International edition.

Porter, M. E. (1979): *How competitive forces shape strategy*, Harvard Business Review, March-April.

Porter, M. E., (2008): *The five competitive forces that shape strategy*, Harvard Business Review, January.

Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S. & Johnson G. (2009): *Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice*. Journal of Management 35:718.

Titman, S. and Martin, J.D. (2008): *Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions*. Pearson/Addison-Wesley.

Webkilder:

- [1] Definisjon matematisk verdi. Sist lest: 29.05.13
http://snl.no/matematisk_verdi
- [2] Om Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://www.griegseafood.no/default.aspx?pageId=1>
- [3] Emisjonsprospekt, Beskrivelse av Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
http://www.griegseafood.no/docs/Grieg_Seafood_Prospectus_2009_FINAL.pdf
- [4] Fusjonsplan, om Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://www.griegseafood.no/uploads/Artikkelfiler/fusjonsplan.pdf>
- [5] Brosjyre om Grieg Seafood ASA 2009. Sist lest: 29.05.13
http://www.griegseafood.no/uploads/Brosjyrer/GSF_brochure2010_LOW.pdf
- [6] Brosjyre om Grieg Seafood ASA 2013. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/138681/R/1684310/551489.pdf>
- [7] Ledelsen i Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://www.griegseafood.no/default.aspx?pageId=35>
- [8] Styret i Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://www.griegseafood.no/default.aspx?pageId=131>
- [9] Aksjonærliste for Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://www.griegseafood.no/financial.aspx?pageId=39>
- [10] Eierstyring og selskapsledelse i Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://www.griegseafood.no/financial.aspx?pageId=10>
- [11] Vedtekter for Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://www.griegseafood.no/financial.aspx?pageId=43>
- [12] Grieg Seafood Finnmark. Sist lest: 29.05.13
<http://www.griegseafood.no/default.aspx?pageId=8>

- [13] Grieg Seafood Rogaland. Sist lest: 29.05.13
<http://www.griegseafood.no/default.aspx?pageId=7>
- [14] Grieg Seafood British Columbia. Sist lest: 29.05.13
<http://www.griegseafood.no/default.aspx?pageId=9>
- [15] Grieg Seafood Hjalmland. Sist lest: 29.05.13
<http://www.griegseafood.no/default.aspx?pageId=53>
- [16] Årsrapport 2008, Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/138681/R/1338611/319465.pdf>
- [17] Årsrapport 2009, Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/138681/R/1410769/363955.pdf>
- [18] Årsrapport 2010, Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/138681/R/1511043/447358.pdf>
- [19] Årsrapport 2011, Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/138681/R/1606308/509118.pdf>
- [20] Kvartalsrapport Q4 2012, Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/138681/R/1678473/547880.pdf>
- [21] Aksjeinformasjon Lerøy Seafood Group. Sist lest: 29.05.13
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=LSG
- [22] Aksjeinformasjon Marine Harvest Group. Sist lest: 29.05.13
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=MHG
- [23] Brosjyre om Blue Silver, Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
http://www.griegseafood.no/docs/Brouchure_BlueSilverSalmon_17.04.2008.pdf
- [24] Aksjeinformasjon Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=GSF
- [25] Definisjon *covenants*. Sist lest: 29.05.13
<https://www.lederkilden.no/oppslag/ordliste/covenants>

- [26] Regnskapsmessig behandling av *covenants*. Sist lest: 29.05.13
<http://www.magma.no/hva-med-regnskapet-i-tider-med-oekonomisk-uro>
- [27] Årsgjennomsnitt av statsobligasjoner. Sist lest: 29.05.13
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- [28] Årsgjennomsnitt av NIBOR. Sist lest: 29.05.13
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-nominell-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-data/>
- [29] Økonomiske utsikter DNB. Sist lest: 29.05.13
<https://www.dnb.no/portalfont/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR130116.pdf?popup=true>
- [30] IAS 41: Verdijustering av biomasse. Sist lest: 29.05.13
<http://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>
- [31] Om tilbakekjøp av egne aksjer. Sist lest: 29.05.13
<http://www.bi.no/forskning/Nyheter/Nyhetsarkiv-2004/Tilbakekjop-av-aksjer-i-Norge/>
- [32] OB Match, likviditetssegment. Sist lest: 29.05.13
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockList?newt_list=OB-Match&newt__menuCtx=1.1.2
- [33] PwC, markedsrisikopremie. Sist lest: 29.05.13
<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risiko-pdf.pdf>
- [34] Definisjon av finansbegreper. Sist lest: 29.05.13
<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Minileksikon>
- [35] Brosjyre, Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/138681/R/1357615/330324.pdf>
- [36] Fremtidens lakseoppdrett. Sist lest: 29.05.13
http://www.teknologiradet.no/Lakserapport_medforside_sIpyt.pdf.file

- [37] Om lakseoppdrett. Sist lest: 29.05.13
<http://laksefakta.no/nokkelinfo.html>
- [38] Om laksens livssyklus. Sist lest: 29.05.13
<http://laksefakta.no/nokkelinfo/laksens-livssyklus.html>
- [39] Konsepsjoner. Sist lest: 29.05.13
<http://www.lovdata.no/for/sf/fi/xi-20041222-1798.html>
- [40] Fôrprodusent Ewos. Sist lest: 29.05.13
<http://www.ewos.com/wps/wcm/connect/ewos-content-norway/ewos-norway>
- [41] Fôrprodusent BioMar. Sist lest: 29.05.13
<http://www.biomar.com/no/BioMar-Norge/Fiskearter--Produkter/LaksOrret/>
- [42] Fôrprodusent Skretting. Sist lest: 29.05.13
<http://www.skretting.no/internet/SkrettingNorway/webInternet.nsf/wprId/5B29A0927CB60DC5C12573EE0027F13A!OpenDocument>
- [43] Kosthold, fisk. Sist lest: 29.05.13
<http://helsenorge.no/Helseogsunnhet/Sider/Spis-fisk-oftere.aspx>
- [44] Håndbok for oppdrettsnæringen. Sist lest: 29.05.13
http://www.marineharvest.com/PageFiles/1296/2012%20Salmon%20Handbook%2018.juli_h%C3%B8y%20tl.pdf
- [45] Årsrapport 2012 Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/138681/R/1696258/558589.pdf>
- [46] Oppdrettslokaliteter. Sist lest: 29.05.13
<http://www.fhl.no/getfile.php/DOKUMENTER/Roy%20R%20Nordnorsk%20havbruk%20slag%202023%20mai%202012.pdf>
- [47] Om Ocean Quality. Sist lest: 29.05.13
<http://www.oceanquality.no/>
- [48] Selskapsinfo, Ocean Quality. Sist lest: 29.05.13
<http://www.purehelp.no/company/details/oceanqualityas/894729252>

- [49] OSEBX. Sist lest: 29.05.13
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexOverview?newt__ticker=OSEBX
- [50] Aksjeinformasjon SalMar. Sist lest: 29.05.13
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=SALM
- [51] Aksjeinformasjon Cermaq. Sist lest: 29.05.13
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=CEQ
- [52] Aksjeinformasjon Bakkafrost. Sist lest: 29.05.13
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=BAKKA
- [53] Aksjeinformasjon Morpol. Sist lest: 29.05.13
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=MORPOL
- [54] Laksepriser. Sist lest: 29.05.13
<https://www.ssb.no/statistikkbanken/selectvarval/Define.asp?subjectcode=&ProductId=&MainTable=EksLaksUke&nvl=&PLanguage=0&nyTmpVar=true&CMSSubjectArea=utenriksokonomi&KortNavnWeb=laks&StatVariant=&checked=true>
- [55] Om Grieg Group. Sist lest: 29.05.13
<http://grieg.no/about>
- [56] Nøkkeltall 2011, Grieg Group. Sist lest: 29.05.13
<http://grieg.no/reports/gg2011/financial-statements/>
- [57] Markedsmakt i oppdrettsbransjen. Sist lest: 29.05.13
http://uit.no/ansatte/organisasjon/nyhetsartikkel?p_document_id=257456&p_dimension_id=88166&p_menu=28723&p_lang=2
- [58] Markedsmakt i oppdrettsbransjen. Sist lest: 29.05.13
<http://www.nofima.no/nyhet/2011/08/-lakseprodusenter-har-lite-markedsmakt>
- [59] Årsrapport 2012, SalMar. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/138695/R/1697771/559609.pdf>
- [60] Årsrapport 2012, Marine Harvest. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/209/R/1696633/558857.pdf>

- [61] Årsrapport 2012, Lerøy Seafood Group. Sist lest: 29.05.13
<http://www.leroyseafood.com/Global/Finans/Dokumenter/Rapporter/%C3%85rsrappo rter/Norsk%20%C3%A5rsrapport%202012.pdf>
- [62] Årsrapport 2012, Bakkafrost. Sist lest: 29.05.13
<http://bakkafrost.com/upload/meeting/annual%20and%20consolidated%20accounts %202012.pdf>
- [63] Årsrapport 2012, Morpol. Sist lest: 29.05.13
http://morpol.com/files/public/pdf/morpol_rr_2012_30_04_final2.pdf
- [64] Årsrapport 2012, Cermaq. Sist lest: 29.05.13
http://www.rapport2012.cermaq.no/media/27751/2-cermaq_aarsregnskap_2012.pdf
- [65] Aksjograf, Grieg Seafood ASA. Sist lest: 29.05.13
http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt_ticker=GSF&newt_men uCtx=1.1.20
- [66] Årsrapport 2010, Lerøy Seafood Group. Sist lest: 29.05.13
<http://www.leroyseafood.com/Global/Finans/Dokumenter/Rapporter/%C3%85rsrappo rter/Ler%C3%B8y-2010-NO%20web.pdf>
- [67] Årsrapport 2010, Marine Harvest. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/209/R/1507169/442027.pdf>
- [68] Årsrapport 2010, SalMar. Sist lest: 29.05.13
<http://hugin.info/138695/R/1510833/446008.pdf>
- [69] Aswath Damodarans webside. Sist lest: 29.05.13
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [70] Akvakultur-tillatelser. Sist lest: 29.05.13
<http://www.fiskeridir.no/register/akvareg/>
- [71] Nøkkeltall fra havbruksnæringen, 2011. Sist lest: 30.05.13
<http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/statistiske-publikasjoner/noekkel tall-fra-norsk-havbruksnaering>

[72] Pengepolitisk rapport Q1 2013. Sist lest: 30.05.13
http://www.norges-bank.no/pages/93632/PPR_1_13.pdf

Personer:

[P1] Trude Elisabeth Østvedt, CAO/Grieg Seafood ASA.

