

Handelshøgskolen

Verdivurdering av Grieg Seafood ASA

Reidar Johnsen

Masteroppgave i økonomi og administrasjon – mai 2016

Forord

Denne masteroppgaven markerer slutten på mitt masterstudie ved UIT, Norges arktiske universitet, campus Alta.

Gjennom engasjerte forelesere har jeg i løpet av de siste 2 studieårene tilegnet meg interessant og nyttig kunnskap. Spesielt fag som verdsetting og konkurransestrategi synes jeg har vært spennende.

Jeg ønsker å takke min veileder Terje Vassdal for konstruktive tilbakemeldinger underveis. Og selvfølgelig, takk til min samboer Elisabeth Johansen for all tålmodighet og støtte i eksamensperioder, og under arbeidet med oppgaven.

Alta, mai 2016

Reidar Johnsen

Sammendrag

Hensikten med oppgaven er å finne en realistisk verdi på en aksje i Grieg Seafood ASA pr. 31.12.2015.

Selskapet og bransjen de driver innenfor presenteres først. Aktuelle metoder for verdsetting gjennomgås deretter, og DCF metoden velges som hovedmetode. EV/EBITA velges som sekundær metode.

DCF metoden angir verdi basert på den framtidige frie kontantstrømmen. Derfor analyseres offentlig informasjon som prognosene kan bygges på.

Nøkkeltallsanalyse brukes for å se hvordan selskapet har forvaltet sine ressurser de siste årene. Fordi lønnsomheten har vært lav, undersøkes også selskapets soliditet. Soliditeten i selskapet er god, og selskapet tåler derfor lav lønnsomhet en periode.

For å avdekke lønnsomheten av selskapets kjernevirksomhet omgrupperes regnskapet og ROIC beregnes. På grunn av endret regnskapsføring av Ocean Quality i 2015, omarbeides regnskapet for 2015 slik at det blir sammenlignbart med de øvrige årene. ROIC viser seg også å være lav i analyseperioden.

Informasjon fra selskapets rapporter gir sammen med analyseresultatene grunnlag for en scenarioanalyse med tre aktuelle scenarier. VRIO analysen og Porter analysen gir grunnlag for å anta en lønnsomhet som overstiger WACC etter prognoseperioden.

Resultatet av scenarioanalysen kontrolleres så opp mot hvilken EV/EBITA multiplikator hvert scenario impliserer.

En sensitivitetsanalyse viser deretter hvordan verdien av det mest realistiske scenariet påvirkes av usikre faktorer som framtidig rentenivå, egenkapitalens avkastningskrav og avkastning på ny investert kapital etter prognoseperioden.

Beregningene er gjort i excel og SPSS.

Jeg konkluderer til slutt med at verdien av en aksje i Grieg Seafood ASA er 28,31 kr.

Nøkkelord:

Verdsetting, DCF, EV/EBIT, Grieg Seafood, Scenarioanalyse

Innholdsfortegnelse

1	Innledning	1
2	Norsk sjømat	3
2.1	Grieg Group	3
2.2	Grieg Seafoods historie fram til børsnotering	3
2.3	Grieg Seafood i dag	4
2.3.1	Rogaland (GSFR)	4
2.3.2	Finnmark (GSFF)	4
2.3.3	Canada (Grieg Seafood BC)	5
2.3.4	Shetland (GSFS)	5
2.3.5	Aksjonærer	5
3	Teori	6
3.1	Verdidrivere	6
3.2	Rammeverk for verdsettelse	6
3.3	Verdsettingsmetoder	6
3.4	Balansebaserte metoder	7
3.4.1	Matematisk verdi	7
3.4.2	Substansverdi	7
3.4.3	Likvidasjonsverdi	8
3.5	Inntjeningsbaserte metoder	8
3.5.1	Dividendemodeller	8
3.6	Kontantstrømsbaserte metoder	9
3.6.1	Enterprise discounted cash flow model (DCF)	9
3.6.2	Discounted economical profit	10
3.6.3	Terminalverdi	10
3.6.4	APV	11
3.7	Relativ prising	12
3.7.1	P/E	12
3.7.2	EV/EBITA	13
3.8	Opsjonsprising	13
3.9	Valg av verdsettingsmodell	14
3.10	CAPM	15
3.10.1	Risikofri rente	15
3.10.2	Markedets risikopremie	16
3.10.3	Likviditetspremie	16

3.10.4	Småbedriftspremie.....	17
3.10.5	Beta	17
3.10.6	WACC	19
3.10.7	ROIC og vekst (g).....	19
3.11	Framtidig lønnsomhet.....	19
3.11.1	VRIO.....	20
3.11.2	Porter	20
3.11.3	Leverandørmakt.....	20
3.11.4	Kundemakt.....	21
3.11.5	Nyetablelere.....	21
3.11.6	Substitutter	22
3.11.7	Konkurransen i bransjen.....	22
3.12	Nøkkeltallsanalyse	22
3.13	Lønnsomhet	23
3.13.1	Totalkapitalens rentabilitet (TKR).....	23
3.13.2	Resultatgrad.....	24
3.13.3	Egenkapitalens rentabilitet (EKR).....	24
3.14	Soliditet og finansiering.....	25
3.14.1	Finansieringsgrad 1	25
3.14.2	Gjeldsgrad	25
3.14.3	Rentedekningsgrad	25
3.15	Regnskapsanalyse	26
3.15.1	Eiendeler.....	26
3.15.2	Egenkapital og gjeld.....	27
3.15.3	Investert kapital (IC).....	28
3.15.4	Dirty surplus.....	28
3.16	Prognoseperiode	28
4	Metode.....	30
4.1	Forskningsdesign.....	30
4.2	Type data.....	31
4.3	Validitet	31
4.4	Reliabilitet.....	31
5	Resultat.....	32
5.1	Avkastningskrav	32
5.1.1	Skatt.....	32
5.1.2	Beta (β).....	32

5.1.3	Risikofri rente (rf)	33
5.1.4	Risikotillegg (Rm)	33
5.1.5	Likviditetspremie	33
5.1.6	Småbedriftspremie	34
5.1.7	Egenkapitalens avkastningskrav (Re)	34
5.1.8	Rente	34
5.1.9	WACC	35
5.2	Vrio analyse	35
5.2.1	Verdifull	35
5.2.2	Sjelden	35
5.2.3	Uimiterbar	36
5.2.4	Konklusjon, VRIO analyse	36
5.3	Porters bransjekrefter	36
5.3.1	Leverandørmakt	36
5.3.2	Kundemakt	37
5.3.3	Nyetablerere	37
5.3.4	Substitutter	37
5.3.5	Konkurransen i bransjen	37
5.3.6	Oppsummert vurdering av bransjekreftene	38
5.4	Konsolidert resultat	38
5.5	Konsolidert balanse	40
5.6	Grunnlag for nøkkeltall	41
5.6.1	Justert resultat	41
5.6.2	Balansetall	41
5.7	Nøkkeltallsanalyse	42
5.7.1	Lønnsomhet	42
5.7.2	Soliditet/Finansiering	43
5.7.3	Oppsummering nøkkeltallsanalyse	44
5.8	Omgruppering/ Justering av regnskap	44
5.9	Normalresultat	45
5.10	Omgruppert balanse	45
5.10.1	Investert kapital	47
5.11	Dirty Surplus	48
5.12	Grunnlag for scenarioanalysen	48
5.12.1	Investert kapital/ driftsfremmede eiendeler	49
5.13	Scenarioanalyse	52

5.13.1	Optimistisk Scenario	53
5.13.2	Salgsinntekter	53
5.13.3	Andre Inntekter	53
5.13.4	Resultat fra tilknyttede selskaper	54
5.13.5	Varekostnad	54
5.13.6	Lønns og personalkostnader	54
5.13.7	Andre driftskostnader	54
5.13.8	Avskrivninger	55
5.13.9	Terminalverdi	55
5.13.10	Nettoinvesteringer	56
5.14	Pessimistisk scenario	56
5.14.1	Salgsinntekter	56
5.14.2	Andre inntekter	57
5.14.3	Resultat fra tilknyttede selskaper	57
5.14.4	Driftskostnader	57
5.14.5	Avskrivninger og nettoinvesteringer	57
5.15	Mellomscenario	58
5.15.1	Salgsinntekter	58
5.15.2	Andre inntekter og resultat fra tilknyttede selskaper	58
5.15.3	Driftskostnader	58
5.15.4	Avskrivninger og nettoinvesteringer	59
5.16	Implisert EV/EBITA	60
5.17	Sensitivitetsanalyse	61
6	Konklusjon	62
7	Referanseliste	63
7.1	Nettsider:	65
8	Vedlegg	69

Figurliste

Figur 1. Aksjekurs [2].....	1
Figur 2. Porters five forces (Porter, 1987)	20
Figur 3. Beta.....	32

Tabeller

Tabell 1, Småbedriftspremiens størrelse [17].....	34
Tabell 2. Konsolidert resultatregnskap.....	39
Tabell 3. Konsolidert balanse, eiendeler.....	40
Tabell 4. Konsolidert balanse, egenkapital og gjeld.....	40
Tabell 5. Resultat for nøkkeltallsanalyse.....	41
Tabell 6. Gjennomsnittstall for nøkkeltallsanalyse	42
Tabell 7. Rentekostnader.....	42
Tabell 8. Totalkapitalrentabilitet	42
Tabell 9. Resultatgrad	42
Tabell 10. Egenkapitalrentabilitet.....	43
Tabell 11. Finansieringsgrad 1	43
Tabell 12. Gjeldsgrad.....	43
Tabell 13. Rentedeckningsgrad.....	43
Tabell 14. NOPLAT	45
Tabell 15. Omgruppert balanse, eiendeler	46
Tabell 16 Omgruppert balanse, egenkapital og gjeld.....	47
Tabell 17. Investert kapital med immaterielle eiendeler	47
Tabell 18. ROIC.....	47
Tabell 19. Utvidet resultat	48
Tabell 20. Dirty Surplus	48
Tabell 21. Resultatregnskap omarbeidet 2015.....	49
Tabell 22. Omarbeidet balanse 2015.....	51
Tabell 23. Omarbeidet driftsrelatert gjeld 2015	51
Tabell 24. Beregnet investert kapital 2015	52

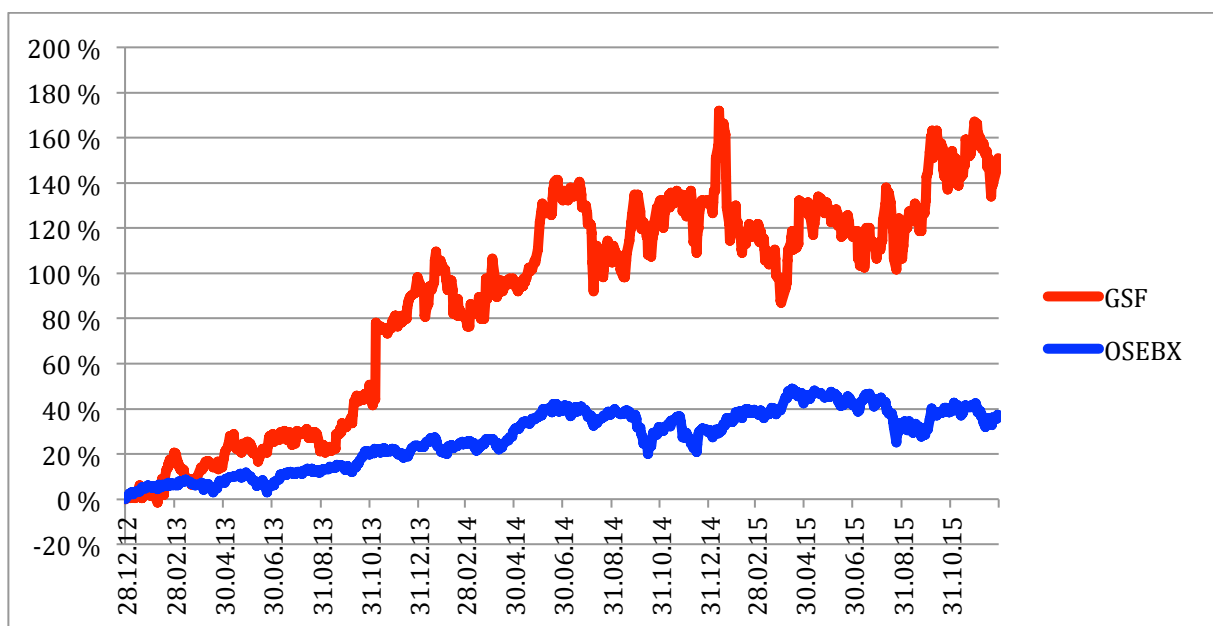
Tabell 25. Finansiell gjeld	52
Tabell 26. Beregnede og oppgitte salgsinntekter	52
Tabell 27. Framtidspriser, fishpool.....	53
Tabell 28. Andre inntekter.....	53
Tabell 29. Andel resultat fra tilknyttede selskaper.....	54
Tabell 30. Varekostnad.....	54
Tabell 31. Lønns og personalkostnader.	54
Tabell 32. Andre driftskostnader.....	54
Tabell 33. Avskrivninger	55
Tabell 34. Optimistisk scenario, NOPLAT.....	55
Tabell 35. Optimistisk FCF	56
Tabell 36. Optimistisk verdi	56
Tabell 37. Pessimistisk NOPLAT.....	57
Tabell 38. Pessimistisk FCF	58
Tabell 39. Pessimistisk verdi.....	58
Tabell 40. NOPLAT, mellomscenario.....	59
Tabell 41. FCF, mellomscenario	59
Tabell 42. Verdi, mellomscenario.....	60
Tabell 43. EV/EBITA, optimistisk scenario.....	60
Tabell 44. EV/EBITA, mellomscenario.....	60
Tabell 45. EV/EBITA, pessimistisk scenario	60
Tabell 46. Sensitivitetsanalyse Re	61
Tabell 47. Sensitivitetsanalyse lånerente.....	61
Tabell 48. Sensitivitetsanalyse RONIC.....	61

Vedlegg

Vedlegg 1: beregning av månedsavkastninger for beta.....	69
Vedlegg 2: Regresjonsanalyse, beta.....	72
Vedlegg 3: Fishpool, framtidspriser hentet 26 februar 2016	73

1 Innledning

Målsettingen til Grieg Seafood er å være en av de ledende selskapene innen lakseoppdrett i verden, og de vil søke å bli en av de fem største innen bransjen [1]. Grieg Seafood har blitt verdivurdert flere ganger tidligere. Det er gjort en verdivurdering pr. 30.06.2011 av Kristiansen (2011), og verdien pr. 31.12.2012 er vurdert av Halvorsen and Hansen (2013). Halvorsen and Hansen (2013) kommer fram til at verdien er 15,62 pr aksje. Kurs var da 12,35. Et søk på Oslo Børs viser at aksjekursen har steget veldig etter den tid, og var på 31,00 den 30. desember 2015 [2]. Det gir en økning på over 151% på 3 år, og årlig vekst på 36%. Det virker å være en veldig høy verdiøkning. Hovedindeksen for aksjer har i samme tidsrom steget med ca. 37,5%, eller gjennomsnittlig årlig vekst på 11,2% (fra 444, den 28 desember 2012, til 610,26, den 30 desember 2015).



Figur 1. Aksjekurs [2]

Figuren viser utviklingen i Grieg Seafoods aksjer (rød linje) og hovedindeksen for aksjer (blå linje) fra forrige verdivurdering og fram til 30 desember 2015.

I mars 2015 ble det diskutert om sjømat sto ovenfor et kraftig fall på Oslo børs [3].

Aksjeverdien til Grieg Seafood var da inne i en bølgedal, men steg igjen like etterpå. På høsten 2015 får alle sjømataksjer en kjøpsanbefaling av Nordea Markeds [4].

Historien har vist oss at selskaper innen en bransje kan få en aksjekurs som er langt over det de kan gi avkastning på, for så å falle kraftig i kurs. Et kjent eksempel er den såkalte IT boblen, der investorer investerte ukritisk i nye børsnoteringer uten å sjekke forretningsplaner eller om selskapene noensinne kom til å tjene penger [5]. Halvorsen and Hansen (2013) har også vist at en stor del av svingningene i aksjekursen til Grieg Seafood kan forklares av svingningene i lakseprisen.

En ny vurdering kan dermed være på sin plass for å finne ut hvordan verdien er i forhold til kursen nå. Er det grunnlag for den store økningen i verdi, eller er markedsprisen på aksjene for høy i forhold til verdien?

Det har skjedd flere ting som kan påvirke verdien etter siste vurdering. Russland har innført forbud mot import av norsk laks fra august 2014 [6]. De norske oppdretterne har dermed mistet et stort marked. På den annen side er den norske kronen svekket [7] slik at det blir billigere for kundene å importere fra Norge, og marginene kan økes for selskaper som har kostnader i norske kroner, og inntekter i utenlandsk valuta. Ifølge Roger Pedersen, fabrikkssjef i Grieg Seafoods slakteri i Finnmark, har selskapet kostnader til fiskefôr i euro, men andre kostnader, som arbeidskraft, er i norske kroner.

Selskapet er registrert på børs. Derfor er det begrenset med informasjon de kan gi ut. Om de for eksempel avslører planer eller annen informasjon som kan påvirke aksjekursen vil det være problematisk i forhold til verdipapirhandelloven [8]. Derfor vil jeg verdsette foretaket på grunnlag av offentlig tilgjengelig informasjon.

Jeg vil finne ut om det er lønnsomt å handle aksjer i Grieg Seafood ASA. Jeg vil da forsøke å finne mest mulig riktig verdi på aksjene, for så å sammenligne verdien med gjeldende aksjekurs.

Jeg har da kommet fram til følgende problemstilling:

Hva er verdien av en aksje i Grieg Seafood?

2 Norsk sjømat

Sjømat er en viktig eksportvare for Norge. På verdensbasis er det kun Kina som eksporterer sjømat for større verdier enn Norge [13]. I 2015 ble det eksportert fisk og annen sjømat for 74,5 milliarder kroner [11]. Norsk havbruk startet med oppdrett av ørret i 1959 [15].

Lakseoppdrett startet på 60- tallet. Da ble det samlet inn villaks fra 41 norske elver. Disse ble brukt til å avle fram laks med ønskede egenskaper for oppdrett, og i 1970 ble verdens første oppdrettsanlegg for laks etablert i Norge. Det var to brødre, Ove og Sigvert Grøntvedt, som da satte ut 20 000 laksesmolt på Hitra [28].

I dag er laks den viktigste arten i norsk havbruk, og Norge er den største produsenten av Atlantisk laks i verden [15]. Av den norske sjømateksporten i 2015 kommer 47,7 milliarder fra eksport av laks [12]. Det utgjør omtrent 64 % av den totale eksporten av norsk sjømat. I august 2014 innførte Russland importforbud av norsk laks, og et stort marked ble dermed utilgjengelig. De norske eksportørene har gjort en god jobb med å finne nye markeder, og i 2015 er det eksportert laks for større verdier enn noen ganger tidligere. Verdiøkningen skyldes også en høy pris (i norske kroner) på laksen, som igjen har sammenheng med at den norske kronen er svak [14].

2.1 Grieg Group

Grieg Seafood er en del av Grieg Group. Grieg Group er en 130 år gammel familie-eid virksomhet som har sin opprinnelse innen maritim virksomhet. De har i dag virksomhet innen flere områder, som shipping, skipsmegling, maritim service og havnevirksomhet, sjømat, investeringer og finans [16].

2.2 Grieg Seafoods historie fram til børsnotering

Selskapet Grieg Seafood blir i 1988 etablert som en del av Grieg Group. Først som Grieg Insurance AS, og endret til Grieg Trade AS i september 1989. Selskapet hadde ingen virksomhet før 1992, da det ble etablert som et laksehandels selskap.

I 1996 ble det definert en strategi om full integrasjon av verdikjeden helt fra egg til marked. Fra 1996 til 2002 utviklet selskapet seg til å være en stor eksportør av frossen filet til det japanske og tyske markedet gjennom kjøp av oppdrettsselskaper. I 2000 ble all virksomhet i Nord Norge solgt til Fjord Seafood, og driften ble konsentrert til Rogaland.

I 2001 etablerte Grieg Seafood seg i Canada ved å kjøpe opp Tertnes Trading AS, som hadde aksjene i Scandic Ltd i Canada.

I 2006 kjøpte Grieg Seafood opp Volden Group AS. Volden Group var på det tidspunktet en av de ledende oppdrettsselskapene i Finnmark.

I februar 2007 utvidet Grieg Seafood sin virksomhet i Canada ved oppkjøp av Target Marine Aquaculture Ltd.

I april 2007 avtalte Grieg Seafood å kjøpe opp aksjene til Hjaltland Seafarms AS, et holdingselskap for flere oppdrettsselskaper på Shetland. Oppkjøpet var betinget av finansiering. I mai 2007 ble det utstedt 26 millioner nye aksjer i Grieg Seafood for å finansiere kjøpet, og selskapet ble kjøpt opp.

I juni 2007 ble Grieg Seafood notert på Oslo børs.

[1]

2.3 Grieg Seafood i dag

Grieg Seafood (GSF) er en av de ledende selskapene innen lakseoppdrett i verden.

Hovedkontoret ligger i Bergen, og de har oppdrettsanlegg i Finnmark, Rogaland, Canada og Shetland. Årlig produksjonskapasitet er ifølge egen nettside [9] over 90 000 tonn slaktet vekt. GSF er et ASA, med totalt 111 662 000 aksjer [10].

