



Handelshøyskolen BI - campus Bergen

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Verdsettelse av Grieg Seafood

Navn: Jakob Frihagen

Utlevering: 07.01.2019 09.00

Innlevering: 03.06.2019 12.00

Bacheloroppgaven ved Handelshøyskolen BI

- Verdsettelse av Grieg Seafood ASA –



Eksamenskode og navn:

BTH 36201 Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Utleveringsdato:

07.01.2019

Innleveringsdato:

02.06.2019

"Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket".

Sammendrag

Formålet med denne utredning er å gå i dybden på en bedrift for å studere regnskap, driften og andre forhold som påvirker bedriftens økonomiske forhold, for deretter å gjøre en verdsettelse av bedriften.

Problemstillingen knyttet til oppgaven lyder som følger:

Hva er verdien av egenkapitalen til Grieg Seafood ASA per 31.12.2018

Utredningen min består i hovedsak av 14 kapitler, men kan grovt deles inn i fem hoveddeler der første del beskriver konsernet og bransjen det befinner seg i, for deretter å redegjøre for underliggende metode og verdsettelsesmodeller som blir anvendt.

Del 2 tar for seg intern- og eksternanalysen knyttet til selskapet, driften og bransjen. Internanalysen avdekker styrker og svakheter. Herunder et potensielt konkurransefortrinn knyttet til de finansielle og de organisatoriske ressursene. Mens eksternanalysen synliggjør muligheter og trusler. De største muligheten er knyttet til økt etterspørsel, mens de største truslene vil være knyttet til miljømessige og biologiske forhold med tanke på laksen. Videre beskriver analysen at konsernet befinner seg i en bransje med moderat konkurranse der kundene har høy forhandlingsmakt.

Del 3 utgjør regnskapsanalysen. Her blir regnskapsmessige nøkkeltall presentert fortløpende med tilhørende grafer for sammenlignbare selskaper i bransjen. Ut i fra modellene kan vi se at Grieg Seafood har god inntjening basert på EKR, da den ligger i gjennomsnitt over TKR i perioden. Ser vi på likviditetsanalysen ser vi at Grieg har god likviditetsgrad 1, men dårlig likviditetsgrad 2 som skyldes at store mengder biomasse i varelageret utgjør mye av omløpsmidlene. I soliditetsanalyser ser vi videre at Grieg har jevn egenkapitalandel som gir økonomisk fleksibilitet, men at gjeldsgraden er ganske fluktuerende.

Del 4 tar for seg selve verdsettelsen og forteller hvordan den gjennomføres. Dessuten presenteres reformulert balanse, reformulert resultatregnskap og predikerte fremtidige regnskapsposter som skal anvendes i kontantstrømanalysen i henhold til FCF^{NDM} modellen.

I siste del finner jeg avkastningskravet til egenkapitalen på 8,2% og veid gjennomsnittlig kapitalkostnad på 6,22%, som videre anvendes for å finne terminalverdi, og til slutt Enterprise Value. Deretter trekkes netto rentebærende gjeld fra, så jeg står igjen med verdien av egenkapitalen til Grieg Seafood per 31.12.2018 på 32.573.602 TNOK.

Avslutningsvis underbygges beregningen min av en følsomhetsanalyse ved en Monte Carlo simulering som forteller at verdien av egenkapitalen med 90% sannsynlighet ligger i intervallet mellom 21.928.988 TNOK og 53.448.554 TNOK. Det mest sannsynlige utfallet på 30.278.476 TNOK avviker fra FCF^{NDM}-modellen med 2.295.126 TNOK.

Innholdsfortegnelse

Innledning	7
<i>Problemstilling</i>	7
<i>Avgrensning</i>	7
Greig Sea Food ASA	8
<i>Om</i>	8
<i>Visjon og forretningsidé</i>	9
<i>Bransjen</i>	9
Metode	10
<i>Innsamling av data</i>	10
Kvalitativ og kvantitativ metode:	10
Primær og sekundær data:	10
Reliabilitet og validitet	10
<i>Undersøkellesdesign</i>	11
Eksplorativt design	11
Deskriptivt design	11
Kausalt design	11
Verdsettelsesmodeller	12
<i>Balanserte metoder</i>	12
matematisk verdi/bokført egenkapital	12
verdijustert egenkapital/substansverdi	12
likvidasjonsverdi	12
<i>Inntjeningsbaserte modeller</i>	12
Dividendemodellen	13
fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCF^{EK})	13
fri kontantstrøm netto driftsmidler (FCF^{NDM})	15
<i>Resultatbaserte modeller</i>	16
Normalresultatmodellen	16
Multiplikatormodellen	16
<i>Valg av verdsettelsesmetode</i>	18

Internanalyse	19
<i>Verdikonfigurasjon</i>	19
	20
<i>Ressursanalyse</i>	20
Finansielle ressurser	20
Menneskelige ressurser	21
Fysisk ressurs	21
Organisatoriske ressurser	21
<i>VRIO-analyse</i>	22
<i>Kostnadsstruktur</i>	23
Ekstern analyse	24
<i>Porters fem krefter</i>	24
Konkurransarenaen	24
Etableringstrusler fra inntrengere	24
Trusler fra substitutter	25
Kundenes forhandlingsstyrke	25
Leverandørenes forhandlingsstyrke	26
Konkurrentanalyse/konkurransintensitet	26
<i>PESTEL</i>	27
Politiske forhold	27
Økonomiske forhold	28
Sosiokulturelle forhold	30
Teknologiske forhold	30
Miljømessige forhold	31
Legale forhold	32
SWOT analyse	33
Regnskapsanalyse	34
<i>Lønnsomhetsanalyse</i>	34
Rentabilitet	34
Driftsmargin	35
<i>Likviditetsanalyse</i>	36
likviditetsgrad 1	36
likviditetsgrad 2	37

Arbeidskapital	38
<i>Soliditetsanalyse</i>	38
Egenkapitalandel	38
Gjeldsgrad	39
<i>Oppsummering</i>	40
Verdsettelse	41
<i>Anvendelse av FCF^{NDM}</i>	41
<i>Reformulering av balansen</i>	41
<i>Reformulering av resultatregnskap</i>	42
<i>Prediksjon av fremtiden</i>	43
Regnskapsposter	43
Balanseposter	46
<i>FCF- modellen</i>	48
avkastningskrav	49
<i>Risikofri rente</i>	49
<i>Skatt</i>	49
<i>markedets risikopremie</i>	49
<i>Beta</i>	49
<i>Illikviditetspremie</i>	50
<i>avkastningskrav på egenkapitalen</i>	50
<i>avkastningskrav på gjeld</i>	51
<i>WACC</i>	51
Verdien av EK til GSF	52
Følsomhetsanalyse	54
<i>Monte Carlo simulering</i>	54
<i>Resultat av analysen</i>	54
Konklusjon	55
kritikk til oppgaven	56
kildeliste	57

Innledning

Problemstilling

Målet mitt med denne oppgaven er å gå i dybden på en bedrift ved å studere regnskap, driften og andre forhold som er med på å virke inn på bedriftens økonomiske forhold, for deretter å gjøre en verdsettelse av bedriften.

Hva er verdien av egenkapitalen til Grieg Seafood ASA per 31.12.2018

Avgrensning

Jeg har valgt å gjøre verdsettelsen av konsernregnskapet til Grieg Seafood med tanke på tidskonsum. De forskjellige segmentene i konsernet er tett integrerte og i årsregnskapene er det lite skille mellom de forskjellige forretningsområdene.

Oppgaven er kun basert på offentlig tilgjengelig informasjon, dette er for å gjøre det så realistisk som mulig med tanke på investors perspektiv. Jeg har derfor ikke hatt noe kommunikasjon med Grieg Seafood. Verdiestimatet jeg til slutt kommer frem til, er en subjektiv vurdering og verdien vil være usikker, med tanke på noen av de forutsetningene som blir lagt til grunn for analysen.

Videre har jeg valgt å sette den historiske tidsperioden til 6 år (2011 til 2017), der jeg sammenlikner tall med andre selskaper i bransjen. Bransjen har jeg valgt å eksemplifisere gjennom 6 sammenlignbare selskaper som alle er børsnoterte og driver med fiskeoppdrett med spesialisering på atlantisk laks.

Alle tall i oppgaven er i TNOK, med mindre noe annet er presisert.

Greig Sea Food ASA

Om

Greig Seafood ASA (heretter GSF) ble opprettet i 1992 og er et internasjonalt selskap. De har oppdrettsanlegg i Norge, Shetland og British Columbia med hovedkontoret i Bergen. I tillegg har konsernet flere datterselskaper i Norge, delt inn etter regioner (Rogaland, Finnmark, Shetland og British Columbia). 20. juli 2007 ble GSF listet på Oslo Børs (OSEBX) som et allmennaksjeselskap, noe som gjorde det lettere å få tilgang på kapital. Siden har konsernet vokst og de er i dag en av verdens ledende fiskeoppdrettselskaper, med spesialisering innen atlantisk laks.

I tillegg til å være et integrert norsk sjømat selskap har GSF også virksomhet innenfor videreforedling via Ocean Quality. GSF eier Ocean Quality sammen med Bremnes Seashore og har 60% eiermajoritet. Konsernet har som mål å være en ledende aktør innen akvakultur (best på oppdrett der de driver), i tillegg til å etterleve alle relevante lover og forskrifter, samt norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (GSF Årsrapport, 2017).

OVERSIKT OVER DE STØRSTE AKSJONÆRER I GRIEG SEAFOOD ASA	Antall aksjer	Eierandel
	31.12.2017	31.12.2017
GRIEG HOLDINGS AS	55 801 409	49,97%
OM HOLDING AS	5 164 379	4,63%
FOLKETRYGDFONDET	2 949 137	2,64%
NYE YSTHOLMEN AS	2 928 197	2,62%
STATE STREET BANK AND TRUST CO.	2 602 761	2,33%
VERDIPAPIRFONDET PARETO INVESTMENT	1 915 000	1,71%
VERDIPAPIRFONDET ALFRED BERG GAMBA	1 700 796	1,52%
JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	1 477 767	1,32%
CLEARSTREAM BANKING S.A.	1 286 414	1,15%
GRIEG SEAFOOD ASA	1 250 000	1,12%
ARTIC FUNDS PLC	926 000	0,83%
MORGAN STANLEY AND CO INTL PLC	598 815	0,54%
THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	518 635	0,46%
Sum største aksjonærer	79 119 310	70,86%
Andre aksjonærer med eierandel under 1%	32 542 690	29,14%
Sum aksjer	111 662 000	100,00%

Figur 1: De største aksjonærene i GSF per 31.12.2017

Visjon og forretningsidé

GSFs visjon “Rooted in Nature - Farming the Ocean for a better future” representerer en ambisiøs retning for hvordan de ønsker å drive selskapets produksjon videre. Dessuten legger de stor vekt på bærekraftighet og ansvarlig drift.

Konsernets kjerneverdier er å være “åpen, respektfull og ambisiøs”, noe de mener vil være essensielt å praktisere for å nå sine strategiske mål.

Bransjen

Generelt sett kan man si at hele oppdrettsbransjen er en næring under vekst og man ser heller ingen grunn til at denne veksten kommer til å stagnere i den nærmeste fremtid. Etter nedgang i oljebransjen har man sett flere og flere tilfeller av at offshorekunnskap er overførbart til oppdrettsbransjen og en forflytning av humankapital. Laks er spesielt viktig innen oppdrettsnæringen, fordi dens etterspørsel er veldig høy. I følge norsk sjømatråd (2019) er de viktigste markedene for norsk sjømateksport, EU med 66 milliarder kroner i 2018 etterfulgt av Asia med 5,1 milliarder kroner. Norge utgjør over 50% av lakseoppdrettsnæringen. 11 av de 20 største oppdretterne har sitt hovedkontor i Norge. Tett etter Norge kommer Chile (Ilaks, 2017).

Som nevnt er næringen under vekst, noe som betyr at hyppig omstrukturering med tanke på ny kunnskap og ny teknologi alltid vil være tilstede. Dette er essensielt da de største utfordringene bransjen møter har med de biologiske eiendelene å gjøre.



Figur 2: Grieg Seafood (oransje) sammenlignet med Oslo Børs Seafoodindeks (blå) og Oslo Børs Hovedindeks (grønn).

Metode

Metode defineres som en planmessig fremgangsmåte og handler om hvordan man organiserer og tolker innhentet informasjon. Valg av metode er viktig for å få god oversikt og videre gjøre gode valg innen feltet man studerer. Hvilken metodisk fremgangsmåte man anvender kommer an på hva man vil finne ut, situasjonen man befinner seg i og selvfølgelig tilgjengelige ressurser (Gripsrud, Olsson & Silkoset, 2016).

Mye av teksten i dette kapittelet er selvsitering og er hentet fra tidligere oppgaver jeg har skrevet underveis i studiet.

Innsamling av data

Kvalitativ og kvantitativ metode:

Det finnes to hovedtyper av metode for å samle inn data; Kvantitativ metode går ut på å samle inn data som kan kvantifiseres, altså uttrykkes i tall eller mengde. Man kan si at kvantitative data beskriver det som skjer. Kvalitativmetode går ut på å samle inn all annen data som er med på å bygge opp under og forklare kvantitativ data.

Primær og sekundær data:

Det finnes også to hovedtyper data, primær og sekundær. Primærdata er den dataen man selv samler inn, ofte gjennom intervjuer eller undersøkelser og har et planmessig formål.

Sekundærdata er umiddelbar tilgjengelig data som allerede er produsert av andre personer.

Sekundærdata har både eksterne- og interne-kilder (Gripsrud, Olsson & Silkoset, 2016).

Årsrapporter og annen lovpålagt offentlig informasjon utgjør interne kilder i denne oppgaven.

Jeg har også benyttet meg av eksterne kilder som SSB, Norges Bank og proff.no.