Vedlegg

Vedlegg 01: Oversikt over verdjustering av biomasse Grieg

Verdjustering av biomasse

i NOK 1000

	2008	2009	2010	2011	2012
Biologiske eiendeler 01.01	1 067 574	1 073 341	1 367 061	1 564 046	1 404 933
Valutaomregningsdifferanser	-10 596	-44 394	11 076	8 592	-23 548
Økning som følge av kjøp av fisk	130 667	289 488	-158	-2 919	-
Økning som følge av produksjon	1 065 726	1 060 106	1 425 193	1 701 047	1 639 649
Økning som følge av virksomhetsovertakelse	-	-	-	45 247	-
Reduksjon som følge av salg/slaking/dødelighet	-1 146 408	-1 127 177	-1 438 368	-1 504 576	-1 807 105
Verdjustering 01.01	-126 312	-92 690	-208 388	-407 625	-19 985
Verdjustering ifm virksomhetsovertakelse	-	-	-	-18 863	-
Verdjustering 31.12	92 690	208 388	407 625	19 985	116 199
Balanseført verdi biologiske eiendeler 31.12.	1 073 341	1 367 061	1 564 041	1 404 934	1 310 142
Verdjustering av biologiske eiendeler			199 507	-396 474	98 063
Gevinst og tap fra priskontrakter			8 122	1 294	-
Verdi justering biologiske eiendeler	-35 747	115 276	207 629	-395 180	98 063
(inkl. virkelig verdi av prissikringskontrakter)					

Vedlegg 02: Mellomregninger til fremtidsbudsjetteringen

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	178	945	557	1 307	1 337	1 133	1 149	1 167	1 188	1 211	1 235	1 261	1 287	1 314	1 342
i prosent av driftsinntektene	0,012 %	0,059 %	0,023 %	0,063 %	0,065 %										
= Finansielle Anleggsmidler	178	945	557	1 307	1 337	1 133	1 149	1 167	1 188	1 211	1 235	1 261	1 287	1 314	1 342
Derivater og andre finansielle instrumenter	8 243	20 350	-	1 178	-	708	718	729	742	757	772	788	804	821	839
i prosent av driftsinntektene	0,56 %	1,26 %	0,00 %	0,06 %	0,00 %										
Kontanter og kontantekvivalenter (Residualpost)	68 146	139 778	143 727	152 622	239 885	267 227	234 167	216 862	70 162	-46 985	-234 915	-315 233	-535 083	-657 243	-925 146
i prosent av driftsinntektene	4,61 %	8,67 %	5,86 %	7,41 %	11,63 %										
= Finansielle Omløpsmidler	76 389	160 128	143 727	153 800	239 885										

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Opptjent egenkapital forrige år	1 265 293	1 118 105	1 111 003	1 091 480	1 070 587	1 047 452	1 021 430	989 719	954 079	916 093	875 442
+ Netto årsresultat i år	-147 188	23 674	65 075	69 643	77 118	86 741	105 702	118 801	126 618	135 504	145 088
- Utbytte i år (30 %)	-	7 102	19 523	20 893	23 135	26 022	31 710	35 640	37 985	40 651	43 526
= Opptjent egenkapital i år	1 118 105	1 111 003	1 091 480	1 070 587	1 047 452	1 021 430	989 719	954 079	916 093	875 442	831 916

	2008	2009	2010	2011	2012	gj.smt.	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Lønns- og personalkostnader	165 148	193 300	238 409	238 382	276 103		217 865	232 542	236 262	252 541	257 465	275 120	280 733	299 598	305 890	325 956
Pensjonsforpliktelse	4 161	1 927	2 051	1 557	1 110		4 357	4 651	4 725	5 051	5 149	5 502	5 615	5 992	6 118	6 519
i prosent av lønns- og personalkostnader	2,52 %	1,00 %	0,86 %	0,65 %	0,40 %	1,09 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %

Avdragsprofil langsiktig gjeld	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	Deretter	Sum
Lån	111 155	103 419	844 545	1 465	-	-	1 060 583
Finansielle leiekontrakter	44 732	35 748	27 031	26 927	25 135	41 306	200 880
Sum	155 887	139 167	871 576	28 392	25 135	41 306	1 261 463

	Historiske tall ----->					Eksplisitt prognoseperiode ----->										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Finansinntekter	18 958	138 319	62 265	56 306	2 260	55 622	62 954	47 881	45 005	42 744	50 841	49 885	47 271	47 149	47 578	
- Finanskostnader	252 223	89 607	51 882	61 963	111 520	113 439	85 682	84 897	91 500	97 408	94 585	90 815	91 841	93 230	93 576	
= Netto finansposter	-233 265	48 712	10 383	-5 657	-109 260	-57 817	-22 728	-37 016	-46 496	-54 663	-43 744	-40 929	-44 570	-46 080	-45 997	

Vedlegg 03: Input ved beregning etter Damodarans regneark

Current Financial Information (Enter the most recent information you can find; if possible, use trailing 12-month data)

I. Income Statement

Current EBIT =	\$ (93 099,00)
Current Interest Expense =	\$ 111 520,00
Current Capital Spending	\$ 189 347,00
Current Depreciation and Amortization	\$ 161 345,00
Current Revenues =	\$ 2 050 065,00

II. Balance Sheet

	This period	Last period
Current Non-cash Working Capital =	\$ 1 285 951,00	#####
Book Value of Debt =	\$ 1 530 000,00	1444000
Book Value of Equity =	\$ 1 513 000,00	1690000
Cash & Marketable Securities =	\$ 239 885,00	
Non-operating Assets	\$ 2 277 267,00	

III. Tax Information

NOL carried forward =	\$ 125 059,00
Marginal tax rate =	28,00 %

Adjustments to Current Financial Information

Do you have any operating leases?	Yes
Does your firm have R&D expenses?	No
Are there any other operating expenses to be capitalized?	No

Discount Rate Inputs

Current Beta =	1,16
Current Cost of Borrowing =	5,12 %
Current Market Value of Debt =	\$ 1 744 109,00

Expectations for the future

Do you want to enter the growth rate in revenues each year?	Yes
If no, Compounded Annual Growth Rate in Revenues for next 10 years:	0,00 %
Do you want me to use current working capital as percent of revenues for the future?	Yes
If not, enter non-cash working capital as a percent of revenues in future periods	0,00 %
How would you like capital expenditures to be estimated?	1
If you would chose 3, enter the sales to capital ratio that you would like maintained	-

Stable Growth Inputs

Expected Growth Rate in perpetuity =	3 %	Speed of convergence
Expected Operating Margin =	5,00 %	1,5
Expected Debt to Capital(MV) Ratio for the firm =	80,00 %	
Expected Beta =	1,11	
Expected Cost of Debt =	5,12 %	
Return on Capital for the firm =	5,96 %	

Per Share Inputs

Number of Shares outstanding =	111662
Current Stock Price =	\$ 12,35
Does your firm have equity options outstanding?	No
If yes, enter the number of options outstanding =	0
and the average exercise price of the options outstanding =	0
and the average maturity of the options outstanding =	0
and the standard deviation in the firm's stock price =	0 %

General Information

Current long term government bond rate =	1,59 %
Estimated Market Risk Premium =	6,55 %

Relative Valuation

If you want to do a relative valuation of your firm, enter these inputs:

Year on which multiple is to be applied =	0
Value to Sales multiple in that year =	0

Vedlegg 04: Resultater fra Damodarans regneark

	Base	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal Year
Revenue Growth Rate		1,20 %	1,40 %	1,75 %	1,95 %	2,00 %	2,04 %	2,08 %	2,12 %	2,16 %	2,20 %	2,5 %
Revenues	\$2 050 065	\$2 074 666	\$2 103 711	\$2 140 526	\$2 182 266	\$2 225 912	\$2 271 320	\$2 318 564	\$2 367 717	\$2 418 860	\$2 472 075	\$2 533 877
Operating Margin		-4,54 %	-0,72 %	1,57 %	2,94 %	3,76 %	4,55 %	4,73 %	4,84 %	4,90 %	4,94 %	5,00 %
EBIT	-\$93 096	-\$15 035	\$32 927	\$62 912	\$82 129	\$94 781	\$103 455	\$109 736	\$114 591	\$118 617	\$122 178	\$126 694
Taxes	\$0	\$0	\$0	\$0	\$10 605	\$26 539	\$28 967	\$30 726	\$32 086	\$33 213	\$34 210	\$35 474
EBIT(1-t)	-\$93 096	-\$15 035	\$32 927	\$62 912	\$71 524	\$68 242	\$74 488	\$79 010	\$82 506	\$85 404	\$87 968	\$91 220
+ Depreciation	\$161 345	\$164 491	\$167 781	\$171 204	\$174 765	\$178 470	\$182 325	\$186 336	\$190 494	\$195 769	\$200 663	\$205 660
- Capital Expenditures	\$189 347	\$191 619	\$194 302	\$197 702	\$201 557	\$205 568	\$209 782	\$214 146	\$218 686	\$223 409	\$228 324	\$205 177
- Chg WC	-\$160 069	\$15 431	\$18 219	\$23 093	\$26 183	\$27 378	\$28 484	\$29 635	\$30 833	\$32 080	\$33 380	\$38 767
FCFF	\$28 971	-\$57 594	-\$11 813	\$13 321	\$18 549	\$13 746	\$18 546	\$21 565	\$23 982	\$25 684	\$26 927	\$52 956
NOL	\$125 059	\$140 094	\$107 167	\$44 254	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Terminal Value												\$2 384 110

Cost of Capital Calculations

Tax Rate	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	12,91 %	28,00 %	28,00 %	28,00 %	28,00 %	28,00 %	28,00 %	28,00 %
Debt Ratio	55,85 %	55,85 %	55,85 %	55,85 %	55,85 %	55,85 %	60,68 %	61,88 %	63,90 %	67,92 %	80,00 %	80,00 %
Beta	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,15	1,14	1,13	1,12	1,11	1,11
Cost of Equity	9,19 %	9,19 %	9,19 %	9,19 %	9,19 %	9,19 %	9,12 %	9,06 %	8,99 %	8,93 %	8,86 %	8,86 %
Cost of Debt	5,12 %	5,12 %	5,12 %	5,12 %	5,12 %	5,12 %	5,12 %	5,12 %	5,12 %	5,12 %	5,12 %	5,12 %
After-tax cost of debt	5,12 %	5,12 %	5,12 %	5,12 %	4,46 %	3,69 %	3,69 %	3,69 %	3,69 %	3,69 %	3,69 %	3,69 %
Cost of Capital	6,92 %	6,92 %	6,92 %	6,92 %	6,55 %	6,12 %	5,82 %	5,73 %	5,60 %	5,37 %	4,72 %	4,72 %