2.3.1 Rogaland (GSFR)

I Rogaland har GSF satset ved å kjøpe opp mindre aktører. Konsernet har nå omtrent 120 ansatte i regionen, og en produksjonskapasitet på omtrent 26 000 tonn (pr. 2014). Alle ledd i verdikjeden, fra rogn til slakteklar fisk finnes lokalt her, og er integrert i GSF. Fisk fra Rogaland blir i hovedsak eksportert til det kontinentale Europa. [39]

2.3.2 Finnmark (GSFF)

I Finnmark har GSF virksomhet i fem kommuner. Her har GSF også verdens nordligste oppdrettsanlegg. Antallet ansatte i Finnmark er omtrent 210, og produksjonskapasiteten var 28 000 tonn i 2014. Spesielt klekking og produksjon av smolt har vært et satsingsområde de senere år i Finnmark, noe som er med på å optimalisere produksjonen. Fisk fra Finnmark eksporteres i hovedsak til Øst- Asia og EU. [39]

2.3.3 Canada (Grieg Seafood BC)

På vestkysten av Canada har Grieg Seafood BC drevet med lakseoppdrett siden 2001. Her har de omtrent 85 ansatte, og en kapasitet på omtrent 20 000 tonn (pr. 2014). Grieg Seafood BC har utviklet en egen merkevare, Skuna Bay Salmon, som er kjent som et kvalitetsprodukt. Skuna Bay Salmon serveres på eksklusive restauranter i Nord- Amerika, og har vært en suksess i det amerikanske sjømat markedet. [39]

2.3.4 Shetland (GSFS)

På Shetland har GSFS en produksjonskapasitet på 22 000 tonn (pr 2014), og ca. 215 ansatte. Her har de bygget et klekkeri med resirkulert ferskvannsteknologi, noe som fører til at de er selvforsynt med smolt, og har integrert hele verdikjeden i området. Fisken fra dette området selges for det meste i Storbritannia. [39]

2.3.5 Aksjonærer

Den største aksjonæren i Grieg Seafood er Grieg Holdings AS. De har 49,97% av alle aksjene. Deretter følger DNB NOR Markeds med 19,87% av aksjene. Ingen av de øvrige aksjonærene eier mer enn 6% av de totale aksjene. [10]

3 Teori

3.1 Verdidrivere

Selskaper skaper verdier for sine eiere ved å gi avkastning på den investerte kapitalen (ROIC). Verdiskapningen er forskjellen på den innkommende kontantstrømmen og kapitalkostnaden på de investeringene som er gjort. Vekst (g) kan øke verdiskapningen dersom den innkommende kontantstrømmen øker med mer enn kapitalkostnaden på den ekstra investeringen. Verdiskapningen avhenger derfor av selskapets avkastning på den investerte kapital og vekst (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

3.2 Rammeverk for verdsettelse

En fundamental verdsettelse består ifølge Penman (2013) av fem steg:

1. Kjenn bedriften. Herunder dens produkter, kunnskapsbasen, konkurransesituasjonen, reguleringsbegrensninger, styre og strategi.
2. Analyser informasjonen. Både informasjon fra regnskap og andre kilder.
3. Utvikle prognoser. Spesifiser inntjening og lag prognoser for fremtidig inntjening.
4. Omforme prognosene til verdi.
5. Investeringsbeslutning på bakgrunn av verdivurderingen

3.3 Verdsettingsmetoder

Verdivurdering er avhengig av mange vurderinger og forutsetninger. Verdien som framkommer kan variere mye avhengig av hvilke forutsetninger og vurderinger som er lagt til grunn (G. A. Dahl, 2010). For eksempel er det av betydning om man har et kjøper eller selgersynspunkt. Eller om man verdsetter enkeltaksjer eller full overtagelse av selskapet. En viktig forutsetning som har betydning for verdien, er om selskapet er i en opphørssituasjon, eller skal fortsette sin drift (going concern).

Det vil også ha betydning for verdien hvis et oppkjøp vil gi synergieffekter kontra et ”stand alone” synspunkt. (Boye & Dahl, 1997; Penman, 2013)

Det finnes også flere metoder å verdsette en virksomhet ut fra. I utgangspunktet bør de gi samme svar, men på grunn av usikkerhet ved estimering, ulikt grunnlag, forenklinger osv, kan de gi noe forskjellig svar.

Metodene kan deles inn i fire hovedgrupper: balansebaserte metoder, inntjeningsbaserte metoder (herunder kontantstrømsbaserte metoder), relativ prising og opsjonsprismodeller. (Boye & Dahl, 1997)

3.4 Balansebaserte metoder

Vanlige metoder for verdsetting på bakgrunn av balansen er: Matematisk verdi, substansverdi og likvidasjonsverdi. (Boye & Dahl, 1997)

Fordeler ved å bruke balansebaserte metoder:

Om det finnes et marked for eiendelene, har man konkrete verdier å forholde seg til.

En kjøper som ønsker å kjøpe eiendeler eller produksjonskapasitet kan enkelt se alternativkostnaden.

Ofte er det enklere å selge eiendelene enn å realisere fremtidig kontantstrøm (G. Dahl, A. , 2011).

Ulemper ved å bruke balansebaserte metoder:

Ikke alle verdidriverne kan leses ut av balansen. For eksempel merkevare, kompetanse, nettverk og lignende.

Det kan være vanskelig å finne markedsverdi på eiendelene.

En balansebasert verdivurdering vil ikke gi svar på hvilken verdi eiendelene kan forrente når de er i bruk i selskapet. (G. Dahl, A. , 2011; Penman, 2013).

3.4.1 Matematisk verdi

Matematisk verdi er den regnskapsmessige verdien av egenkapitalen, fratrukket latent skatt. Denne metoden har vært mye brukt når avtaler om forkjøpsrett skal innløses. Avtalene har ofte informasjon om spesielle hensyn som skal tas hensyn til i tillegg til den bokførte verdien (Clausen, 2002).

3.4.2 Substansverdi

Substansverdi er markedsverdi av eiendelene fratrukket gjeld. Om det ikke finnes et marked for eiendelene, brukes ofte gjenanskaffelsesverdier i stedet. Det må da tas hensyn til slitasje og alder, slik at verdien ikke blir som ny eiendel, men verdien gjenspeiler tilstand. I denne metoden forutsettes det at selskapet er et going concern. (Boye & Dahl, 1997)

3.4.3 Likvidasjonsverdi

På samme måte som substansverdi, er også likvidasjonsverdi markedsverdien av eiendeler fratrukket gjeld. Men ved beregning av likvidasjonsverdi tas det forutsetning om at selskapet skal avvikle sin drift. Det medfører at prisen som oppnås ofte er lav på grunn av rabatter og lignende grunnet forsert salg. Derfor er likvidasjonsverdi nesten alltid lavere enn substansverdi. (Boye & Dahl, 1997)

3.5 Inntjeningsbaserte metoder

Det er flere momenter som taler for å bruke inntjeningsorienterte metoder til verdivurdering: En virksomhet er ikke mer verdt enn det beløpet som den framtidige inntjeningen kan forrente med et avkastningskrav som gjenspeiler den oppfattede risikoen på transaksjonstidspunktet (G. Dahl, A. , 2011).

Men inntjeningsorienterte metoder har også sine svakheter:

Verdien avgjøres av fremtidig inntjening som kan være vanskelig å lage prognoser for. Avkastningskravet er vanskelig å anslå, og en liten endring i avkastningskrav får ofte store konsekvenser for verdien. Hvor lenge en høy inntjening kan opprettholdes er vanskelig å anslå, og framtidige nødvendige investeringer for å opprettholde inntjeningen er også usikre. (G. Dahl, A. , 2011)

3.5.1 Dividendemodeller

Dividendemodeller beregner verdi på bakgrunn av utbytte (dividender).

Da kan en aksjes verdi beregnes etter denne formelen:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

P_0 = verdi av aksje

D_t = forventet dividende pr. aksje i år t

k = avkastningskravet for egenkapitalen

Dividendemodeller er ikke vanlig å bruke i Norge, men de brukes en del i USA. En mulig forklaring på det kan være at amerikanske selskaper utdeler en større andel av overskuddet som utbytte. Norske selskaper ser ut til å legge større vekt på utbytte nå enn tidligere, og metoden kan derfor bli mer aktuell også i Norge.

En av modellens svakheter er at den krever en prognose for alle fremtidige dividender. Derfor tas det ofte en forutsetning om at dividenden vil øke med en viss prosent pr. år i all fremtid. Modellen kan med en slik forutsetning skrives som Gordons formel:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

D_1 = dividende i år 1

g = vekst i dividende pr. år

Fordelen med dividendemodeller er at dividender er den mest direkte avkastningen investorene får. Men om veksten blir lik eller større enn avkastningskravet, blir nevneren null eller negativ, og modellen vil ikke fungere.

(Boye & Dahl, 2002)

3.6 Kontantstrømsbaserte metoder

Kontantstrømbaserte modeller setter verdi på bakgrunn av fremtidig netto kontantstrøm. En bedrifts verdi avhenger i hovedsak av dens evne til å gi avkastning på den investerte kapitalen (ROIC), og dens evne til å vokse (g) (Koller et al., 2010).

Det vil si at det er nødvendig å lage en prognose for kontantstrøm noen år fram i tid. Det er vanlig med budsjetter for syv til femten år framover. (Boye & Dahl, 1997)

Jeg vil presentere tre kontantstrømbaserte modeller: enterprise discounted cash flow (DCF), discounted economical profit, og adjusted present value (APV).

3.6.1 Enterprise discounted cash flow model (DCF)

DCF modellen setter selskapets verdi på bakgrunn av fremtidig fri kontantstrøm. Det vil si den kontantstrømmen som er tilgjengelig for investorer og kreditorer. Fordi kontantstrømmen kommer i framtiden må den diskonteres med en kapitalkostnad for å kunne si noe om nåverdien.

I denne modellen brukes "weighed average cost of capital" (WACC) som kapitalkostnad. Det vil si at det brukes en utregnet total kostnad for all investert kapital. Verdien består av to ledd. Først verdien av den diskonterte frie kontantstrømmen i prognoseperioden, deretter et restledd som skal ta høyde for at drift etter budsjettperioden også har en verdi. For å finne verdien av

egenkapitalen må deretter markedsverdien av all rentebærende gjeld trekkes fra verdien som framkommer. (Koller et al., 2010)

Verdsetting med DCF består av fire deler:

1. Verdsett bedriftens drift ved å diskontere den frie kontantstrømmen med WACC.
2. Identifiser og verdsett ikke driftsmessige eiendeler. Summen av driftens verdi og de ikke driftsmessige eiendelene er selskapets verdi.
3. Identifiser og verdsett all gjeld og forpliktelser.
4. Trekk verdien av finansielle krav (ikke egenkapitalkrav) fra selskapsverdien for å finne verdi av egenkapitalen. For å finne verdi pr aksje, del egenkapitalverdien på antall aksjer.

(Koller et al., 2010)

3.6.2 Discounted economical profit

Economic - profit modellen bygger på samme prognoser for fremtidig inntjening som DCF – modellen, og de to modellene gir samme verdi. Modellen måler verdiskapningen for hver periode av prognoseperioden. Verdiskapning er profitt utover avkastningskravet.

Den økonomiske profitten for hver periode blir da resultatet etter skatt (NOPLAT) fratrukket kapitalkostnad for den investerte kapitalen:

$$Economic\ profit_t = NOPLAT_t - (Invested\ capital_{t-1} * WACC)$$

Deretter diskonteres verdien for hver periode for å finne nåverdien av den framtidige verdiskapningen. Verdiskapningen legges så til den allerede investerte kapitalen for å finne selskapets verdi. (Koller et al., 2010)

3.6.3 Terminalverdi

Fordi driften etter prognoseperioden også har en verdi, må det beregnes en verdi for denne som også tas med i verdivurderingen. Dette leddet har et evighetsperspektiv. Derfor vil konkurransen som regel sørge for at avkastning utover avkastningskravet blir eliminert, og avkastning på ny investert kapital (RONIC) kan settes lik WACC (Koller et al., 2010).

En vekst som overstiger vekst i bransjen pluss inflasjonen vil også være vanskelig å oppnå i det lange løp, derfor bør vekst i dette leddet brukes med forsiktighet (Koller et al., 2010).

For DCF modellen brukes verdidriver formelen:

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

(Koller et al., 2010)

Formelen finner terminalverdien etter prognoseperioden, og må derfor diskonteres til nåverdi før den legges til den diskonterte frie kontantstrømmen av prognoseperioden.

For economic profit metoden blir formelen noe annerledes:

$$CV_t = \frac{IC_t (\text{ROIC}_t - \text{WACC})}{\text{WACC}} + \frac{PV(\text{Economic Profit}_{t+2})}{\text{WACC} - g}$$

PV (Economic Profit_{t+2}) regnes ut slik:

$$PV(\text{Economic Profit}_{t+2}) = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} \left(\frac{g}{\text{RONIC}}\right) (\text{RONIC} - \text{WACC})}{\text{WACC}}$$

IC_t = investert kapital etter prognoseperioden

ROIC_t = avkastning på investert kapital etter prognoseperioden

RONIC = avkastning på kapital som er investert etter prognoseperioden

Også CV for economic profit metoden må diskonteres til nåverdi før den legges til selskapsverdien.

(Koller et al., 2010)

3.6.4 APV

WACC forutsetter at gjeldsgraden er stabil i forhold til markedsverdi. Når den forutsetningen ikke er oppfylt, kan en bruke adjusted present value. Luehrman (1996) går så langt som å si at WACC er avleggs å bruke. Det begrunner han med at APV alltid virker der WACC virker, og noen ganger der WACC ikke virker. I tillegg blir alle bestanddelene i verdien mer synlig. Metoden deler kontantstrømmen i to. En del har til hensikt å finne selskapets verdi som om det var finansiert av kun egenkapital. Denne hoved-kontantstrømmen diskonteres med et avkastningskrav som kan beskrives som WACC – formel uten skatteleddet:

$$ku = \frac{G}{G+Ek} * rg + \frac{Ek}{G+Ek} * re$$

ku = Avkastningskrav hovedkontantstrøm (for ubelånt foretak)

G = Gjeld (markedsverdi)

Ek = Egenkapital (markedsverdi)

rg = gjeldsrente

re = avkastningskrav egenkapital

Den andre delen tar for seg verdien av såkalt ”Tax shield”, som kommer av at lån har en skatteeffekt (Luehrman, 1997a).

Hvis WACC brukes riktig i forhold til forutsetningene, er det begrenset nytte ved å benytte APV- metoden framfor WACC- baserte metoder. Men for styringsformål kan APV- metoden være nyttig ved at den viser mer detaljert hvor verdiene kommer fra (Luehrman, 1997b).

3.7 Relativ prising

Kontantstrømbaserte modeller er avhengig av at vi klarer å lage gode prognoser, og bruk av multipler i tillegg kan være med på å kvalitetssikre resultatet man er kommet fram til. Da kan det undersøkes hvilken multiplerverdien innebærer, og om det er rimelig i forhold til andre i samme bransje. (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005)

Ved bruk av multipler, bør nevneren bygge på framtidsprognoser. Da ivaretas prinsippet om at selskapets verdi er nåverdien av den framtidige kontantstrømmen. Prognoser reflekterer vanligvis også normalresultatet bedre enn de historiske prestasjonene fordi de sjelden inneholder engangsgevinster/tap eller nedskrivninger. (Koller et al., 2010)

Studier viser også at multipler som bygger på framtidsprognoser gir mer nøyaktig verdi enn multipler som bygger på historiske prestasjoner (Liu, Nissim, & Thomas, 2002).

3.7.1 P/E

P/E metoden er en av de mest brukte verdsettingsmetodene blant investorer. Den estimerer et selskaps aksjeverdi som et produkt av inntjeningen og en P/E multiplerverdier som stammer fra sammenlignbare selskaper (Cheng & McNamara, 2000).

P/E multiplerverdien har to store svakheter. Den avhenger av kapitalstruktur, og den påvirkes av unormale hendelser som for eksempel nedskrivninger (Koller et al., 2010).

3.7.2 EV/EBITA

Enterprise value/EBITA *"tells more about a company's value than any other multiple"*
(Koller et al, 2010, s.315)

Den bygger på verdidriver formelen, og minner om P/E forholdet, men har fokus på selskapsverdi i stedet for aksjepris.

$$\frac{\text{Value}}{\text{EBITA}} = \frac{(1-T)(1-\frac{g}{\text{ROIC}})}{\text{WACC}-g}$$

Value = Selskapsverdi

EBITA = Resultat før renter, skatt, engangs gevinster/tap, og avskrivninger av immaterielle eiendeler

T = skatteprosent

I telleren (Value) tas verdien av de driftsrelaterte eiendelene med, og i nevneren (EBITA) tas de inntektene de skaper med.

Basert på fordelingen av EV/EBITA – verdier på det amerikanske markedet, er de fleste selskapers EV/EBITA mellom 7 og 11. Om multiplikatoren faller utenfor dette intervallet er det viktig å identifisere grunnen til det.

(Koller et al., 2010)

3.8 Opsjonsprising

Kontantstrømbaserte modeller tar ikke hensyn til effekten fleksibilitet har på verdien (Koller et al., 2010). Men realopsjoner tar hensyn til verdien av at ledelsen har valgmuligheter (Mun, 2010). Dersom vi kan endre kontantstrømmen underveis i prosjektet er det en opsjon med i bildet (Bredesen, 2011). Opsjonsprising er lite brukt av flere grunner. Det er en forholdsvis ung verdsettelsesmetode som fremdeles virker uferdig. Den oppleves derfor som komplisert, med behov for forenklinger (Kjærland, 2004). I tillegg kan brukere ha manglende forståelse for hvordan den fungerer og mangel på matematiske evner (Lander & Pinches, 1998).

Realopsjoner oppleves gjerne også som kompliserte og skremmende (Copeland & Tufano, 2004).

3.9 Valg av verdsetningsmodell

På grunnlag av det teorien sier om verdsetningsmetoder, velges det ut en eller flere metoder som passer for å verdsette Grieg Seafood.

Matematisk verdi er dårlig egnet fordi den kun tar hensyn til den bokførte verdien av egenkapitalen, med eventuelle tillegg i henhold til avtaler.

Substansverdi tar ikke hensyn til immaterielle eiendeler, som for eksempel goodwill. Selskap som har goodwill vil kunne få høyere avkastning enn eiendelene tilsier, og substansverdi vil avvike fra markedsverdien til et selskap. Derfor bør man basere verdsettelsen på kontantstrømbaserte modeller om det finnes slike (Boye & Meyer, 2008).

Likvidasjonsverdi er kun egnet dersom selskapet er i en opphørssituasjon. Grieg Seafood er ikke i en situasjon der de skal avvikle sin drift, og verdsettelse på grunnlag av likvidasjonsverdi er dårlig egnet.

Av de balansebaserte modellene er det kun substansverdi som kan være aktuell for verdsetting av Grieg Seafood. Men også den har så store svakheter at den velges bort.

Dividendemodeller baserer seg på verdien av framtidige utbytter. Men Grieg Seafood har varierende utbytte de siste årene. I 2012 og 2013 har de ikke utbetalt utbytte, og i 2014 var utbytte anbefalt av styret kr. 0,5 pr. aksje. Framtidig utbytte vil være veldig vanskelig å utvikle gode prognoser på. Derfor er dividendemodeller dårlig egnet til å verdsette Grieg Seafood.

Man får best resultat ved å benytte seg av kontantstrømbaserte metoder. Det er fordi verdiene blir skapt av de fremtidige kontantstrømmene. Derfor bør man budsjettere og diskontere fremtidige kontantstrømmer om man har tid og ressurser til det. (Boye & Meyer, 2008)

I de fleste tilfeller er det enklest å verdivurdere total kapitalen, for så å trekke fra verdien av gjeld (Boye & Meyer, 2008). Men også kontantstrømbaserte modeller har svakheter. En av de største svakhetene er at de ikke tar hensyn til verdi av fleksibilitet (Koller et al., 2010). Det er også vanskelig å få prognosene riktig. Ifølge Koller et al. (2010), er den beste og mest fleksible metoden for verdivurdering DCF- metoden. Men også de peker på at den ikke blir mer riktig enn prognosene den bygger på. Derfor kan multipler være nyttig som en sekundær metode for å kvalitetssikre resultatet (Koller et al., 2010).

DCF- metoden blir derfor valgt som hovedmetode. Deretter undersøkes det om verdien impliserer en realistisk EV/EBITA multiplikator.

For å vise effekten av vurderinger som legges til grunn, brukes scenarioanalyse med tre mulige utviklinger i prognoseperioden: en pessimistisk utvikling, en optimistisk utvikling, og en som er en mellomting mellom de to.

Fordi DCF- metoden bygger på en prognose med usikre faktorer, vil jeg også foreta en sensitivitetsanalyse. Jeg vil da se på hvordan verdien påvirkes av endring i egenkapitalens avkastningskrav, gjeldsrente og RONIC.

3.10 CAPM

For å anvende DCF- metoden er det nødvendig å finne den investerte kapitalens kostnad. CAPM (Capital Asset Pricing Model) brukes for å finne riktig avkastningskrav til risikoutsatte prosjekter. Ifølge modellen er forventet avkastning på en investering lik risikofri rente pluss investeringens beta ganget med markedets risikopremie.

$$\text{Formel: } E(R_i) = r_f(1 - s) + \beta_i [R_m - r_f(1 - s)]$$

Tegnforklaring:

$E(R_i)$ = forventet avkastning på investering i

r_f = risikofri rente

s = skattesats

β_i = aksjens følsomhet for markedet. $\beta_i = \frac{\text{kovarians}(r_i; r_m)}{\text{varians}(r_m)}$

r_i = aksjens avkastning

R_m = forventet avkastning i markedet.