Reliabilitet og validitet

Når jeg senere i oppgaven skal anvende data og utførte analyser er det viktig å vite hvor godt undersøkelsene i analysen er utført. reliabilitet (pålitelighet) og validitet (gyldighet) blir viktig. Validitet handler om tolkning av data som fremkommer ved hjelp av en fast prosedyre og sier noe om hvor godt man klarer å måle det man faktisk prøver å måle. Reliabilitet og validitet er ikke avhengige av hverandre og selv om målingen er svært nøyaktig og pålitelig med konsistente resultater er det ikke nødvendigvis sikkert at man måler det man ønsker å

måle. Dette kalles en systematisk feil. Når man har utført en undersøkelse er det viktig at man kan stole på resultatene og se bort i fra tilfeldige feil. Reliabilitet måler i hvilken grad resultatene er pålitelige, altså om man kan kjøre samme testen på nytt og få de samme resultatene. (Gripsrud, Olsson & Silkoset 2016). I denne oppgaven blir reliabilitet viktig under analysen av resultatregnskapet, fordi det er lovpålagt å resultatføre de ulike postene under samme vilkår hvert år.

Undersøkelsesdesign

Valg av undersøkelsesdesign avhenger av hvor mye vi vet om et område og hvilke ambisjoner vi har med tanke på å analysere og forklare sammenhenger (Gripsrud, Olsson & Silkoset, 2016). I denne oppgaven kommer det opp mange undersøkelsesspørsmål, da er det til stor hjelp å ha forskjellige verktøy for å undersøke de forskjellige spørsmålene.

Eksplorativt design

Svært ofte vil formålet med eksplorativt design ikke bare være å forstå og tolke dagens situasjon, men også utvikle hypoteser som siden kan testes i undersøkelser som bygger på et annet design (Gripsrud, Olsson & Silkoset, 2016). Eksplorativt design er den utforskende metoden som går ut på å danne seg et første inntrykk av et tema man vet lite om fra før av.

Deskriptivt design

Formålet med deskriptivt design er å beskrive situasjonen på et bestemt område (Gripsrud, Olsson & Silkoset, 2016). Denne metoden anvendes for områder der man har en grunnleggende forståelse og typiske undersøkelser som benyttes er strukturerte spørreskjemaer og et representativt utvalg respondenter fra en målgruppe.

Kausalt design

Kausalt design bygger på årsak-virkning sammenheng og benytter en form for eksperiment for å forklare at en hendelse er årsaken til en annen hendelse under et sett av randbetingelser der samvariasjon, kronologiskrekkefølge og isolasjon er viktig (Gripsrud, Olsson & Silkoset, 2016).

Verdsettelsesmodeller

Balanserte metoder

De balanserte metodene tar utgangspunkt i verdsettelse av selskapets eiendeler fratrukket gjeld og eventuell utsatt skatt (Dahl & Boye, 1997).

matematisk verdi/bokført egenkapital

matematisk verdig gir uttrykk for den regnskapsmessige verdien av selskapets egenkapital basert på regnskapslovens vurderingsregler (Dahl & Boye, 1997). Det som er den store ulempen med denne metoden er at de reelle verdiene og de inntjeningsbaserte verdiene ofte avviker fra bokført egenkapital. På denne måten kan man få et unøyaktig bilde av selskapet.

verdijustert egenkapital/substansverdi

Substansverdien av egenkapitalen er definert som markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inkludert latent skatt der det er relevant. Det er ofte vanskelig å anslå en verdi på eiendelen om det ikke eksisterer et aktivt marked for bedriftens eiendeler, da erstattes markedsverdien med gjenanskaffelsesverdi for eiendelene justert for elde og annen verdiforringelse (Dahl & Boye, 1997). Negativt ved denne metoden er at den er tidkrevende fordi det kan være vanskelig å finne riktig informasjon for å begrunne verdien av eiendelene.

likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi reflekterer det teoretisk laveste beløpet eieren sitter igjen med om virksomheten avvikles. Metoden tar utgangspunkt i bokført egenkapital i henhold til den siste tilgjengelige balansen (Dahl & Boye, 1997). Det forutsettes at virksomheten må avvikles eller tvangs selges, dette medfører rabatterte pris ovenfor kjøper i tillegg til kostnader rundt avviklingen og derfor vil likvidasjonsverdien ofte være lavere enn substansverdien.

Inntjeningsbaserte modeller

Modellene under inntjeningsbasert tilnærming tar utgangspunkt i forventede fremtidige kontantstrømmer og verdien av selskapet settes lik nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016).

Dividendmodellen

Verdien av egenkapitalen er nåverdien av fremtidige dividender (Kaldestad & Møller, 2016). Dividendmodellen passer til verdsettelse av selskaper som utdeler en større andel av overskuddet til aksjonærene. Da beregnes verdien gjennom følgende modell:

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

Det å skulle beregne dividende for en aksje for all fremtid ville tatt veldig lang tid, derfor tyr man til forenklinger. Gordons formel gjøre nettopp dette, da den antar at dividenden vil øke med samme prosent per år i all fremtid (Dahl & Boye, 1997).

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

P_0 er verdien av aksjen eller egenkapitalen, D_1 er utbyttet, k er aksjonærens avkastningskrav og g er forventet vekstrate på utbyttene.

Negativt med denne modellen er at forenklingen kan være utslagsgivende med tanke på vekst i dividende som igjen vil påvirke verdivurderingen av selskapet i enten positiv eller negativ retning.

fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCF^{EK})

FCF^{EK} -modellen regner ut selskapets verdi med egenkapitalens frie kontantstrøm som grunnlag. Tar man utgangspunkt i resultat etter skatt, kan man beregne kontantoverskuddet til egenkapitalen etter skatt på denne måten:

Resultat etter skatt

- + Avskrivninger
- Anleggsinvesteringer
- Økning omsetningsavhengige omløpsmidler
- + Økning omsetningsavhengig kortsiktig gjeld
- + Økning rentebærende gjeld
- = Fri kontantstrøm til egenkapitalen**

Figur 3: FCF^{EK} (Boye og Meyer, *Fusjoner og oppkjøp*, 2008, s.125)

FCF^{EK} er nesten lik som dividendemodellen (FCF), bare at utbyttet i dividendemodellen blir erstattet av FCF^{EK} og man diskonterer det selskapet har tilgjengelig, kontra det som blir utbetalt til aksjonærene i dividendemodellen. Man legger til grunne at eierne får utbetalt all tilgjengelig FCF^{EK} via utbytte eller tilbakekjøp av egne aksjer. Om dette ikke er tilfellet blir alt isteden reinvestert til samme avkastningskrav som avkastningskravet til egenkapitalen. Formel for FCF^{EK} :

$$V_0^{EK} = \sum_{t=1}^T \frac{E(FCF)}{(1+r)^t}$$

V_0^{EK} er verdien av kontantstrømmene til eieren på tidspunkt 0, E er forventet utbytte eller kontantstrøm, FCF er fri kontantstrøm og r avkastningskravet til eierne.

Denne modellen lager bare prediksjoner for en avgrenset periode. Det vil i midlertid også oppstå kontantstrømmer etter denne perioden, men de er langt frem i tid og det er vanskelige å lage et godt anslag. Derfor må man bruke terminalverdi som forenkler dette. Da setter man en uendelig konstant vekstrate til de frie kontantstrømmene. Terminalverdien finner man med Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016):

$$TV_t = \frac{FCF_{t+1}}{r - v}$$

TV_t er terminalverdi på tidspunkt t , FCF_{t+1} er fri kontantstrøm på tidspunkt $t+1$, v er vekstraten og r er avkastningskravet til eierne.

Hvis man legger sammen eiernes kontantstrøm og terminalverdien på verdsettelses tidspunkt, får man verdien av egenkapitalen:

$$\text{Verdien av egenkapitalen} = \sum_{t=1}^T \frac{E(FCF)}{(1+r)^t} + \frac{TV_t}{(1+r)^t}$$

Modellen forutsetter konstant finansiell struktur.

fri kontantstrøm netto driftsmidler (FCF^{NDM})

FCF^{NDM} legger til grunne fremtidige kontantstrømmer basert på driften av selskapet for å beregne selskapsverdien. Selskapsverdien beregnes som nåverdien av de frie kontantstrømmene generert fra driftsmidlene.

Fri kontantstrøm til netto driftsmidler

Driftsinntekter
 - Driftskostnader
 = **Driftsresultat**
 - Skatt
 = **Driftsresultat etter skatt**
 +/- Av- og nedskrivninger
 +/- Gevinst og tap ved salg av varige driftsmidler
 +/- Langsiktige avsetninger
 +/- Netto operasjonell arbeidskapital
 = **Kontantstrøm fra drift**
 - Netto investeringer i varige driftsmidler
 = **FCF^{NDM}**

Figur 4: Fri kontantstrøm til netto driftsmidler.

Ved å reformulere balansen får vi et bedre bilde av de driftsrelaterte eiendelene gjennom NDM-balansen. Denne kan brukes til å verdsette egenkapitalen på denne måten:

$$EK(\text{egenkapital}) + RBG(\text{rentebærende gjeld}) = NDM(\text{netto driftsmidler}) + FE(\text{finansielle eiendeler})$$

Egenkapitalens verdi bestemmes er lik nåverdien av fri kontantstrøm til netto driftsmidler pluss markedsverdien av finansielle eiendeler minus markedsverdien til rentebærende gjeld:

$$V(EK) = PV(FCF^{NDM}) + V(FE) - V(RBG)$$

For å finne netto driftsmidler må man diskontere fri fremtidig kontantstrøm og terminalverden med avkastningskravet til totalkapitalen. Da må man først finne terminal verdien, det gjør man med denne formelen:

$$TV_n = \frac{FCF_{n+1}}{wacc - v}$$

Til slutt anvender man formelen for nåverdien av netto driftsmidler:

$$V_0^{NDM} = \sum_{n=1}^N \frac{FCF_n}{(1 + WACC)^n} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n}$$

Modellen forutsetter stabil kapital struktur.

Resultatbaserte modeller

De resultatbaserte modellen forutsetter at resultatene som kapitaliseres representerer en tilnærming til fremtidig netto kontantstrømmer og er derfor mindre nøyaktig (Dahl & Boye, 1997).

Normalresultatmodellen

Med denne metoden kommer man fram til et antatt normalt resultat ved å ta utgangspunkt i de ressurser selskapet i dag besitter og resultatpotensialet ved de siste års historiske resultater og budsjetter. Dette resultatet kapitaliseres så med realavkastningskravet til investorene. Deretter må man estimere avkastningskravet, fremtidig realvekst i normalresultat, tidshorisont for kapitalisering og eventuell restverdi av tidshorisonten ved begrenset tidshorisont (Dahl & Boye, 1997).

Egenkapitalens avkastningsverdi

- + Overskuddslikviditet
- + Ikke driftsrelaterte eiendeler
- Latent skatt på verdi utover ligningsmessig nedskrevne verdier på ikke driftsrelaterte eiendeler

= Aksjenes/selskapskapitalens verdi

Figur 5: Normalresultatmodellen (Dahl & Boye, 1997, s.32)

Multiplikatormodellen

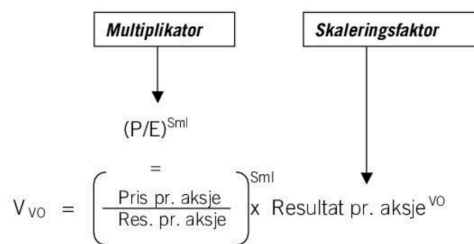
Multiplikatormodellen er mye brukt metode ved verdsettelse av selskaper, fordi den er enkel og kostnadseffektiv. Modellen verdsetter selskapet på grunnlag av verdien til et annet sammenliknbart "identisk" selskap. Sammenlikningen forutsetter at begge selskapene er i samme bransje og at de er relativt like med tanke på investeringsbehov, vekstforventning og resultatmargin. Når man snakker om multiplikatorer i forbindelse med verdsettelse er det

snakk om forholdstall. Dette tallet fremkommer ved at man enten deler prisen på aksjene i et selskap eller verdien av selskapet med

- En resultatstørrelse som f.eks. årsresultat
- En balansestørrelse som f.eks. bokført egenkapital
- En kontantstrømstørrelse som f.eks. kontantstrøm fra drift
- Eller et mål på en kritisk ressurs som f.eks. antall ansatt

(Dyrnes, 2004, s.43)

Multiplikatormodeller finner verdien av et selskap ved å multiplisere en skaleringsfaktor med en tilhørende multiplikator. Den mest vanlige metoden er å bruke en resultatstørrelse som multiplikator (P/E). Da multipliserer man resultat per aksje (EPS) til verdsettelsesobjektet (VO), som i dette tilfellet er skaleringsfaktoren med en valgt P/E for å finne verdien av selskapet (V_{VO}). P/E vil bli påvirket av multiplikatorverdiene til sammenliknbare selskaper (sml).



Figur 6: Multiplikator og skaleringsfaktor

En annen type multiplikator som blir mye brukt er Enterprise Value/driftsresultat (EV/EBIT). Denne beregner verdien ved å ta utgangspunkt i markedsverdien av drift, dette eliminerer de eventuelle feilkildene som kan oppstå på grunn av ulike finansieringsstrukturer eller i hvilken grad selskapet besitter finansielle eiendeler. EV blir definert som markedsverdien av egenkapital og netto rentebærende gjeld. (Dyrnes, 2004, s.45). Dette gjøre at denne modellen er å foretrekke.

Ved valg av skaleringsfaktor handler det om å finne de viktigste verdidriverne. I denne sammenhengen kan en verdidriver være en ressurs eller et regnskapstall dersom det gjenspeiler de fremtidige kontantstrømmene i selskapet (Dyrnes, 2004, s.46). Hvilken skaleringsfaktor man bør velge avhenger av hvor godt den korrelerer med det sammenliknbare selskapet med tanke på at man skal velge en periode det verdidriverne er mest mulig like.