Computed Variables (These are measures of how efficiently your firm is investing over time)

Total Capital Invested	\$ 3 043 000,00	\$ 3 085 559	\$ 3 130 299	\$3 179 891	\$ 3 232 866	\$ 3 287 362	\$ 3 343 303	\$ 3 400 748	\$ 3 459 272	\$ 3 518 993	\$ 3 580 034	\$ 3 618 297
Reinvestment Rate	NMF	NMF	135,88 %	78,83 %	74,07 %	79,86 %	72,27 %	70,38 %	67,22 %	60,90 %	41,95 %	41,95 %
Increase in Revenue/Capital		0,58	0,65	0,74	0,79	0,80	0,81	0,82	0,84	0,86	0,87	1,62
Return on Capital		-0,49 %	1,07 %	2,01 %	2,25 %	2,11 %	2,27 %	2,36 %	2,43 %	2,47 %	2,50 %	5,96 %

Present Value Calculations

Cumulative WACC	1,06916204	1,143107461	1,2221671	1,302182361	1,381818653	1,462296721	1,54613677	1,632746699	1,720378153	1,801600099		
Present Value of FCFF	\$ (53 869)	\$ (10 334)	\$ 10 900	\$ 14 245	\$ 9 948	\$ 12 683	\$ 13 948	\$ 14 688	\$ 14 929	\$ 14 946		
Present Value of Terminal Value												\$ 1 323 328

Vedlegg 05: Inputskjema ved beregning av AG-treet til Grieg

RESULTATREGNSKAP

	2009	2010	2011	B 2012
A Salgsinntekter	1 612 619	2 446 490	2 046 991	2 050 065
B Vareforbruk	742 496	942 530	889 677	1 202 314
C Bruttofortjeneste	870 123	1 503 960	1 157 314	847 751
D Annen driftsinntekt	0	4 747	13 704	12 744
E Sum driftsinntekter	870 123	1 508 707	1 171 018	860 495
F Personalkostnader	193 300	238 409	238 382	276 103
G Annen driftskostnad	410 541	592 752	603 585	642 374
H Avskrivninger	121 309	119 997	140 206	161 345
I Tap på fordringer				
J Driftsresultat	144 973	557 549	188 845	-219 327
K Finanskostnader	89 606	51 882	61 963	111 520
L Finansinntekter	136 333	54 675	31 141	3 173
M Resultat før skatt	191 700	560 342	158 023	-327 674
N Skattekostnad	86 640	226 727	-72 064	-55 170
O Ordinært resultat	105 060	333 615	230 087	-272 504
P Eks.ord. kostn				
Q Årsresultat	105 060	333 615	230 087	-272 504

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

BALANSEREGNSKAP

EIENDELER (AKTIVA)	2009	2010	2011	B 2012
a Immaterielle eiendeler	911 501	1 019 870	1 097 587	1 085 648
b Varige driftsmidler	819 110	923 546	1 126 699	1 141 317
c Finansielle anl.midler	16 487	39 420	40 001	51 639
d Anleggsmidler	1 747 098	1 982 836	2 264 287	2 278 604
e Varelager	1 416 241	1 622 450	1 472 289	1 375 834
f Debitorer	245 103	308 615	281 821	175 956
g Andre korts. inv.	20 350	0	1 178	0
h Kasse, bankinnskudd	139 778	143 727	152 622	239 885
i Omløpsmidler	1 821 472	2 074 792	1 907 910	1 791 675
j Sum eiendeler	3 568 570	4 057 628	4 172 197	4 070 279

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

GJELD OG EGENKAPITAL		2009	2010	2011	B 2012
k	Innskutt egenkapital	446 648	446 648	446 648	446 648
l	Opptjent egenkapital	941 321	1 550 338	1 261 789	1 089 422
m	Egenkapital	1 387 969	1 996 986	1 708 437	1 536 070
n	Pensjonsforpl. etc.	1 927	2 051	1 557	1 110
o	Utsatt skatt	331 995	531 498	486 702	426 781
p	Avs. for forpl.				
q	Pantegjeld	909 586	815 542	772 355	1 109 154
r	Øvrig langsiktig gjeld	2 042	9 137	2 895	9 267
s	Langsiktig gjeld	1 245 550	1 358 228	1 263 509	1 546 312
t	Kassekreditt	482 929	260 000	700 000	500 000
u	(Limit kassekreditt)				
v	Offentlig kortsiktig gjeld	13 869	25 104	16 072	19 720
w	Annen kortsiktig gjeld	438 193	417 310	484 180	468 178
x	Kortsiktig gjeld	934 991	702 414	1 200 252	987 898
y	Sum gjeld og egenkapital	3 568 510	4 057 628	4 172 198	4 070 280

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

LØNNSOMHET

LØNNSOMHET		2009	2010	2011	B 2012
AG	Avkastningsgrad	7,9 %	15,1 %	5,3 %	-5,3 %
RG	Resultatgrad	17,4 %	25,0 %	10,7 %	-10,5 %
EO	Eiendelenes oml.hastig.	0,45	0,60	0,49	0,51

LIKVIDITET		2009	2010	2011	B 2012
	Likviditetsgrad	194,8 %	295,4 %	159,0 %	181,4 %
	Likviditetsreserve	-343 151	-116 273	-547 378	-260 115

SOLIDITET		2009	2010	2011	B 2012
	Egenkapitalandel	38,9 %	49,2 %	40,9 %	37,7 %

ØVRIGE NØKKELTALL		2009	2010	2011	B 2012
BFA	Br.fortjenesteandel	54,0 %	61,5 %	56,5 %	41,4 %
PKA	Pers.kostnadsandel	22,2 %	15,9 %	20,6 %	32,6 %
AØD	Andel øvrig driftskostnad	47,2 %	39,4 %	52,2 %	75,8 %
VO	Varelagerets oml.hast.	0,5	0,6	0,6	0,9
DO	Debitorenes oml.hast.	0,0	0,0	0,0	0,0
AO	Anleggsmidlenes oml.h.	0,9	1,2	0,9	0,9

Vedlegg 06: Inputskjema ved beregning av AG-treet til SalMar

RESULTATREGNSKAP

	2009	2010	2011	B 2012
A Salgsinntekter	2 376 262	3 399 868	3 800 204	4 180 414
B Vareforbruk	1 136 878	1 611 683	1 977 268	2 324 759
C Bruttofortjeneste	1 239 384	1 788 185	1 822 936	1 855 655
D Annen driftsinntekt	1 042	29 564	33 299	24 377
E Sum driftsinntekter	1 240 426	1 817 749	1 856 235	1 880 032
F Personalkostnader	265 517	313 290	391 745	483 215
G Annen driftskostnad	311 973	402 453	705 891	885 993
H Avskrivninger	66 578	93 962	132 000	169 621
I Tap på fordringer	0	0	0	0
J Driftsresultat	596 358	1 008 044	626 599	341 203
K Finanskostnader	33 197	64 528	123 201	177 397
L Finansinntekter	30 396	24 134	8 050	53 133
M Resultat før skatt	593 557	967 650	511 448	216 939
N Skattekostnad	163 217	302 667	13 106	127 062
O Ordinært resultat	430 340	664 983	498 342	89 877
P Eks.ord. kostn				
Q Årsresultat	430 340	664 983	498 342	89 877

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

BALANSEREGNSKAP

EIENDELER (AKTIVA)	2009	2010	2011	B 2012
a Immaterielle eiendeler	1 141 374	1 713 482	1 917 100	2 135 500
b Varige driftsmidler	533 286	872 035	1 126 445	1 269 803
c Finansielle anl.midler	287 157	884 412	926 262	970 856
d Anleggsmidler	1 961 817	3 469 929	3 969 807	4 376 159
e Varelager	1 114 694	1 709 907	1 648 724	2 289 895
f Debitorer	325 401	545 973	650 273	906 445
g Andre korts. inv.	0	0	0	0
h Kasse, bankinnskudd	148 424	107 062	47 621	55 336
i Omløpsmidler	1 588 519	2 362 942	2 346 618	3 251 676
j Sum eiendeler	3 550 336	5 832 871	6 316 425	7 627 835

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

GJELD OG EGENKAPITAL		2009	2010	2011	B 2012
k	Innskutt egenkapital	158 734	163 964	176 642	493 243
l	Opptjent egenkapital	1 541 072	2 305 402	2 037 969	2 474 470
m	Egenkapital	1 699 806	2 469 366	2 214 611	2 967 713
n	Pensjonsforpl. etc.	5 784	1 714	1 213	528
o	Utsatt skatt	498 508	787 188	738 475	872 398
p	Avs. for forpl.	0	0	0	0
q	Pantegjeld	746 071	1 760 567	2 028 537	2 098 240
r	Øvrig langsiktig gjeld	68 070	108 606	173 460	125 188
s	Langsiktig gjeld	1 318 433	2 658 075	2 941 685	3 096 354
t	Kassekreditt	322 467	401 473	914 556	1 359 053
u	(Limit kassekreditt)	0	0	0	0
v	Offentlig kortsiktig gjeld	166 003	197 111	119 379	50 200
w	Annen kortsiktig gjeld	43 627	106 845	126 195	153 515
x	Kortsiktig gjeld	532 097	705 429	1 160 130	1 562 768
y	Sum gjeld og egenkapital	3 550 336	5 832 870	6 316 426	7 626 835

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

LØNNSOMHET

LØNNSOMHET		2009	2010	2011	B 2012
AG	Avkastningsgrad	17,7 %	17,7 %	10,0 %	5,2 %
RG	Resultatgrad	26,4 %	30,1 %	16,6 %	9,4 %
EO	Eiendelenes oml.hastig.	0,67	0,59	0,61	0,55

LIKVIDITET		2009	2010	2011	B 2012
	Likviditetsgrad	298,5 %	335,0 %	202,3 %	208,1 %
	Likviditetsreserve	-174 043	-294 411	-866 935	-1 303 717