3.10.1 Risikofri rente

For å finne risikofri rente bruker man i praksis yield på statsobligasjoner. Hvilken løpetid vi bør velge på statsobligasjonene avhenger av hva avkastningskravet skal brukes til. Ved verdsetting har vi en lang tidshorisont, og ti års statsobligasjoner er et godt valg. Tiårs

statsobligasjoner er også blant de mest likvide i markedet, noe som taler for at de reflekterer faktisk forventet avkastning (Norli, 2011; Penman, 2013).

3.10.2 Markedets risikopremie

Markedsporteføljen er alle investeringsmulighetene i økonomien. Den inneholder dermed både de som er på børs og de som ikke er på børs. For å beregne risikopremien er man avhengig av å observere priser over tid. Derfor brukes ofte kun de investeringsmulighetene som er på børs som grunnlag for risikopremien (Norli, 2011).

Aksjemarkedet i Norge er dominert av noen få sektorer. Derfor anbefaler Norli (2011) å bruke en indeks som dekker et bredt utvalg av sektorer som grunnlag for estimatet av risikopremie. Den vanligste metoden er å beregne gjennomsnittlig forskjell på realisert avkastning på markedsindeksen og yield på en tiårs statsobligasjon. Markedets risikopremie vil vanligvis ligge mellom 4,5 og 5,5 prosent. (Norli, 2011)

3.10.3 Likviditetspremie

Verdipapirer som lett kan omsettes vil være mer verdt enn et tilsvarende verdipapir som er vanskelig å selge. For eksempel vil en aksje i et børsnotert selskap være enklere å selge enn en aksje i et selskap som ikke er børsnotert. Når vi bruker kapitalverdimodellen (CAPM) får vi en verdi på verdipapirer uten salgshindringer. Derfor er det vanlig å legge til en likviditetspremie i avkastningskravet (før skatt) om det er et selskap med salgshindringer som verdsettes. Vanlig størrelse på likviditetspremien er 2–3%.

$$\text{CAPM blir da: } r_{EK} = r_f + \beta_{EK}(R_m - r_f) + r_{LP}$$

r_{EK} = egenkapitalens avkastningskrav (før skatt)

r_f = risikofri rente

β_{EK} = egenkapitalens følsomhet for markedet

R_m = forventet avkastning i markedet

r_{LP} = likviditetspremie

(Norli, 2011)

3.10.4 Småbedriftspremie

Små selskaper er i større grad enn store selskaper avhengig av nøkkelpersoner, enkeltkunder og enkeltprodukter. Det medfører en ekstra risiko i forhold til store selskaper, og det er derfor vanlig å legge til en såkalt småbedriftspremie ($r_{små}$) i egenkapitalens avkastningskrav [17].

Egenkapitalens avkastningskrav (før skatt) blir da:

$$r_{EK} = r_f + \beta_{EK}(R_m - r_f) + r_{LP} + r_{små}$$

3.10.5 Beta

I henhold til CAPM er en aksjes forventede avkastning drevet av aksjens beta, og aksjens beta er et mål på hvordan aksjekursen beveger seg i forhold til markedet. Beta kan ikke observeres direkte, og må derfor estimeres. Man starter da med å estimere aksjens råbeta, og forbedrer deretter estimatet ved å bruke ulike teknikker.

Den vanligste måten å estimere rå beta på er markedsmodellen. Da brukes regresjonsanalyse på aksjens avkastning i forhold til avkastningen i markedet. Aksjen og markedets utvikling i kurs regnes om til avkastning etter formelen: $r_t = \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}}$

r_t = avkastning i periode t

p_t = kurs ved slutten av periode t

p_{t-1} = kurs ved begynnelsen av periode t

Man bør da bruke månedsavkastninger for de siste 5 årene (60 målinger). Som mål på markedets avkastning brukes en diversifisert markedsindeks.

Formelen for en aksjes avkastning kan skrives på generell form:

$$r_j = a + \beta_E * r_m$$

r_j = avkastning på aksje

r_m = avkastningen i markedet

a = fastleddet (avkastning på aksje j om $R_m = 0$)

β_E = egenkapitalens beta (stigningstall)

Den lineære regresjonslinjens stigningstall utgjør aksjens råbeta.

Selskaper innen samme bransje har sammenlignbar risiko. Derfor kan estimatet forbedres ved å bruke beta fra sammenlignbare selskaper. Da kan medianen eller et gjennomsnitt av de sammenlignbare selskaperens beta brukes. Men fordi beta påvirkes av gjeldsgrad må det korrigeres for virkningen av gjelden før det beregnes et gjennomsnitt (eller median). I utregningene er det markedsverdien av gjeld og egenkapital som brukes. For børsnoterte aksjeselskaper kan markedsverdien på egenkapitalen finnes ved å gange aksjekursen med antall aksjer. (Koller et al., 2010)

Sammenhengen mellom egenkapitalbeta, gjeldsbeta og beta for alle aktiva er:

$$\beta_E = \beta_U + (\beta_U - \beta_D) \frac{D}{E}$$

β_E = egenkapitalbeta, β_U = beta for selskap uten gjeld, β_D = beta for gjelden i selskapet. Hvis vi antar at β_D er null, får vi følgende uttrykk for β_U :

$$\beta_U = \beta_E / (1 + \frac{D}{E})$$

Ved å bruke β_U får vi sammenlignbare betaestimer for selskapene vi tar med i analysen.

Etter å ha funnet et gjennomsnittlig estimat for beta uten gjeld, beregnes egenkapitalbeta for aktuelt selskap med den aktuelle gjeldsgrad ut fra formelen:

$$\beta_E = \beta_U (1 + \frac{D}{E})$$

Om vi har få sammenlignbare selskaper, kan råbeta estimatet forbedres med Bloombergs glatting. Da dempes den enkelte observasjons påvirkning ved at betaestimatet justeres mot 1 med formelen:

$$\text{Justert beta} = 0,33 + 0,67 * \text{råbeta}$$

Glatting bygger på en observasjon gjort av Marshall Blume der han oppdaget at beta over tid beveger seg mot 1. (Koller et al., 2010)

3.10.6 WACC

WACC er det veide avkastningskravet til all sysselsatt kapital, og regnes ut etter følgende

$$\text{formel : } WACC = re * \frac{E}{E+G} + rg * (1 - s) * \frac{G}{E+G}$$

re = avkastningskrav egenkapital

rg = gjeldsrente

E = egenkapital (markedsverdi)

G = rentebærende gjeld (markedsverdi)

Bruk av WACC til verdsetting gir bare helt riktig svar når gjeldsgraden er konstant (Miller, 2009).

3.10.7 ROIC og vekst (g)

ROIC er avkastningen på den investerte kapitalen (IC).

$$ROIC_t = \frac{NOPLAT_t}{IC_{t-1}}$$

ROIC vil vise en trend i framtiden. Om selskapet har en kilde til varig konkurransefortrinn vil ROIC være høyere enn WACC. Ellers vil ROIC gå mot et bransjegjennomsnitt eller mot WACC. (Koller et al., 2010)

Verdien på et selskap avhenger av dens evne til å gi avkastning på den investerte kapitalen. Verdier skapes kun dersom ROIC overstiger kapitalkostnaden (WACC). (Koller et al., 2010)

Vekst i seg selv er dermed ikke verdiskapende, men vekst kan være med på å skape verdier. Spesielt om ROIC allerede er høy. Men dersom ROIC er lav kan det skapes mer verdier ved å øke ROIC enn å søke vekst (Cao, Jiang, & Koller, 2006).

For investorer er en høy ROIC viktigere enn høy vekst (Cao et al., 2006).

3.11 Framtidig lønnsomhet

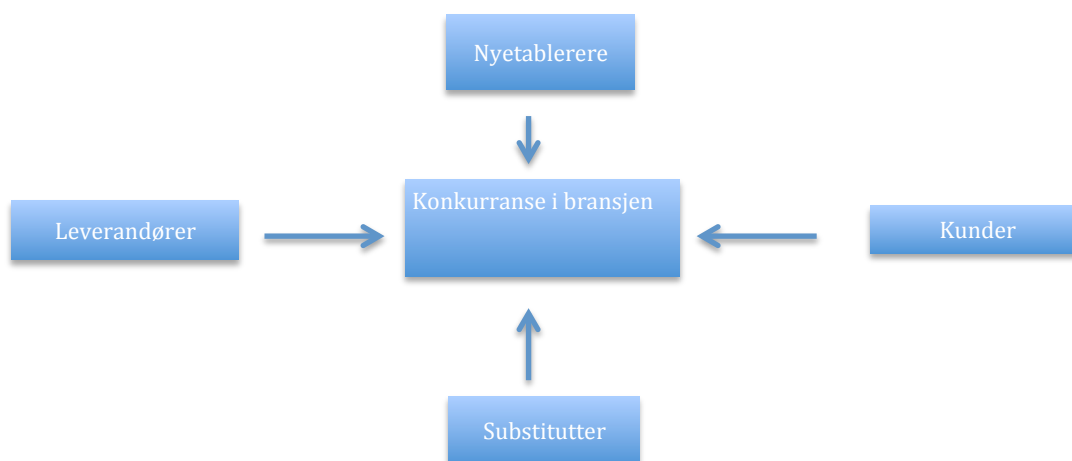
DCF- metoden bygger på den framtidige inntjeningen. Det er derfor nødvendig å analysere forhold som påvirker lønnsomhet og vekst i framtiden.

3.11.1 VRIO

En VRIO analyse kan brukes til å analysere om selskapets ressurser har egenskaper som gir konkurransefortrinn. Et selskap har midlertidig konkurransefortrinn om det råer over ressurser som er verdifulle og sjeldne. Om selskapet har et slikt konkurransefortrinn, vil det kunne ta ut en ekstra fortjeneste på sitt produkt i forhold til sine konkurrenter. Men en slik ekstra fortjeneste vil tiltrekke seg aktører som vil ta del i den ekstra fortjenesten. Derfor kreves det også at ressursene må være uimiterbare for at de skal være kilde til et varig konkurransefortrinn. Selskapet må også være organisert slik at det er i stand til å utnytte de fortrinn som ressursene gir. (Jugdev, Mathur, & Fung, 2007)

3.11.2 Porter

Konkurransesituasjonen i bransjen har stor innvirkning på lønnsomheten og muligheten for vekst for den enkelte bedrift. Et godt verktøy for å analysere konkurransesituasjonen er Porters five forces.



Figur 2. Porters five forces (Porter, 1987)

Ifølge Porter avhenger konkurransen, og dermed lønnsomhetspotensialet i en bransje av fem grunnleggende krefter (Porter, 1987). Porters teori anser de fem kreftene som like viktige for lønnsomheten, men Greenwald and Kahn (2005) peker ut trusselen fra nyetablerere som den klart viktigste faktoren.

3.11.3 Leverandørmakt

Om leverandørene har mye makt vil de kunne sette opp sine priser eller redusere kvaliteten på det de leverer, og dermed virke inn på lønnsomheten i bransjen.

Det er flere faktorer som kan gi leverandørmakt:

1. Om det er få leverandører, og kundene er små, vil som regel leverandørene ha mer makt enn om det er motsatt.
2. Om kundene har få alternativer (substitutter) de kan velge, vil det øke leverandørmakten.
3. Det er ikke viktig for leverandørene å selge til bransjen.
4. Produktet har stor betydning for kunden. For eksempel kan det være en viktig innsatsfaktor i produksjonen.
5. Det er knyttet byttekostnader mot å bytte leverandør.
6. Leverandørene kan true med å integrere forover.

(Porter, 1987)

3.11.4 Kundemakt

Kundenes makt er motstykket til leverandørmakten. Kilder til kundemakt blir dermed et speilbilde av kildene til leverandørmakt:

1. Store kunder og mange leverandører.
2. Kunden kan velge substitutter.
3. Om produktet representerer en betydelig kostnad for kunden vil kunden gjøre en innsats for å forhandle fram best mulig pris og kvalitet.
4. Produktet er av liten betydning for kunden.
5. Byttekostnadene er lave.
6. Kjøperne kan true med å integrere bakover.

(Porter, 1987)

3.11.5 Nyetablerere

Om lønnsomheten i bransjen er høy, vil det føre til at andre ønsker å etablere seg der. Da vil den økte konkurransen føre til at lønnsomheten i bransjen synker.

Barrierer mot nyetablerere kan være at prisen er lav nok til at det ikke vil lønne seg for nyetablerere, da de ofte kan få større kostnader i en etableringsfase enn de etablerte i bransjen.

Det kan også være vanskelig å etablere seg i en bransje på grunn av stordriftsfordeler, erfaring, kontakter, merkevarer, distribusjonskanaler osv.

Men teknologiske endringer kan være til fordel for nyetablerere fordi de etablerte kan ha investert i den gamle teknologien, og nyetablerere kan investere direkte i det nyeste.

Politikk kan være en effektiv barriere mot nyetablerere. For eksempel kan det være konsesjoner eller andre tillatelser knyttet til etablering i bransjen. (Porter, 1987)

3.11.6 Substitutter

Trusselen fra substitutter begrenser lønnsomheten ved å sette tak på prisene i bransjen.

Det betyr at jo flere produkter fra andre bransjer som kan fylle samme funksjonen som bransjens produkter, jo lavere vil lønnsomheten i bransjen bli.

3.11.7 Konkurransen i bransjen

En sterk konkurranse i bransjen vil redusere lønnsomheten ved å presse prisene ned og kvaliteten opp.

Antallet konkurrenter er en viktig faktor for konkurransen. Om det er mange konkurrenter, vil det gi sterkere konkurranse. Da øker sannsynligheten for at noen starter en priskrig for eksempel, eller gjør andre grep for å forsøke å ta markedsandeler fra konkurrentene.

Styrkeforholdet mellom konkurrentene er også viktig for konkurransen. Om aktørene har omtrent lik størrelse og like ressurser har de lett for å kjempe mot hverandre. Hvis det er en eller flere aktører som dominerer i bransjen, vil de kunne fungere som koordinatorene og bestemme gjeldende priser og lignende.

En lav bransjevekst øker konkurransen i bransjen fordi aktørene må ta markedsandeler fra hverandre for å ha vekst.

Høye faste kostnader fører til høy utnyttelse av produksjonskapasitet. Det kan føre til overproduksjon og pressede priser.

Like produkter og lave byttekostnader mellom aktørene gir høy konkurranse, og om det er avviklingshindre fører det til at det kan være flere aktører enn ellers. (Porter, 1987)

3.12 Nøkkeltallsanalyse

”Nøkkeltallsanalysen går ut på å beregne forholdstall som skal brukes til å vurdere bedriftens lønnsomhet og finansielle stilling” (Baksaas & Hansen, 2010, s. 194). Lønnsomheten er det som gir ROIC, og er derfor essensielt for verdsettingen.

Baksaas og Hansen (2010) deler nøkkeltallsanalysen inn i fire deler:

1. Lønnsomhet
2. Finansiering
3. Soliditet
4. Likviditet

Det er sammenhenger mellom de fire gruppene av nøkkeltall. Ifølge Baksaas og Hansen (2010) er den viktigste gruppen lønnsomhet. Lønnsomheten vil over tid påvirke de andre gruppene. En god likviditet kommer gjerne av tilfredsstillende finansieringsstruktur. Finansieringsstruktur og soliditet er to sider av samme sak, og kan behandles under ett (Baksaas & Hansen, 2010).

Det er flere framgangsmåter for å analysere nøkkeltallene. Vi kan bruke tidssammenligning over flere år for å se utviklingen over tid. Alternativt kan det brukes benchmarking mot andre bedrifter eller bransjenormer, eller en kombinasjon av benchmarking og tidssammenligning (Baksaas & Hansen, 2010). Ved lønnsomhetsanalyse bør det korrigeres for unormale poster, og regnskapet må være gruppert på samme måte for alle årene. Det må også anvendes samme vurderingsprinsipper for hele perioden (Baksaas & Hansen, 2010).

3.13 Lønnsomhet

Lønnsomhetsanalyser undersøker selskapets evne til å tjene penger gitt de ressursene de rår over (Langli, 2012). Baksaas og Hansen bruker flere mål på lønnsomhet. Rentabilitet på total kapitalen undersøkes for å belyse hvordan selskapet forvalter midlene de rår over. Rentabiliteten på total kapitalen består av resultatgrad og omløpshastighet på kapitalen. Rentabilitet på egen kapitalen undersøkes for å si noe om hvilken avkastning investorene får på sine investeringer. (Baksaas & Hansen, 2010)

3.13.1 Totalkapitalens rentabilitet (TKR)

Totalkapitalens rentabilitet viser avkastningen på all kapital uavhengig av finansiering. I nevneren har vi all kapital, også långivere og skattemyndigheter. Da må telleren inneholde hele avkastningen som skal fordeles på total kapitalen. Blant finanskostnadene er det til tider poster som ikke har noe med avkastning til långiverne å gjøre, som for eksempel tap på valuta eller aksjer. Derfor velger Baksaas and Hansen (2010) å bruke rentekostnader i telleren, og ikke finanskostnader.

$$TKR = \frac{(Resultat\ før\ skattekostnad + rentekostnader) * 100\%}{Gjennomsnittlig\ total kapital}$$

Kravet til total kapitalrentabiliteten er at den "bør være minst like høy som den avkastningen bedriften kunne fått ved å plassere kapitalen på annen måte." (Baksaas and Hansen 2010, s. 241).

Avkastningen bør derfor være minst like stor som risikofri rente, med tillegg for risiko forbundet med plasseringen i bedriften. Total kapitalen består av gjeld og egen kapital. Gjeld og egen kapital har forskjellig risiko, og derfor forskjellig avkastningskrav. TKR bør minst være like stor som det veide gjennomsnittlige avkastningskravet (WACC).

(Langli, 2012).

3.13.2 Resultatgrad

Resultatgrad sier oss hvor mange prosent av driftsinntektene avkastningen utgjør.

$$Resultatgrad = \frac{(Resultat\ før\ skatt + rentekostnader) * 100\%}{Driftsinntekter}$$

(Baksaas & Hansen, 2010)

Rentabiliteten avhenger av resultatgrad og omløpshastighet. Ulike bransjer har ulik resultatgrad. Det er derfor vanskelig å si noe om hvor stor resultatgraden bør være, men den kan sammenlignes med andre i samme bransje (Langli, 2012).

3.13.3 Egen kapitalens rentabilitet (EKR)

Egen kapitalrentabiliteten viser den regnskapsmessige avkastningen eierne har på sin kapital.

Ordinært resultat er etter skatt, fordi skatten reduserer beløpet som er tilgjengelig for eierne. Som egen kapital regnes bokført innskutt og opptjent egen kapital.

$$EKR = \frac{Ordinært\ resultat * 100\%}{Gjennomsnittlig\ egen\ kapital}$$

(Langli, 2012)

Kravet til egen kapitalrentabiliteten er at den er like stor eller større enn avkastningskravet til egen kapitalen. Egen kapitalen har en høyere risiko enn total kapitalen, og det er derfor rimelig at avkastningskravet til egen kapitalen er høyere enn for total kapitalen (Baksaas & Hansen, 2010).

3.14 Soliditet og finansiering

I denne analysen ønsker vi å se på hvordan eiendelene er finansiert, og hvordan selskapets evne til å tåle tap er (Langli, 2012).

3.14.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 er forholdet mellom anleggsmidler og den langsiktige kapitalen.

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

Normalt bør den langsiktige kapitalen være større enn anleggsmidlene. Det betyr at finansieringsgrad 1 bør være mindre enn 1, og noe av omløpsmidlene er langsiktig finansiert (Langli, 2012).

3.14.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom gjeld og egenkapital.

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

Jo mindre dette tallet er, jo bedre er soliditeten (Langli, 2012).

3.14.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden sier oss i hvor god stand bedriften er til å betjene sine lån.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{(\text{Resultat før skatt} + \text{Rentekostnader})}{\text{Rentekostnader}}$$

Kravet er vanligvis at rentedekningsgraden bør være større enn 3. Om rentedekningsgraden er 1, betyr det at bedriften akkurat klarer å betjene sine lån (Baksaas & Hansen, 2010).

3.15 Regnskapsanalyse

”Med regnskapsanalyse forstår vi en systematisk undersøkelse av regnskapsdata med det formål å belyse og forklare bedriftens økonomiske stilling og utvikling” (Baksaas & Hansen, 2010, s. 194).

Resultatregnskapet og balansen er ikke hensiktsmessig spesifisert for verdsettelse. Derfor er det nødvendig å starte regnskapsanalysen med å gruppere og omgruppere regnskapstallene (Gjesdal, 2007).

Det må da skilles mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler. Gjeld må deles inn i rentefri og rentebærende gjeld. Unormale poster må identifiseres, og brudd med kongruensprinsippet (dirty surplus) må håndteres (Gjesdal, 2007). Vi står likevel fritt til å gruppere regnskapet slik vi ønsker, og hvor detaljerte oppstillinger vi bruker avhenger av tilgangen på opplysninger og analysens formål. Det viktigste er å få fram relevant informasjon til formålet (Baksaas & Hansen, 2010). Formålet i forbindelse med verdsetting er å bruke historiske prestasjoner for å kunne si noe om inntjening i framtiden. Ifølge Penman (1991), kan historisk lønnsomhet si mye om hvordan lønnsomheten blir de neste seks til ti år.