Valg av verdsettelsesmetode

Jeg har til nå beskrevet og forklart de mest brukte verdsettelsesmodellene. Balansemodellen brukes hovedsakelig for selskaper som skal avvikle driften, så jeg ser bort i fra denne. Videre kan jeg ikke anvendt dividendemodellen under inntjeningsbasert tilnærming, da konsernet ikke har utbetalt dividende de siste årene. Å kjøpe et selskap er ensbetydende med å kjøpe selskapets fremtidige kontantstrømmer (Dahl & Boye, 1997). På bakgrunn av dette velger jeg derfor å bygge verdsettelsen av konsernet på den kontantstrømbaserte metoden.

Verdiberegning er ofte forbundet med stor usikkerhet, derfor vil jeg til slutt gjennomføre en følsomhetsanalyse.

Internanalyse

Intern analysen benyttes for å identifisere styrker og svakheter ved driften av selskapet. En bedrifts styrker bør utnyttes og er deres resurser som over tid kan gi konkurransefortrinn. Svakheterne er derimot utfordringer akkurat nå eller som kan oppstå frem i tid og som må tas hensyn til.

I og med at denne oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon vil internanalysen være noe mangelfull. Uansett skal jeg prøve å påpeke de viktigste interne forholdene som kan være med på å begrunne verdivurderingen av selskapet.

Verdikonfigurasjon

Verdikonfigurasjonen deles inn i tre hoveddeler, verdikjede, verdiverksted og verdinettverk. Hver av disse brukes individuelt om en type bransje for å analysere aktivitetene som blir utført med i henhold til verdiskapning og kostnadsdrivere.

GSF er strukturert som en verdikjede. Primæraktivitetene skaper direkte verdi for kunden som kjøper produktet (Løwendahl & Wenstøp, 2010). I en verdikjede er primæraktivitetene; Inngående logistikk, Produksjon, Utgående logistikk, Salg og markedsføring og, Service. Ser man på primær aktivitetene til GSF ser man at de følger dette mønsteret.



Figur 7: GSF Primæraktiviteter

Det kan være vanskelig å se hva bedriftens Inngående logistikk utgjør, da bedriften selv driver med smoltifisering (fisken kalles for smolt i den tidligste fasen av oppdrett, når fisken bare er små yngel på rundt 1 år). Poenget med smoltifisering er for fisken å gjennomgå en fysiske prosess som gjør den tilpassningsdyktig for å leve i saltvann. Dette er første ledd i verdiskapningsprosessen. Før smoltifisering må GSF kjøpe råvarer i form av fôr for å mate fisken, dette kan da sies å være deres inngående logistikk. Matfisk produksjon og oppdrett er selve produksjonen. Altså når fiske er klar for saltvann settes de ut i store merder langs kysten i Norge. Tiden fisken er i merden er kraftig redusert fra tidligere, fordi dette gjør det lettere å drive året rundt i tillegg til å redusere faren for smitte. Neste steg er slakting og

viderefordeling som utgjør utgående logistikk i verdikjeden. Slaktingen foregår på egne anlegg som er plassert strategisk, slik at de er i nærheten av oppdrettsanleggene for å sikre fersk fisk. Fisken kan bli sløyd, filetert eller bli glasert for å sendes videre som hel fisk. Alle oppdrettsfilialene har eget prosesseringsanlegg (uten om GSF BC som har solgt sitt røkeri og fileteringsanlegg). Med og fra 2015 er all fisk fra GSF solgt via Ocean Quality AS (Ocean Quality AS eier 100 % av Ocean Quality UK Ltd. og Ocean Quality North America Inc. og sistnevnte eier 100 % av Ocean Quality USA Inc.)



Figur 8: Støtteaktiviteter

I følge Løwendahl & Wenstøp (2010), kan støtteaktivitetene ofte være viktigere for bedriftens konkurransefortrinn enn primæraktivitetene. Dessuten er de helt nødvendig for å utføre primæraktivitetene. Førkostnader utgjør den største av kostnadene til konsernet (se figur 9). Derfor kan vi se på innkjøp, med tanke på fiskefôr som en av de viktigste støtteaktivitetene. I tillegg er teknologiutvikling viktig og et av hoved målene deres. De bruker følgelig mye resurser på forskning og teknologi (digitaloppdrett og fiskevelferd) for å få økt innsikt og drive en bærekraftig utvikling. Dette skjer gjennom alt fra aktiv deltagelse i styringsgrupper i nasjonale forskningsprosjekter til lokale test- og utprøvningsprosjekter i regionene. Disse aktivitetene har fokus på å finne løsninger på biologiske og tekniske utfordringer på kort og lang sikt, som igjen er med på å effektivisere daglig drift i anleggene (GSF årsrapport, 2017).

Ressursanalyse

Finansielle ressurser

Egenkapitalandelen er per 31.12.2017 estimert til 47% (GSF årsrapport, 2017), som er midt på tre i forhold til konkurrentene. Omsetning har ligget på omtrent sammen nivå de siste årene, rundt 7.000.000 TNOK og gjeldsgraden deres ligger på 1,1. Høy gjeldsgrad er ikke optimalt med tanke på næringens sykliske endringer, og er direkte ugunstig ved renteøkning. For å oppsummere kan jeg si at de finansielle ressursene er viktig og de er bra organisert, men de er lite sjeldne fordi de største konkurrentene er også børsnotert og har dessuten en relativt lik egenkapitalandel. Kapitalstrukturen er en fordel men gir ikke noe konkurransefortrinn i og med at den er lett å imitere.

Menneskelige ressurser

Menneskelige ressurser blir håndtert lokalt i forhold til regler og instruksjoner i samsvar med retningslinjer fra konsernet. Arbeidsmiljøet vurderes tilfredsstillende og det jobbes aktivt med å redusere sykefravær og skader (GSF årsrapport, 2017). Gode interne rutiner gjør at de menneskelige ressursene er godt organisert. Ny administrerende direktør og konsernsjef Andreas Kvame har tidligere mye erfaring innen oppdrettsbransjen (17 år i ulike lederstillinger) som er en betydelig ressurs for selskapet. Kompetanse er en viktig ressurs selskapet ikke kunne vært foruten. Av totalt 173 utenlandske ansatte er det 36 ulike nasjoner med ansettelse i selskapet, dette er mye i forhold til andre i bransjen og er med på å styrke de menneskelige ressursene. Kompetansen kan lett overføres mellom selskaper (det er ikke så vanlig med konkurranseklausuler i norske arbeidskontrakter), noe Kvame er et godt eksempel på og dermed gir ikke dette noe unikt konkurransefortrinn. Konkurrentene har noenlunde samme kompetanseutvikling, altså er ressursen imiterbar.

Fysisk ressurs

Konsernet er et av verdens største fiskeoppdrettere. GSF har 83 konsesjoner for lakseoppdrett og 5 konsesjoner for smoltproduksjon per 31.12.2017, dette er mye i forhold til konkurrentene og gir en stordriftsfordel gitt at dødelighet, sykdom, lakselus og andre problemer kan kontrolleres. konsesjons- og kapasitetsutnyttelsen er lav i forhold til praktisk kapasitet i konsernet men det jobbes med å øke utnyttelsen, spesielt ved de norske lokalitetene, som har det største potensialet. Økt kapasitetsutnyttelse vil bidra til kostnadsbesparelser. Arbeidet med å redusere dødeligheten gjennom forebyggende tiltak som større smolt, gode lokaliteter, felles brakklegging og bruk av rensefisk, vil ytterligere bidra til kostnadsbesparelser. I tillegg har GSF lokaliteter i 4 forskjellige land. De fleste konkurrentene opererer enten kun i Norge eller i egne land som Canada eller Chile så dette kan sies å være sjeldent.

Organisatoriske ressurser

GSF er som de fleste store oppdrettere helintegrert og kontrollerer mye av verdikjeden, fra stamfisk og smolt på ferskvannsanleggene til oppdrettsmerdene i sjøen og slakteriene. Denne ressursen er dermed veldig godt organisert og verdifull, men den er imiterbar og lite sjelden i og med at de fleste andre selskapene også har det slik.

Men GSF skiller seg ut fra konkurrentene på et punkt, nemlig fokus på bærekraftig ressursutvikling. Fra og med 2013 blir det hvert år utarbeidet egen bærekrafts rapport som peker ut 8 områder som skal være konsernets sine høyeste prioriteringer for bærekraft og samfunnsansvar. GSF har stort fokus på nettopp bærekraftig utvikling og stiller blant annet krav til fôrleverandørene om at fôret skal være basert på bærekraftige forekomster av råvarer (GSF årsrapport, 2017), dette og ansvarlig drift med tanke på å bekjempe lakselus vil på sikt være viktig for konkurransedyktigheten.

VRIO-analyse

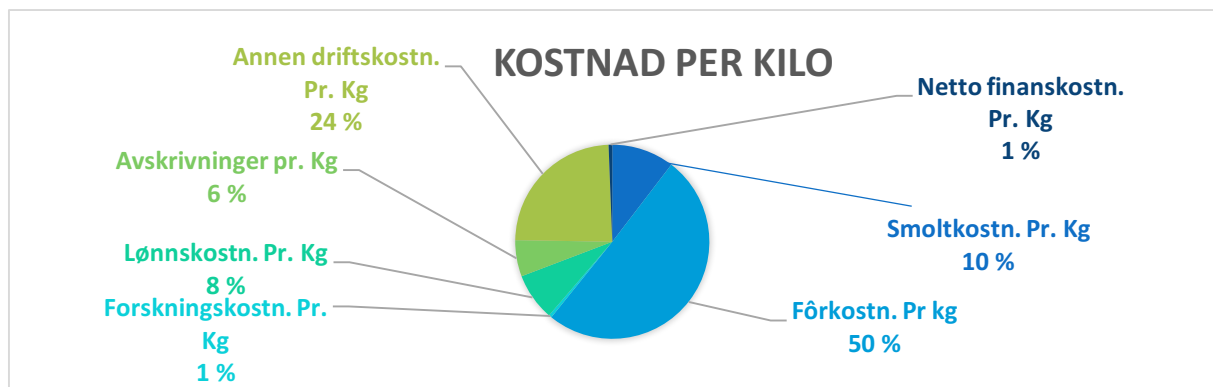
VRIO rammeverket brukes til å analysere verdien av strategiske ressurser (Løwendahl & Wenstøp, 2010). VRIO står for verdifull (valuable), sjelden (rare), ikke-imiterbar (inimitable) og organisert (organized), dette er nyttig for å få en god oversikt over ressursene og hvilke man bør satse på.

Ressurser	Verdifull	Sjelden	Ikke- imiterbar	Organisert	Konkurransefortrinn
Finansielle	ja	nei	nei	ja	Potensielt fortrinn
Menneskelige	ja	ja	nei	ja	Midlertidig fortrinn
Fysiske	ja	ja	nei	ja	Midlertidig fortrinn
Organisatoriske	ja	nei	nei	ja	Potensielt fortrinn

Tabell 1: VRIO analyse av GSF strategiske ressurser

Kostnadsstruktur

For at konsernet skal oppnå målene sine må de satses stort på effektivisering og kostnadsbesparing. Kostnadseffektivisering vil føre til lavere kostnader som igjen vil øke konkurransedyktigheten. konsernet sin klart største kostnad er fôrkostnaden, en kostnad de er helt avhengig av fordi de ikke produserer eget fiskefôr. Skal de investere i fiskefôranlegg må de bruke mye tid, penger og ressurser på forskning og teknologi.



Figur 9: Kostnad per kilo (fiskeridirektoratet, 2018).

Ekstern analyse

Porters fem krefter

Når man gjennomfører en analyse av Porters fem krefter identifiserer man de mest sentrale aktørene som kan påvirke bedriften. Hvem utgjøre de største truslene overfor bedriften med tanke på vekst og overlevelse og hvilke aktører utgjøre størst trussel mot lønnsomheten (Løwendahl & Wenstøp, 2010). Disse spørsmålene skal man være i stand til å svare på etter analysen.

Konkurransarenaen

GSF er et internasjonalt oppdrettsselskap, og driver med lakseoppdrett. Ettersom oppdrettsnæringen stadig vokser og veldig trolig kommer til å fortsette å vokse og bli mer viktig med årene, går jeg ut i fra at markedet ikke er mettet.

Etableringstrusler fra inntrengere

Ved å analysere muligheten for nye inntrengere på konkurransarenaen skal jeg danne et bilde av hvor lett/vanskelig det er å etablere seg innen oppdrettsnæringa. Jo dyrere og mer komplisert denne etableringen er desto høyere er inngangsbarrierene, og allerede etablerte bedrifter favoriseres sterkt i forhold til nye (Løwendahl & Wenstøp, 2010).

I oppdrettsnæringen er det flere inngangsbarrierer. For å drive med oppdrett må man ha konsesjon eller lisens. Disse er strengt regulert, stiller høye krav til ansvarsfull drift og bærekraftighet, i tillegg til at de kun deles ut av staten. Pris per grønn konsesjon som er foreslått av regjeringen er 10 millioner, mens prisen på en allerede eksisterende konsesjon er enda høyere. Har man først fått tillatelse må man også ha utstyr. Dette er dyrt. Dessuten er det mange forhold som må ligge til rette for å drive matfiskoppdrett, og spesielt for laks. Blant annet må lokasjonen på merdene være så likt som mulig laksens naturlige habitat for å ha optimale vekstforhold og mange forhold spiller inn: Temperatur, vær, havstrømninger, dybde etc.

En mulig ny inntrenger på markedet kan derimot være landbasert oppdrett. De potensielle fordelene er store og det jobbes mye med å få til dette siden det gir mindre belastning på miljøet. Uten utslipp ut i sjøen, vil man også kunne eliminere rømning og spredning av

lakselus. GSF åpnet i juni 2015 et nytt RAS anlegg (Recirculating Aquaculture Systems) for smolt som en av de første aktørene i Norge. Man har enda ikke klart å effektivisere landbasertoppdrett på lik skala som i sjøen. Derimot har Danmark, Canada, USA og Kina bygget ut større oppdrettsanlegg på land, men det store gjennombruddet har ikke kommet enda.

Etableringstrusselen fra nye inntrengere i markedet anses som liten til moderat, på grunn av mulighetene ved landbaserte anlegg.