SOLIDITET		2009	2010	2011	B 2012
	Egenkapitalandel	47,9 %	42,3 %	35,1 %	38,9 %

ØVRIGE NØKKELTALL		2009	2010	2011	B 2012
BFA	Br.fortjenesteandel	52,2 %	52,6 %	48,0 %	44,4 %
PKA	Pers.kostnadsandel	21,4 %	17,5 %	21,5 %	26,0 %
AØD	Andel øvrig driftskostnad	25,2 %	22,5 %	38,7 %	47,7 %
VO	Varelagerets oml.hast.	1,0	0,9	1,2	1,0
DO	Debitorenes oml.hast.	0,0	0,0	0,0	0,0
AO	Anleggsmidlenes oml.h.	1,2	1,0	1,0	1,0

Vedlegg 07: Inputskjema ved beregning av AG-treet til Marine Harvest

RESULTATREGNSKAP

	2009	2010	2011	B 2012
A Salgsinntekter	14 651 200	15 281 200	16 132 800	15 463 500
B Vareforbruk	8 828 300	7 780 700	8 398 600	9 666 500
C Bruttofortjeneste	5 822 900	7 500 500	7 734 200	5 797 000
D Annen driftsinntekt	69 500	202 000	8 500	88 300
E Sum driftsinntekter	5 892 400	7 702 500	7 742 700	5 885 300
F Personalkostnader	2 167 400	2 202 500	2 177 800	2 418 600
G Annen driftskostnad	1 448 200	1 453 800	2 063 200	2 163 600
H Avskrivninger	687 700	653 000	666 700	677 200
I Tap på fordringer				
J Driftsresultat	1 589 100	3 393 200	2 835 000	625 900
K Finanskostnader	392 900	575 600	405 800	702 800
L Finansinntekter	705 700	366 700	579 300	523 300
M Resultat før skatt	1 901 900	3 184 300	3 008 500	446 400
N Skattekostnad	358 300	1 143 900	261 700	376 500
O Ordinært resultat	1 543 600	2 040 400	2 746 800	69 900
P Eks.ord. kostn				
Q Årsresultat	1 543 600	2 040 400	2 746 800	69 900

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

BALANSEREGNSKAP

EIENDELER (AKTIVA)	2009	2010	2011	B 2012
a Immaterielle eiendeler	7 742 600	7 805 600	8 006 800	7 738 900
b Varige driftsmidler	4 260 800	4 660 900	4 950 500	4 931 600
c Finansielle anl.midler	638 900	803 100	742 300	1 729 100
d Anleggsmidler	12 642 300	13 269 600	13 699 600	14 399 600
e Varelager	5 361 100	7 278 100	6 285 200	6 207 900
f Debitorer	1 672 100	1 844 900	1 914 900	1 782 000
g Andre korts. inv.	551 600	817 200	609 800	592 700
h Kasse, bankinnskudd	172 200	319 000	279 100	335 300
i Omløpsmidler	7 757 000	10 259 200	9 089 000	8 917 900
j Sum eiendeler	20 399 300	23 528 800	22 788 600	23 317 500

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

GJELD OG EGENKAPITAL		2009	2010	2011	B 2012
k	Innskutt egenkapital	11 621 400	9 915 400	10 766 300	11 619 700
l	Opptjent egenkapital	-205 900	2 584 800	75 800	69 000
m	Egenkapital	11 415 500	12 500 200	10 842 100	11 688 700
n	Pensjonsforpl. etc.	0	0	0	0
o	Utsatt skatt	1 142 600	2 237 900	2 351 900	2 543 700
p	Avs. for forpl.	0	0	0	0
q	Pantegjeld	5 116 900	5 107 300	6 589 400	5 337 500
r	Øvrig langsiktig gjeld	99 800	571 100	99 300	414 700
s	Langsiktig gjeld	6 359 300	7 916 300	9 040 600	8 295 900
t	Kassekreditt	1 470 100	1 879 900	1 638 800	1 830 300
u	(Limit kassekreditt)				
v	Offentlig kortsiktig gjeld	50 800	49 700	86 600	26 200
w	Annen kortsiktig gjeld	1 048 600	1 112 200	1 180 300	1 475 400
x	Kortsiktig gjeld	2 569 500	3 041 800	2 905 700	3 331 900
y	Sum gjeld og egenkapital	20 344 300	23 458 300	22 788 400	23 316 500

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

LØNNSOMHET

LØNNSOMHET		2009	2010	2011	B 2012
AG	Avkastningsgrad	11,2 %	16,0 %	15,0 %	4,9 %
RG	Resultatgrad	15,6 %	24,3 %	21,2 %	7,4 %
EO	Eiendelenes oml.hastig.	0,72	0,66	0,71	0,67

LIKVIDITET		2009	2010	2011	B 2012
	Likviditetsgrad	301,9 %	337,3 %	312,8 %	267,7 %
	Likviditetsreserve	-1 297 900	-1 560 900	-1 359 700	-1 495 000

SOLIDITET		2009	2010	2011	B 2012
	Egenkapitalandel	56,0 %	53,1 %	47,6 %	50,1 %

ØVRIGE NØKKELTALL		2009	2010	2011	B 2012
BFA	Br.fortjenesteandel	39,7 %	49,1 %	47,9 %	37,5 %
PKA	Pers.kostnadsandel	37,2 %	29,4 %	28,2 %	41,7 %
AØD	Andel øvrig driftskostnad	24,9 %	19,4 %	26,7 %	37,3 %
VO	Varelagerets oml.hast.	1,6	1,1	1,3	1,6
DO	Debitorenes oml.hast.	0,0	0,0	0,0	0,0
AO	Anleggsmidlenes oml.h.	1,2	1,2	1,2	1,1

Vedlegg 08: Inputskjema ved beregning av AG-treet til Lerøy

RESULTATREGNSKAP

	2009	2010	2011	B 2012
A Salgsinntekter	7 473 807	8 887 671	9 176 873	9 102 941
B Vareforbruk	5 042 424	5 612 160	5 866 180	6 442 319
C Bruttofortjeneste	2 431 383	3 275 511	3 310 693	2 660 622
D Annen driftsinntekt	0	0	0	0
E Sum driftsinntekter	2 431 383	3 275 511	3 310 693	2 660 622
F Personalkostnader	690 477	777 845	967 789	1 031 873
G Annen driftskostnad	586 743	691 791	858 107	853 884
H Avskrivninger	204 007	219 624	271 899	324 768
I Tap på fordringer	0	0	0	0
J Driftsresultat	950 156	1 586 251	1 212 898	450 097
K Finanskostnader	101 048	86 749	126 344	132 092
L Finansinntekter	14 943	20 477	44 460	36 939
M Resultat før skatt	864 051	1 519 979	1 131 014	354 944
N Skattekostnad	257 137	510 952	156 311	182 479
O Ordinært resultat	606 914	1 009 027	974 703	172 465
P Eks.ord. kostn				
Q Årsresultat	606 914	1 009 027	974 703	172 465

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

BALANSEREGNSKAP

EIENDELER (AKTIVA)	2009	2010	2011	B 2012
a Immaterielle eiendeler	2 959 611	3 847 760	3 878 873	3 972 053
b Varige driftsmidler	1 225 399	1 586 334	1 836 384	2 094 539
c Finansielle anl.midler	312 474	373 679	367 340	379 489
d Anleggsmidler	4 497 484	5 807 773	6 082 597	6 446 081
e Varelager	2 094 873	2 997 112	2 698 983	3 051 166
f Debitorer	1 006 861	1 190 214	1 083 017	1 194 465
g Andre korts. inv.				
h Kasse, bankinnskudd	707 989	1 357 096	1 597 250	1 082 707
i Omløpsmidler	3 809 723	5 544 422	5 379 250	5 328 338
j Sum eiendeler	8 307 207	11 352 195	11 461 847	11 774 419

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

GJELD OG EGENKAPITAL		2009	2010	2011	B 2012
k	Innskutt egenkapital	2 661 180	3 322 485	3 320 868	3 435 318
l	Opptjent egenkapital	1 639 076	2 671 798	2 476 898	2 528 638
m	Egenkapital	4 300 256	5 994 283	5 797 766	5 963 956
n	Pensjonsforpl. etc.	14 990	9 025	7 812	7 646
o	Utsatt skatt	834 877	1 260 028	1 083 693	1 230 458
p	Avs. for forpl.	0	0	0	0
q	Pantegjeld	1 504 707	2 221 701	2 429 365	2 402 770
r	Øvrig langsiktig gjeld	826	1 312	7 168	44 788
s	Langsiktig gjeld	2 355 400	3 492 066	3 528 038	3 685 662
t	Kassekreditt	1 262 101	1 072 334	1 466 142	1 738 561
u	(Limit kassekreditt)				
v	Offentlig kortsiktig gjeld	1 249 222	469 545	384 491	155 840
w	Annen kortsiktig gjeld	240 228	323 976	285 410	230 400
x	Kortsiktig gjeld	2 751 551	1 865 855	2 136 043	2 124 801
y	Sum gjeld og egenkapital	9 407 207	11 352 204	11 461 847	11 774 419

* Alle tall er oppgitt i hele tusen

LØNNSOMHET

LØNNSOMHET		2009	2010	2011	B 2012
AG	Avkastningsgrad	11,6 %	14,2 %	11,0 %	4,1 %
RG	Resultatgrad	12,9 %	18,1 %	13,7 %	5,4 %
EO	Eiendelenes oml.hastig.	0,90	0,78	0,80	0,77

LIKVIDITET		2009	2010	2011	B 2012
	Likviditetsgrad	138,5 %	297,2 %	251,8 %	250,8 %
	Likviditetsreserve	-554 112	284 762	131 108	-655 854

SOLIDITET		2009	2010	2011	B 2012
	Egenkapitalandel	51,8 %	52,8 %	50,6 %	50,7 %

ØVRIGE NØKKELTALL		2009	2010	2011	B 2012
BFA	Br.fortjenesteandel	32,5 %	36,9 %	36,1 %	29,2 %
PKA	Pers.kostnadsandel	28,4 %	23,7 %	29,2 %	38,8 %
AØD	Andel øvrig driftskostnad	24,1 %	21,1 %	25,9 %	32,1 %
VO	Varelagerets oml.hast.	2,4	1,9	2,2	2,1
DO	Debitorenes oml.hast.	0,0	0,0	0,0	0,0
AO	Anleggsmidlenes oml.h.	1,7	1,5	1,5	1,4