3.15.1 Eiendeler

Driftsfremmede eiendeler må skilles ut fordi de verdsettes med andre metoder enn de driftsrelaterte eiendelene. Ved klassifiseringen av eiendelene er det viktig at det er samsvar mellom de valg som blir gjort i balansen og i resultatregnskapet. (Gjesdal, 2007)

Varige driftsmidler er driftsrelaterte, og føres til bokført verdi. Netto andre anleggsmidler kan føres som driftsrelaterte om de er relativt små, og det ikke foreligger informasjon om noe annet. For å finne netto andre anleggsmidler trekkes andre langsiktige forpliktelser fra andre langsiktige anleggsmidler. Netto andre anleggsmidler er en del av investert kapital. Utsatt skattefordel behandles som finansiell eiendel. (Koller et al., 2010)

ROIC kan beregnes både med og uten immaterielle eiendeler som en del av den investerte kapitalen. Om immaterielle eiendeler tas med, måler ROIC selskapets evne til å skape verdi etter oppkjøp av immaterielle eiendeler. ROIC uten immaterielle eiendeler som del av investert kapital viser selskapets konkurranseevne i bransjen. Immaterielle eiendeler slites ikke, og de verdsettes derfor til anskaffelsespris. I resultatregnskapet tas ikke avskrivninger og

nedskrivninger av immaterielle eiendeler med når NOPLAT skal beregnes. (Koller et al., 2010)

Kontanter og kontantekvivalenter inneholder arbeidskapital som kan klassifiseres som driftsrelatert. Likevel kan alle kontanter og kontantekvivalenter klassifiseres som finansielle eiendeler (Penman, 2013).

Kundefordringer behandles som driftsrelatert eiendel.

”Investering i tilknyttede selskaper vil som regel ikke være driftsfremmed selv om de ofte betegnes som finansielle investeringer” (Gjesdal, 2007, s. 8).

Skillet mellom driftsrelatert og finansielle eiendeler kan være problematisk. Finansielle eiendeler kan gi driftsrelatert avkastning. Lån til tilknyttede selskaper er en slik finansiell eiendel. Da er det viktig at det er samsvar mellom valget som gjøres i resultatregnskapet og balansen. Hvis inntekten tas med som driftsinntekt, må eiendelen tas med i driftsrelaterte eiendeler (Penman, 2013).

3.15.2 Egenkapital og gjeld

Verdiskapning kan sies å være avkastning på investert kapital, derfor er det viktig å skille mellom kapital som krever avkastning og rentefri gjeld.

Klassifiseringen følger av den regnskapsmessige behandlingen av postene, ikke av de iboende egenskapene. For eksempel kan det være en finanskostnad knyttet til leverandørgjeld, men leverandørgjelden klassifiseres likevel som rentefri.

Utsatt skatt er en midlertidig forskjell som oppstår som følge av at skattemessige avskrivninger kan avvike fra regnskapsmessige avskrivninger. Ved beregning av NOPLAT brukes beregnet skatt direkte på inntekten, og det er ikke behov for posten utsatt skatt. Fordi utsatt skatt ikke er en egentlig gjeld, er det rimelig at det kreves avkastning på linje med egenkapital på utsatt skatt. Derfor føres utsatt skatt som egenkapital ekvivalenter. (Koller et al., 2010)

Pensjonsforpliktelser bør klassifiseres som rentebærende gjeld, og renteelementet bør føres som finanskostnad. (Gjesdal, 2007)

3.15.3 Investert kapital (IC)

Investert kapital er kapitalen som er nødvendig for å drive selskapets kjernevirksomhet.

$$IC = \text{driftsrelaterte eiendeler} - \text{driftsrelatert gjeld}$$

(Koller et al., 2010)

3.15.4 Dirty surplus

Dirty surplus er endringer i balanseposter som ikke skyldes transaksjoner med eierne eller har sin motpost i resultatet. Et eksempel på tilfelle der dirty surplus kan oppstå er som effekt av prinsippendring. Et slikt brudd på kongruensprinsippet skaper problemer for verdsetting fordi rentabiliteten blir feil (Gjesdal, 2007).

3.16 Prognoseperiode

Verdsetting ved bruk av DCF- metoden krever at det utarbeides en prognoseperiode.

Første skritt i utarbeidelsen av prognoseperioden er å bestemme periodens lengde. Koller et al. (2010) anbefaler å bruke en periode på 10 – 15 år, og påpeker at perioden bør være lang nok til at selskapet kommer i steady state på slutten av perioden. Når selskapet er i steady state investeres en konstant andel av resultatet, og ROIC og RONIC er konstant.

Utfordringen med en lang prognoseperiode er at det er vanskelig å forutse utviklingen langt fram i tid.

Det er viktig at prognosene for de framtidige inntektene blir gode fordi mange av kostnadene skal beregnes på grunnlag av inntektene. Inntektene kan beregnes ut fra prognoser og forventninger om priser og framtidig salgsmengde. Ved beregning av framtidig mengde legges selskapets egne vurderinger og forventninger samt en samlet vurdering av markedet til grunn.

Etter at inntektene er beregnet brukes en trestegs- prosess for å beregne øvrige poster i det framtidige resultatregnskapet.

1. Bestem hva som driver den aktuelle posten. De fleste kostnader drives av driftsinntektene. Men de kan også være knyttet til andre drivere.
2. På bakgrunn av de historiske verdiene beregnes det relative forholdet mellom posten og driveren.
3. Posten beregnes ved å multiplisere driveren med det relative forholdet.

Driftskostnader drives som hovedregel av driftsinntektene.

Avskrivninger kan beregnes på flere måter. De kan beregnes som prosent av inntektene, eller som prosent av eiendelene. Avskrivningene kan også beregnes på bakgrunn av innkjøp og de faktiske avskrivningene, men det krever detaljkunnskap om bedriftens planer og driftsregnskap. Inntekter som ikke er operasjonelle beregnes ut fra hva som driver de.

4 Metode

For å skaffe mye og detaljerte data om et case, er det en fordel å bruke flere metoder (Yin, 2007). Ifølge rammeverket til Penman (2010), skal det samles inn mest mulig informasjon. Mye av informasjonen som samles inn er kvalitative data som stammer fra aviser og ulike nettsider med relevant informasjon. Men også kvantitative data som regnskap og aksjekurs over flere år samles inn og analyseres. Derfor bruker jeg både kvalitative og kvantitative metoder i analysene.

De kvalitative dataene analyseres ved hjelp av veletablerte metoder og modeller for å få fram informasjon som er relevant for problemstillingen. Det er i hovedsak analyser av omgivelser, konkurransesituasjon, vekstmuligheter og lignende som planlegges som kvalitative studier.

De kvantitative dataene blir i hovedsak analysert ved hjelp av regneark, statistikkprogram og relevant teori.

4.1 Forskningsdesign

Design handler om å gi noe en form. Et forskningsdesign skal gi form til undersøkelsene som skal svare på den aktuelle problemstillingen. Problemstillingen omhandler ett konsern og verdien av konsernet. Det er da naturlig å bruke et casedesign. I et casedesign undersøkes ett eller noen få caser. Et case kan være ulike studieobjekter, som for eksempel: et individ, et system, en bedrift eller en hendelse. I denne undersøkelsen er Grieg Seafood ett slikt case som skal studeres inngående. I et casedesign innhentes mye informasjon om caset over noe tid. Kildene varierer, men caset studeres i en setting. I dette tilfellet er det en økonomisk setting som er relevant (Johannesen, Tufte, & Christoffersen, 2011).

Ifølge Yin (2007) er det to dimensjoner i et casestudie. En dimensjon handler om antallet case. Det kan være en enkeltcasestudie, eller en flercasestudie. For å finne verdien av Grieg Seafood er et enkeltcasestudie hensiktsmessig. Den andre dimensjonen er antallet analyseenheter. Om organisasjonen (caset) analyseres som en enhet, er det en analyseenhet. Men om flere enheter innen caset analyseres, er det flere analyseenheter. Det kan for eksempel være flere avdelinger innen en bedrift, som: salg, administrasjon, produksjon, distribusjon osv. Jeg skal analysere Grieg Seafood som en analyseenhet.

4.2 Type data

I verdsettingen benytter jeg hovedsakelig sekundærdata fra regnskap, årsrapporter og kvartalsrapporter. Men også andre kilder benyttes for å få et best mulig grunnlag for å utarbeide prognoser. Sekundære data er data som er samlet inn av andre (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2012). De senere år har sekundære data blitt lett tilgjengelig via internett. De finnes i form av både aviser, opplysninger som er lagt ut av bedriftene selv, og andre kilder. Slike data er veldig nyttig for studier som har begrenset tid og ressurser (Saunders et al., 2012).

4.3 Validitet

En undersøkelse som er valid måler det som den er ment å måle. Validitet i verdsettingen ivaretas ved å bruke godt etablerte og anerkjente metoder for verdsetting.

4.4 Reliabilitet

En undersøkelse som er reliabel vil gi samme resultat om den gjentas av andre forskere. Verdsetting avhenger av vurderinger og skjønn, og en ny verdsetting av samme virksomhet vil gi en annen verdi om andre vurderinger legges til grunn. Reliabiliteten til de kvantitative dataene må kunne anses å være god. De består av godkjente regnskaper og tall som er offentliggjort av Oslo Børs og Norges Bank. Unntaket er regnskapstall fra 2015. De stammer fra det foreløpige regnskapet i rapporten for fjerde kvartal 2015. Fordi dette er foreløpige tall kan det komme endringer i det endelige regnskapet.

Prognosene er et resultat av mine vurderinger. Reliabiliteten ivaretas ved at de bygger på informasjonen som framkommer i analysene.

De kvalitative kildene består av mange nettsider som kan inneholde feilinformasjon. Det er likevel helt nødvendig å innhente slik informasjon for å ha et godt grunnlag for vurderingene som gjøres.

5 Resultat

5.1 Avkastningskrav

5.1.1 Skatt

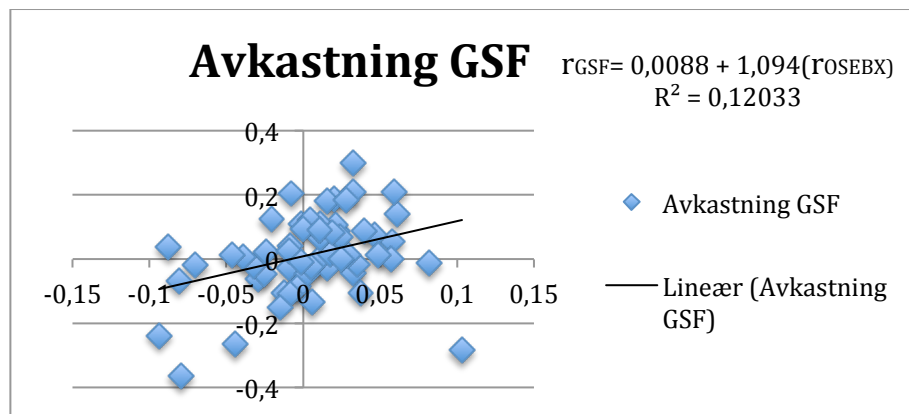
Selskapsskatten i Norge er foreslått redusert til 25% i statsbudsjettet for 2016 [34]. Derfor legger jeg til grunn at skatt er 25% i mine beregninger.

5.1.2 Beta (β)

Først finner jeg månedsavkastningen for de siste fem år på aksjene til Grieg Seafood (GSF), og aksjeindeksen (OSEBX). Jeg tar da utgangspunkt i den siste dagen i hver måned.

Avkastningen kan ikke leses av direkte, og jeg beregner derfor månedsavkastningen for de siste 5 årene etter formelen i teorikapittelet. Beregningene av månedsavkastningene finnes i vedlegg 1.

Jeg foretar en lineær regresjonsanalyse for å finne råbeta. Råbeta er den lineære regresjonslinjens stigningstall som beskrevet i kapittel 3.



Figur 3. Beta

Stigningstallets 95% konfidensintervall har nedre verdi 0,309, og øvre verdi 1,879 (vedlegg 2). Det betyr at beta med 95% sikkerhet befinner seg mellom 0,309 og 1,879, noe som er et veldig bredt anslag, og jeg kan ikke si at beta er signifikant forskjellig fra 1. Resultatet fra regresjonsanalysen brukes likevel i de videre beregningene.

Råbeta for GSF er 1,094. En R^2 på 0,12 viser at 12% av aksjens risiko ikke kan diversifiseres bort. Det betyr at kun 12% av variasjonen i avkastningen på GSF aksjene kan forklares av variasjonen i avkastningen på OSEBX.

For å forbedre betaestimatet bruker jeg Bloombergs glatting:

$$\text{Justert } \beta = 0,33 + (0,67 * 1,094)$$

Den justerte beta jeg bruker videre i beregningen er 1,063.

5.1.3 Risikofri rente (rf)

I det norske markedet er det vanlig å bruke 10- års statsobligasjoner som risikofri rente, men også såkalt normalisert langsiktig risikofri rente, og 5- års statsobligasjoner brukes. Den normaliserte langsiktige renten som brukes varierer noe, men ifølge en undersøkelse av PWC blant Norske Finansanalytikeres Forenings medlemmer i 2015 [17], er en median av det som brukes 3,5%.

Om 10- års statsobligasjoner brukes som grunnlag, med beregnet gjennomsnitt for siste måned (fra 11 januar, 2016 til 10 februar 2016), er risikofri rente 1,43%. Om 5- års statsobligasjoner benyttes, er risikofri rente 0,85% i gjennomsnitt for samme periode. [30]

Ifølge teorien er 10- års statsobligasjoner et godt valg som grunnlag for risikofri rente. Derfor velges 10 års statsobligasjoner som grunnlag for den risikofrie renten i denne studien.

Risikofri rente før skatt settes derfor til 1,43%.

5.1.4 Risikotillegg (Rm)

Markedets meravkastning etter skatt bør beregnes ut fra hele markedet. Fordi Oslo børs er dominert av noen få store bransjer, beregnes ikke meravkastningen på bakgrunn av tall derfra. Ifølge Norli (2011) og Koller (2010), vil meravkastningen bli mellom 4,5 og 5,5 prosent om datagrunnlaget er stort nok. Ifølge undersøkelser gjort av PWC, har risikotillegget i det norske markedet vært stabilt på 5% fra 2011 til 2014 (Aulie & Johansen, 2014). Også undersøkelsen fra 2015 konkluderer med at risikotillegget er 5% [17]. Risikotillegget i det norske markedet på ca. 5%, er en etter skatt- størrelse (Husebø, 2009). Derfor settes markedets meravkastning til 5 prosent etter skatt.

5.1.5 Likviditetspremie

Grieg Seafoods aksjer er lett omsettelige på børs. Det er derfor ikke nødvendig med likviditetspremie i avkastningskravet.

5.1.6 Småbedriftspremie

Ifølge en undersøkelse av PWC [17], bør småbedriftspremie ikke benyttes for selskaper med markedsverdi over 5 milliarder. Tabellen viser anbefalt størrelse på småbedriftspremien i henhold til undersøkelsen:

Tabell 1, Småbedriftspremiens størrelse [17]

Egenkapitalens markedsverdi (i milliarder)	Småbedrifts premie
2-5	0-1%
1-2	1-2%
0,5-1	2-3%
0,1-0,5	3-4%
0-0,1	4-5%

Grieg Seafoods markedsverdi er pr. 11. Februar, 2016 omtrent 3,025 milliarder [2].

Det er litt lavere enn midt i intervallet 2-5 milliarder. Derfor settes småbedriftspremien til 0,6%.

5.1.7 Egenkapitalens avkastningskrav (R_e)

Egenkapitalens avkastningskrav beregnes ut fra formelen i teorikapittelet:

$$R_e = r_f(1 - s) + \beta_i [E(R_m) - r_f(1 - s)]$$

$$R_e = 0,0143 * (1 - 0,25) + 1,063 * 0,05$$

$$R_e \approx 6,39\%$$

Når småbedriftspremien legges til blir $R_e \approx 7\%$ etter skatt.

5.1.8 Rente

Gjennomsnittlig gjeldsrente til Grieg Seafood er oppgitt til å være 5,18% i note nr. 24 i regnskapet for 2014 [33]. Rentenivået i Norge er generelt gått litt ned etter det, men det er

ingen opplysninger som tilsier at den gjennomsnittlige gjeldsrenten for Grieg Seafood er vesentlig endret. Derfor brukes 5,18% som gjeldsrente i de videre beregningene.

5.1.9 WACC

WACC beregnes ut fra formelen fra teorikapittelet: $WACC = Re * \frac{E}{E+G} + Rg * (1 - s) * \frac{G}{E+G}$

Skatt settes til 25%. Rentebærende gjeld er hentet fra note nr. 6, i foreløpig regnskap for 2015 [33]. Rentebærende gjeld er 1 907 109 000. Markedsverdien på egenkapitalen finnes ved å multiplisere aksjekursen (pr. 15 februar 2016), med antall utstedte aksjer: $27,40 * 111 662 000 \approx 3 059 539 000$

Sum av rentebærende gjeld og egenkapital: 4 966 648 000

Beregnet WACC blir: $7\% * \frac{3 059 539 000}{4 966 648 000} + 5,18\% * 0,75 * \frac{1 907 109 000}{4 966 648 000} = 5,8\%$

5.2 Vrio analyse

5.2.1 Verdifull

Grieg Seafood har flere verdifulle ressurser, både fysiske, teknologi og kompetanse hos de ansatte. De fysiske ressursene, som oppdrettslaks, konsesjoner og lokaliteter må kunne sies å være verdifulle. Selskapet jobber for å ligge i forkant av den teknologiske utviklingen. For eksempel reduserte de kostnader og økte produktiviteten da de tok i bruk ferskvannsresirkulering på sine smoltanlegg [20].

Kompetanse er noe som blir tatt på alvor. Det er etablert rutiner for deling og utvikling av kunnskap. I tillegg er det gjennom ansettelse valgt ut personer med ønsket bakgrunn og kompetanse [35].

5.2.2 Sjelden

Det er begrenset tilgang på konsesjoner og lokaliteter for oppdrett. Det kan derfor sies at disse ressursene er sjeldne. Men også andre oppdrettselskaper rår over tilsvarende ressurser. Det er ingen opplysninger som tilsier at Grieg Seafood har tilgang på kompetanse som overgår konkurrentenes kompetanse i stor grad. Utnyttelse av ny teknologi kan gi konkurransefortrinn. Men det er i liten grad selskapene selv som står for utviklingen av ny teknologi [36] [37] [38]. Det meste av teknologi er dermed tilgjengelig for konkurrentene også, og utgjør derfor ikke en kilde til konkurransefortrinn.

5.2.3 Uimiterbar

De ressursene som vil være vanskelig å imitere er hovedsakelig konsesjoner og gode lokaliteter for oppdrettsanlegg. Eksisterende konkurrenter har tilsvarende ressurser, men et foretak som ikke er etablert i bransjen vil ikke kunne tilegne seg de. Den kompetansen som finnes i selskapet vil kunne spres til konkurrenter ved at ansatte bytter jobb, for eksempel. Dessuten er heller ikke kompetansen sjelden nok til å utgjøre et konkurransefortrinn.

5.2.4 Konklusjon, VRIO analyse

Konsesjoner og lokaliteter er en kilde til permanent konkurransefortrinn for selskapene som er etablert i bransjen.

5.3 Porters bransjekrefter

5.3.1 Leverandørmakt

Grieg Seafood er et relativt stort selskap, som opererer i hele verdikjeden, helt fra egg til slaktet fisk. De har mange leverandører av ulike produkter og tjenester, alt fra transport til kontorrekvisita. Kjernevirksomheten er oppdrett av laks, og fiskefôr er den desidert største innsatsfaktoren. Alle andre leverandører får begrenset sin makt av at de er små og at de enkelt kan erstattes av andre. Det fører til at leverandørene får begrenset sine muligheter til å ta en høy pris eller levere lav kvalitet.

Det er et begrenset antall leverandører av fiskefôr å velge mellom, og produktet har stor betydning for kunden, noe som gir leverandørene makt. Men oppdrettsselskapene er store, og det er derfor viktig for leverandørene å selge til de. Fôr fra ulike produsenter er veldig likt, og det er derfor enkelt for oppdretterne å skifte leverandør. Produksjon av fiskefôr er også underlagt strenge regler som begrenser produsentenes mulighet til å redusere kvaliteten [19]. Reglene fører også til at oppdretterne har få substitutter å velge mellom. Oppdretterne og leverandørene er gjensidig avhengige av hverandre. De bør da ha gode og forutsigbare avtaler seg imellom. Det fører til at byttekostnadene øker, og er med på å gi leverandørene makt. Fiskefôr er en viktig innsatsfaktor og en stor utgiftspost for oppdretterne. Det fører til at de er villig til å bruke tid og ressurser på å forhandle fram best mulig vilkår og lavest mulige priser på innsatsfaktoren.

5.3.2 Kundemakt

Etterspørselen etter fisk fra havbruk er økende [21], noe som reduserer kundemakten. Noen kunder er større enn andre, og har derfor noe makt når de skal forhandle om pris og betingelser. Selv om det er begrenset med leverandører, er det noen de kan velge mellom. I tillegg er produktene som kommer fra ulike oppdrettsselskaper veldig like, og byttekostnadene små, noe som er med på å gi kundene makt.

5.3.3 Nyetablerere

Oppdrettsbransjen i Norge opplever for tiden gode priser [25], og vil derfor være attraktiv for nyetablerere. Men det er ikke enkelt å etablere seg innen bransjen. Lakseoppdrett i Norge er regulert av en rekke lover og forskrifter [24]. Det er ikke lov å etablere seg i bransjen uten å søke konsesjon fra fiskeridirektoratet [23]. Heller ikke overtagelse av en allerede gitt konsesjon er tillatt uten å søke. Videre er også mengden fisk (biomasse) strengt regulert av myndighetene. For hver konsesjon er det en maksimal tillatt biomasse (MTB), som oppdretterne kan ha stående i sjøen til enhver tid [41].