Trusler fra substitutter

Ved å se nærmere på substituttene på konkurransearenaen kan jeg danne et bilde av hvor lett det er for kundene å erstatte de eksisterende tilbudene i markedet med andre produkter. Dette er en faktor som har stor betydning for prissettingen og videre deres marginer.

Hvis man anser kylling, svin eller storfe kjøtt (fordi disse i likhet med laks er gode proteinkilder) vil nok heller ikke disse substituttene utgjøre en stor trussel i og med at laks også har mange andre gode egenskaper, som at det for eksempel er en god kilde til omega-3. Uansett er ikke disse nære substitutter, fordi de dekker ulike behov.

Oppdretts laks er generelt et veldig homogent produkt uansett hvilket selskap den kommer fra, i hvert fall innen Norge. Så å bytte mellom leverandør vil ha svært liten betydning for kundene. Derfor velger jeg å ta med hvit fisk og skaldyr innen nære substitutter, men trusselen vil nok fortsatt være lav i og med at laks, hvit fisk og skaldyr som regel har forskjellig bruksområder.

Kundenes forhandlingsstyrke

Om kundene har høy forhandlingsmakt vil være negativt for bedriften. Hvor høy forhandlingsmakten til kundene er på konkurransearenaen avhenger av flere faktorer. Gode indikatorer på høy forhandlingsmakt er blant annet om det er få kunder i forhold til bedrifter, om byttekostnadene er lave, liten grad av produktdifferensiering, integrasjon bakover og at kundene har gode kunnskaper om produkt og pris.

Som tidligere nevnt vil det være en lav terskel for kundene å bytte fra den ene produsenten til den andre fordi produktene er svært homogene, altså er byttekostnadene lave og produkt differensieringen liten. Videre er kundene som regel godt informert om både priser og kvalitet siden det i dag er stor vekt på bærekraftig utvikling. Dessuten er en stor del av kundene grossister som vil selge videre til restauranter (ofte utenlandske) som forventer en viss kvalitet som skal samsvare med prisen de betaler.

På bakgrunn av dette kan jeg si at kundene har høy forhandlingsmakt.

Leverandørenes forhandlingsstyrke

Er det derimot leverandørene som har høy forhandlingsmakt vil dette også påvirke negativt, men da gjelder andre kriterier. Få leverandører i forhold til konkurrentene, høy produkt differensiering, høye byttekostnader, fare for leverandør integrasjon fremover og om leverandørenes produkt/tjeneste er svært viktig for bedriften.

Den viktigste innsatsfaktoren for GSF er smolt og fiskefôr. Disse utgjør det største kostnaden. Smolten produseres selv, men fôret kjøpes eksternt fra leverandør. Det stilles strenge krav til hva slags fôr som kan brukes i merdene som ligger ute i de norske fjordene. Dette har ført til at produksjonen av fiskefôr har blitt spesialisert og leverandørene er få, men store og har på denne måten en viss makt over markedet. Etersom fôr er en typisk standard vare for oppdrettere vil det trolig være lave byttekostnader mellom leverandørene, dette er med på å minske deres forhandlingsmakt.

Det samme kan for øvrig sies å gjelde for noen av de andre leverandører til næringen som farmasi, fôringssystemer og brønnbåter er også spesialiserte leverandører med moderat makt ovenfor markedet.

Jeg setter leverandørenes forhandlingsmakt til moderat.

Konkurrentanalyse/konkurransenintensitet

Er det sterk konkurranse innen et marked, vil dette legge press på marginene. Dette fordi selskapene konkurrerer om de samme markedsandelene. konsernets største konkurrenter er

Salmar ASA, Cermaq Group AS, Norway Royal Salmon ASA, Marine Harvest ASA og Lerøy Seafood ASA.

Konkurransenintensiteten er viktig for å danne et bilde av hvordan næringen kommer til å utvikle seg. Er det høy konkurranse og lav stabilitet er det vanskelig for bedriften å finne en posisjon som gir gode marginer og som kan opprettholdes over tid. Dette skjer ved at det er mange like store konkurrenter, liten markedsvekst, høye faste kostnader, liten produkt differensiering, lave byttekostnader og høye avviklingsbarrierer. Dette stemmer bra med oppdrettsnæringen.

Oppdrettsnæring har passert fangstnæring og etter en sterk konsolidering på 2000-tallet konkurreres det nå mest om å ha best kvalitet, fordi det er et homogent produkt. Dessuten blir så å si all fisken kjøpt, så konkurranseintensiteten har blitt lavere. Derfor velger jeg å sette konkurranseintensiteten til moderat.

Trussel	Lav	Moderat	Høy
Inntrengere	x		
Substitutter	x		
Kundene			x
Levradørene		x	
Konkurransenintensitet		x	
Totalt		x	

Figur 10: Porters fem krefter

PESTEL

En PESTEL analyse gir informasjon om makroøkonomiske forhold, der formålet er å vite hvilke omgivelsesforhold som er mest kritiske for bedriften både i dag men også i fremtiden (Fjeldstad & Lunnan, 2018).

Politiske forhold

Dersom en skal drive med oppdrett i fjordene og langs kyst i Norge og generelt ellers i verden forutsette dette at man har et løyve fra staten med medfølgende rettlingslinjer. disse løyvene kalles for konsesjoner. Konsesjonene inneholder i hovedsak retten til produksjon på

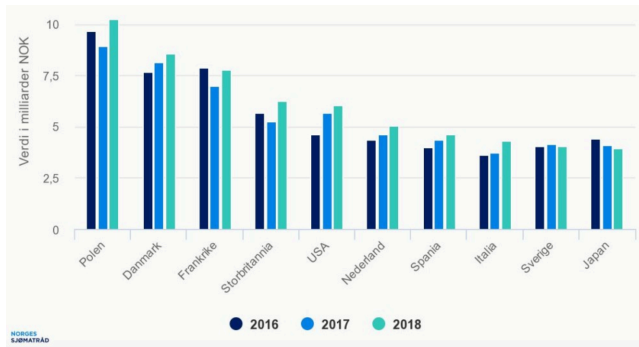
allmenhetens areal, med forbehold om at det bidrar til verdiskapning både lokalt og nasjonalt. Dessuten inneholder den også bestemmelser om krav til overordnede samfunnsmessige og miljømessige hensyn, som for eksempel maksimalt tillatt biomasse (MAB). I Norge er det Fiskeridirektoratet som administrerer utdelingen av konsesjoner. Det går også an og kjøpte eksisterende konsesjoner, dette er som regel dyrere. (Fiskeridirektoratet, 2017).

Norge eksporterer sjømat til svært mange land og GSF er med på å bidra til denne internasjonale verdiskapningen. Derfor er et annet svært viktig punkt under politiske forhold handelsrestriksjoner. Importstopp eller andre politiske forhold som reduserer eksporten vil ha negativ innvirkning på konsernet og bransjen generelt. Et eksempel på dette var når Norge i 2014 delte ut Nobels Fredspris til regimekritikeren Liu Xiaobo. Dette førte til en isfront mellom Kina og Norge som fortsatt påvirker sjømateksporten til Kina (E24, 2017). En annen situasjon som mulig vil påvirke eksporten i fremtiden, er Brexit. Selv om mange har fryktet at det skulle ha en negativ påvirkning på eksporten, har eksportreduksjonen uteblitt og det er fortsatt tidlig å si hvordan bransjen eventuelt blir når Storbritannia faktisk forlater EU.

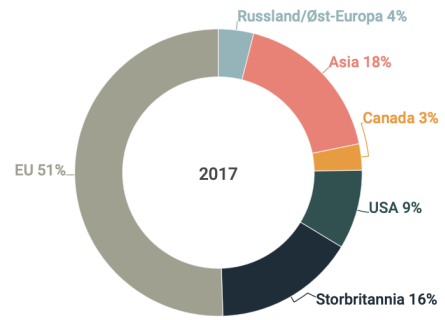
Økonomiske forhold

Konsernets aktiviteter fører til forskjellige typer finansiell risiko: markedsrisiko (inkludert valutarisiko, renterisiko og prissisiko), kontrakts risiko, kredittrisiko og likviditetsrisiko. Generelt sett er de to viktigste økonomiske forholdene for oppdrettsnæringen rentenivået og valutarisiko. Disse påvirkes begge hovedsakelig av makroøkonomiske forhold og jeg kommer til å fokusere på disse.

Valutarisikoen er svært tilstedeværende fordi bransjen i helhet baserer store deler av sine inntekter på eksport. Fisk er en råvare med lav holdbarhetstid. Derfor eksporteres mesteparten av produksjonen til nærmarkedene. Europa er det største markedet for konsernet og resten av bransjen. I påvente av Brexit, har eksporten til EU økt på grunn av lavere konkurranse og en gunstig valutasisituasjon (Norges Sjømatråd, 2019). I følge GSF Årsrapport (2017) opererer konsernet i flere valutaer og risikoen er særlig relevant når det gjelder CAD, USD, GBP og EUR. Valutarisikoen er en følge av fremtidige handelstransaksjoner, balanseførte eiendeler og forpliktelser og nettoinvesteringer i utenlandsk virksomhet. For å styre risikoen inngår konsernet valutaterminkontrakter.

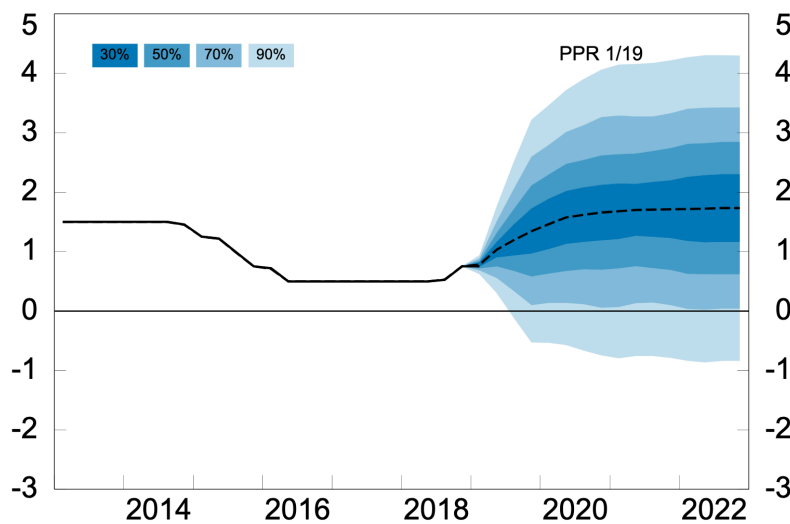


Figur 12: Norges 10 største eksportmarkeder for 2016, 2017 og 2018 i MNOK (Norges Sjømatråd, 2019)



Figur 11: Salg (GSF) fordelt på ulike markeder i prosent (GSF årsrapport 2017)

Oppdrettsbransjen er en veldig kapitalintensiv bransje. Det kreves store investeringer og det bindes store mengder kapital i form av biomasse i varelagrene. Dette forbindes ofte med høy gjeld og på den måten kan næringen potensielt være eksponert mot renterisiko. Fremtidige renteendringer vil påvirke konsernets rentekostnader. Om det vil påvirke negativt eller positivt kommer an på rentenivået. Rentenivået styres av Norges Bank ved å fastsette styringsrente.



Figur 13: Norges Banks rentebane i prosent (Norges Bank, 2019).

Sosiokulturelle forhold

Verdensbefolkningen øker og etterspørselen etter proteinholdig mat øker i takt med dette. Det er høy etterspørsel etter protein og spesielt i form av storfe, svin, kylling og fisk. Mye tyder på at oppdrett vil få en viktig plass og større markedsandel fremover i tiden på grunn av at det krever både mindre areal og etterlater seg et mindre biologisk fotavtrykk enn mye av det landbaserte matproduksjonen. Dessuten har folk blitt mer bevisste med tanke på miljø, utslipp og forurensning i forhold til matproduksjon, noe som legger press på bærekraftighet.

I tillegg inneholder fisk og spesielt laks en av de beste formene for sunt flerumettet fett (Omega-3) og gode proteiner. Derfor ønsker man å få befolkningen til å spise mer fisk med tanke på å forebygge en økende trend med diabetes type-2 og hjerte og karsykdommer (Helsedirektoratet, 2018).

En annen faktor som trekker i retning av økt etterspørsel av Norsk laks er sushi. Spesielt i Japan har det vist seg at norsk laks er et foretrukket alternativ når det kommer til rå fisk og sushi. Men internasjonal oppmerksomhet fører også til at den norske oppdrettsnæringen blir sett på med argusøyne og oppdrettsnæringen har opp gjennom årene fått mye kritikk for bruk av sterke kjemikalier til å fjerne lus og parasitter, men også for overbruk av antibiotika, sprøytet rett ut i de åpne merdene.

Teknologiske forhold

Det forskes mye på teknologi knyttet til landbasert oppdrett og det er mange fordeler knyttet til landbasert oppdrett. For eksempel vil det eliminere noen av de største biologiske truslene, som rømning og forurensning, fordi man vil ha full kontroll over inn- og utløp av vann. Landbasert oppdrett vil potensielt også kunne øke volumet, fordi man slipper å forholde seg til konsesjoner. Derimot er investeringene og driftsutgiftene store og fiskedødeligheten fortsatt svært høy. Dessuten vil det norske konkurransefortrinnet stå i fare for å forsvinne ved å flytte prosessen til land og dermed gjøre det mer tilgjengelig for alle markeder rundt om i verden.

Et helt annet alternativ kan være flytte oppdrettsnæringen til havs. Om man får til dette er det er rekke fordeler. For eksempel vil man få jevnere vekstforhold og klima for laksen. Smitte, utslipper og rømning vil ha mindre betydning på miljøet og man vil kunne ta i bruk enorme

arealer. Men det vil også by på store utfordringer. Den største risikoen er knyttet til naturkreftene og været på havet. Røff sjø vil slite på utstyret og kunne gjøre det vanskelig å reise til lokasjonen. Et eksempel på dette er prosjektet til SalMar “Ocean Farm 1”, som allerede har satt ut 1 million laks i det de kaller “verds største flytende laboratorium” (Tekna, 2018).