Vedlegg 09: Sensitivitetsanalyse: Endring i vekst og WACC

Tabell endring i WACC eller vekst						
Endring i prosent			Endring i absolutt prosent			
	Endring vekst	Endring WACC		Endring vekst	Endring WACC	
-2,00 %	7,86	56,20	2,00 %	7,86	4,62	
-1,50 %	9,21	38,34	1,50 %	9,21	6,55	
-1,00 %	10,87	27,71	1,00 %	10,87	8,90	
-0,50 %	12,94	20,65	0,50 %	12,94	11,84	
0,00 %	15,62	15,62	0,00 %	15,62	15,62	
0,50 %	19,20	11,84	0,50 %	19,20	20,65	
1,00 %	24,22	8,90	1,00 %	24,22	27,71	
1,50 %	31,81	6,55	1,50 %	31,81	38,34	
2,00 %	44,58	4,62	2,00 %	44,58	56,20	

Vedlegg 10: Sensitivitetsanalyse: Endring i gjeldskostnad

Gjeldskostnad GSF						
	Gjennomsnitt	2008	2009	2010	2011	2012
Rentekostnad	-113 439	-252 223	-89 606	-51 882	-61 963	-111 520
Rentebærende gjeld	1 988 983	1 958 271	1 874 758	1 765 663	2 112 113	2 234 109
Gjeldskostnad	5,70 %	12,88 %	4,78 %	2,94 %	2,93 %	4,99 %

Vedlegg 11: T-test beta

t-Test: Er beta signifikant forskjellig fra 1		
	GSF - ST5X	OSEBX - ST5X
Gjennomsnitt	-0,75 %	-0,42 %
Varians	0,04	0,01
Observasjoner	60	60
Antatt avvik mellom gjennomsnittene	0	
fg	82	
t-Stat	-0,11	
P(T<=t) ensidig	0,46	
T-kritisk, ensidig	1,66	
P(T<=t) tosidig	0,91	
T-kritisk, tosidig	1,99	

Vedlegg 12: Aksjekurser for oppdrettsnæringen og OSEBX

Dato	GSF	MHG	LSG	SALM	CEQ	BAKKA	MORPOL	OSEBX
02.01.08	15,80	3,49	110,00	42,10	77,00	-	-	491,32
01.02.08	12,00	2,89	100,50	36,00	54,50	-	-	403,90
03.03.08	12,40	3,04	108,00	37,00	69,50	-	-	419,39
01.04.08	12,30	3,04	113,50	40,00	63,00	-	-	419,33
02.05.08	14,05	3,41	109,00	42,00	59,25	-	-	477,14
02.06.08	14,00	3,76	108,50	41,00	65,75	-	-	497,12
01.07.08	13,50	3,62	94,50	39,50	59,50	-	-	455,16
01.08.08	12,10	3,68	97,00	39,20	53,50	-	-	412,06
01.09.08	10,10	3,84	80,00	35,65	52,00	-	-	417,26
01.10.08	9,00	2,77	50,00	28,50	39,20	-	-	308,54
03.11.08	4,60	1,11	58,75	28,00	28,50	-	-	253,86
01.12.08	4,50	0,99	52,00	31,00	28,40	-	-	202,76
02.01.09	3,90	1,05	47,00	26,00	28,60	-	-	239,24
02.02.09	3,01	1,45	45,00	26,50	25,70	-	-	216,85
02.03.09	3,50	1,71	43,50	30,00	28,60	-	-	205,85
01.04.09	4,37	2,23	59,00	33,00	31,80	-	-	227,96
04.05.09	7,80	3,09	70,75	35,50	41,60	-	-	266,03
02.06.09	13,40	3,89	90,00	42,10	45,50	-	-	305,35
01.07.09	13,30	4,40	102,00	42,00	50,50	-	-	288,11
03.08.09	11,75	3,88	99,50	43,60	42,80	-	-	305,53
01.09.09	13,00	4,29	104,00	44,00	42,50	-	-	297,97
01.10.09	12,90	4,10	102,00	47,00	45,50	-	-	318,87
02.11.09	13,30	4,16	101,00	43,40	49,50	-	-	331,99
01.12.09	10,80	4,30	106,00	42,80	56,00	-	-	357,75
04.01.10	10,70	4,38	101,50	46,75	55,25	-	-	380,16
01.02.10	12,30	5,23	128,00	46,90	57,75	-	-	363,89
01.03.10	14,40	5,22	131,00	48,80	68,00	-	-	359,87
06.04.10	15,20	5,17	144,00	49,40	69,00	35,70	-	385,12
03.05.10	18,20	5,65	141,50	59,00	67,50	41,30	-	385,35
01.06.10	18,00	5,34	138,00	53,00	57,00	39,00	-	344,31
01.07.10	14,40	4,31	113,50	47,00	49,00	32,50	19,80	317,89
02.08.10	17,30	4,60	127,00	52,75	55,75	36,80	20,50	369,65
01.09.10	17,00	4,92	132,00	48,90	65,25	39,00	19,30	364,52
01.10.10	16,50	5,07	137,00	52,00	65,75	41,00	18,60	382,72
01.11.10	17,50	5,81	164,00	58,00	72,50	46,50	21,40	408,73
01.12.10	17,60	5,92	166,00	54,50	83,25	46,50	23,70	407,86
03.01.11	19,40	6,13	197,00	61,50	90,00	49,30	21,50	443,21
01.02.11	21,20	6,50	187,00	64,00	88,25	56,00	20,30	442,18
01.03.11	20,90	6,47	171,00	64,25	95,00	54,75	20,70	444,23
01.04.11	20,30	6,95	172,50	65,50	100,00	54,75	22,40	451,41
02.05.11	20,30	6,94	169,50	67,00	108,00	55,00	20,60	446,68
01.06.11	17,10	5,24	161,50	64,00	110,00	55,50	20,20	437,39
01.07.11	12,35	4,48	125,00	53,25	86,50	44,70	20,50	426,12
01.08.11	11,30	3,08	108,00	47,90	72,50	40,60	20,50	411,71
01.09.11	7,98	3,12	94,50	40,00	66,75	42,40	13,60	380,16
03.10.11	5,19	2,34	78,50	30,50	61,75	36,60	11,60	334,75
01.11.11	3,70	2,30	81,00	33,00	61,50	31,30	11,00	367,94
01.12.11	3,95	2,55	81,00	32,00	64,75	38,00	9,71	378,59
02.01.12	4,21	2,61	82,75	28,60	72,50	36,00	8,32	389,48
01.02.12	5,57	3,32	99,00	32,50	80,00	40,00	9,89	404,60
01.03.12	5,62	2,97	94,25	30,40	76,35	39,00	8,35	428,37
02.04.12	6,65	2,93	92,50	30,00	75,20	38,00	9,00	430,93
02.05.12	5,89	2,94	91,25	28,50	77,00	40,00	9,70	419,53
01.06.12	6,04	3,00	84,00	28,80	64,20	39,00	7,26	377,66
02.07.12	7,60	4,17	111,00	32,00	80,25	44,50	8,39	410,84
01.08.12	8,10	4,00	105,00	30,30	72,00	44,90	8,46	422,91
03.09.12	10,00	4,68	117,00	36,00	79,50	46,00	8,43	439,43
01.10.12	10,50	4,70	118,00	35,00	76,25	46,10	8,50	452,23
01.11.12	10,25	4,58	116,00	35,40	76,50	48,50	9,00	445,79
03.12.12	10,95	4,99	128,50	39,20	76,00	51,50	8,00	442,14
28.12.12	12,35	5,12	129,50	44,70	83,75	60,50	11,35	444,09

Vedlegg 13: Beregninger av månedlige laksepriser

Dato	Pris fersk	Pris frosen	Tonn fersk	Tonn frosen	Vekt fersk	Vekt frosen	Laks gjennomsnitt
02.01.08	29,00	26,63	5 833	242	96,02 %	3,98 %	28,91
01.02.08	25,35	25,57	9 034	1 352	86,98 %	13,02 %	25,38
03.03.08	25,71	26,49	10 872	827	92,93 %	7,07 %	25,77
01.04.08	26,13	26,67	9 157	588	93,97 %	6,03 %	26,16
02.05.08	28,61	26,16	10 724	683	94,01 %	5,99 %	28,46
02.06.08	25,33	27,44	9 633	787	92,45 %	7,55 %	25,49
01.07.08	29,05	28,42	9 244	808	91,96 %	8,04 %	29,00
01.08.08	29,85	28,36	8 494	414	95,35 %	4,65 %	29,78
01.09.08	27,99	29,73	9 287	517	94,73 %	5,27 %	28,08
01.10.08	26,79	29,90	10 027	1 084	90,24 %	9,76 %	27,09
03.11.08	26,06	31,80	11 321	910	92,56 %	7,44 %	26,49
01.12.08	27,37	29,60	13 907	1 369	91,04 %	8,96 %	27,57
02.01.09	29,64	30,54	11 607	388	96,77 %	3,23 %	29,67
02.02.09	28,16	28,06	8 558	457	94,93 %	5,07 %	28,15
02.03.09	29,08	29,63	10 225	658	93,95 %	6,05 %	29,11
01.04.09	33,70	29,38	7 742	507	93,85 %	6,15 %	33,43
04.05.09	33,70	34,81	10 890	347	96,91 %	3,09 %	33,73
02.06.09	33,15	35,91	9 428	446	95,48 %	4,52 %	33,27
01.07.09	36,65	36,49	9 215	431	95,53 %	4,47 %	36,64
03.08.09	31,32	35,70	10 678	474	95,75 %	4,25 %	31,51
01.09.09	30,91	34,14	12 080	1 025	92,18 %	7,82 %	31,16
01.10.09	27,90	33,75	12 257	1 082	91,89 %	8,11 %	28,37
02.11.09	27,72	32,85	11 732	1 397	89,36 %	10,64 %	28,27
01.12.09	28,48	31,98	16 657	1 685	90,81 %	9,19 %	28,80
04.01.10	29,82	32,54	11 067	456	96,04 %	3,96 %	29,93
01.02.10	31,84	33,02	10 826	982	91,68 %	8,32 %	31,94
01.03.10	35,37	35,53	10 902	508	95,55 %	4,45 %	35,38
06.04.10	39,26	37,57	9 929	302	97,05 %	2,95 %	39,21
03.05.10	38,87	38,26	11 785	454	96,29 %	3,71 %	38,85
01.06.10	37,16	43,04	11 780	874	93,09 %	6,91 %	37,57
01.07.10	40,07	44,61	11 817	905	92,89 %	7,11 %	40,39
02.08.10	38,85	40,48	9 884	727	93,15 %	6,85 %	38,96
01.09.10	37,07	42,52	13 132	795	94,29 %	5,71 %	37,38
01.10.10	36,15	40,22	13 279	891	93,71 %	6,29 %	36,41
01.11.10	36,06	41,07	13 748	1 294	91,40 %	8,60 %	36,49
01.12.10	43,13	41,08	17 626	983	94,72 %	5,28 %	43,02
03.01.11	38,43	39,64	9 309	518	94,73 %	5,27 %	38,49
01.02.11	39,71	43,16	10 817	780	93,27 %	6,73 %	39,94
01.03.11	40,56	43,92	12 801	630	95,31 %	4,69 %	40,72
01.04.11	42,20	42,95	12 729	753	94,41 %	5,59 %	42,24
02.05.11	42,21	40,60	11 889	306	97,49 %	2,51 %	42,17
01.06.11	34,11	39,65	13 201	914	93,52 %	6,48 %	34,47
01.07.11	31,20	37,24	12 160	1 048	92,07 %	7,93 %	31,68
01.08.11	29,35	34,46	11 197	516	95,59 %	4,41 %	29,58
01.09.11	27,47	31,36	14 804	493	96,78 %	3,22 %	27,60
03.10.11	24,55	32,66	16 648	1 101	93,80 %	6,20 %	25,05
01.11.11	25,23	27,53	16 194	1 051	93,91 %	6,09 %	25,37
01.12.11	25,90	29,33	19 953	956	95,43 %	4,57 %	26,06
02.01.12	25,65	30,21	11 785	483	96,06 %	3,94 %	25,83
01.02.12	27,51	27,60	12 883	700	94,85 %	5,15 %	27,51
01.03.12	28,64	28,70	15 525	731	95,50 %	4,50 %	28,64
02.04.12	29,61	29,12	9 286	507	94,82 %	5,18 %	29,58
02.05.12	29,06	28,90	16 526	665	96,13 %	3,87 %	29,05
01.06.12	26,42	32,10	16 993	722	95,92 %	4,08 %	26,65
02.07.12	27,70	29,64	16 555	659	96,17 %	3,83 %	27,77
01.08.12	28,31	29,14	15 064	746	95,28 %	4,72 %	28,35
03.09.12	28,60	29,98	16 474	787	95,44 %	4,56 %	28,66
01.10.12	24,28	28,41	17 312	1 461	92,22 %	7,78 %	24,60
01.11.12	26,59	28,91	17 867	943	94,99 %	5,01 %	26,71
03.12.12	29,16	29,62	21 897	1 047	95,44 %	4,56 %	29,18
28.12.12	33,11	29,81	7356	158	97,90 %	2,10 %	33,04
22.01.13	43,51	41,00	14 132	322	97,77 %	2,23 %	43,45