En etablering innen oppdrettsbransjen vil også kreve store økonomiske investeringer i utstyr, konsesjoner, smolt, og lignende. Ifølge fiskeridirektoratets lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret innen matfiskproduksjon [22], hadde selskapene i Norge i gjennomsnitt investert over 525 millioner i 2014 (gjeld og egenkapital). I tillegg kommer løpende utgifter til fiskefôr, arbeidskraft og lignende i 14 til 22 måneder før laksen er slakteklar [26].

5.3.4 Substitutter

Oppdrettslaks kan erstattes relativt enkelt. Særlig kan det tenkes at laks kan velges bort til fordel for annen sjømat, men også andre matvarer kan velges om prisen på laks blir for høy. På den annen side er norsk laks en etterspurt vare. Den er populær både hos gourmetkokker og i private hjem. Det betyr at terskelen for å velge bort norsk laks heves noe.

5.3.5 Konkurransen i bransjen

Forskere i SINTEF fiskeri og havbruk og Nofima mener produksjonsvolumet til norsk oppdrett kommer til å vokse lite eller ingenting de nærmeste to årene [27]. Aktørenes muligheter for å vokse er i stor grad politisk styrt via konsesjonsregler og begrensning i maksimal tillatt biomasse på lokalitetene. Ifølge stortingsmelding fra mars 2015 [18], skal det tilrettelegges for vekst i oppdrettsnæringen. Det skal skje ved innføring av et nytt system med

”trafikklys” for lokalitetene, der grønt betyr at det er rom for å øke biomassen på lokaliteten, gult betyr at den kan holdes uendret, og rødt betyr at den må reduseres. Innføringen er beregnet å innføres i slutten av 2016, eller begynnelsen av 2017, og det er et foreslått mål av regjeringen at det skal tilrettelegges for 6% vekst hvert andre år. Utfordringer knyttet til lakselus begrenser også veksten [27]. Bransjeveksten er dermed lav, men sakte bransjevekst er ikke kilde til høy konkurranse mellom aktørene i bransjen fordi det er mulig for aktørene å vokse uten å ta markedsandeler fra konkurrentene.

Produktene er veldig like i bransjen, og byttekostnadene er derfor relativt lave.

Selskaper som ønsker å avvikle kan selge konsesjoner eller bli kjøpt opp i sin helhet av andre aktører. Derfor er avviklingshindringene begrenset til tross for at investeringene ved oppstart er store. Det er heller ikke noe som tyder på at det er overproduksjon grunnet for mange aktører i bransjen.

5.3.6 Oppsummert vurdering av bransjekreftene

Leverandørene (fôrleverandørene) har stor forhandlingsmakt, og er begrensende for lønnsomheten.

Kundene har noe makt, og virker inn på lønnsomheten.

Trusselen fra nyetablerere er liten, og virker ikke inn på lønnsomheten.

Trusselen fra substitutter er begrensende for lønnsomhet.

Konkurransen i bransjen virker lite inn på lønnsomheten.

5.4 Konsolidert resultat

Ocean Quality AS (O.Q.) er et salgsselskap for Grieg Seafood og Bremnes Seashore, der Grieg Seafood eier 60% av aksjene, og Bremnes Seashore eier 40%. O.Q. ble etablert i 2010 for å ta seg av salg og oppfølging av Grieg Seafood og Bremnes Seashores kunder.

Fra og med 2015, blir O.Q. behandlet som datterselskap i Grieg Seafoods konsoliderte regnskap. Den tidligere regnskapsføringen viser inntektene fra O.Q. som utbytte fra tilknyttet selskap. I den forbindelse er det i rapporten for 4. kvartal 2015 presentert et omarbeidet regnskap for 2014, der regnskapet for 2014 er behandlet for å være sammenlignbart med 2015- regnskapet. Jeg tar derfor med det omarbeidede regnskapet for 2014 her.

Tabell 2. Konsolidert resultatregnskap

Konsolidert Resultatregnskap							
År	2015	Omarbeidet 2014	2014	2013	2012	2011	2010
Salgsinntekter	4 567 253	4 099 542	2 665 284	2 404 215	2 050 065	2 046 991	2 446 490
Andre inntekter	71 117	61 941	9 943	20 041	28 217	16 568	10 161
Driftsinntekter	4 638 370	4 161 483	2 675 227	2 424 256	2 078 282	2 063 559	2 456 651
Andre gevinster/tap			63 815	786	-53	201	-763
Andel resultat fra tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	6 994	3 576	10 002	5 645	12 744	13 704	4 747
Varekostnader	-2 738 926	-2 293 277	-1 153 526	-968 978	-1 202 314	-889 677	-942 530
Lønns og personalkostnader	-409 432	-359 528	-339 592	-302 223	-276 103	-238 382	-238 409
Andre driftskostnader	-1 235 695	-1 028 434	-774 460	-675 156	-642 374	-603 585	-592 752
Driftsresultat før avskrivninger og verdijustering av biologiske eiendeler	261 311	483 820	481 466	484 330	-29 818	345 820	686 944
Avskrivninger varige driftsmidler	-164 547	-135 495	-135 387	-133 468	-157 075	-136 984	-115 912
Avskrivning konsesjoner og andre immaterielle eiendeler	-2 827	-5 222	-5 222	-2 569	-4 270	-3 222	-3 662
Nedskrivning/Reversering av tidligere nedskrivning	-46 195	0					72 385
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	47 742	343 104	340 857	348 293	-191 163	205 614	639 755
Verdijustering biologiske eiendeler	33 209	-123 737	-127 108	267 450	98 063	-395 180	207 629
Driftsresultat (EBIT)	80 951	219 367	213 749	615 743	-93 100	-189 566	847 384
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	3 142	2 865	2 865	2 244	-913	25 165	7 590
Finansinntekter	32 609	49 887	50 758	33 381	3 173	31 141	54 675
Finanskostnader	-125 910	-100 163	-106 480	-106 437	-111 520	-61 963	-51 882
Netto finansposter	-93 301	-50 276	-55 722	-73 056	-108 347	-30 822	2 793
Resultat før skattekostnad	-9 208	171 956	160 892	544 931	-202 360	-195 223	857 767
Skattekostnad/inntekt	18 608	-27 561	-22 806	-113 945	55 170	72 064	-226 727
Årsresultat	9 400	144 395	138 086	430 986	-147 190	-123 159	631 040

5.5 Konsolidert balanse

Tabell 3. Konsolidert balanse, eiendeler

Eiendeler								
År	2015	Omarbeidet 2014	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Goodwill	109 863	108 708	108 708	107 310	105 108	105 373	90 540	87 583
Konsesjoner/lisenser	1 093 338	1 066 184	1 066 184	994 066	976 740	987 596	926 170	818 340
Andre immaterielle eiendeler	16 975	11 518	11 517	4 545	3 800	4 618	3 160	5 578
Utsatt skattefordel	1 101	2 180						
Varige driftsmidler	1 534 788	1 424 952	1 424 562	1 204 207	1 141 317	1 126 699	923 546	819 110
Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontr. virksomhet	25 947	22 379	41 937	41 190	49 229	37 387	33 456	13 619
Lån til tilknyttede selskap			67	1 020	1 020	996	3 449	1 923
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg			1 518	1 392	1 337	1 307	557	945
Andre langsiktige fordringer	4 092	1 585	0	255	53	311	1 958	
Sum anleggsmidler	2 786 104	2 637 505	2 654 493	2 353 985	2 278 604	2 264 287	1 982 836	1 747 098
Varelager	90 867	91 016	88 250	74 015	65 692	67 355	58 409	49 180
Biologiske eiendeler	1 929 115	1 844 097	1 844 097	1 766 332	1 310 142	1 404 934	1 564 041	1 367 061
Kundefordringer	581 904	504 110	254 043	177 814	124 657	223 682	265 350	188 052
Andre kortsiktige fordringer	184 251	93 371	57 287	54 015	51 299	58 139	43 265	57 051
Derivater og andre finansielle instrumenter			0	518	0	1 178	0	20 350
Kontanter og kontantekvivalenter	392 020	181 498	144 003	163 913	239 885	152 622	143 727	139 778
Sum omløpsmidler	3 178 157	2 714 093	2 387 680	2 236 607	1 791 675	1 907 910	2 074 792	1 821 472
Sum eiendeler	5 964 261	5 351 599	5 042 173	4 590 592	4 070 279	4 172 197	4 057 628	3 568 570

Tabell 4. Konsolidert balanse, egenkapital og gjeld

Egenkapital og gjeld								
År	2 015	Omarbeidet 2014	2 014	2 013	2 012	2 011	2 010	2 009
Aksjekapital	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648	446 648
Egne aksjer	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000		716 634
Annen innskutt egenkapital			93 095	-2 181	-51 942	1 625	1 561	-19 734
Opptjent egenkapital og andre fond	1 770 599	1 780 446	1 687 176	1 549 090	1 123 524	1 246 877	1 534 196	230 873
Ikke kontrollerende eierinteresser	30 349	19 357						
Sum egenkapital	2 242 596	2 241 451	2 221 919	1 988 557	1 513 230	1 690 150	1 982 405	1 374 421
Utsatte skatteforpliktelsener	569 745	560 320	559 542	557 350	426 781	486 702	531 498	331 995
Pensjonsforpliktelsener	4 498	2 532	198	610	1 110	1 557	2 051	1 927
Kontantopsjoner			2 334	0	9 267	194	5 845	1 351
Ansvarlige lån	21 425	22 795				18 287	14 581	13 548
Lån	1 791 229	1 196 103	958 828	850 646	951 043	592 685	646 686	711 419
Forpliktelsener finansielle leiekontrakter			236 430	170 251	156 150	179 670	168 856	198 167
Annen langsiktig gjeld			23 640	24 056	24 801	2 701	3 292	691
Sum langsiktig gjeld	2 386 897	1 781 750	1 780 972	1 602 913	1 569 152	1 281 796	1 372 809	1 259 098
Kortsiktige lånefasiliteter	162 930	540 895	0	425 000	500 000	700 000	260 000	482 989
Factoringgjeld	338 231	195 560						
Kortsiktig del av langsiktig lån			487 664	111 060	109 542	79 983	79 000	85 295
Kortsiktig del av forpliktelsener finansielle leiekontrakter			53 231	46 149	44 730	44 662	41 726	37 383
Kontantopsjoner			929	9 567				
Leverandørgjeld	653 083	360 358	300 521	317 753	246 119	303 196	253 305	233 443
Betalbar skatt	17 239	56 975	50 645	1 471	0	-6 442	1 144	
Skyldig lønn og offentlige avgifter			13 013	21 731	19 720	22 514	23 960	13 869
Derivater og andre finansielle instrumenter	29 985	27 932	23 475	11 631	13 805	7 887	1 605	9 672
Annen kortsiktig gjeld	133 299	146 679	109 803	54 761	53 982	48 452	41 674	72 400
Sum kortsiktig gjeld	1 334 767	1 328 398	1 039 281	999 123	987 898	1 200 252	702 414	935 051
Sum gjeld	3 721 665	3 110 148	2 820 253	2 602 036	2 557 050	2 482 048	2 075 223	2 194 149
Sum egenkapital og gjeld	5 964 261	5 351 599	5 042 172	4 590 593	4 070 280	4 172 198	4 057 628	3 568 570

5.6 Grunnlag for nøkkeltall

I nøkkeltallsanalysen belyses den økonomiske situasjonen i konsernet. For å se utviklingen over tid beregnes nøkkeltall for de siste seks år. Da beregnes nødvendige gjennomsnittstall fra balansen. Alle eiendeler tas med, og det skilles ikke mellom driftsrelaterte eiendeler og driftsfremmede eiendeler. I resultatregnskapet tas alle inntekter og utgifter med. Men det korrigeres for hendelser som antas å ikke gjenta seg.

Rentekostnadene er spesifisert i notene til regnskapet.

Driftsinntekter og resultat er justert for gevinst/tap ved salg av anleggsmidler.

Forsikringsutbetaling i 2010 er ifølge note nr. 9, årsrapport 2010 [33], erstatning for tapt salg grunnet fiskedød. Fiskedøden antas å være en unormal hendelse, og erstatningen tas derfor med i inntektsberegningen. I 2010 viser resultatregnskapet en reversering av tidligere nedskrivning av konsesjoner. Det anses som en engangshendelse som det korrigerer for.

På grunn av endring i behandlingen av Ocean Quality AS, tas også her med det omarbeidede regnskapet for 2014.

5.6.1 Justert resultat

Tabell 5. Resultat for nøkkeltallsanalyse

År	2015	Omarbeidet 2014	2014	2013	2012	2011	2010
Resultat før Skattekostnad	-9 208	171 956	160 892	544 930	-202 358	-195 224	857 766
Gevinst/tap			-63 815	-786	53	-201	763
Nedskrivninger/ Reversering av ne	46 195						-72 385
Justert resultat før skatt	36 987	171 956	97 077	544 144	-202 305	-195 425	786 144
Skattekostnad/Inntekt	18 608	-27 561	-22 806	-113 945	55 170	72 064	-226 727
Justert resultat etter skatt	55 595	144 395	74 271	430 199	-147 135	-123 361	559 417

5.6.2 Balansetall

Gjennomsnittstall for 2015 er beregnet på bakgrunn av det omarbeidede regnskapet for 2014, og regnskapet for 2015. Gjennomsnittlig egenkapital og gjennomsnittlig total kapital er ikke beregnet for omarbeidet 2014- regnskap fordi 2013 ikke har sammenlignbare tall. Derfor er det ikke beregnet total kapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet for det omarbeidede 2014 regnskapet. Virkningen av den endrede regnskapsføringen på lønnsomheten vil derfor kun vises i resultatgraden.

Tabell 6. Gjennomsnittstall for nøkkeltallsanalyse

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Gjennomsnittlig egenkapital	2 242 024	2 105 238	1 750 894	1 601 690	1 836 278	1 678 413
Gjennomsnitt Total kapital	5 657 930	4 816 383	4 330 437	4 121 239	4 114 913	3 813 099

Rentekostnader

I beregningene brukes rentekostnader. Derfor er det nødvendig å finne ut hvor mye av finanskostnadene som er rentekostnader. Informasjon om dette finnes i notene til 4. kvartalsrapport 2015 og årsrapportene [33].

Tabell 7. Rentekostnader

År	2015	Omarbeidet 2014	2014	2013	2012	2011	2010
Rentekostnader banklån og leasing			89 076	89 729	76 047	8 752	50 304
Andre rentekostnader			631	8 443	24 869	45 270	909
Sum rentekostn.	120 925	91 786	89 707	98 172	100 916	54 022	51 213

5.7 Nøkkeltallsanalyse

5.7.1 Lønnsomhet

Tabell 8. Totalkapitalrentabilitet

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Totalkapitalens rentabilitet	2,79 %	3,88 %	14,83 %	-2,46 %	-3,44 %	21,96 %

Det er vanskelig å se en klar trend i utviklingen av totalkapitalens rentabilitet. Til det varierer rentabiliteten for mye. Det er kun i 2010 og 2013 at avkastningen overgår WACC. De øvrige årene virker avkastningen å være dårligere enn den ville vært ved å plassere selskapets kapital i en annen investering med tilsvarende risiko.

Tabell 9. Resultatgrad

År	2015	Omarbeidet 2014	2014	2013	2012	2011	2010
Resultatgrad	3,40 %	6,34 %	6,98 %	26,50 %	-4,88 %	-6,85 %	34,09 %

Resultatgraden følger samme mønster som avkastningen på totalkapitalen. Det ser derfor ut til at variasjonen i lønnsomhet i perioden i stor grad skyldes variasjon i resultatgrad. Endringen i den regnskapsmessige behandlingen av O.Q. fører til at resultatgraden blir noe lavere enn den tidligere regnskapsføringen viser.

Tabell 10. Egenkapitalrentabilitet

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Egenkapitalens rentabilitet	2,48 %	3,53 %	24,57 %	-9,19 %	-6,72 %	33,33 %

Egenkapitalens rentabilitet varierer i omtrent samme mønster som avkastningen på totalkapitalen. Med unntak av 2010 og 2013, ligger egenkapitalens avkastning under avkastningskravet, og avkastningen kan ikke sies å være god nok.

5.7.2 Soliditet/Finansiering

Fordi lønnsomheten ser ut til å være svak, undersøkes også selskapets evne til å tåle tap.

Tabell 11. Finansieringsgrad 1

År	2015	Omarbeidet 2014	2014	2013	2012	2011	2010
Finansieringsgrad 1	0,60	0,66	0,66	0,66	0,74	0,76	0,59

Finansieringsgrad 1 er godt under en for hele analyseperioden, hvilket er bra. Det er også positivt at trenden fra 2011 viser at en stadig større del av omløpsmidlene er langsiktig finansiert.

Tabell 12. Gjeldsgrad

År	2015	Omarbeidet 2014	2014	2013	2012	2011	2010
Gjeldsgrad	1,66	1,39	1,27	1,31	1,69	1,47	1,05

Gjeldsgraden har en negativ utvikling i de første årene av analyseperioden. Men etter 2012 er det en nedadgående trend, noe som viser at selskapets gjeldsandel har blitt stadig mindre for så å øke noe igjen i 2015. Det omarbeidede regnskapet for 2014 viser at den økte gjeldsgraden i 2015 delvis skyldes den endrede regnskapsføringen. Men endringen står ikke for hele økningen.

Tabell 13. Rentedeckningsgrad

År	2015	Omarbeidet 2014	2014	2013	2012	2011	2010
Rentedekningsgrad	1,31	2,87	2,08	6,54	-1,00	-2,62	16,35

Med unntak av 2010 og 2013 er rentedeckningsgraden under de anbefalte 3. Endring i regnskapsføringen fører til et løft i rentedeckningsgraden, noe som viser at 2015 er enda svakere enn det ser ut til i forhold til de tidligere årene.

5.7.3 Oppsummering nøkkeltallsanalyse

Lønnsomheten i analyseperioden er ikke tilfredsstillende. Det er heller ingen klar tendens til bedring i lønnsomheten å se i analyseperioden.

Soliditeten er bra for selskapet. Selskapet tåler derfor den lave lønnsomheten i en periode, men dårlig lønnsomhet vil påvirke soliditeten negativt på sikt om den ikke blir bedre.

5.8 Omgruppering/ Justering av regnskap

Tallene er hentet fra Grieg Seafoods årsrapporter og kvartalsrapport fra 4. Kvartal 2015. [33].

Detaljnivået i omgrupperingen og justeringene er valgt til et nivå som anses å være hensiktsmessig ut fra formål og tidsbruk. Hensikten med justeringen av resultatregnskapet er å finne normalt resultat av kjernevirksomheten. Resultatet brukes som grunnlag for å anslå fremtidig kontantstrøm fra drift. Inntekter og utgifter som er generert av de driftsrelaterte eiendelene tas da med. Spesielle hendelser som antas å ikke gjenta seg utelates. Det kan for eksempel være gevinst/tap ved salg av driftsmidler og nedskrivninger av eiendeler.

Verdijustering av biologiske eiendeler tas heller ikke med. Da ekskluderes effekten av verdisvingninger på grunn av laksepriser. Ifølge analytiker Dag Sletmo i ABG Sundal, og Henning Lund, analytiker i RS Platou Markets, er justering av biomasse en *”ren regnskapsteknikalitet uten real betydning”* [29]. Justering av biomasse skyldes IFRS regnskapsregler [40], som krever at biologiske eiendeler skal føres til virkelig verdi i balansen. Derfor blir prisendringer på de biologiske eiendelene ført som gevinst eller tap via resultatregnskapet.

Selskapsskatten i Norge ble i forslag til statsbudsjett for 2016 foreslått satt ned fra 27 til 25 prosent [34]. For å lettere kunne se hvordan utviklingen i selskapets lønnsomhet har utviklet seg, holdes skatten på 25 prosent for hele analyseperioden. Selskapet har ført regnskap etter IFRS i hele perioden. Alle tall er i tusen norske kroner om ikke annet er oppgitt.

Ifølge Koller et al. (2010), er det ikke slitasje på immaterielle eiendeler, og avskrivningene på de bør derfor tilbakeføres før beregning av ROIC. Grieg Seafood har i sine noter spesifisert immaterielle eiendeler i 4 grupper: Goodwill, konsesjoner med ubegrenset levetid, konsesjoner med begrenset levetid, og andre immaterielle eiendeler.

Kun konsesjoner med begrenset levetid og andre immaterielle eiendeler avskrives.

Avskrivningene på de immaterielle eiendelene antas derfor å gjenspeile et reelt verditap, og beholdes.

5.9 Normalresultat

Tabell 14. NOPLAT

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Salgsinntekter	4 567 253	2 665 284	2 404 215	2 050 065	2 046 991	2 446 490
Andre inntekter	71 117	9 943	20 041	28 217	16 568	10 161
Driftsinntekter	4 638 370	2 675 227	2 424 256	2 078 282	2 063 559	2 456 651
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	6 994	10 002	5 645	12 744	13 704	4 747
Varekostnader	-2 738 926	-1 153 526	-968 978	-1 202 314	-889 677	-942 530
Lønns og personalkostnader	-409 432	-339 592	-302 223	-276 103	-238 382	-238 409
Andre driftskostnader	-1 235 695	-774 460	-675 156	-642 374	-603 585	-592 752
EBITDA	261 311	417 651	483 544	-29 765	345 619	687 707
Avskrivninger varige driftsmidler	-164 547	-135 387	-133 468	-157 075	-136 984	-115 912
Avskrivning konsesjoner og andre immaterielle eiendeler	-2 827	-5 222	-2 569	-4 270	-3 222	-3 662
EBIT	93 937	277 042	347 507	-191 110	205 413	568 133
Skatt (25%)	23 484	69 261	86 877	-47 778	51 353	142 033
NOPLAT	70 453	207 782	260 630	-143 333	154 060	426 100

5.10 Omgruppert balanse

Varelager, varige driftsmidler og biologiske eiendeler er nødvendig for driften og er derfor driftsrelaterte eiendeler.