Norge er, og ønsker å forbli, den ledende sjømatnasjonen i verden for atlantisk laks. For å imøtekomme den økende etterspørselen må næringen utvikle ny teknologi. Derfor bevilges det årlig store summer i statsbudsjetter til marinforskning og i tillegg deler Fiskeridirektoratet ut utviklingstillatelser. Disse utviklingstillatelsene er midlertidige og er ment å “legge til rette for utvikling av teknologi som kan bidra til å løse en eller flere av de miljø- og arealutfordringene som akvakulturnæringen står overfor, for eksempel ved konstruksjon av prototyper og testanlegg, industriell design, utstyrsinstallasjon og fullskala prøveproduksjon” (Fiskeridirektoratet, 2018).

Miljømessige forhold

Bruk av åpne merder langs kysten er et av Norges største konkurransefortrinn, men er også veldig belastende for nærmiljøet og kan i verstefall være veldig skadelig. Derfor stilles det strenge krav til drift og bærekraftighet er et stikkord som står sentralt. Bærekraftighet er og vil bli veldig viktig fremover, fordi sjøen er en begrenset ressurs.

Ettersom oppdrettsselskapene blir større og produksjonsvolumet blir høyere, når man et visst punkt der merdene blir såpass fulle at laksen står veldig tett. Da kan det fort oppstå problemer knyttet til lakselus, alger og rømning. Dette er de største miljøtruslene både for konsernet og resten av næringen. Det blir stadig innført nye tiltak for å løse problemene. For eksempel deltar GSF i Norwegian Center of Expertise sitt sjømatprosjekt Aqua Cloud. Aqua Cloud prosjektet har som mål å samle store mengder data og å lage gode modeller for å forutsi lakselus-eksponering (GSF årsrapport 2017). Konsernet ble tildelt 4 grønne konsesjoner for Finnmark i 2014. I følge Fiskeridirektoratet (2017) har de grønne tillatelsene til formål å redusere miljøutfordringene knyttet til rømning og spredning av lakselus.

En annen trussel som trolig kommer til å påvirke hele oppdrettsnæringen i fremtiden er økende havtemperatur. Dette vil påvirke veksthastigheten og hvor i lande det vil være mulig å

drive oppdrett. Dette er også spesielt inntresant med tanke på en mulig sammenheng mellom økt havtemperatur og rask algeoppblomstring.

Legale forhold

Norske oppdrettere blir i hovedsak regulert av Aquakulturloven. Jeg henviser til aquakulturloven (2005, § 1), “loven skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten”.

Bærekraftig utvikling er spesielt viktig og loven stiller blant annet krav til miljøovervåkning, opprydning- og gjenfangstplikt, fellesansvar for fjerning av rømte organismer, og beskyttelse av bestemte områder. Dessuten er det også en rekke forskrifter fra matloven og forurensningsloven som påvirker driften.

I tillegg til lovpålagte miljømessige hensyn hjemlet i de tre ovenfor nevnte lovene, blir oppdrettsnæringen overvåket av en rekke myndigheter. Blant annet Fiskeridirektoratet, mattilsynet, Kystverket, Fylkesmannen og Norges Vassdrag- og Energidirektorat. Disse har alle tilsynsoppgaver ved en oppdrettslokalitet i forhold til miljø og påvirkning (Laksefakta, 2018).

Brudd på loven kan få enorme økonomiske konsekvenser og i verstefall føre til produksjonsstopp, blant annet gjennom de “grønne konsesjonene” myndighetene har innført.

SWOT analyse

Hensikten med en SWOT-analyse er å finne styrker, svakheter, muligheter og trusler og sammenholde disse som grunnlag for hvilke strategiske valg en bedrift bør ta for å styrke sin konkurranseposisjon og inntjeningsevne. Styrker og svakheter finner jeg i internanalysen, mens muligheter og trusler finnes vi i eksternanalysen (Løwendahl & Wenstøp, 2010).



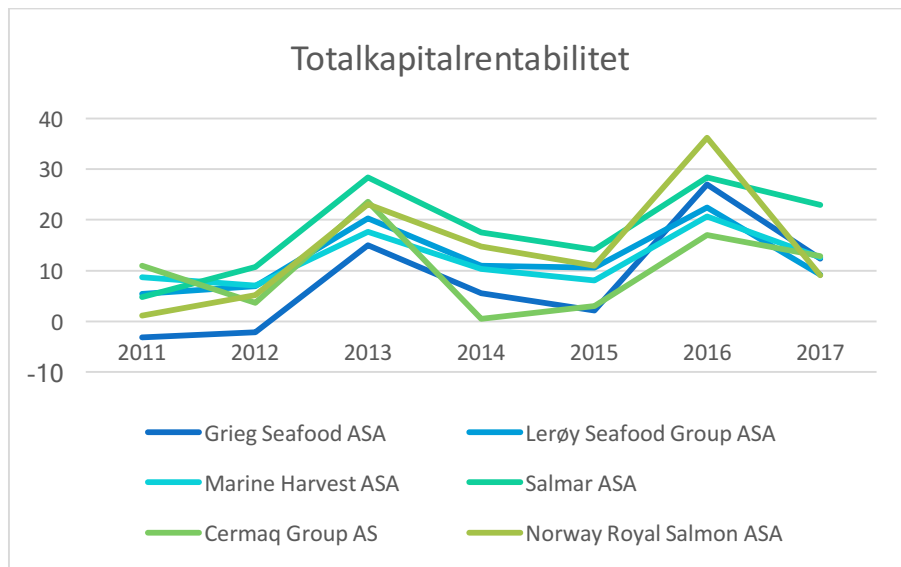
Figur 14: SWOT analyse GSF

Regnskapsanalyse

Lønnsomhetsanalyse

Rentabilitet

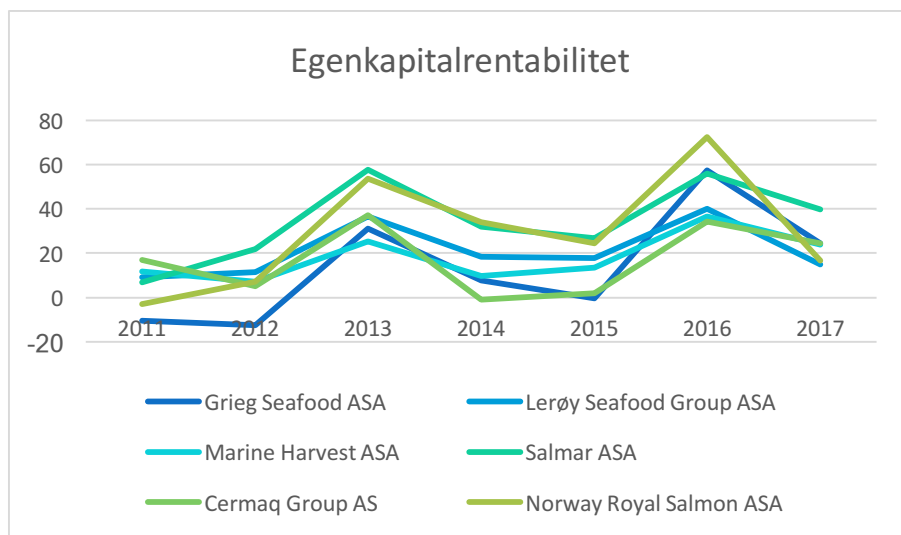
Totalkapitalrentabilitet (TKR) brukes for å beregne bedriftens lønnsomhet ved å beregne bedriftens avkastning på total kapitalen. Det vil si, avkastning på gjeld og egenkapital.



Figur 15: Totalkapitalrentabilitet

TKR ligger lavt i 2011-2012 hos de fleste selskapene på grunn av negativ vekst i global tilførsel av laks kombinert med høy etterspørsel før den i 2013 skyter i været grunnet en veldig høy laksepris, før den til slutt går tilbake og legger seg på et mer normalt nivå i 2014-2015, deretter nådde konsernet en "all time high" i 2016 på grunn av høyere produksjonsvolum, gode priser og økt global etterspørsel. TKR hos GSF var på sitt høyeste i 2016 med en verdi på 27% og i gjennomsnitt 8,1%.

Egenkapitalrentabilitet (EKR) måler avkastningen aksjonærene får på egenkapitalen tilført selskapet. EKR bør være høyere enn TKR og lånerenten i banken eller i verstefall ikke mindre, for da er det mer gunstig å sette pengene i banken.

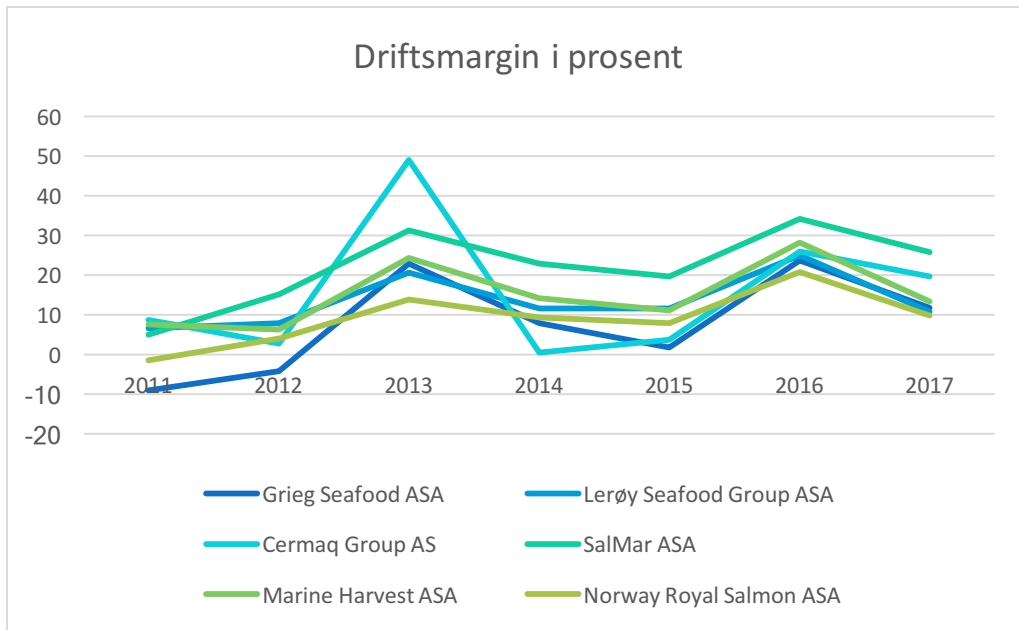


Figur 16: Egenkapitalrentabilitet

EKR ligger lavt i 2011-2012 hos de fleste selskapene, før den stiger kraftig i 2013, for deretter å gå tilbake og stabilisere seg på et mer normalt nivå. Egenkapitalandelen er en stor påvirkning som skiller EKR fra TKR og avhenger av hvor mye konsernet avsetter til utbyttet. Konsernets mål er å yte en konkurransedyktig avkastning på investert kapital til aksjonærene gjennom utdeling av utbytte og økning av aksjeprisen. GSF fremtidig utbytte vil være avhengig av konsernets fremtidige inntjening, finansielle situasjon og kontantstrøm og skal i tillegg stå i forhold til konsernets resultater. Styret anser det som naturlig at utbytte over en periode på flere år i gjennomsnitt utgjør 25-35% av selskapets resultat etter skatt (GSF årsrapport 2017). Store deler av årsresultatet blir tilbakeført til selskapet som øker egenkapitalen. Analysen viser at GSF ikke har nevneverdig god lønnsomhet på EKR, med unntak av i 2013, 2016 og 2017. I 2016 utbetalte GSF 3 kr per aksje i utbytte. EKR er i denne seksårs perioden i snitt 13.8, altså er den høyere enn TKR i dette intervallet.

Driftsmargin

Driftsmargin viser inntjeningen til selskapet per omsatte krone før renter og skatte og er forholdet mellom driftsresultat og omsetning. Driftsmarginen fremstilles som regel slik jeg har gjort, i prosent. Høydriftsmargin betyr høy inntjening.



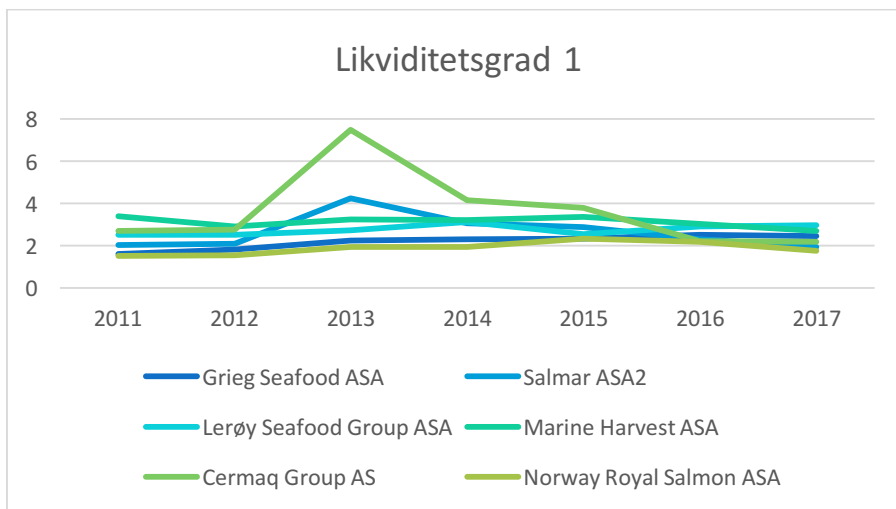
Figur 17: Driftsmargin

Driftsmarginen ligger også ganske stabilt fra 2011-2017 med unntak av 2013 og delvis 2017, som skyldes stor svingning i lakseprisen og de biologiske forholdene.

Likviditetsanalyse

likviditetsgrad 1

likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld og er en måling på betalingsevne. Desto høyere forholdstall desto bedre er bedriften til å betjene sin kortsiktige gjeld ettersom den forfaller.