Vedlegg 14: Regresjonsanalyse beta-beregning for oppdrettsnæringen

Regresjonsstatistikk MORPOL						
Multippel R	0,457					
R-kvadrat	0,209					
Justert R-kvad	0,180					
Standardfeil	0,116					
Observasjoner	29					
Variansanalyse						
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>	
Regresjon	1	0,097	0,097	7,144	0,013	
Residualer	27	0,366	0,014			
Totalt	28	0,462				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	-0,043	0,022	-1,949	0,062	-0,088	0,002
X-variabel 1	1,007	0,377	2,673	0,013	0,234	1,780

Regresjonsstatistikk BAKKA						
Multippel R	0,432					
R-kvadrat	0,187					
Justert R-kvad	0,160					
Standardfeil	0,090					
Observasjoner	32					
Variansanalyse						
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>	
Regresjon	1	0,055	0,055	6,897	0,013	
Residualer	30	0,240	0,008			
Totalt	31	0,296				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	0,008	0,016	0,497	0,623	-0,024	0,040
X-variabel 1	0,685	0,261	2,626	0,013	0,152	1,218

Regresjonsstatistikk CEQ						
Multippel R	0,628					
R-kvadrat	0,394					
Justert R-kvad	0,384					
Standardfeil	0,102					
Observasjoner	60					
Variansanalyse						
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>	
Regresjon	1	0,395	0,395	37,740	0,000	
Residualer	58	0,607	0,010			
Totalt	59	1,002				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	0,002	0,013	0,179	0,858	-0,024	0,029
X-variabel 1	0,891	0,145	6,143	0,000	0,601	1,181

Regresjonsstatistikk SALM						
Multippel R	0,443					
R-kvadrat	0,197					
Justert R-kvad	0,183					
Standardfeil	0,090					
Observasjoner	60					
Variansanalyse						
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>	
Regresjon	1	0,115	0,115	14,197	0,000	
Residualer	58	0,471	0,008			
Totalt	59	0,587				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	-0,001	0,012	-0,057	0,955	-0,024	0,023
X-variabel 1	0,481	0,128	3,768	0,000	0,226	0,737

Regresjonsstatistikk LSG						
Multippel R	0,529					
R-kvadrat	0,280					
Justert R-kvad	0,268					
Standardfeil	0,114					
Observasjoner	60					
Variansanalyse						
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>	
Regresjon	1	0,292	0,292	22,577	0,000	
Residualer	58	0,750	0,013			
Totalt	59	1,042				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	0,005	0,015	0,312	0,756	-0,025	0,034
X-variabel 1	0,766	0,161	4,751	0,000	0,443	1,089

Regresjonsstatistikk MHG						
Multippel R	0,545					
R-kvadrat	0,298					
Justert R-kvad	0,285					
Standardfeil	0,160					
Observasjoner	60					
Variansanalyse						
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>	
Regresjon	1	0,627	0,627	24,567	0,000	
Residualer	58	1,481	0,026			
Totalt	59	2,108				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	0,008	0,021	0,381	0,705	-0,033	0,049
X-variabel 1	1,123	0,226	4,957	0,000	0,669	1,576