Resultat fra tilknyttede selskaper er tatt med i resultatregnskapet. Derfor må også investeringene i de tilknyttede selskapene være driftsrelaterte eiendeler. Ifølge Koller et al. (2010) bør utsatt skattefordel behandles som finansiell eiendel.

Derivater og finansielle eiendeler bør kategoriseres som driftsrelatert hvis avkastningen tas med i resultatet. I dette tilfellet tas ikke avkastning av de med i resultatet, og de settes derfor som finansiell eiendel.

Kontanter og kontantekvivalenter inneholder arbeidskapital. Del av kapitalen som ikke er nødvendig for drift er overskuddskapital, og behandles som finansiell eiendel.

Arbeidskapitalen settes skjønnsmessig til 50% av kontanter og kontantekvivalenter.

Tabell 15. Omgruppert balanse, eiendeler

Eiendeler	2015	Omarbeidet 2014	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Goodwill	109 863	108 708	108 708	107 310	105 108	105 373	90 540	87 583
Konsesjoner	1 093 338	1 066 184	1 066 184	994 066	976 740	987 596	926 170	818 340
Andre immaterielle eiendeler	16 975	11 518	11 517	4 545	3 800	4 618	3 160	5 578
Varige driftsmidler	1 534 788	1 424 952	1 424 562	1 204 207	1 141 317	1 126 699	923 546	819 110
Investeringer i tilknyttede selskaper	25 947	22 379	41 937	41 190	49 229	37 387	33 456	13 619
Andre langsiktige fordringer	4 092	1 585	0	255	53	311	1 958	0
Lån til tilknyttede selskaper	0	0	67	1 020	1 020	996	3 449	1 923
Driftsrelaterte Anleggsmidler	2 785 003	2 635 326	2 652 975	2 352 593	2 277 267	2 262 980	1 982 279	1 746 153
Varelager	90 867	91 016	88 250	74 015	65 692	67 355	58 409	49 180
Biologiske eiendeler	1 929 115	1 844 097	1 844 097	1 766 332	1 310 142	1 404 934	1 564 041	1 367 061
Kundefordringer	581 904	504 110	254 043	177 814	124 657	223 682	265 350	188 052
Arbeidskapital	196 010	90 749	72 002	81 957	119 943	76 311	71 864	69 889
Andre kortsiktige fordringer	184 251	93 371	57 287	54 015	51 299	58 139	43 265	57 051
Arbeidskapital	196 010	90 749	72 002,5	81 956,5	119 942,5	76 311	71 863,5	69 889
Driftsrelaterte Omløpsmidler	2 982 147	2 623 343	2 315 679	2 154 133	1 671 733	1 830 421	2 002 929	1 731 233
Sum Driftsrelaterte eiendeler	5 767 150	5 258 669	4 968 654	4 506 726	3 949 000	4 093 401	3 985 208	3 477 386
Utsatt skattefordel	1 101	2 180	0	0	0	0	0	0
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	0	0	1 518	1 392	1 337	1 307	557	945
Finansielle Anleggsmidler	1 101	2 180	1 518	1 392	1 337	1 307	557	945
Derivater og andre finansielle instrumenter	0	0	0	518	0	1 178	0	20 350
ikke driftsmessige Kontanter og ekvivalenter	196 010	90 749	72 002	81 957	119 943	76 311	71 864	69 889
Finansielle Omløpsmidler	196 010	90 749	72 002	82 475	119 943	77 489	71 864	90 239
Sum Finansielle eiendeler	197 111	92 929	73 520	83 867	121 280	78 796	72 421	91 184
Sum eiendeler	5 964 261	5 351 598	5 042 173	4 590 592	4 070 279	4 172 197	4 057 628	3 568 570

Som beskrevet i teoridelen er utsatt skatt kategorisert som egenkapitalekvivalenter.

Posten ”kontantopsjoner” gjelder en opsjonsordning for ledergruppen og regionsdirektørene. Opsjonene er oppgitt til markedsverdi beregnet etter Black & Scholes opsjonsprisindeksmodell. Opsjoner med mere enn et år til forfall er klassifisert som langsiktig gjeld, og opsjoner som forfaller innen et år er klassifisert som kortsiktig gjeld.

Pensjonsforpliktelse er klassifisert som finansiell gjeld i henhold til teoridelen.

Tabell 16 Omgruppert balanse, egenkapital og gjeld

Egenkapital og gjeld	2015	Omarbeidet 2014	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Egenkapital	2 242 596	2 241 451	2 221 919	1 988 557	1 513 230	1 690 150	1 982 405	1 374 421
Ek ekvivalenter: Utsatte skatteforpliktelser	569 745	560 320	559 542	557 350	426 781	486 702	531 498	331 995
Egenkapital	2 812 341	2 801 771	2 781 461	2 545 907	1 940 011	2 176 852	2 513 903	1 706 416
Kontantopsjoner	0	0	2 334	0	9 267	194	5 845	1 351
Ansvarlige lån	21425	22795	0	0	0	18287	14581	13548
Pensjonsforpliktelser	4 498	2 532	198	610	1 110	1 557	2 051	1 927
Lån og finansielle leieforpliktelser	1 791 229	1 196 103	1 195 258	1 020 897	1 107 193	772 355	815 542	909 586
Langsiktig finansiell gjeld	1 817 152	1 221 430	1 197 790	1 021 507	1 117 570	792 393	838 019	926 412
Skyldig lønn og offentlige avgifter	0	0	13 013	21 731	19 720	22 514	23 960	13 869
Derivater og andre finansielle instrumenter	29 985	27 932	23 475	11 631	13 805	7 887	1 605	9 672
Kortsiktige lånefasiliteter	162 930	540 895	0	425 000	500 000	700 000	260 000	482 989
Factoringgjeld	338 231	195 560	0	0	0	0	0	0
Kortsiktig del av langsiktige lån	0	0	487 664	111 060	109 542	79 983	79 000	85 295
Korts. del av forpl. finansielle leiekontrakter	0	0	53 231	46 149	44 730	44 662	41 726	37 383
Kontantopsjoner	0	0	929	9 567	0	0	0	0
Kortsiktige Finansiell gjeld	531 146	764 387	578 312	625 138	687 797	855 046	406 291	629 208
Sysselsatt Kapital	5 160 639	4 787 588	4 557 563	4 192 552	3 745 378	3 824 291	3 758 213	3 262 036
Annen langsiktig gjeld	0	0	23 640	24 056	24 801	2 701	3 292	691
Langsiktig Driftsrelatert gjeld	0	0	23 640	24 056	24 801	2 701	3 292	691
Betalbar skatt	17 239	56 975	50 645	1 471	0	-6 442	1 144	0
Annen kortsiktig gjeld	133 299	146 679	109 803	54 761	53 982	48 452	41 674	72 400
Leverandørgjeld	653 083	360 358	300 521	317 753	246 119	303 196	253 305	233 443
Kortsiktige Driftsrelatert gjeld	803 621	564 012	460 969	373 985	300 101	345 206	296 123	305 843
Sum Egenkapital og gjeld	5 964 261	5 351 598	5 042 173	4 590 592	4 070 279	4 172 197	4 057 628	3 568 570

5.10.1 Investert kapital

Investert kapital beregnes etter formelen:

Investert kapital = driftsrelaterede eiendeler – driftsrelatert gjeld

Tabell 17. Investert kapital med immaterielle eiendeler

År	2015	Omarbeidet 2014	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Driftsrelaterede eiendeler	5 767 150	5 258 669	4 968 654	4 506 726	3 949 000	4 093 401	3 985 208	3 477 386
Driftsrelatert gjeld	803 621	564 012	484 609	398 041	324 902	347 907	299 415	306 534
Investert kapital (driftsrelatert)	4 963 529	4 694 657	4 484 045	4 108 685	3 624 098	3 745 494	3 685 793	3 170 852
Finansielle eiendeler	197 111	92 929	73 520	83 867	121 280	78 796	72 421	91 184
Totalt investert kapital	5 160 640	4 787 586	4 557 564	4 192 551	3 745 377	3 824 290	3 758 213	3 262 036

For å få riktig avkastning på investert kapital (ROIC) i 2015, er investert kapital fra den omarbeidede balansen for 2014 brukt som grunnlag. På grunn av den endrede regnskapsføringen er ikke ROIC for 2015 sammenlignbart med ROIC for de øvrige årene.

Tabell 18. ROIC

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010
ROIC	1,50 %	5,06 %	7,19 %	-3,83 %	4,18 %	13,44 %

5.11 Dirty Surplus

I notene er det satt opp utvidet resultat som forklarer mye av endringen i egenkapital utover ordinært resultat.

Tabell 19. Utvidet resultat

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Valutaomregningsdifferanser	6 319	37 644	12 614	-15 803	-1 059	4 476
Andre gevinster eller tap	31	26	28	5	678	-24
Valutaeffekt av nettoinvestering	54 134	78 912	43 424	-19 352		
skatteeffekt av nettoinvestering	-13 533	-21 306	-11 724	5 418		
Utvidet resultat	46 951	95 276	44 342	-29 732	-381	4 452

Tabell 20. Dirty Surplus

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Resultat	9 400	138 086	430 985	-147 188	-123 159	631 039	
egenkapital (UB)	2 242 596	2 221 919	1 988 557	1 513 230	1 690 150	1 982 405	1 374 421
Transaksjoner med eierne	-55 206	0	0	0	-168 716	-27 507	
Dirty surplus	66 483	95 276	44 342	-29 732	-380	4 452	
Dirty surplus forklart av utvidet resultat	46 951	95 276	44 342	-29 732	-381	4 452	
Dirty Surplus av prinsippendring	19 532	0	0	0	0	0	

For alle årene unntatt 2015 består dirty surplus av finansielle poster som ikke inngår i beregningen av NOPLAT. Det er derfor ikke behov for å gjøre noen korrigeringer i forhold til de.

2015 har i tillegg dirty surplus som kommer av den endrede behandlingen av O.Q.

5.12 Grunnlag for scenarioanalysen

Fordi det har vært en vesentlig endring i regnskapsprinsipper i 2015, må regnskapene før og etter endringen gjøres sammenlignbare for at analysen skal kunne brukes til å lage prognoser. Valget står da mellom å omarbeide årene før 2014 (2014 er allerede omarbeidet), eller 2015. Årene før 2014 er de som er eldst, og derfor har minst relevans for framtiden. Men 2015 regnskapet er et foreløpig regnskap, og kan bli endret. Dessuten inneholder 2015 regnskapet minoritetsinteresser. Minoritetsinteressene er 40% av Ocean Quality som tilhører Bremnes Seashore. Om den nye regnskapsføringen legges til grunn for verdivurderingen, må derfor Ocean Quality verdsettes for seg. Deretter må verdien av Ocean Quality fordeles mellom eierne.

Derfor omarbeides 2015 regnskapet på grunnlag av de tilgjengelige opplysningene.

Informasjon om salgsinntektene finnes i note nr. 3 i rapport for 4. kvartal 2015 [33]. Salgsinntektene settes da til summen av avdelingenes salgsinntekt når O.Q. utelates.

Notene inneholder også informasjon om andre driftsinntekter, og de settes derfor på samme måte.

Andel resultat fra tilknyttede selskaper er i 2015 regnskapet 3418 høyere enn i det omarbeidede regnskapet for 2014. Derfor settes andel resultat fra tilknyttede selskaper til å være tilsvarende høyere enn i det offisielle regnskapet for 2014.

Driftskostnadene beregnes som om de utgjør samme andel av driftsinntektene som i 2014.

En sammenligning av det omarbeidede regnskapet for 2014 og 2014 regnskapet viser at endret regnskapsføring ikke påvirker avskrivningene. Derfor settes avskrivningene som i 2015 regnskapet.

Tabell 21. Resultatregnskap omarbeidet 2015

Konsolidert Resultatregnskap	Omarbeidet					
År	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Salgsinntekter	2 813 323	2 665 284	2 404 215	2 050 065	2 046 991	2 446 490
Andre inntekter	41 457	9 943	20 041	28 217	16 568	10 161
Driftsinntekter	2 854 780	2 675 227	2 424 256	2 078 282	2 063 559	2 456 651
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	13 420	10 002	5 645	12 744	13 704	4 747
Varekostnader	-1 230 947	-1 153 526	-968 978	-1 202 314	-889 677	-942 530
Lønns og personalkostnader	-362 384	-339 592	-302 223	-276 103	-238 382	-238 409
Andre driftskostnader	-826 439	-774 460	-675 156	-642 374	-603 585	-592 752
EBITDA	448 429	417 651	483 544	-29 765	345 619	687 707
Avskrivninger varige driftsmidler	-164 547	-135 387	-133 468	-157 075	-136 984	-115 912
Avskrivning konsesjoner og andre immaterielle eiendeler	-2 827	-5 222	-2 569	-4 270	-3 222	-3 662
EBIT	281 055	277 042	347 507	-191 110	205 413	568 133
Skatt (25%)	70 264	69 261	86 877	-47 778	51 353	142 033
NOPLAT	210 791	207 782	260 630	-143 333	154 060	426 100
ROIC	4,70 %	5,06 %	7,19 %	-3,83 %	4,18 %	13,44 %

5.12.1 Investert kapital/ driftsfremmede eiendeler

For å kunne beregne investert kapital 2015, og selskapsverdien er det nødvendig å beregne balanseverdier for 2015 som om det ikke har vært endring i regnskapsprinsipp. Da sammenlignes verdiene i det omarbeidede regnskapet for 2014 med det offisielle regnskapet for 2014 for å se hvordan balansen påvirkes av prinsippendringen.

Immaterielle eiendeler påvirkes ikke av prinsippendringen, og settes som 2015 regnskapet.

Varige driftsmidler har en liten endring. Men endringen er bare på 0,03%, og også varige driftsmidler brukes derfor som oppgitt i 2015.

Investeringer i tilknyttede selskaper påvirkes i stor grad fordi Ocean Quality ikke lenger er en del av de. Verdien i det omarbeidede regnskapet er 53,36% av verdien i det offisielle regnskapet for 2014. Derfor justeres 2015 regnskapet tilsvarende.

Andre langsiktige fordringer er en post som har vært relativt lav i analyseperioden før O.Q. ble konsolidert. Derfor antas denne posten i hovedsak å tilhøre O.Q., og verdien settes til 0 i den omarbeidede 2015 balansen.

Lån til tilknyttede selskaper er relativt lav i det offisielle 2014 regnskapet. I det omarbeidede regnskapet for 2014, og i 2015 regnskapet er verdien 0. Derfor settes verdien av denne posten til 0.

Biologiske eiendeler er upåvirket av prinsippendringen, og settes derfor uendret i forhold til verdien i 2015 regnskapet.

Alle andre driftsrelaterte omløpsmidler fordeles slik at endringen fra 2015 regnskapet tilsvarer den forholdsmessige endringen mellom 2014 og det omarbeidede 2014 regnskapet.

Utsatt skattefordel har vært 0 fram til det omarbeidede regnskapet for 2014. Derfor antas denne posten å tilhøre O.Q., og settes til 0.

Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg er 0 i 2015 regnskapet, og settes til 0 i det omarbeidede 2015.

Derivater og andre finansielle instrumenter er også 0 i 2015, og settes til 0.

Ikke driftsmessige kontanter og ekvivalenter endres som den relative endringen mellom det omarbeidede 2014 og 2014 regnskapet.

Tabell 22. Omarbeidet balanse 2015

Eiendeler	2015	Omarbeidet 2014	2014	OA 2014 i	Omarbeidet 2015
				forh. Til 2014	
Goodwill	109 863	108 708	108 708	100,00 %	109 863
Konsepjoner	1 093 338	1 066 184	1 066 184	100,00 %	1 093 338
Andre immaterielle eiendeler	16 975	11 518	11 517	100,01 %	16 975
Varige driftsmidler	1 534 788	1 424 952	1 424 562	100,03 %	1 534 788
Investeringer i tilknyttede selskaper	25 947	22 379	41 937	53,36 %	48 623
Andre langsiktige fordringer	4 092	1 585	0		0
Lån til tilknyttede selskaper	0	0	67		0
Driftsrelaterte Anleggsmidler	2 785 003	2 635 326	2 652 975		2 803 587
Varelager	90 867	91 016	88 250	103,13 %	88 106
Biologiske eiendeler	1 929 115	1 844 097	1 844 097	100,00 %	1 929 115
Kundefordringer	581 904	504 110	254 043	198,43 %	293 247
Arbeidskapital	196 010	90 749	72 002	126,04 %	155 517
Andre kortsiktige fordringer	184 251	93 371	57 287	162,99 %	113 046
Arbeidskapital	196 010	90 749	72 002	126,04 %	155 517
Driftsrelaterte Omløpsmidler	2 982 147	2 623 343	2 315 679		2 734 547
Sum Driftsrelaterte eiendeler	5 767 150	5 258 669	4 968 654		5 469 094
Utsatt skattefordel	1 101	2 180	0		0
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	0	0	1 518		0
Finansielle Anleggsmidler	1 101	2 180	1 518		0
Derivater og andre finansielle instrumenter	0	0	0		0
ikke driftsmessige Kontanter og ekvivalenter	196 010	90 749	72 002	126,04 %	155 517
Finansielle Omløpsmidler	196 010	90 749	72 002		155 517
Sum Finansielle eiendeler	197 111	92 929	73 520		155 517
Sum eiendeler	5 964 261	5 351 598	5 042 173		5 624 611

For egenkapital og gjeldssiden av balansen beregnes først driftsrelatert gjeld, fordi det gjør det mulig å beregne investert kapital.

Langsiktig driftsrelatert gjeld er fraværende i regnskapet for 2015. All kortsiktig driftsrelatert gjeld er påvirket av prinsippendringen. Derfor justeres de slik at endringen fra 2015 regnskapet tilsvarer den relative forskjellen mellom omarbeidet 2014 og 2014 regnskapet.

Tabell 23. Omarbeidet driftsrelatert gjeld 2015

Driftsrelatert gjeld	2015	Omarbeidet 2014	2014	OA 2014 i	Omarbeidet 2015
				forh. Til 2014	
Betalbar skatt	17 239	56 975	50 645	112,50 %	15 324
Annen kortsiktig gjeld	133 299	146 679	109 803	133,58 %	99 787
Leverandørgjeld	653 083	360 358	300 521	119,91 %	544 639
Kortsiktige Driftsrelatert gjeld	803 621	564 012	460 969		659 750

Beregnet investert kapital på bakgrunn av de omarbeidede verdiene for 2015 blir da:

Tabell 24. Beregnet investert kapital 2015

Driftsrelaterte eiendeler	5 469 094
- driftsrelatert gjeld	659 750
Investert kapital	4 809 344

Den oppgitte egenkapitalen uten minoritetsinteressene fra 4. kvartalsrapport 2015 brukes for å beregne finansiell gjeld.

Tabell 25. Finansiell gjeld

Sum eiendeler	5 624 611
-driftsrelatert gjeld	659 750
-egenkapital (uten minoritetsinteresser)	2 212 247
Finansiell gjeld	2 752 614

5.13 Scenarioanalyse

Jeg vil her se på tre mulige utviklinger i prognoseperioden: ett optimistisk scenario, ett pessimistisk scenario, og ett scenario der utviklingen blir en mellomting mellom de to. For alle scenariene lages det en prognoseperiode på 10 år, og antas at selskapet er i steady state etter dette.

Gjennomsnittspriser pr. kg. er oppgitt i de historiske prisene fra Fishpool [32]. Ved å multipliserer gjennomsnittspris pr. kg. med antall slaktet tonn for årene 2010 til 2014, oppgitt i års og kvartalsrapportene [33], framkommer det at oppgitte salgssinntekter er i gjennomsnitt 4,65% høyere enn det beregningene viser.

Tabell 26. Beregnede og oppgitte salgssinntekter

år	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Gjennomsnitt
Mengde (i tonn)	65 398	64 736	58 061	70 000	60 082	64 214	
gjennomsnittspris (kr/kg)	42,09	40,30	39,59	26,58	31,99	37,26	
Implisert salgssinntekt	2 752 602	2 608 861	2 298 635	1 860 600	1 922 023	2 392 614	
oppgitt salgssinntekt	2 813 323	2 665 284	2 404 215	2 050 065	2 046 991	2 446 490	
Forskjell mellom implisert og oppgitt salgssinntekt	2,21 %	2,16 %	4,59 %	10,18 %	6,50 %	2,25 %	4,65 %

Det antas å komme av at slaktning ikke foregår jevnt gjennom året, men styres mot perioder med høye priser. Grieg Seafood opererer ikke kun i Norge, og forskjellen kan også skyldes andre priser for de utenlandske lokalitetene.

Det framgår av nøkkeltallsanalysen og regnskapsanalysen at selskapet har hatt dårlig lønnsomhet de siste årene, men soliditeten er bra, slik at selskapet tåler den dårlige lønnsomheten i en periode.

I 4. kvartalsrapport 2015 [33], er det informasjon om konkrete planer for å bedre lønnsomheten.

Av rapporten for 4. kvartal 2015 framgår det at slaktevolum i 2015 var 65 398 tonn (sløyd), og volumguidingen for 2016 settes til 70 000 tonn.