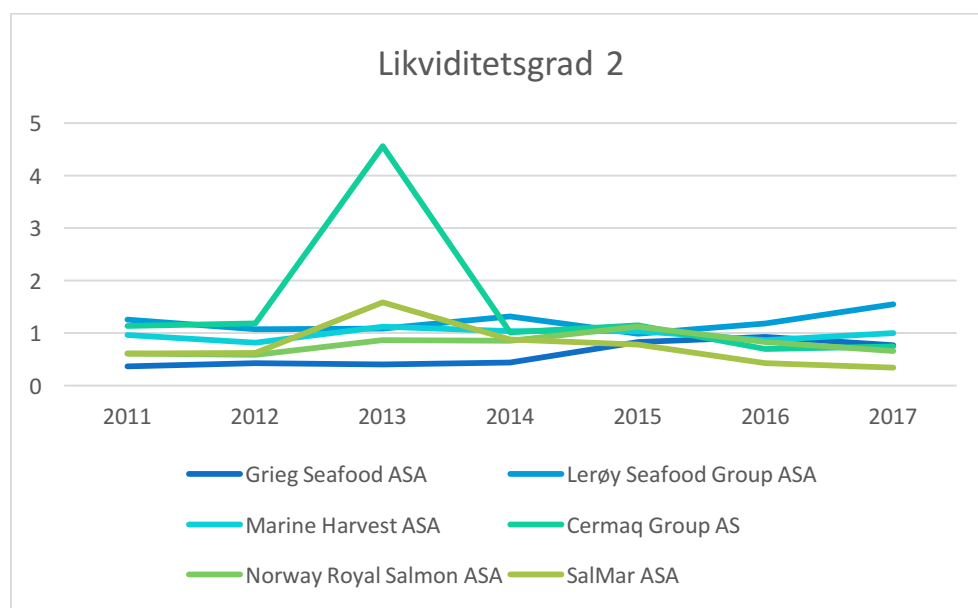


Figur 18: Likviditetsgrad 1

generelt sett sier man at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2 (Sending & Tangenes, 2019). I verstefall større en 1 ellers vil det bli vanskelig å betjene den kortsiktige gjelden. GSF likviditetsgrad 1 ligger med og fra 2013 over 2 og ellers ikke langt unna og jeg kan dermed si at de har en god likviditetsgrad 1. Alle selskapene har jevnt over ganske høy likviditetsgrad 1 som kan begrunnes med at verdien av omløpsmidlene er veldig høy da de biologiske eiendelene har høy verdi og utgjør det største delen av omløpsmidlene.

likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er også et forhold mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, bare at varelageret blir fratrukket. Dette gjøres fordi varelageret regnes som det minst likvide omløpsmiddelet. Noen bedrifter kan ha vanskeligheter med å omdanne varelageret til penger, derfor blir likviditetsgrad 2 et mer nøyaktig mål i noen tilfeller. En tommelfingerregel er at denne bør den være større enn 1 (Sending & Tangenes, 2019).

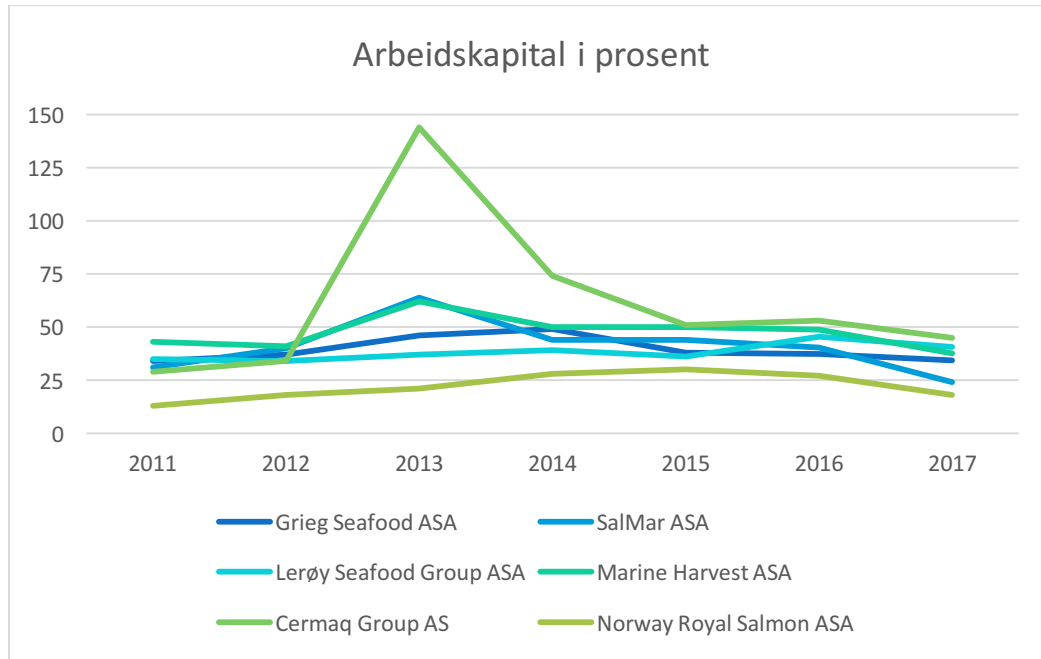


Figur 19: Likviditetsgrad 2

GSF likviditetsgrad 2 ligger under 1 hele perioden, altså er den dårlig. Dette kan forklares med at GSF har mange tonn med laks i sine varelagre. Etterspørselen etter laks er høy, så de har derfor ingen vanskeligheter med å få omsatt varelageret og kan derfor ha store verdier på denne posten.

Arbeidskapital

Arbeidskapital er en av de mest sentrale størrelsene som sier noe om betalingsevnen. Behovet for arbeidskapital øker ved økende salg. Arbeidskapital beregnes i prosent, for å gjøre det enkelt å sammenligne flere selskaper (Sending & Tangenes, 2019).



Figur 20: Arbeidskapital

GSF arbeidskapital ligger midt på treet i forhold til konkurrentene og man kan se at normale verdier for bransjen omtrentlig er 30-55 %, bortsett fra Cermaq sine verdier i 2013. Intervallet er veldig mye høyere innen oppdrett enn snittet hos andre børsnoterte selskaper og forklaringen kan være at de for eksempel binder mye kapital i omløpsmidler som biomasse fordi de er et rent produksjons selskap.

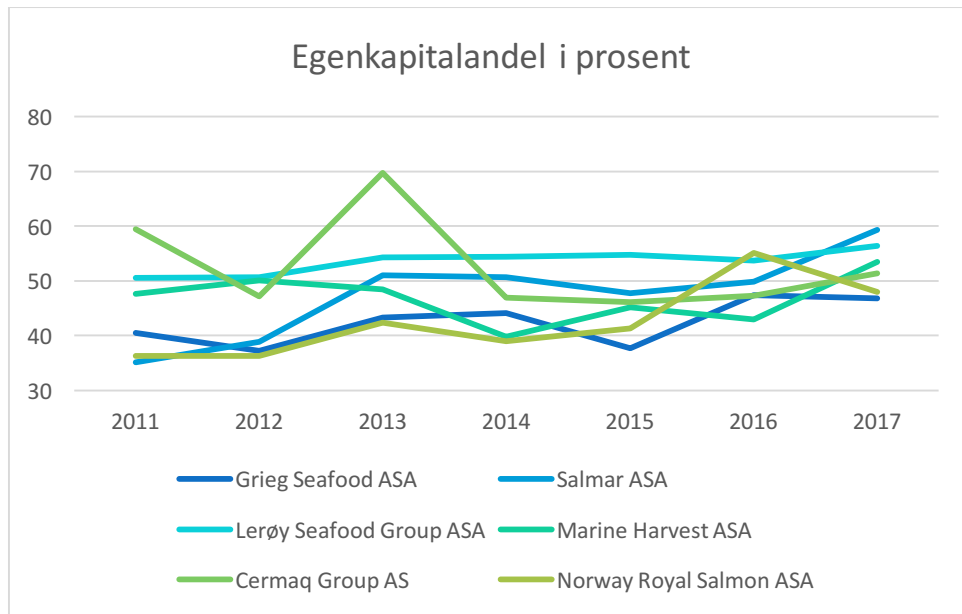
Soliditetsanalyse

Soliditeten viser virksomhetens evne til å overleve vanskelige tider og uttrykker hvor mye av kapitalen som kan gå tapt før kreditorene må lide (Sending & Tangenes, 2019).

Egenkapitalandel

Egenkapitalandel i prosent er det mest brukte nøkkeltallet for å belyse en virksomhets soliditet og belyser hvor stor andel av total kapitalen egenkapitalen utgjør. I tillegg viser den

også hvor stor del av bedriftens eiendeler som er finansiert med egenkapital. Desto høyere egenkapitalandel desto bedre er soliditeten.

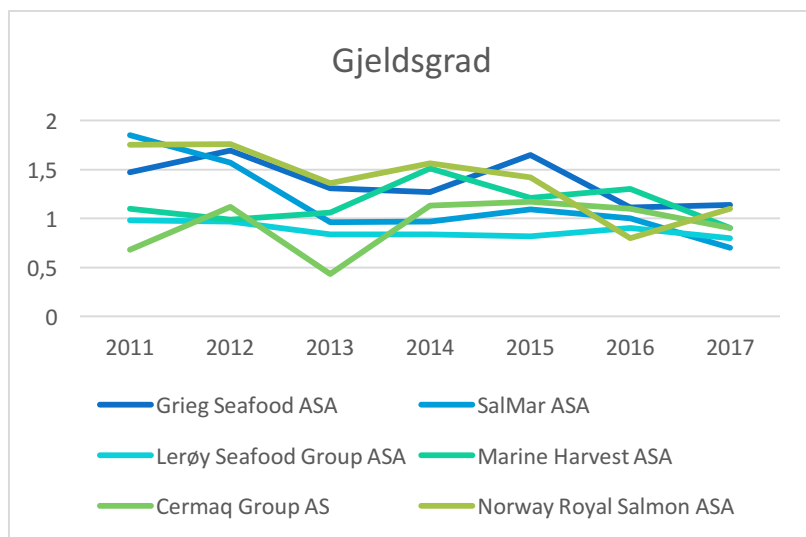


Figur 21: Egenkapitalandel

Egenkapitalandel for norske selskaper ligger i gjennomsnitt på 30-35 %. GSF ligger rundt 40% i hele denne seksårsperioden med en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 42,4 %, dette gir GSF fleksibilitet og økonomisk trygghet.

Gjeldsgrad

Gjeldsgraden beskriver forholdet mellom gjeld og egenkapital, og sier hvor mange kroner gjeld det er per egenkapital. Økende gjeldsgrad gir dårligere soliditet. Gjeldsgraden brukes for å sjekke i hvilken grad bedriften er i stand til å tåle tap, før det påvirker gjeldsforpliktelsene.



Figur 22: Gjeldsgrad

Gjeldsgraden til GSF fluktuierer mye gjennom hele perioden. Dette har nok mange forskjellige årsaker, men skyldes nok mye på grunn av opptak av lån/nedbetaling av gjeld og diverse biologiske utfordringer ved de forskjellige lokalitetene. For eksempel ble konsernets bankramme utvidet med MNOK 500 i 2015 samtidig som de nedbetalte obligasjonslån på 400 MNOK. I 2012 var det store nedskrivninger på knyttet til svak biologisk utvikling og lus på GSF lokalitet på Shetland.

Oppsummering

Ut i fra modellene kan jeg se at GSF har god inntjening baser på EKR, da den ligger i gjennomsnitt over TKR i perioden. Ser vi på likviditetsanalysen ser vi at GSF har god likviditetsgrad 1, men dårlig likviditetsgrad 2 som skyldes at store mengder biomasse i varelageret utgjør mye av omløpsmidlene. I soliditetsanalyser ser vi videre at GSF har jevn egenkapitalandel som gir økonomisk fleksibilitet, men at gjeldsgraden er ganske fluktuerende. Fremtiden avhenger sterkt av Lakseprisen og de biologiske forholdene.

Verdsettelse

Anvendelse av FCF^{NDM}

For å gjennomføre analysen FCF^{NDM} modellen må først balansen og resultatregnskapet reformuleres. Etter reformuleringen må disse resultatene samt selskapets tidligere regnskapstall og funnene i den strategiske analysen sammenstilles for å lage en prognose av fremtidige kontantstrømmer. Deretter må man beregne et relevant avkastningskrav med WACC formelen for å diskontere kontantstrømmene og til slutt finne terminalverdien.

Reformulering av balansen

Hensikten med å reformulere balansen er å tydeliggjøre verdiskapingen i selskapet ved å finne NDM-balansen, som inneholder netto driftsmidler, netto rentebærende gjeld og egenkapitalen. Den reformulerte balansen deles inn i aktiva og passiva. Se vedlegg 5 for hele den reformulerte balansen.

$$DM + FPL + L = EK + AFO + LRBG + IRBG + DK$$

$$NMD = DM - AFO - IRBG$$

$$\rightarrow 6\,879\,582 - 721\,689 - 971\,825 = 5\,186\,068$$

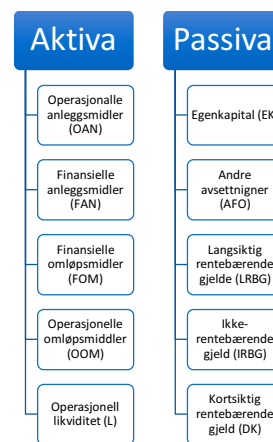
$$FE = FPL + (L - DK)$$

$$\rightarrow 1\,317 + (271\,715 - 157\,226) = 115\,806$$

$$NMD + FE = EK + RBG$$

$$NMD = EK + NRBG$$

$$\rightarrow 5\,186\,068 = 3\,309\,364 + 1\,876\,704$$



Figur8: den komprimerte balansen

Totalkapital balanse 31.12.2017			
DM	6 879 582,00	EK	3 309 364,00
FPL	1 317,00	IRBG	971 825,00
L	271 715,00	RBG	2 102 350,00
		AFO	721 689,00
		MIN	43 541,00

Figur 23: Totalkapital balanse på 31.12.17

Sysselsatt balanse 31.12.2017			
NDM	5 186 068,00	EK	3 309 364,00
FE	115 806,00	RBG	2 102 350,00
		MIN	43 541,00

Figur 24: Sysselsatt balanse per 31.12.2017

Netto driftsmidler balanse 31.12.2017			
NDM	5 186 068	EK	3 309 364
		NRBG	1 876 704
		MIN	43 541

Figur 25: Netto driftsmidler balanse per 31.12.2017

Reformulering av resultatregnskap

Resultatregnskapet justeres for å gjenspeile historisk økonomisk data på en mest riktig måte. Da må man skille mellom normale og unormale poster i regnskapet. Poster som ikke gjentar seg, engangseffekter og konjunktursvingninger eller andre former for syklikaliteter fjernes slik at man får en base som er et normalisert regnskapsår (Kaldestad og Møller 2016).