Vedlegg 15: Avkastninger oppdrettnæringen og OSEBX

Dato	r(GSF)	r(MHG)	r(LSG)	r(SALM)	r(CEQ)	r(BAKKA)	r(MORPOL)	r(Laksepris)	r(OSEBX)	ST5X - mnd
02.01.08	7,22 %	-1,42 %	8,04 %	6,37 %	8,47 %	-	-	13,97 %	0,74 %	0,38 %
01.02.08	-27,51 %	-18,86 %	-9,03 %	-15,65 %	-34,56 %	-	-	-13,01 %	-19,59 %	0,35 %
03.03.08	3,28 %	5,06 %	7,20 %	2,74 %	24,31 %	-	-	1,51 %	3,76 %	0,35 %
01.04.08	-0,81 %	0,00 %	4,97 %	7,80 %	-9,82 %	-	-	1,53 %	-0,01 %	0,36 %
02.05.08	13,30 %	11,49 %	-4,05 %	4,88 %	-6,14 %	-	-	8,43 %	12,91 %	0,38 %
02.06.08	-0,36 %	9,77 %	-0,46 %	-2,41 %	10,41 %	-	-	-11,04 %	4,10 %	0,40 %
01.07.08	-3,64 %	-3,79 %	-13,82 %	-3,73 %	-9,99 %	-	-	12,90 %	-8,82 %	0,42 %
01.08.08	-10,95 %	1,64 %	2,61 %	-0,76 %	-10,63 %	-	-	2,66 %	-9,95 %	0,40 %
01.09.08	-18,07 %	4,26 %	-19,27 %	-9,49 %	-2,84 %	-	-	-5,87 %	1,25 %	0,38 %
01.10.08	-11,53 %	-32,66 %	-47,00 %	-22,38 %	-28,26 %	-	-	-3,58 %	-30,19 %	0,36 %
03.11.08	-67,12 %	-91,45 %	16,13 %	-1,77 %	-31,88 %	-	-	-2,26 %	-19,50 %	0,33 %
01.12.08	-2,20 %	-11,44 %	-12,20 %	10,18 %	-0,35 %	-	-	4,01 %	-22,48 %	0,29 %
02.01.09	-14,31 %	5,88 %	-10,11 %	-17,59 %	0,70 %	-	-	7,34 %	16,55 %	0,29 %
02.02.09	-25,90 %	32,28 %	-4,35 %	1,90 %	-10,69 %	-	-	-5,24 %	-9,82 %	0,26 %
02.03.09	15,08 %	16,49 %	-3,39 %	12,41 %	10,69 %	-	-	3,35 %	-5,21 %	0,28 %
01.04.09	22,20 %	26,55 %	30,48 %	9,53 %	10,61 %	-	-	13,84 %	10,20 %	0,26 %
04.05.09	57,94 %	32,62 %	18,16 %	7,30 %	26,86 %	-	-	0,89 %	15,44 %	0,28 %
02.06.09	54,11 %	23,02 %	24,07 %	17,05 %	8,96 %	-	-	-1,37 %	13,78 %	0,29 %
01.07.09	-0,75 %	12,32 %	12,52 %	-0,24 %	10,43 %	-	-	9,64 %	-5,81 %	0,29 %
03.08.09	-12,39 %	-12,58 %	-2,48 %	3,74 %	-16,54 %	-	-	-15,10 %	5,87 %	0,29 %
01.09.09	10,11 %	10,05 %	4,42 %	0,91 %	-0,70 %	-	-	-1,10 %	-2,50 %	0,30 %
01.10.09	-0,77 %	-4,53 %	-1,94 %	6,60 %	6,82 %	-	-	-9,37 %	6,78 %	0,31 %
02.11.09	3,05 %	1,36 %	-0,99 %	-7,97 %	8,43 %	-	-	-0,38 %	4,03 %	0,31 %
01.12.09	-20,82 %	3,34 %	4,83 %	-1,39 %	12,34 %	-	-	1,88 %	7,47 %	0,30 %
04.01.10	-0,93 %	1,96 %	-4,34 %	8,83 %	-1,35 %	-	-	3,84 %	6,07 %	0,31 %
01.02.10	13,94 %	17,69 %	23,20 %	0,32 %	4,43 %	-	-	6,50 %	-4,37 %	0,29 %
01.03.10	15,76 %	-0,19 %	2,32 %	3,97 %	16,34 %	-	-	10,23 %	-1,11 %	0,27 %
06.04.10	5,41 %	-0,96 %	9,46 %	1,22 %	1,46 %	-	-	10,29 %	6,78 %	0,28 %
03.05.10	18,01 %	8,88 %	-1,75 %	17,76 %	-2,20 %	14,57 %	-	-0,93 %	0,06 %	0,26 %
01.06.10	-1,10 %	-5,74 %	-2,50 %	-10,72 %	-16,91 %	-5,73 %	-	-3,35 %	-11,26 %	0,21 %
01.07.10	-22,31 %	-21,38 %	-19,55 %	-12,01 %	-15,12 %	-18,23 %	-	7,26 %	-7,98 %	0,23 %
02.08.10	18,35 %	6,65 %	11,24 %	11,54 %	12,91 %	12,43 %	3,47 %	-3,61 %	15,09 %	0,23 %
01.09.10	-1,75 %	6,54 %	3,86 %	-7,58 %	15,73 %	5,81 %	-6,03 %	-4,14 %	-1,40 %	0,21 %
01.10.10	-2,99 %	3,10 %	3,72 %	6,15 %	0,76 %	5,00 %	-3,69 %	-2,64 %	4,87 %	0,23 %
01.11.10	5,88 %	13,54 %	17,99 %	10,92 %	9,77 %	12,59 %	14,02 %	0,23 %	6,58 %	0,21 %
01.12.10	0,57 %	1,96 %	1,21 %	-6,22 %	13,83 %	0,00 %	10,21 %	16,46 %	-0,21 %	0,24 %
03.01.11	9,74 %	3,40 %	17,12 %	12,08 %	7,80 %	5,85 %	-9,74 %	-11,12 %	8,31 %	0,27 %
01.02.11	8,87 %	5,87 %	-5,21 %	3,98 %	-1,96 %	12,74 %	-5,74 %	3,69 %	-0,23 %	0,28 %
01.03.11	-1,43 %	-0,39 %	-8,94 %	0,39 %	7,37 %	-2,26 %	1,95 %	1,92 %	0,46 %	0,28 %
01.04.11	-2,91 %	7,16 %	0,87 %	1,93 %	5,13 %	0,00 %	7,89 %	3,68 %	1,60 %	0,29 %
02.05.11	0,00 %	-0,22 %	-1,75 %	2,26 %	7,70 %	0,46 %	-8,38 %	-0,17 %	-1,05 %	0,27 %
01.06.11	-17,15 %	-28,12 %	-4,83 %	-4,58 %	1,83 %	0,90 %	-1,96 %	-20,16 %	-2,10 %	0,24 %
01.07.11	-32,54 %	-15,49 %	-25,62 %	-18,39 %	-24,03 %	-21,64 %	1,47 %	-8,44 %	-2,61 %	0,25 %
01.08.11	-8,89 %	-37,69 %	-14,62 %	-10,59 %	-17,66 %	-9,62 %	0,00 %	-6,87 %	-3,44 %	0,20 %
01.09.11	-34,79 %	1,36 %	-13,35 %	-18,02 %	-8,26 %	4,34 %	-41,04 %	-6,93 %	-7,97 %	0,19 %
03.10.11	-43,02 %	-28,70 %	-18,55 %	-27,12 %	-7,79 %	-14,71 %	-15,91 %	-9,67 %	-12,72 %	0,16 %
01.11.11	-33,84 %	-1,72 %	3,14 %	7,88 %	-0,41 %	-15,64 %	-5,31 %	1,26 %	9,45 %	0,18 %
01.12.11	6,54 %	10,32 %	0,00 %	-3,08 %	5,15 %	19,40 %	-12,47 %	2,67 %	2,85 %	0,16 %
02.01.12	6,37 %	2,40 %	2,14 %	-11,23 %	11,31 %	-5,41 %	-15,45 %	-0,88 %	2,84 %	0,17 %
01.02.12	27,99 %	23,92 %	17,93 %	12,78 %	9,84 %	10,54 %	17,29 %	6,32 %	3,81 %	0,16 %
01.03.12	0,89 %	-11,08 %	-4,92 %	-6,68 %	-4,67 %	-2,53 %	-16,93 %	4,02 %	5,71 %	0,17 %
02.04.12	16,83 %	-1,22 %	-1,87 %	-1,32 %	-1,52 %	-2,60 %	7,50 %	3,24 %	0,60 %	0,17 %
02.05.12	-12,14 %	0,07 %	-1,36 %	-5,13 %	2,37 %	5,13 %	7,49 %	-1,81 %	-2,68 %	0,15 %
01.06.12	2,51 %	2,29 %	-8,28 %	1,05 %	-18,18 %	-2,53 %	-28,97 %	-8,63 %	-10,51 %	0,12 %
02.07.12	22,97 %	32,80 %	27,87 %	10,54 %	22,31 %	13,19 %	14,47 %	4,13 %	8,42 %	0,13 %
01.08.12	6,37 %	-4,16 %	-5,56 %	-5,46 %	-10,85 %	0,89 %	0,83 %	2,05 %	2,90 %	0,12 %
03.09.12	21,07 %	15,70 %	10,82 %	17,24 %	9,91 %	2,42 %	-0,36 %	1,10 %	3,83 %	0,13 %
01.10.12	4,88 %	0,43 %	0,85 %	-2,82 %	-4,17 %	0,22 %	0,83 %	-15,28 %	2,87 %	0,14 %
01.11.12	-2,41 %	-2,63 %	-1,71 %	1,14 %	0,33 %	5,08 %	5,72 %	8,21 %	-1,43 %	0,14 %
03.12.12	6,61 %	8,58 %	10,23 %	10,20 %	-0,66 %	6,00 %	-11,78 %	8,86 %	-0,82 %	0,14 %

Vedlegg 16: Mellomregninger til beta

Dato	r(GSF)-ST5X	r(MHG)-ST5X	r(LSG)-ST5X	r(SALM)-ST5X	r(CEQ)-ST5X	r(BAKKA)-ST5X	r(MORPOL)-ST5X	r(Laks)-ST5X	r(OSEBX)-ST5X	ST5X - mnd
02.01.08	6,84 %	-1,80 %	7,66 %	5,99 %	8,09 %	-	-	13,59 %	0,36 %	0,38 %
01.02.08	-27,86 %	-19,21 %	-9,38 %	-16,00 %	-34,91 %	-	-	-13,36 %	-19,94 %	0,35 %
03.03.08	2,93 %	4,71 %	6,85 %	2,39 %	23,96 %	-	-	1,16 %	3,41 %	0,35 %
01.04.08	-1,17 %	-0,36 %	4,61 %	7,43 %	-10,18 %	-	-	1,17 %	-0,37 %	0,36 %
02.05.08	12,92 %	11,11 %	-4,42 %	4,50 %	-6,52 %	-	-	8,05 %	12,53 %	0,38 %
02.06.08	-0,75 %	9,37 %	-0,86 %	-2,81 %	10,01 %	-	-	-11,43 %	3,70 %	0,40 %
01.07.08	-4,06 %	-4,22 %	-14,24 %	-4,15 %	-10,41 %	-	-	12,48 %	-9,24 %	0,42 %
01.08.08	-11,35 %	1,24 %	2,21 %	-1,16 %	-11,03 %	-	-	2,26 %	-10,35 %	0,40 %
01.09.08	-18,45 %	3,87 %	-19,65 %	-9,87 %	-3,23 %	-	-	-6,26 %	0,87 %	0,38 %
01.10.08	-11,89 %	-33,02 %	-47,36 %	-22,74 %	-28,61 %	-	-	-3,94 %	-30,55 %	0,36 %
03.11.08	-67,45 %	-91,78 %	15,79 %	-2,10 %	-32,21 %	-	-	-2,60 %	-19,84 %	0,33 %
01.12.08	-2,49 %	-11,73 %	-12,50 %	9,89 %	-0,64 %	-	-	3,72 %	-22,77 %	0,29 %
02.01.09	-14,60 %	5,60 %	-10,40 %	-17,88 %	0,41 %	-	-	7,05 %	16,26 %	0,29 %
02.02.09	-26,16 %	32,02 %	-4,61 %	1,65 %	-10,95 %	-	-	-5,50 %	-10,08 %	0,26 %
02.03.09	14,81 %	16,22 %	-3,67 %	12,13 %	10,42 %	-	-	3,07 %	-5,48 %	0,28 %
01.04.09	21,94 %	26,29 %	30,21 %	9,27 %	10,34 %	-	-	13,57 %	9,94 %	0,26 %
04.05.09	57,65 %	32,34 %	17,88 %	7,02 %	26,58 %	-	-	0,61 %	15,16 %	0,28 %
02.06.09	53,82 %	22,73 %	23,77 %	16,76 %	8,67 %	-	-	-1,67 %	13,49 %	0,29 %
01.07.09	-1,04 %	12,03 %	12,23 %	-0,53 %	10,14 %	-	-	9,35 %	-6,10 %	0,29 %
03.08.09	-12,68 %	-12,87 %	-2,77 %	3,45 %	-16,83 %	-	-	-15,39 %	5,58 %	0,29 %
01.09.09	9,81 %	9,74 %	4,12 %	0,61 %	-1,01 %	-	-	-1,40 %	-2,81 %	0,30 %
01.10.09	-1,08 %	-4,84 %	-2,25 %	6,29 %	6,51 %	-	-	-9,68 %	6,47 %	0,31 %
02.11.09	2,75 %	1,05 %	-1,29 %	-8,28 %	8,12 %	-	-	-0,69 %	3,72 %	0,31 %
01.12.09	-21,12 %	3,04 %	4,53 %	-1,69 %	12,04 %	-	-	1,58 %	7,18 %	0,30 %
04.01.10	-1,24 %	1,65 %	-4,65 %	8,52 %	-1,66 %	-	-	3,52 %	5,76 %	0,31 %
01.02.10	13,64 %	17,40 %	22,90 %	0,03 %	4,13 %	-	-	6,21 %	-4,67 %	0,29 %
01.03.10	15,50 %	-0,46 %	2,05 %	3,71 %	16,07 %	-	-	9,96 %	-1,38 %	0,27 %
06.04.10	5,13 %	-1,24 %	9,19 %	0,95 %	1,18 %	-	-	10,01 %	6,51 %	0,28 %
03.05.10	17,75 %	8,62 %	-2,01 %	17,50 %	-2,46 %	14,31 %	-	-1,19 %	-0,20 %	0,26 %
01.06.10	-1,32 %	-5,95 %	-2,72 %	-10,94 %	-17,12 %	-5,94 %	-	-3,57 %	-11,47 %	0,21 %
01.07.10	-22,54 %	-21,61 %	-19,77 %	-12,24 %	-15,35 %	-18,46 %	-	7,03 %	-8,21 %	0,23 %
02.08.10	18,12 %	6,42 %	11,01 %	11,31 %	12,68 %	12,20 %	3,25 %	-3,83 %	14,86 %	0,23 %
01.09.10	-1,96 %	6,32 %	3,65 %	-7,79 %	15,52 %	5,59 %	-6,24 %	-4,35 %	-1,61 %	0,21 %
01.10.10	-3,22 %	2,87 %	3,49 %	5,92 %	0,53 %	4,77 %	-3,92 %	-2,87 %	4,64 %	0,23 %
01.11.10	5,67 %	13,32 %	17,77 %	10,71 %	9,56 %	12,37 %	13,81 %	0,02 %	6,36 %	0,21 %
01.12.10	0,33 %	1,72 %	0,97 %	-6,47 %	13,59 %	-0,24 %	9,97 %	16,22 %	-0,45 %	0,24 %
03.01.11	9,47 %	3,14 %	16,86 %	11,82 %	7,53 %	5,58 %	-10,01 %	-11,39 %	8,05 %	0,27 %
01.02.11	8,59 %	5,59 %	-5,49 %	3,70 %	-2,24 %	12,46 %	-6,02 %	3,41 %	-0,51 %	0,28 %
01.03.11	-1,70 %	-0,66 %	-9,22 %	0,11 %	7,09 %	-2,53 %	1,67 %	1,65 %	0,19 %	0,28 %
01.04.11	-3,20 %	6,87 %	0,58 %	1,64 %	4,84 %	-0,29 %	7,60 %	3,39 %	1,31 %	0,29 %
02.05.11	-0,27 %	-0,49 %	-2,02 %	1,99 %	7,43 %	0,19 %	-8,65 %	-0,44 %	-1,32 %	0,27 %
01.06.11	-17,39 %	-28,36 %	-5,07 %	-4,82 %	1,60 %	0,67 %	-2,20 %	-20,40 %	-2,34 %	0,24 %
01.07.11	-32,79 %	-15,73 %	-25,87 %	-18,64 %	-24,28 %	-21,89 %	1,23 %	-8,69 %	-2,86 %	0,25 %
01.08.11	-9,09 %	-37,89 %	-14,82 %	-10,79 %	-17,86 %	-9,82 %	-0,20 %	-7,07 %	-3,64 %	0,20 %
01.09.11	-34,98 %	1,17 %	-13,54 %	-18,21 %	-8,45 %	4,15 %	-41,23 %	-7,12 %	-8,16 %	0,19 %
03.10.11	-43,18 %	-28,87 %	-18,71 %	-27,28 %	-7,95 %	-14,87 %	-16,07 %	-9,83 %	-12,88 %	0,16 %
01.11.11	-34,02 %	-1,91 %	2,95 %	7,70 %	-0,59 %	-15,83 %	-5,49 %	1,08 %	9,27 %	0,18 %
01.12.11	6,38 %	10,16 %	-0,16 %	-3,23 %	4,99 %	19,24 %	-12,63 %	2,51 %	2,70 %	0,16 %
02.01.12	6,20 %	2,23 %	1,96 %	-11,41 %	11,13 %	-5,58 %	-15,62 %	-1,05 %	2,66 %	0,17 %
01.02.12	27,83 %	23,76 %	17,77 %	12,62 %	9,68 %	10,37 %	17,12 %	6,16 %	3,65 %	0,16 %
01.03.12	0,72 %	-11,25 %	-5,09 %	-6,85 %	-4,84 %	-2,70 %	-17,10 %	3,85 %	5,54 %	0,17 %
02.04.12	16,66 %	-1,39 %	-2,05 %	-1,50 %	-1,69 %	-2,77 %	7,32 %	3,06 %	0,42 %	0,17 %
02.05.12	-12,28 %	-0,08 %	-1,51 %	-5,28 %	2,22 %	4,98 %	7,34 %	-1,96 %	-2,83 %	0,15 %
01.06.12	2,40 %	2,17 %	-8,40 %	0,93 %	-18,30 %	-2,65 %	-29,09 %	-8,75 %	-10,63 %	0,12 %
02.07.12	22,84 %	32,67 %	27,74 %	10,40 %	22,18 %	13,06 %	14,33 %	4,00 %	8,29 %	0,13 %
01.08.12	6,25 %	-4,28 %	-5,68 %	-5,58 %	-10,97 %	0,77 %	0,71 %	1,93 %	2,77 %	0,12 %
03.09.12	20,94 %	15,57 %	10,69 %	17,11 %	9,78 %	2,29 %	-0,49 %	0,97 %	3,70 %	0,13 %
01.10.12	4,74 %	0,29 %	0,71 %	-2,96 %	-4,31 %	0,08 %	0,69 %	-15,42 %	2,73 %	0,14 %
01.11.12	-2,55 %	-2,77 %	-1,85 %	1,00 %	0,19 %	4,94 %	5,58 %	8,07 %	-1,57 %	0,14 %
03.12.12	6,47 %	8,44 %	10,09 %	10,06 %	-0,80 %	5,86 %	-11,92 %	8,72 %	-0,96 %	0,14 %