Det framgår også at GSF har et mål om å øke produksjonen med 10% pr. år i perioden 2017-2019. Inntektene påvirkes også av lakseprisene. Fishpool [32] har prognoser på de framtidige prisene. De gjennomsnittlige prisene for de nærmeste årene er ifølge de:

Tabell 27. Framtidspriser, fishpool

år	2016	2017	2018	2019
Gjennomsnittspris pr. kg.	51,24	50,00	42,00	39

For tiden etter 2019 har de 39 kr/kg.

5.13.1 Optimistisk Scenario

5.13.2 Salgsinntekter

Som et optimistisk scenario antar jeg at volumguidingen for 2016 oppnås, og bruker gjennomsnittsprisene fra Fishpool. For 2017 til 2019 beregner jeg at de klarer sitt mål med 10% økning i mengde pr. år, og bruker framtidspisene fra Fishpool. Deretter antar jeg at økningen i mengde er på nivå med regjeringens mål om 6% økning hvert annet år (fra Porter - analysen). Prisen settes til 39 kr/kg i henhold til Fishpools framtidspisener. Jeg gjør en forenkling, og sier at 6% økning annet hvert år er det samme som 3% økning pr. år.

Salgsinntekten oppjusteres med 4,65% som i det gjennomsnittlige avviket i analyseperioden.

5.13.3 Andre Inntekter

Tabell 28. Andre inntekter

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Gj. Sn.
Andre inntekter i % av SI	1,47 %	0,37 %	0,83 %	1,38 %	0,81 %	0,42 %	0,88 %

Andre inntekter bør beregnes på bakgrunn av det som driver inntektene. Men jeg mangler informasjon om hvordan de oppstår, og de utgjør en relativt liten del av inntektene. Derfor velger jeg å beregne de til 0,88% av salgsinntektene som gjennomsnittet i analyseperioden.

5.13.4 Resultat fra tilknyttede selskaper

Tabell 29. Andel resultat fra tilknyttede selskaper

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Vektet Gj. Sn.
Andel res. Fra tilknyttede selskaper	13 420	10 002	5 645	12 744	13 704	4 747	10 461

Andel resultat fra tilknyttede selskaper svinger veldig i analyseperioden. Men det er de siste resultater jeg anser som best egnet til å lage prognoser. Om jeg lar de 2 siste år telle 25% hver, og de øvrige år i analyseperioden telle 12,5% hver, får jeg en vektet gjennomsnittlig resultatandel på 10 461 pr. år. Som grunnlag for analyseperioden bruker jeg det vektede gjennomsnittet med et inflasjonstillegg på 2,5% pr. år.

5.13.5 Varekostnad

Tabell 30. Varekostnad

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Gj. Sn
Varekostnad i% av DI	43,12 %	43,12 %	39,97 %	57,85 %	43,11 %	38,37 %	44,26 %

Varekostnaden har i analyseperioden vært i gjennomsnitt 44,26% av driftsinntektene. Det er ett uttalt mål i rapporten for 4. Kvartal 2015 at kostnadsnivået skal tas ned, og det er lagt en plan for hvordan det skal skje. For eksempel skal det iverksettes tiltak for å redusere fiskedød, og det gjennomføres prosjekter og andre tiltak for å få ned kostnadene. Som et optimistisk scenario legger jeg til grunn at varekostnadene er på nivå med det laveste nivået fra analyseperioden. Varekostnaden settes da til 38,37% av driftsinntektene.

5.13.6 Lønns og personalkostnader

Tabell 31. Lønns og personalkostnader.

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Gj. Sn.
Lønns og personalkostnader i % av DI	12,69 %	12,69 %	12,47 %	13,29 %	11,55 %	9,70 %	12,07 %

For det optimistiske scenariet legger jeg til grunn at lønns og personalkostnadene også tas ned til lavest nivå i analyseperioden, og setter de til 9,7% av driftsinntektene.

5.13.7 Andre driftskostnader

Tabell 32. Andre driftskostnader

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Gj. Sn.
Andre driftskostnader i % av DI	28,95 %	28,95 %	27,85 %	30,91 %	29,25 %	24,13 %	28,34 %

Andre driftskostnader har vært relativt stabil i forhold til driftsinntektene. Som et optimistisk scenario setter jeg også andre driftskostnader til lavest nivå i analyseperioden. Andre driftskostnader settes derfor til 24,13% av driftsinntektene.

5.13.8 Avskrivninger

Tabell 33. Avskrivninger

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Gj. Sn.
Avskrivninger varige driftsmidler i % av DI	5,76 %	5,06 %	5,51 %	7,56 %	6,64 %	4,72 %	5,87 %
Avskrivninger immaterielle eiendeler i % av DI	0,10 %	0,20 %	0,11 %	0,21 %	0,16 %	0,15 %	0,15 %

I følge Koller et al. (2010) kan avskrivningene beregnes som en relativ størrelse i forhold til driftsinntektene. Derfor setter jeg avskrivningene til en prosentandel av driftsinntektene lik det gjennomsnittlige nivået i analyseperioden. Det gir avskrivninger av varige driftsmidler lik 5,87% av driftsinntektene, og avskrivninger av immaterielle eiendeler lik 0,15% av driftsinntektene.

Tabell 34. Optimistisk scenario, NOPLAT

År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Slakede tonn	70 000	77 000	84 700	93 170	95 965	98 844	101 809	104 864	108 010	111 250
Gjennomsnittspris	51,24	50	42	39	39	39	39	39	39	39
Foreløpig beregnet salgsinntekt	3 586 800	3 850 000	3 557 400	3 633 630	3 742 639	3 854 918	3 970 566	4 089 683	4 212 373	4 338 744
4,65% tillegg	166 786	179 025	165 419	168 964	174 033	179 254	184 631	190 170	195 875	201 752
Salgsinntekt	3 753 586	4 029 025	3 722 819	3 802 594	3 916 672	4 034 172	4 155 197	4 279 853	4 408 248	4 540 496
Andre inntekter	33 032	35 455	32 761	33 463	34 467	35 501	36 566	37 663	38 793	39 956
Driftsinntekter	3 786 618	4 064 480	3 755 580	3 836 057	3 951 138	4 069 672	4 191 763	4 317 516	4 447 041	4 580 452
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	10 723	10 991	11 265	11 547	11 836	12 132	12 435	12 746	13 064	13 391
Varekostnader	1 452 925	1 559 541	1 441 016	1 471 895	1 516 052	1 561 533	1 608 379	1 656 631	1 706 330	1 757 520
Lønns og personalkostnader	367 302	394 255	364 291	372 097	383 260	394 758	406 601	418 799	431 363	444 304
Andre driftskostnader	913 711	980 759	906 221	925 640	953 410	982 012	1 011 472	1 041 816	1 073 071	1 105 263
EBITA	1 063 402	1 140 916	1 055 317	1 077 971	1 110 252	1 143 500	1 177 745	1 213 015	1 249 342	1 286 757
Avskrivninger varige driftsmidler	222 274	238 585	220 453	225 177	231 932	238 890	246 056	253 438	261 041	268 873
Avskrivninger immaterielle eiendeler	5 680	6 097	5 633	5 754	5 927	6 105	6 288	6 476	6 671	6 871
EBIT	835 448	896 234	829 231	847 040	872 394	898 506	925 401	953 101	981 630	1 011 013
Skatt (25%)	208 862	224 059	207 308	211 760	218 098	224 627	231 350	238 275	245 407	252 753
NOPLAT	626 586	672 176	621 923	635 280	654 295	673 880	694 051	714 825	736 222	758 260

5.13.9 Terminalverdi

Fordi perioden etter prognoseperioden har et evighetsperspektiv, er det vanskelig å argumentere for en vekst som avviker veldig fra vekst i nominell BNP. Vekst i BNP på lang sikt antas å være lik regjeringens inflasjonsmål på 2,5% [31]. En avkastning som overstiger WACC vil også være vanskelig å opprettholde over så lang tid. Om avkastningen er lavere enn WACC, er driften ikke lønnsom, og vil sannsynligvis avvikles. VRIO analysen og Porter analysen gir grunn til å anta at det er mulig å opprettholde en avkastning som overstiger WACC noe. Derfor settes vekst til 2,5%, og RONIC til 6% for alle scenariene.

5.13.10 Nettoinvesteringer

Ved beregning av nettoinvesteringene forutsettes det at investeringene er konstant i prognoseperioden. Fordi investert kapital i begynnelsen av prognoseperioden, NOPLAT i 2026, og ROIC i 2026 er kjent, kan den nødvendige årlige endringen i investert kapital beregnes. For det optimistiske scenariet er det 814 427.

Tabell 35. Optimistisk FCF

År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	For Terminalverdi
NOPLAT	626 586	672 176	621 923	635 280	654 295	673 880	694 051	714 825	736 222	758 260	777 217
Investert kapital (IB)	4 809 344	5 623 771	6 438 197	7 252 624	8 067 050	8 881 477	9 695 904	10 510 330	11 324 757	12 139 183	12 953 610
Netto investeringer	814 427	814 427	814 427	814 427	814 427	814 427	814 427	814 427	814 427	814 427	323 840
FCF	-187 841	-142 251	-192 504	-179 147	-160 131	-140 547	-120 376	-99 601	-78 204	-56 166	453 376
Nåverdi FCF	-177 543	-127 082	-162 548	-142 977	-120 795	-100 209	-81 122	-63 442	-47 082	-31 961	
ROIC	13,03 %	11,95 %	9,66 %	8,76 %	8,11 %	7,59 %	7,16 %	6,80 %	6,50 %	6,25 %	6,00 %

Tabell 36. Optimistisk verdi

Verdi FCF Prognoseperiode	-1 054 762
Terminalverdi	7 817 866
Selskapsverdi (i tusen kr)	6 763 104
Selskapsverdi (i kr)	6 763 104 462
+ Verdi av driftsfremmede eiendeler	155 517 000
- Verdi av gjeld	2 752 614 000
Egenkapitalens verdi	4 166 007 462
Antall aksjer	111 662 000
Verdi pr. aksje	37,31

5.14 Pessimistisk scenario

5.14.1 Salgsinntekter

Også for det pessimistiske scenariet antar jeg at volumguidingen for 2016 nås. Men jeg legger til grunn for beregningene at målet om 10% økning i volum fram til 2019 er for høyt, og bare 5% økning pr. år oppnås. Fra 2019 og ut prognoseperioden antar jeg at myndighetenes målsetting om 3% vekst pr. år oppnås. Framtidspriser brukes også her som gjennomsnittspriser fra Fishpool. Og det antas også her at muligheten til å styre slakting til perioder med god pris gir en økning i salgsinntektene på 4,65%.

5.14.2 Andre inntekter

Andre inntekter beregnes også for dette scenariet til å være 0,88% av salgsinntektene. På den måten blir også de noe lavere i dette scenariet enn i det optimistiske.

5.14.3 Resultat fra tilknyttede selskaper

Også resultat fra tilknyttede selskaper beregnes på samme måte som det optimistiske scenariet som vektet gjennomsnitt i analyseperioden med et inflasjonstillegg.

5.14.4 Driftskostnader

For dette scenariet antar jeg at det ikke lykkes å redusere kostnadene, og setter varekostnad, lønns/personalkostnader og andre driftskostnader til gjennomsnittsnivået i analyseperioden.

Varekostnad = 44,26% av driftsinntektene

Lønns og personalkostnader = 12,07% av driftsinntektene

Andre driftskostnader = 28,34% av driftsinntektene

5.14.5 Avskrivninger og nettoinvesteringer

Avskrivningene og nettoinvesteringene settes på samme måte som for det optimistiske scenariet. Årlige nettoinvesteringer i dette scenariet er 11 429.

Tabell 37. Pessimistisk NOPLAT

År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Slaktede tonn	70 000	73500	77175	81 034	83 465	85 969	88 548	91 204	93 940	96 759
Gjennomsnittspris	51,24	50	42	39	39	39	39	39	39	39
Foreløpig beregnet salgsinntekt	3 586 800	3 675 000	3 241 350	3 160 316	3 255 126	3 352 780	3 453 363	3 556 964	3 663 673	3 773 583
4,65% tillegg	166 786	170 888	150 723	146 955	151 363	155 904	160 581	165 399	170 361	175 472
Salgsinntekt	3 753 586	3 845 888	3 392 073	3 307 271	3 406 489	3 508 684	3 613 944	3 722 363	3 834 033	3 949 054
Andre inntekter	33 032	33 844	29 850	29 104	29 977	30 876	31 803	32 757	33 739	34 752
Driftsinntekter	3 786 618	3 879 731	3 421 923	3 336 375	3 436 466	3 539 560	3 645 747	3 755 119	3 867 773	3 983 806
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	10 723	10 991	11 265	11 547	11 836	12 132	12 435	12 746	13 064	13 391
Varekostnader	1 675 957	1 717 169	1 514 543	1 476 680	1 520 980	1 566 609	1 613 608	1 662 016	1 711 876	1 763 233
Lønns og personalkostnader	457 045	468 284	413 026	402 700	414 781	427 225	440 042	453 243	466 840	480 845
Andre driftskostnader	1 073 127	1 099 516	969 773	945 529	973 895	1 003 111	1 033 205	1 064 201	1 096 127	1 129 011
EBITDA	591 211	605 753	535 846	523 013	538 646	554 746	571 328	588 406	605 994	624 108
Avskrivninger varige driftsmidler	222 274	227 740	200 867	195 845	201 721	207 772	214 005	220 426	227 038	233 849
Avskrivninger immaterielle eiendeler	5 680	5 820	5 133	5 005	5 155	5 309	5 469	5 633	5 802	5 976
EBIT	363 257	372 194	329 846	322 163	331 771	341 665	351 854	362 347	373 154	384 283
Skatt (25%)	90 814	93 048	82 462	80 541	82 943	85 416	87 963	90 587	93 289	96 071
NOPLAT	272 442	279 145	247 385	241 623	248 828	256 248	263 890	271 760	279 866	288 212

Tabell 38. Pessimistisk FCF

År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	For Terminalverdi
NOPLAT	272 442	279 145	247 385	241 623	248 828	256 248	263 890	271 760	279 866	288 212	295 418
Investert kapital (IB)	4 809 344	4 820 773	4 832 201	4 843 630	4 855 058	4 866 487	4 877 916	4 889 344	4 900 773	4 912 201	4 923 630
Netto investeringer	11 429	11 429	11 429	11 429	11 429	11 429	11 429	11 429	11 429	11 429	123 091
FCF	261 014	267 717	235 956	230 194	237 399	244 820	252 462	260 332	268 437	276 784	172 327
Nåverdi FCF	246 705	239 168	199 239	183 718	179 082	174 555	170 136	165 822	161 611	157 501	
ROIC	5,66 %	5,79 %	5,12 %	4,99 %	5,13 %	5,27 %	5,41 %	5,56 %	5,71 %	5,87 %	6,00 %

Tabell 39. Pessimistisk verdi

Verdi FCF Prognoseperiode	1 877 537
Terminalverdi	2 971 549
Selskapsverdi (i tusen kr)	4 849 086
Selskapsverdi (i kr)	4 849 086 074
+ Verdi av driftsfremmede eiendeler	155 517 000
- Verdi av gjeld	2 752 614 000
Egenkapitalens verdi	2 251 989 074
Antall aksjer	111 662 000
Verdi pr. aksje	20,17

5.15 Mellomscenarior

5.15.1 Salgsinntekter

For mellomscenariet antar jeg at volumguidingen på 70 000 tonn nås i 2016, og at økning i slaktet volum blir 7,5% pr. år fra 2016 til 2019. Som i begge de andre scenariene øker volumet med 3% pr. år i resten av prognoseperioden. De aktuelle framtidspriene hentes også nå fra Fishpool, og salgsinntektene justeres også nå opp med 4,65%.

5.15.2 Andre inntekter og resultat fra tilknyttede selskaper

Også for dette scenariet beregnes andre inntekter som 0,88% av salgsinntektene, og resultat fra tilknyttede selskaper er uendret fra de andre scenariene.

5.15.3 Driftskostnader

Driftskostnadene beregnes til en prosentandel som er midt mellom optimistisk og pessimistisk scenario. Beregnede satser er da:

Varekostnad = 41,315% av driftsinntektene

Lønns og personalkostnader = 10,885% av driftsinntektene

Andre driftskostnader = 26,235% av driftsinntektene

5.15.4 Avskrivninger og nettoinvesteringer

Avskrivningene og nettoinvesteringene beregnes også for dette scenariet på samme måte som de andre scenariene. De årlige nettoinvesteringene i prognoseperioden er nå 387 714.

Tabell 40. NOPLAT, mellomscenarior

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Slaktede tonn	70 000	75 250	80 894	86 961	89 570	92 257	95 024	97 875	100 811	103 836
Gjennomsnittspris	51	50	42	39	39	39	39	39	39	39
Foreløpig beregnet salgsinntekt	3 586 800	3 762 500	3 397 538	3 391 470	3 493 215	3 598 011	3 705 951	3 817 130	3 931 644	4 049 593
4,65% tillegg	166 786	174 956	157 985	157 703	162 434	167 308	172 327	177 497	182 821	188 306
Salgsinntekt	3 753 586	3 937 456	3 555 523	3 549 174	3 655 649	3 765 319	3 878 278	3 994 626	4 114 465	4 237 899
Andre inntekter	33 032	34 650	31 289	31 233	32 170	33 135	34 129	35 153	36 207	37 294
Driftsinntekter	3 786 618	3 972 106	3 586 812	3 580 407	3 687 819	3 798 453	3 912 407	4 029 779	4 150 673	4 275 193
Andel resultat fra tilknyttede selskaper	10 723	10 991	11 265	11 547	11 836	12 132	12 435	12 746	13 064	13 391
Varekostnader	1 564 441	1 641 076	1 481 891	1 479 245	1 523 622	1 569 331	1 616 411	1 664 903	1 714 850	1 766 296
Lønns og personalkostnader	412 173	432 364	390 424	389 727	401 419	413 462	425 865	438 641	451 801	465 355
Andre driftskostnader	993 419	1 042 082	941 000	939 320	967 499	996 524	1 026 420	1 057 213	1 088 929	1 121 597
EBITDA	827 307	867 575	784 761	783 662	807 114	831 268	856 145	881 768	908 157	935 336
Avskrivninger varige driftsmidler	222 274	233 163	210 546	210 170	216 475	222 969	229 658	236 548	243 644	250 954
Avskrivninger immaterielle eiendeler	5 680	5 958	5 380	5 371	5 532	5 698	5 869	6 045	6 226	6 413
EBIT	599 352	628 454	568 835	568 121	585 107	602 601	620 618	639 175	658 286	677 970
Skatt (25%)	149 838	157 114	142 209	142 030	146 277	150 650	155 155	159 794	164 572	169 492
NOPLAT	449 514	471 341	426 626	426 091	438 830	451 951	465 464	479 381	493 715	508 477

Tabell 41. FCF, mellomscenarior

År	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	For Terminalverdi
NOPLAT	449 514	471 341	426 626	426 091	438 830	451 951	465 464	479 381	493 715	508 477	521 189
Investert kapital (IB)	4 809 344	5 197 058	5 584 772	5 972 487	6 360 201	6 747 915	7 135 629	7 523 344	7 911 058	8 298 772	8 686 486
Netto investeringer	387 714	387 714	387 714	387 714	387 714	387 714	387 714	387 714	387 714	387 714	217 162
FCF	61 800	83 627	38 912	38 377	51 116	64 237	77 750	91 667	106 001	120 763	304 027
Nåverdi FCF	58 410	74 704	32 853	30 624	38 552	45 790	52 383	58 371	63 796	68 694	
ROIC	9,35 %	9,07 %	7,64 %	7,13 %	6,90 %	6,70 %	6,52 %	6,37 %	6,24 %	6,13 %	6,00 %

Tabell 42. Verdi, mellomscenario

Verdi FCF Prognoseperiode	524 177
Terminalverdi	5 234 435
Selskapsverdi (i tusen kr)	5 758 612
Selskapsverdi (i kr)	5 758 611 837
+ Verdi av driftsfremmede eiendeler	155 517 000
- Verdi av gjeld	2 752 614 000
Egenkapitalens verdi	3 161 514 837
Antall aksjer	111 662 000
Verdi pr. aksje	28,31

5.16 Implisert EV/EBITA

Den impliserte multiplene EV/EBITA for hvert av scenariene beregnes til å være:

Tabell 43. EV/EBITA, optimistisk scenario

EV	6 763 104 462
EBITA (2016)	841 127 799
Multipl EV/EBITA	8,04

Tabell 44. EV/EBITA, mellomscenario

EV	5 758 611 837
EBITA (2016)	605 032 182
Multipl EV/EBITA	9,52

Tabell 45. EV/EBITA, pessimistisk scenario

EV	4 849 086 074
EBITA (2016)	368 936 565
Multipl EV/EBITA	13,14

Multiplene for det pessimistiske scenariet faller utenfor intervallet 7 – 11. Det optimistiske scenariet er innenfor, men noe lav. Det mellomste scenariet har en multipl som er omtrent midt i intervallet. Det betyr at en verdsetting på bakgrunn av det optimistiske eller pessimistiske scenariet må begrunnes godt. Analysene har ikke avdekket noe som gir grunnlag for en slik begrunnelse. Mellomscenarioet anses å være det mest sannsynlige, og brukes derfor som grunnlag for sensitivitetsanalysene.