<i>Reformulert resultatregnskap</i>	2017	Normal
<i>tall i TNOK</i>		
<i>Sum driftsinntekter</i>	6 945 700	6 945 700
<i>Varekostnad</i>	3 724 200	3 724 200
<i>Beholdningsendring</i>	0	0
<i>Lønnskostnader</i>	482 827	482 827
<i>Ordinære av- og nedskrivninger</i>	201 132	201 132
<i>Andre driftskostnader</i>	1 724 604	1 724 604

<i>Sum driftskostnader</i>	6 132 763	6 132 763
<i>Driftsresultat</i>	812 937	812 937
<i>Netto finansposter</i>	-14 457	0
<i>Driftsresultat før skatt</i>	798 480	812 937
<i>Skattekostnad</i>	197 581	201 121
<i>NOPAT</i>	600 899	611 816
<i>ordinære av og nedskrivninger</i>	201 132	201 132
<i>andre gevinster og tap</i>	1514	0
<i>langsiktige avsetninger</i>	923 588	0
<i>netto operasjonell arbeidskapital (NOAK)</i>	2935967	2935967
<i>Kontantstrøm fra drift</i>	4 660 072	3 748 915
<i>netto investeringer i varige driftsmidler</i>	552 821	552 821
<i>Salgssum fra salg av driftsmidler</i>	669	0
<i>Fri kontantstrøm fra drift (FCF-NDM)</i>	4 106 582	3 196 094

Figur 26: Reformulert resultatregnskap per 31.12.2017 og normalår

Andre gevinster/tap inkluderer salg av aksjer og driftsmidler i tilknyttede selskap og settes derfor lik null i normalåret. Videre inneholder langsiktige avsetninger utsatte skatteforpliktelser og forpliktelser i henhold til finansielle leiekontrakter så denne posten settes også lik null. Og til slutt settes posten salgssum fra salg av varigdriftsmiddel lik null i og med at dette er en engangs hendelse som ikke skjer hvert år.

Prediksjon av fremtiden

Før selve verdsettelsen er jeg nødt til å lage prognoser for fremtidige kontantstrømmer til GSF. Prognosen er lag-basert med bakgrunn i historisk regnskapsdata fra 2011-2017. I disse prognosene er det stor usikkerhet i og med at det er veldig vanskelig å si hva som kommer til å skje i fremtiden. Som grunnlag i prognosen legges regnskapsanalysen og den strategiske analysen til grunne.

Regnskapsposter

Driftsinntekter

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Sum driftsinntekter	2 077 464	2 189 089	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	4 067 590
Prosentvis vekst		5,37 %	23,25 %	1,89 %	70,74 %	51,69 %	-2,45 %	25,08 %

Figur 27: Prosentvis vekst driftsinntekter

Salget har økt med 4 868 236 TNOK i perioden, som utgjør et årlig gjennomsnitt på 25,08%. Den største delen av driftsinntektene kommer fra salg sinntekter, det vil si salg av sløyd fisk. Jeg regner med at veksten vi holde seg på 25,08% de neste to årene, deretter setter jeg veksten til 12,54% fremt til 2024, for så å regne med at det flater seg ut og legger seg på 6,27% fra 2026-2027 med hensyn til steady state (Koller, Goedhart & Wessels, 2010).

Varekostnad

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Sum driftsinntekter	2 077 464	2 189 089	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	4 067 590
Varekostnad	1 087 430	1 202 314	968 978	1 153 526	2 738 926	3 287 159	3 724 200	2 023 219
endring varelager	-190543	194518	-195575	-219138	-51661	-16799	-384223	-123345,8571
korrigert varekostnad	1277973	1007796	1164553	1372664	2790587	3 303 958	4 108 423	2146564,857
% av driftsinntekt	61,52 %	46,04 %	43,16 %	49,93 %	59,45 %	46,40 %	59,15 %	52,24 %

Figur 28: Varekostnad i prosent av driftsinntekter

Det er rimelig å anta at varekostnadene vil øke i takt med driftsinntektene, fordi fôr som utgjør den største delene av varekostnadene har en direkte sammenheng med hvor mye fisk som blir produsert. På bakgrunn av dette regner jeg med at gjennomsnittet på 52,24% er et godt estimat på et vilkårlig år.

Lønnskostnad

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
driftsinntekter	2 077 464	2 189 089	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	4 067 590
Lønnskostnad	209 128	240 522	254 564	291 498	337 591	374 760	371 518	284 137
% av driftsinntekter	10,07 %	10,99 %	9,43 %	10,60 %	7,19 %	5,26 %	5,35 %	8,41 %

Figur 29: Lønnskostnad i prosent av driftsinntekter

Den gjennomsnittlige lønnskostnaden ligger på 8,41% og i denne perioden er veksten rimelig konstant rundt dette. Jeg ser ingen grunn til at denne trenden ikke vil fortsette, med mindre man regner med ny teknologi og utvikling i oppdrettsnæringen som automatiserer arbeidet, men det er ikke sannsynlig å regne med at dette skjer i løpet av de neste årene. Derfor kommer jeg til å benytte en lønnskostnad på 8,41 %

Andre driftskostnader

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Sum driftsinntekter	2 077 464	2 189 089	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	4 067 590
Andre driftskostnader	998 765	642 426	675 152	901 568	1 249 172	1 488 987	1 722 994	1 097 009
% av driftsinntekter	48,08 %	29,35 %	25,02 %	32,80 %	26,61 %	20,91 %	24,81 %	29,65 %

Figur 30: Andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter

Andre driftskostnader blir her målt mot driftsinntektene. Gjennomsnittet ligger på 29,65% og ellers svinger verdiene noe, men ikke særlig mye. Jeg regner med at det vil fortsette på denne måten og setter det fremtidige estimatet til 30%.

Avskrivninger

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Sum driftsinntekter	2 077 464	2 189 089	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	4 067 590
Avskrivninger	140 206	161 345	136 037	140 609	167 374	180 388	201 132	161 013
% av driftsinntekter	6,75 %	7,37 %	5,04 %	5,11 %	3,57 %	2,53 %	2,90 %	4,75 %

Figur 31: Avskrivninger i prosent av driftsinntekter

Avskrivninger har en positiv skatteeffekt, men er ikke en kontantstrømstørrelse. Fra GSFs årsrapport (2017) fremkommer det at tomter og bygninger hovedsakelig består av fabrikker og kontorer som ikke avskrives. Andre driftsmidler derimot avskrives lineært over forventet utnyttbar levetid, som er henholdsvis 10-50 år for bygninger og fast eiendom, 5-30 år for produksjonsanlegg/flåter, 5-25 år for nøter/merder/fortøyninger og 3-35 år for andre driftsmidler.

Jeg setter fremtidige avskrivninger til 4,75% av driftsinntektene.

Skatt

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Resultat før skatt	-195 223	-202 359	544 931	160 892	-9 208	1 560 836	798 482	379 764
Sum skatt	-72 064	-55 170	113 945	22 806	-13 574	338 505	197 581	76 004
Effektiv skattesats	36,91 %	27,26 %	20,91 %	14,17 %	147,42 %	21,69 %	24,74 %	41,87 %

Figur 32: Effektiv skattesats

Den effektive skattesatsen på 147% for 2015 skyldes endringer i skattesats i Norge og permanente forskjeller. Fallende effektiv skattesats før 2015 skyldes hovedsakelig lavere nominell skattesats både i Norge og UK. Tar man 2015 ut av likningen blir den

gjennomsnittlige skattesatsen 24,28%, som ikke er langt unna ordinær norsk skattesats på 27%. I de fremtidige prognosene anvender jeg ordinærskattesats, 27%.

Balansposter

Salg av anleggsmidler og endring i langsiktige avsetninger

Jeg har ikke noen grunn for å tro at GSF vil selge anleggsmidler eller langsiktige avsetninger i nærmeste fremtid, dette er i følge Dyrnes (2004) en vanlig forenkling ved bruk av fri kontantstrømmodellen. Derfor settes postene lik 0 i beregningen.

Investeringer

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Sum driftsinntekter	2 077 464	2 189 089	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	4 067 590
Netto investeringer	385547	13934	31700	57606	40601	68 573	16 973	91060,16667
% av drift	18,56 %	0,64 %	1,17 %	2,10 %	0,86 %	0,96 %	0,24 %	3,50 %

Figur 33: Netto investeringer i prosent av driftsinntekter

Det vil være logisk å tenke at ved fremtidig vekst vil det være behov for økte investeringer, særlig fordi GSF fører konservativ dividendepolitikk og heller reinvesterer kapitalen. Fremtidig vekst i netto investeringer sette derfor til 3,50%.

Operasjonell arbeidskapital

Spesielt for oppdrettsnæringen er den lange produksjonstiden, det tar 28-34 måneder fra smoltifisering starter til laksen er slakteklar. Dette medfører at det bygges opp store biologiske verdier i varelageret under produksjonsprosessen. Økt produksjonsvolum gir økt arbeidskapital. Det gjør at arbeidskapitalen i oppdrettsnæringen er svært omfattende og fremtidig pris blir et usikkert estimat. Jeg velger å slå biologiske eiendeler sammen med andre varer, da førstnevnte utgjør nesten hele varelageret. Videre forutsetter jeg at alt kjøp og salg av varer skjer via kreditt. For å beregne netto operasjonell arbeidskapital benyttes et estimat for kredittkjøp og kredittsalg i tillegg til historiske data for omløpshastigheten til kundefordringene og leverandørgjelden.

Varelager

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
korrigert varekostnad	1277973	1007796	1164553	1372664	2790587	3 303 958	4 108 423	2146564,857
gjennomsnittlig varelager	1547370	1424062	1608091	1886347	1976165	2284386	2669702	1913731,857
Omløpshastighet	0,83	0,71	0,72	0,73	1,41	1,45	1,54	1,06

Figur 34: Omløpshastigheten til varelageret

Jeg kommer til å benytte gjennomsnittlig omløpshastighet for varelageret på 1,06 til videre estimer.

Kundefordringer

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
salg på kreditt	204699	205006	240421	2 665 28	4 608 66	6 545 18	7 017 45	3905409,28
	1	5	5	4	7	7	6	6
gjennomsnittlig kundefordringer	244516	174170	151236	215929	417974	691248	780999	382296
omløpshastighet	8,37	11,77	15,90	12,34	11,03	9,47	8,99	11,12

Figur 35: Omløpshastigheten til kundefordringene

Jeg kommer til å benytte gjennomsnittlig omløpshastighet for kundefordringer på 11,12 til videre estimer.

Andre fordringer

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Sum driftsinntekter	2 077 464	2 189 089	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	4 067 590
Andre fordringer	58139	51299	54015	93371	145767	163246	198 527	109194,8571
% av driftsinntekter	2,80 %	2,34 %	2,00 %	3,40 %	3,11 %	2,29 %	2,86 %	2,69 %

Figur 36: Andre fordringer i prosent av driftsinntekter

Jeg velger å beregne andre fordringer i forhold til driftsinntekter i prosent, fordi disse til noen grad vil følge hverandre og bruker gjennomsnittet på 2,69%.

Leverandørgjeld

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Varekjøp på kreditt	937269	1105859	1433491	1245526	2 826 561	3815966	3966025	2190099,571
gjennomsnittlig leverandørgjeld	278 251	274 658	281 936	309 137	476 802	573 309	539 456	390 507
Omløpshastighet	3,37	4,03	5,08	4,03	5,93	6,66	7,35	5,21
Gjennomsnittlig kredittid	107	89	71	89	61	54	49,00	74,29

Figur 37: Gjennomsnittlig kredittid

Jeg kommer til å benytte gjennomsnittlig omløpshastighet for leverandørgjeld på 5,21 til videre estimerer.

Skylding offentlige avgifter

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Sum driftsinntekter	2 077 464	2 189 089	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	4 067 590
Skyldig offentlig avgifter	22514	19720	21731	13013	12134	48819	16 486	22059,57143
% av driftsinntekter	1,08 %	0,90 %	0,81 %	0,47 %	0,26 %	0,69 %	0,24 %	0,64 %

Figur 38: Skyldig offentlig avgifter i prosent av driftsinntekter

Skylding offentlig avgifter settes til 0,64%.

Utbytte

Utbyttet er ikke relevant fordi GSF har en veldig konservativ dividende politikk, eneste unntaket er 2017 hvor det ble utbetalt utbytte. Posten settes lik 0.

Annen kortsiktig gjeld

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Sum driftsinntekter	2 077 464	2 189 089	2 698 137	2 749 044	4 693 791	7 119 902	6 945 700	4 067 590
annen kortsiktig gjeld	48452	53982	54761	109803	122795	222213	212 717	117817,5714
% av driftsinntekter	2,33 %	2,47 %	2,03 %	3,99 %	2,62 %	3,12 %	3,06 %	2,80 %

Figur 39: Annen kortsiktig gjeld i prosent av driftsinntekter

Jeg velger å beregne annen kortsiktig gjeld i forhold til driftsinntekter i prosent og bruker gjennomsnittet på 2,80%

FCF- modellen

Jeg har anvendt FCF^{NDM} modellen for å estimere fremtidige kontantstrømmer fra 2018-2027 basert på mine tidligere utarbeidede prognoser. I praksis utarbeides normalt budsjetter for 7-15 år (Dahl & Boye, 1997). jeg har valgt en periode på 10 år for mine estimerer. Se vedlegg 2.

avkastningskrav

Risikofri rente

Som mål på risikofri rente er det normalt å bruke avkastningskrav på statsobligasjoner, i følge Norges Bank (2018) er den risikofrie renten på 1,88 for 2018 for en løpetid på 10 år.