Vedlegg 17: Beregning løpende beta

Dato	OSEBX - ST1X	GSF - ST1X	Ett år t.o.m	Rå-beta	Beta GSF
02.01.2008	0,36 %	6,84 %	jan.09	0,88	0,92
01.02.2008	-19,94 %	-27,86 %	feb.09	0,61	0,74
03.03.2008	3,41 %	2,93 %	mar.09	0,59	0,73
01.04.2008	-0,37 %	-1,17 %	apr.09	0,55	0,70
02.05.2008	12,53 %	12,92 %	mai.09	0,70	0,80
02.06.2008	3,70 %	-0,75 %	jun.09	1,06	1,04
01.07.2008	-9,24 %	-4,06 %	jul.09	1,34	1,22
01.08.2008	-10,35 %	-11,35 %	aug.09	1,34	1,23
01.09.2008	0,87 %	-18,45 %	sep.09	1,25	1,17
01.10.2008	-30,55 %	-11,89 %	okt.09	1,29	1,19
03.11.2008	-19,84 %	-67,45 %	nov.09	1,58	1,39
01.12.2008	-22,77 %	-2,49 %	des.09	1,01	1,01
02.01.2009	16,26 %	-14,60 %	jan.10	1,35	1,23
02.02.2009	-10,08 %	-26,16 %	feb.10	1,99	1,66
02.03.2009	-5,48 %	14,81 %	mar.10	1,49	1,33
01.04.2009	9,94 %	21,94 %	apr.10	1,69	1,46
04.05.2009	15,16 %	57,65 %	mai.10	1,63	1,42
02.06.2009	13,49 %	53,82 %	jun.10	0,53	0,69
01.07.2009	-6,10 %	-1,04 %	jul.10	-0,75	-0,17
03.08.2009	5,58 %	-12,68 %	aug.10	-0,25	0,17
01.09.2009	-2,81 %	9,81 %	sep.10	0,30	0,53
01.10.2009	6,47 %	-1,08 %	okt.10	0,38	0,59
02.11.2009	3,72 %	2,75 %	nov.10	0,39	0,59
01.12.2009	7,18 %	-21,12 %	des.10	0,40	0,60
04.01.2010	5,76 %	-1,24 %	jan.11	0,68	0,79
01.02.2010	-4,67 %	13,64 %	feb.11	0,76	0,84
01.03.2010	-1,38 %	15,50 %	mar.11	0,88	0,92
06.04.2010	6,51 %	5,13 %	apr.11	0,96	0,97
03.05.2010	-0,20 %	17,75 %	mai.11	0,98	0,99
01.06.2010	-11,47 %	-1,32 %	jun.11	1,02	1,01
01.07.2010	-8,21 %	-22,54 %	jul.11	1,54	1,36
02.08.2010	14,86 %	18,12 %	aug.11	1,73	1,49
01.09.2010	-1,61 %	-1,96 %	sep.11	1,86	1,57
01.10.2010	4,64 %	-3,22 %	okt.11	2,45	1,97
01.11.2010	6,36 %	5,67 %	nov.11	2,75	2,16
01.12.2010	-0,45 %	0,33 %	des.11	1,47	1,31
03.01.2011	8,05 %	9,47 %	jan.12	1,57	1,38
01.02.2011	-0,51 %	8,59 %	feb.12	1,51	1,34
01.03.2011	0,19 %	-1,70 %	mar.12	1,90	1,60
01.04.2011	1,31 %	-3,20 %	apr.12	1,88	1,59
02.05.2011	-1,32 %	-0,27 %	mai.12	1,93	1,62
01.06.2011	-2,34 %	-17,39 %	jun.12	1,94	1,62
01.07.2011	-2,86 %	-32,79 %	jul.12	1,33	1,22
01.08.2011	-3,64 %	-9,09 %	aug.12	1,53	1,35
01.09.2011	-8,16 %	-34,98 %	sep.12	1,55	1,37
03.10.2011	-12,88 %	-43,18 %	okt.12	1,30	1,20
01.11.2011	9,27 %	-34,02 %	nov.12	-0,08	0,28
01.12.2011	2,70 %	6,38 %	des.12	1,22	1,15
02.01.2012	2,66 %	6,20 %	jan.13	1,24	1,16
01.02.2012	3,65 %	27,83 %			
01.03.2012	5,54 %	0,72 %			
02.04.2012	0,42 %	16,66 %			
02.05.2012	-2,83 %	-12,28 %			
01.06.2012	-10,63 %	2,40 %			
02.07.2012	8,29 %	22,84 %			
01.08.2012	2,77 %	6,25 %			
03.09.2012	3,70 %	20,94 %			
01.10.2012	2,73 %	4,74 %			
01.11.2012	-1,57 %	-2,55 %			
03.12.2012	-0,96 %	6,47 %			

Vedlegg 18: Datautsnitt: ukentlig kurs- og lakseprisdata

Dato	GSF	Kilopris laks
04.01.08	15,00	28,91
11.01.08	14,00	26,74
18.01.08	13,00	25,05
25.01.08	12,25	24,77
01.02.08	12,00	25,21
08.02.08	10,45	25,38
15.02.08	11,00	26,22
22.02.08	10,65	25,99
29.02.08	12,35	25,03
07.03.08	12,75	25,77
14.03.08	13,00	26,95
19.03.08	13,00	27,99
28.03.08	12,45	27,14
04.04.08	13,00	26,39
11.04.08	12,75	26,16
18.04.08	12,50	25,67
25.04.08	14,40	25,52
02.05.08	14,05	26,92
09.05.08	14,00	28,46
16.05.08	14,00	27,32