5.17 Sensitivitetsanalyse

Tabell 46. Sensitivitetsanalyse Re

Re	6,70 %	6,80 %	6,90 %	7 %	7,10 %	7,20 %	7,30 %
WACC	5,62 %	5,68 %	5,74 %	5,80 %	5,87 %	5,93 %	5,99 %
Verdi pr. aksje	32,01	30,73	29,50	28,31	27,17	26,07	25,02

Tabell 47. Sensitivitetsanalyse lånerente

Lånerente	4,88 %	4,98 %	5,08 %	5,18 %	5,28 %	5,38 %	5,48 %
WACC	5,72 %	5,75 %	5,78 %	5,80 %	5,83 %	5,86 %	5,89 %
Verdi pr. aksje	29,99	29,42	28,86	28,31	27,77	27,25	26,73

Endring i egenkapitalens avkastningskrav fører til en større endring i aksjeverdien enn tilsvarende endring i lånerenten. Analysen viser også at verdien er følsom for endring i avkastningskrav.

Tabell 48. Sensitivitetsanalyse RONIC

RONIC	5,70 %	5,80 %	5,90 %	6,00 %	6,10 %	6,20 %	6,30 %
Verdi pr aksje	26,55	27,16	27,75	28,31	28,86	29,39	29,91

Endring i RONIC påvirker verdien noe. Men verdien er mindre følsom for endring i RONIC enn endring i egenkapitalens avkastningskrav.

6 Konklusjon

Grieg Seafood har hatt dårlig lønnsomhet de siste årene. Derfor er det vanskelig å argumentere for at lønnsomheten skal endres voldsomt. Likevel er det tatt hensyn til at selskapet har konkrete planer for å øke sine marginer, og øke volum produsert. At de allerede har en kapasitet som overgår det volum de produserer i dag, og myndighetenes signaliserte politikk sannsynliggjør at en økning i volum de nærmeste årene er mulig.

VRIO og Porter analysene gir grunnlag for å bruke en RONIC som overgår WACC i utregningen av terminalverdien. Men fordi terminalverdien har et evighetsperspektiv, og i tillegg er usikker fordi den er langt inn i framtiden, er det utvist forsiktighet ved estimering av RONIC.

Jeg finner at aksjenes verdi er noe lavere enn aksjekursen pr. 31.12.2015. Forklaringen på det kan være at aksjekursen har vist seg å følge prisen på laks, og at prisen er veldig høy i slutten av 2015. Mulige andre forklaringer kan også være at andre vurderer framtidig lønnsomhet til å være bedre enn det jeg beregner, eller at det ikke tas nok hensyn til den framtidige lønnsomheten når investorene kjøper aksjer i Grieg Seafood.

Verdien jeg har kommet fram til bygger på mine forventninger om framtiden. Om andre forventninger legges til grunn vil konklusjonen kunne bli annerledes. Virkningen av noen andre framtidforventninger er vist i scenarioanalysen. I sensitivitetsanalysen framkommer virkning av at noen usikre faktorer endres, og alt annet er uendret.

Jeg vurderer en aksje i Grieg Seafood til å være verdt 28,31 kr.

7 Referanseliste

- Aulie, M. F., & Johansen, T. H. (2014). Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014. *Revisjon og regnskap*.
- Baksaas, K. M., & Hansen, Ø. (2010). *Finansregnskap med analyse*. Oslo: Gyldendal Akademisk.
- Boye, K., & Dahl, G. A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis : festskrift til Knut Boyes 60-årsdag*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Boye, K., & Dahl, G. A. (2002). Verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*.
- Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp* ([Rev. utg.] ed.). Oslo: Cappelen akademisk.
- Bredesen, I. (2011). *Investering og finansiering* (4. utg. ed.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Cao, B., Jiang, B., & Koller, T. (2006). Balancing ROIC and growth to build value. *McKinsey on finance*, 19(1), 12-16.
- Cheng, C. A., & McNamara, R. (2000). The valuation accuracy of the price-earnings and price-book benchmark valuation methods. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 349-370.
- Clausen, E. (2002). «Virkelig verdi». *Praktisk økonomi & finans*, 19(01), 38-48.
- Copeland, T., & Tufano, P. (2004). A real-world way to manage real options. *Harvard Business Review*, 82(3), 90-99.
- Dahl, G. A. (2011). Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*, 28(02), 3-14.
- Dahl, G. A. (2010). Verdivurdering gjennom 25 år. *Praktisk økonomi & finans*.
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 24(02), 3-17.
- Greenwald, B. C., & Kahn, J. (2005). *Competition demystified: A radically simplified approach to business strategy*: Penguin.
- Halvorsen, K. A., & Hansen, N. M. H. (2013). *Fundamental verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Grieg Seafood ASA*
- Husebø, T. (2009). Avkastningskrav ved test for verdifall. *Praktisk økonomi & finans*, 26(01), 27-37.
- Johannesen, A., Tufte, P. A., & Christoffersen, L. (2011). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode* (4 ed.). Oslo: Abstrakt forlag AS.

- Jugdev, K., Mathur, G., & Fung, T. S. (2007). Project management assets and their relationship with the project management capability of the firm. *International Journal of Project Management*, 25(6), 560-568.
- Kjærland, F. (2004). Er realopsjoner oppskrytt? *Beta*, 18(02), 33-45.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). The right role for multiples in valuation. *McKinsey on finance*(15), 7-11.
- Koller, T., Goedhart, M. H., & Wessels, D. (2010). *Valuation measuring and managing the value of companies, fifth edition* (5th ed ed.). Hoboken, N.J.: McKinsey, Company, Hoboken, N.J. : John Wiley & Sons, In.
- Kristiansen, A. Z. (2011). *Strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse av Grieg Seafood ASA*
- Lander, D. M., & Pinches, G. E. (1998). Challenges to the practical implementation of modeling and valuing real options. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 38(3), 537-567. doi:10.1016/S1062-9769(99)80089-1
- Langli, J. C. (2012). *Årsregnskapet* (9 ed.). Oslo: Gyldendal Akademisk.
- Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *J. Account. Res.*, 40(1), 135-172.
- Luehrman, T. A. (1997a). Using APV (adjusted present value): a better tool for valuing operations. *Harvard Business Review*, 75(3), 145-146, 148, 150-144.
- Luehrman, T. A. (1997b). What's it worth. *Harvard Business Review*, 75(4), 132-142.
- Miller, R. A. (2009). The weighted average cost of capital is not quite right. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(1), 128-138. doi:10.1016/j.qref.2006.11.001
- Mun, J. (2010). *Modeling risk : applying Monte Carlo simulation, real options analysis, forecasting, and optimization techniques* Wiley finance series, Vol. 580.
- Norli, Ø. (2011). Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi & finans*, 28(02), 15-21.
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed., International ed. ed.). New York: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (1987). *Konkurransestrategi*. Oslo: TANO.
- Saunders, M. N. K., Lewis, P., & Thornhill, A. (2012). *Research methods for business students* (6th ed. ed.). Harlow: Pearson.
- Yin, R. K. (2007). *Fallstudier : design och genomförande*. Malmö: Liber.

7.1 Nettsider:

- [1] Prospekt. Web side: http://www.griegseafood.ca/docs/080607_GSF_Prospekt.pdf
Publisert 7. Juni 2007. Dato lest: 30.10.15.
- [2] Oslo Børs. Web side:
<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#!/details/GSF.OSE/overview> Lest: 11. Februar 2016
- [3] Hegnar.no. Web side:
http://www.hegnar.no/analyser/teknisk_analyse/artikkel541860.ece Publisert 26. Mars
2015. Dato lest: 29.10.15.
- [4] DN. Web side: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/10/05/1252/Sjmat/nordea-oppraderer-hele-sjmatsektoren> Publisert 5 Oktober 2015. Dato lest: 29.10.15.
- [5] E24. Web side: <http://e24.no/boers-og-finans/15-aar-siden-it-boblen-sprakk/23411794>
Publisert 10. Mars 2015. Dato lest: 29.10.15.
- [6] Aftenposten. Web side: <http://www.aftenposten.no/okonomi/Russland-stanser-import-av-norske-produkter-7660419.html> Publisert 7. August 2014. Dato lest: 15.10.15.
- [7] E24. Web side: <http://e24.no/privat/penger/oljebremsen/sjefoekonom-svakeste-krone-paa-40-aar/23532830> Publisert 28. September 2015. Dato lest: 15.10.15.
- [8] Lovdata. Web side: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75> Publisert (sist
endret) 01. Oktober 2015. Dato lest: 15.10.15.
- [9] Om Grieg Seafood. Web side: <http://www.griegseafood.no/grieg-seafood-asa-n/om-grieg-seafood> Dato lest: 04. Januar 2016
- [10] Aksjonærer, Web side: <http://www.griegseafood.no/invest/aksjonærer> Lest 9. Februar
2016
- [11] NRK, Web side: <http://www.nrk.no/troms/sjomat-fra-norge-nar-nye-rekorder-i-utlandet-1.12733580> Publisert : 06. Januar 2016. Lest: 06. Januar 2016
- [12] Norges sjømatråd, Web side: <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Laks-og-orret-for-50-milliarder-i-2015> Publisert: 05.
Januar 2016, Lest: 06. Januar 2016

- [13] Regjeringen. Web side: <https://www.regjeringen.no/no/dep/nfd/ryddemappe/rydde/norsk-eksport-av-sjomat-/id742597/> Publisert: 15.oktober 2013, Lest 07. Januar 2016
- [14] E24, Web side: <http://e24.no/naeringsliv/fiskeri/eksportrekord-for-norsk-sjoemat-i-2015/23590530> Publisert: 05. Januar 2016, Lest 07. Januar 2016
- [15] Laks i norsk havbruk, Web side: <http://laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laks-i-havbruk/Les-mer-om/Laks-i-norsk-havbruk> Publisert: 22. Oktober 2014, lest: 7. Januar 2016
- [16] Om Grieg Group, Web side: <https://grieg.no/about> Lest: 9. Februar 2016
- [17] PWC, Risikopremien i det norske markedet 2015, Web side : <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-i-det-norske-markedet-2015.html> Lest 11. Februar 2016
- [18] Stortingsmelding, Web side: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/barekraftig-og-forutsigbar-vekst-for-laks/id2401801/> Publisert 20. Mars 2015, lest: 26 Februar 2016
- [19] Laksefakta, Norsk fôrregelverk, Web side: <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Dette-spiser-laksen/Les-mer-om/Norsk-fôrregelverk> Sist oppdatert: 16. Oktober 2015, Lest: 11. Januar 2016
- [20] Grieg Seafood, teknologi: Web side: <http://www.griegseafood.no/produksjon/teknologi/> Lest: 11. Januar 2016
- [21] Future prospects for fish and fishery products , Web side: <ftp://ftp.fao.org/docrep/fao/010/ah947e/ah947e00.pdf> Lest 15. Februar 2016
- [22] Fiskeridirektoratet, Web side: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Loenksomhetsundersokelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret> Lest: 15. Februar 2016
- [23] Regjeringen. Web side: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-omtildeling-endring-og-bortfa/id423996/> Publisert 22.Desember 2004, Lest: 12. Januar 2016
- [24] Akvakulturloven. Web side: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79> Publisert: 17. Juni 2005, Lest: 12. Januar 2016

- [25] Dagens Næringsliv, laksepriser. Web side: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2016/01/06/1104/Laks/rekordhy-laksepris> Publisert: 6. Januar 2016, Lest: 12. Januar 2016
- [26] Norsk laks fra fjord til bord. Web side: <http://laks.no/lakseproduksjon> Lest: 12. Januar 2016
- [27] Dagens Næringsliv. Web side: <http://www.dn.no/nyheter/2016/01/04/0930/Laks/-vi-tror-p-nullvekst-eller-ekstremt-lav-vekst-de-neste-fem-rene> Publisert: 4. Januar 2016, Lest: 13. Januar 2016
- [28] Lakseeventyret. Web side: <http://laks.no/lakseeventyret> Lest: 12. Januar 2016
- [29] E24, markedet misforstår oppdrettsbransjen. Web side: <http://e24.no/boers-og-finans/analytiker-markedet-misforstaar-oppdrettsbransjen/20091367> Publisert 22. August 2011, Lest: 22. Januar 2016
- [30] Norges bank, statsobligasjoner, Web side: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer> Lest 26. Januar 2016
- [31] Inflasjonsmål, Norges bank, Web side: <http://www.norges-bank.no/Publisert/Artikler-og-kronikker/art-2001-05-29html/> Publisert: 29. Mai 2001, lest 26. Februar 2016
- [32] Fishpool. Web side: <http://fishpool.eu> Lest 26. Februar 2016
- [33] Årsrapporter og kvartalsrapporter, Web side: <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/> Lest: 18. Februar 2016
- [34] Skattebetalernes forening, Web side <http://www.skatt.no/2015/10/07/de-viktigste-nyhetene-i-statsbudsjettet-2016> Publisert: 7. Oktober 2015, Lest: 7. Mars 2016
- [35] Kompetanse, GSF, Web side: <http://www.griegseafood.no/produksjon/kompetanse/> lest 29. Januar 2016
- [36] Teknologi, Web side: http://www.intrafish.no/gratis_nyheter/article1417761.ece lest: 1. Februar 2016
- [37] Sintef, teknologi, web side: <http://www.sintef.no/alle-laboratorier/ace> lest: 1. Februar 2016

[38] Ny teknologi, Web side: <http://www.automatisering.org/artikler/kan-mangedoble-oppdrett-med-ny-teknologi/194314> Publisert: 2. September 2015, Lest: 1. Februar 2016

[39] Grieg Seafood, regioner, Web side: <http://www.griegseafood.no/produksjon/regioner/> Lest 3. Februar 2016

[40] Regnskapsregler <https://www.magma.no/ifrs-og-norske-regnskapsregler> Lest: 11. Februar 2016

[41] Om MTB: <http://salmongroup.no/aktuelt/2012/02/kva-er-mtb> Lest 15. Februar 2016

8 Vedlegg

Vedlegg 1: beregning av månedsavkastninger for beta.

OSEBX	Siste	Avkastning OSEBX		GSF	Siste	Avkastning GSF
29.01.16	560,93	-8,08 %		29.01.16	28,9	-6,77 %
30.12.15	610,26	-2,94 %		30.12.15	31	-6,06 %
30.11.15	628,76	2,20 %		30.11.15	33	8,91 %
30.10.15	615,24	5,75 %		30.10.15	30,3	5,57 %
30.09.15	581,79	-2,07 %		30.09.15	28,7	12,55 %
31.08.15	594,1	-7,02 %		31.08.15	25,5	-1,92 %
31.07.15	638,93	1,56 %		31.07.15	26	-2,62 %
30.06.15	629,11	-2,57 %		30.06.15	26,7	-4,64 %
29.05.15	645,68	0,99 %		29.05.15	28	-0,36 %
30.04.15	639,36	3,26 %		30.04.15	28,1	21,12 %
31.03.15	619,2	0,58 %		31.03.15	23,2	-13,43 %
27.02.15	615,64	3,26 %		27.02.15	26,8	-4,29 %
30.01.15	596,19	3,50 %		30.01.15	28	-1,75 %
30.12.14	576,04	1,71 %		30.12.14	28,5	1,42 %
28.11.14	566,34	-3,24 %		28.11.14	28,1	-2,09 %
31.10.14	585,28	-3,95 %		31.10.14	28,7	0,70 %
30.09.14	609,38	-0,13 %		30.09.14	28,5	10,89 %
29.08.14	610,17	-0,35 %		29.08.14	25,7	-8,21 %
31.07.14	612,29	-0,90 %		31.07.14	28	-2,78 %
30.06.14	617,88	2,09 %		30.06.14	28,8	10,77 %
30.05.14	605,26	4,65 %		30.05.14	26	7,44 %
30.04.14	578,37	2,92 %		30.04.14	24,2	1,26 %
31.03.14	561,95	1,12 %		31.03.14	23,9	6,70 %
28.02.14	555,72	3,73 %		28.02.14	22,4	-10,40 %
31.01.14	535,73	-2,39 %		31.01.14	25	2,04 %
30.12.13	548,86	1,12 %		30.12.13	24,5	10,86 %
29.11.13	542,79	1,96 %		29.11.13	22,1	18,82 %
31.10.13	532,33	6,09 %		31.10.13	18,6	14,11 %

30.09.13	501,76	1,00 %		30.09.13	16,3	9,03 %
30.08.13	496,78	0,29 %		30.08.13	14,95	-4,78 %
31.07.13	495,36	5,67 %		31.07.13	15,7	0,00 %
28.06.13	468,79	-4,66 %		28.06.13	15,7	1,29 %
31.05.13	491,71	2,41 %		31.05.13	15,5	6,90 %
30.04.13	480,13	1,89 %		30.04.13	14,5	8,21 %
27.03.13	471,21	-0,39 %		27.03.13	13,4	-9,15 %
28.02.13	473,07	1,56 %		28.02.13	14,75	18,00 %
31.01.13	465,79	4,89 %		31.01.13	12,5	1,21 %
28.12.12	444,09	0,45 %		28.12.12	12,35	12,27 %
30.11.12	442,08	-0,02 %		30.11.12	11	9,45 %
31.10.12	442,18	-0,84 %		31.10.12	10,05	4,04 %
28.09.12	445,92	2,46 %		28.09.12	9,66	0,10 %
31.08.12	435,22	2,81 %		31.08.12	9,65	18,40 %
31.07.12	423,31	3,98 %		31.07.12	8,15	8,67 %
29.06.12	407,09	5,91 %		29.06.12	7,5	20,97 %
31.05.12	384,36	-8,75 %		30.05.12	6,2	3,68 %
30.04.12	421,21	-1,27 %		30.04.12	5,98	-10,75 %
30.03.12	426,61	-0,75 %		30.03.12	6,7	20,50 %
29.02.12	429,85	8,18 %		29.02.12	5,56	-1,24 %
31.01.12	397,36	3,22 %		31.01.12	5,63	30,02 %
30.12.11	384,95	1,08 %		30.12.11	4,33	9,07 %
30.11.11	380,85	-0,88 %		30.11.11	3,97	2,58 %
31.10.11	384,22	10,32 %		31.10.11	3,87	-28,33 %
30.09.11	348,28	-7,98 %		30.09.11	5,4	-36,47 %
31.08.11	378,47	-9,38 %		31.08.11	8,5	-23,77 %
29.07.11	417,65	-0,87 %		29.07.11	11,15	-10,80 %
30.06.11	421,33	-4,44 %		30.06.11	12,5	-26,47 %
31.05.11	440,91	-1,53 %		31.05.11	17	-15,00 %
29.04.11	447,74	0,52 %		29.04.11	20	-2,44 %
31.03.11	445,41	-0,17 %		31.03.11	20,5	-0,97 %

28.02.11	446,16	#DIV/0!		28.02.11	20,7	#DIV/0!
----------	--------	---------	--	----------	------	---------

Vedlegg 2: Regresjonsanalyse, beta

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,347 ^a	,120	,105	,1188109

a. Predictors: (Constant), OSEBX

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	,009	,016		,565	,574	-,022	,040
OSEBX	1,094	,392	,347	2,792	,007	,309	1,879

a. Dependent Variable: GSF

Vedlegg 3: Fishpool, framtidspriiser hentet 26 februar 2016

Forwards Report

Month	NOK/kg	Euro/kg	NOK/Euro
2016-02	57,00	6,03	9,45
2016-03	59,00	6,23	9,47
2016-04	56,00	5,89	9,50
2016-05	54,50	5,73	9,51
2016-06	50,00	5,25	9,52
2016-07	48,20	5,06	9,53
2016-08	47,70	5,00	9,54
2016-09	46,20	4,84	9,55
2016-10	47,20	4,94	9,56
2016-11	48,20	5,04	9,57
2016-12	49,60	5,18	9,58
2017-01	50,00	5,21	9,59
2017-02	50,00	5,21	9,60
2017-03	50,00	5,20	9,61
2017-04	49,50	5,15	9,62
2017-05	49,50	5,14	9,63
2017-06	49,50	5,13	9,64
2017-07	48,00	4,97	9,65
2017-08	45,00	4,66	9,66
2017-09	45,00	4,65	9,67
2017-10	46,00	4,75	9,68
2017-11	46,20	4,77	9,69
2017-12	47,00	4,85	9,70
2018-01	43,50	4,48	9,71
2018-02	43,50	4,48	9,72
2018-03	43,50	4,47	9,73
2018-04	43,50	4,47	9,74
2018-05	43,50	4,46	9,75
2018-06	43,50	4,46	9,76
2018-07	40,50	4,15	9,77
2018-08	40,50	4,14	9,78
2018-09	40,50	4,14	9,79
2018-10	40,50	4,13	9,80
2018-11	40,50	4,13	9,81
2018-12	40,50	4,12	9,82
2019-01	39,00	3,97	9,83
2019-02	39,00	3,96	9,84
2019-03	39,00	3,96	9,85
2019-04	39,00	3,95	9,87
2019-05	39,00	3,95	9,88
2019-06	39,00	3,94	9,89
2019-07	39,00	3,94	9,89
2019-08	39,00	3,94	9,89
2019-09	39,00	3,94	9,89
2019-10	39,00	3,94	9,89
2019-11	39,00	3,94	9,89
2019-12	39,00	3,94	9,89
2020-01	39,00	3,94	9,89
2020-02	39,00	3,94	9,89

2020-03	39,00	3,94	9,89
2020-04	39,00	3,94	9,89
2020-05	39,00	3,94	9,89
2020-06	39,00	3,94	9,89
2020-07	39,00	3,94	9,89
2020-08	39,00	3,94	9,89
2020-09	39,00	3,94	9,89
2020-10	39,00	3,94	9,89
2020-11	39,00	3,94	9,89
2020-12	39,00	3,94	9,89
2021-01	39,00	3,94	9,89
	2618,3	269,1	