Skatt

Fritaksmetoden innebærer at selskap i utgangspunktet fritas for beskatning av utbytte og gevinst på aksjer (Finansdepartementet, 2018). Dette betyr at eiernes skatt kan sette lik 0. For beregning av avkastningskrav benytter jeg 27% kreditor- og bedriftsskattesats.

markedets risikopremie

Markedets risikopremie viser hvilken avkastning som er forventet av markedet utover den risikofrie renten. Ifølge PwC som årlig utfører en undersøkelse sammen med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) på markedets risiko prime, er den i 2018 på 5%.

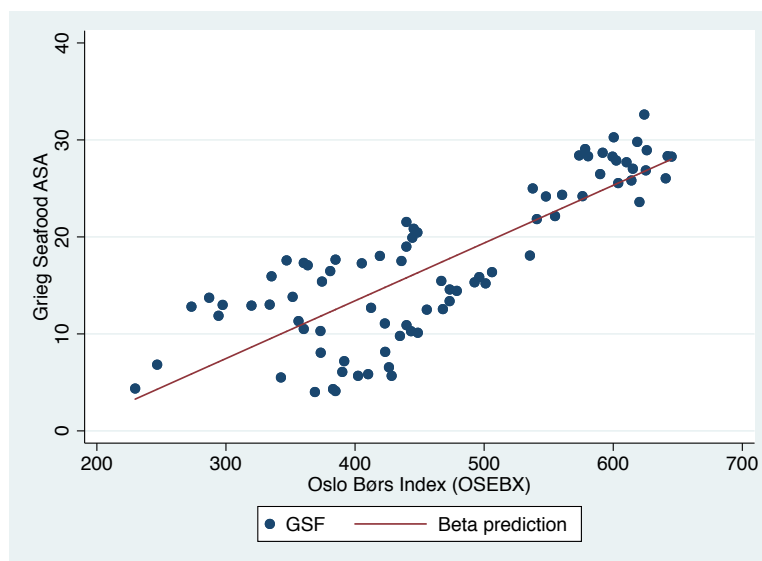
$$MRP_{ES} = MRP_{FS} + (r_f \times S_B)$$

$$MRP_{ES} = 0,05 + (0,0188 * 0,27) = 0,05508 = \underline{\underline{5,51\%}}$$

Beta

En aksjes beta er et mål på hvor mye aksjen svinger i forhold til markedet. Er betaverdien lik 1 vil det si at aksjen har en perfekt samvariasjon med markedet.

Betaen er også en del av aksjens systematiske risiko som betyr at risikoen ikke kan diversifiseres bort i en portefølje med flere aksjer.



Figur 40: Regresjon av aksjepris, GSF mot OSEBX

Jeg har estimert betaen gjennom minste kvadraters metode (OLS) og fått betaverdi lik 0,8163. Videre velger jeg å justere for “mean reversion”, som gjøres ved å multiplisere betaverdien med 2/3 og legge til 1/3.

$$\beta_{Blume} = \beta_{OLS} * 0,67 + 0,33 * 1$$

$$\beta_{Justert} = (0,8163 * 0,67) + (0,33 * 1) = 0,8769$$

I følge Damodaran (2019) som lager estimater for generell bransjebeta er beta for farming/agriculture på 0,72 i januar 2019. Videre menter Reuters (05.04.2019) at GSF har en aksjebeta på 0,91 og DNinvestor (04.05.2019) melder en årlig aksjebeta lik 1,5. Den endelige betaverdien fra mine estimater på 0,8769 synes å være midt på tre i dette intervallet. På bakgrunn av dette setter jeg betaverdi lik 0,8769.

Illikviditetspremie

En illikviditetspremie er en gode investorene får som kompensasjon for risiko ved å bli innelåst i en aksje, altså en kompensasjon for å investere i vanskelig omsettelig aktiva. Illikviditetspremien kommer i tillegg til egenkapitalkravet og vurderes ut i fra graden av markedssvikt og selskapsspesifikk risiko (Kaldestad og Møller, 2016). Er illikviditetspremien høy betyr dette at aksjen er illikvid.

Ved utgangen av desember 2017 hadde GSF 4 433 aksjonærer hvor de 13 største aksjonærene hadde en eierandel på 70,86 prosent. Norske aksjonærer eier majoriteten av aksjene i selskapet og Per Grieg jr. og hans nære familie kontrollerte 52,8 prosent av utestående aksjer per 31. desember 2017 (GSF årsrapport, 2017). De siste 5 årene har Grieg Seafood aksjen vært blant aksjene på Oslo børs med best avkastning, men aksjen er relativt lite omsatt med tanke på markedsverdien. I tillegg eier de aksjer i andre selskaper. Min skjønnsmessige vurdering av illikviditetspremien settes til 2% med bakgrunn i ovenfor nevnt faktorer.

avkastningskrav på egenkapitalen

Kapitalverdimodellen viser sammenhengen mellom risiko og forventet avkastning på en aksje. Ved hjelp av modellen finner jeg avkastningskravet til egenkapitalen:

$$k_{EK} = rf \times \frac{(1 - S_K)}{(1 - S_E)} + \beta_{EK} \times MRP_{ES} + \text{illikviditetspremie}$$

$$K_{EK} = 0,0188 * (1-0,27) + 0,8769 * 0,0551 + 0,02 = 0,08204 = 8,2\%$$

avkastningskrav på gjeld

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
finanskostnader	61963	111520	106437	106480	131357	155 213	56 789	104251,285 7
gjennomsnittlig rentebærende gjeld	219624 1	256973 2	249540 0	275779 7	327554 3	305315 8	300689 7	2764966,85 7
prosent av rentebærende gjeld	2,82 %	4,34 %	4,27 %	3,86 %	4,01 %	5,08 %	1,89 %	3,75 %

Figur 41: Finanskostnader i prosent av rentebærende gjeld

For beregning av gjeldskostnaden har jeg tatt finanskostnader i forholdt til gjennomsnittlig gjeld. Snittet på 3,75% bruker jeg i beregningen av WACC.

WACC

Weighted average cost of capital eller veid gjennomsnittlig kapitalkostnad er en verdsettelsesmetode som brukes for å beregne avkastningskravet til virksomhetens totalkapital. Dyrnes (2004) legger til grunne to forutsetninger som må være tilstede ved bruk av WACC metoden, nemlig konstant avkastningskrav og skattesats.

$$WACC = k_{EK} \times \frac{EK}{NDM} + k_G(1 - S_B) \times \frac{NRBG}{NDM}$$

$$WACC = 0,0820 * 0,6381 + 0,0375 * (1-0,27) * 0,3619 = 0,06223 = 6,22\%$$

Verdien av EK til GSF

Jeg finner verdien av egenkapitalen til GSF gjennom å diskontere FCF^{NDM} og terminalverdien. Terminalverdien finner jeg via Gordons vekstformel:

$$terminalverdi_n = \frac{FCF \times (1 + g)}{WACC - g}$$

$$Terminalverdi = (1.744.633,8460 * (1 + 0,02)) / (0,06223 - 0,02) = 42.138.918,3737$$

For at vekstleddet i Gordons formel ikke skal inneholde konkurransefortrinn må terminalverdien neddiskonteres tilbake til verdsettelsestidspunktet uten inflasjonsmålet på 2%. Inflasjonsmålet ble endret fra 2,5% til 2% i 2018 (regjeringen, 2018).

$$Terminalverdi = \frac{terminalverdi}{(1 + WACC)^n}$$

$$Terminalverdi = 42.138.918,3737 / (1,06223)^{10} = 23.040.810,6999$$

Den totale verdien (enterprise value) av GSF blir da 34.450.306 TNOK. For å finne verdien av egenkapitalen trekkes netto rentebærende gjeld 1.876.704 TNOK fra og jeg får en verdi på egenkapitalen på 32.573.602 TNOK.

2018E 2019E 2020E 2021E 2022E 2023E 2024E 2025E 2026E 2027E

kr 1 590 919,37 kr 1 535 671,72 kr 1 210 774,35 kr 1 362 606,06 kr 1 533 476,24 kr 1 725 774,13 kr 1 942 186,31 kr 1 544 837,24 kr 1 641 697,81 kr 1 744 633,85

Figur 42: FCF-NDM 2018E-2027E

NNV av KS FCF-NDM 2018F-2027E	11.409.495
Terminalverdi	23.040.811
Enterprise value	34.450.306
Netto rentebærende gjeld	1.876.704
Egenkapital	32.573.602
Antall aksjer	110.412
Pris per aksje	Kr 295,02

Figur 43: Verdi per aksje

NDM	34.450.306	EK	32.530.061
		NRBG	1.876.704
		MIN	43.541
Sum	34.450.306	Sum	34.450.306

Figur 44: Ny NDM-balanse

Følsomhetsanalyse

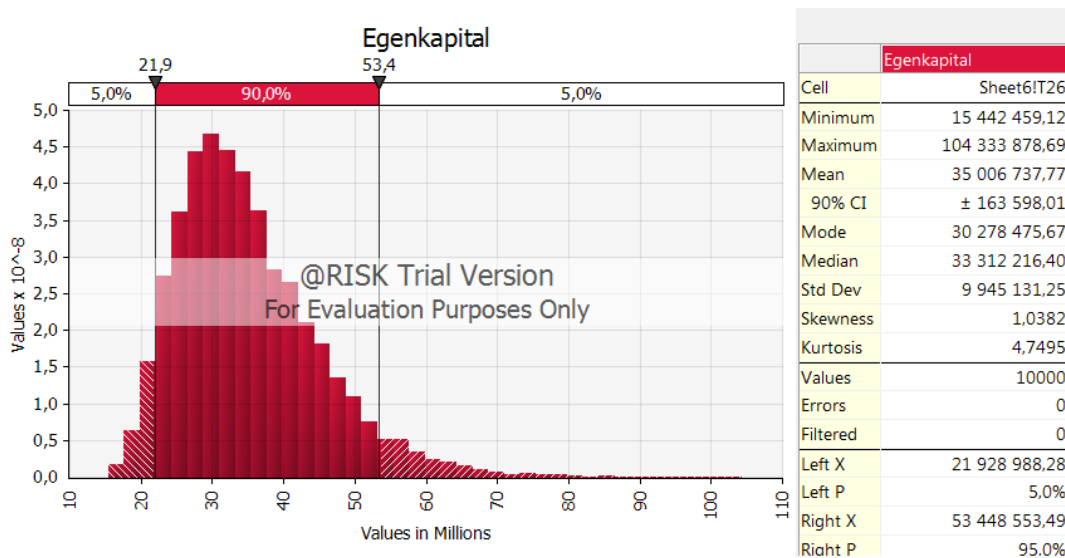
Kontantstrømmene jeg har kommet frem til i oppgaven er basert på egne prognoser for fremtiden sett i sammenheng med historiske regnskapstall og det er følgelig knyttet mye usikkerhet til dette. Derfor velger jeg å gjøre en følsomhetsanalyse av den estimerte verdien av egenkapitalen gjennom en Monte Carlo simulering.

Monte Carlo simulering

Monte Carlo simulering er en metode som ved hjelp av algoritmer søker å løse matematiske problemer gjennom tilfeldig simulering. Jeg har valgt å utføre simuleringen med 10 000 tilfeldige genererte utfall, basert på historiske data, for å komme frem til forventet egenkapital per 31.12.2019.

Til å gjennomføre simuleringen anvender jeg *@Risk* som er et tilleggsprogram i Excel. Som input har jeg satt de variablene jeg mener er mest usikre, mens output er verdien av egenkapitalen. Se vedlegg 3.

Resultat av analysen



Figur 45: Monte Carlo simulering av egenkapitalen til GSF

Jeg kan med 90% sikkerhet si at egenkapitalen til konsernet ligger i intervallet mellom 21.928.988 TNOK og 53.448.554 TNOK. Den høyeste søyler viser det mest sannsynlige utfallet på 30.278.476 TNOK som avviker fra FCF^{NDM}-modellen med 2.295.126 TNOK. Videre er gjennomsnittsverdien 35.006.738 TNOK og standard avviket er 9.945.131 TNOK.

Konklusjon

Konsernets største muligheter frem i tid vil være økt konsum og økt etterspørsel. Derfor blir det enda viktigere å kontrollere de biologiske truslene knyttet til lakselus og fiskedødelighet, og fortsette å jobbe videre med stor vekt på bærekraftig utvikling.

I henhold til problemstillingen min, "Hva er verdien av egenkapitalen til Grieg Seafood ASA per 31.12.2018", har jeg nå beregnet egenkapitalen gjennom bruk av FCF^{NDM} modellen til å være 32.573.602 TNOK.

Kontantstrømmene som er grunnlaget for FCF^{NDM} modellen i min analyse bygger i hovedsak på historiske regnskapstall, men det er også gjort prediksjoner for fremtiden knyttet til informasjon som fremkommer i intern- og eksternanalysen. Disse prediksjonene er estimerer og vil aldri være 100% sikre, med tanke på at det er umulig å spå hva som vil skje i fremtiden.

For å teste hvor sikre prediksjonen mine er, kjørte jeg en følsomhetsanalyse gjennom en Monte Carlo simulering med 10.000 iterasjoner. Ut i fra denne analysen kan jeg med 90% sannsynlighet si at verdien til egenkapitalen ligger mellom 21.928.988 TNOK og 53.448.554 TNOK.

Følsomhetsanalysen tatt i betraktning, virker beregningen gjennom FCF^{NDM}-modellen som et realistisk estimat på egenkapitalen til Greig Seafood per 31.12.2018.

kritikk til oppgaven

Jeg har bare benyttet meg av offentlig tilgjengelig informasjon og har derfor brukt proff.no og Greig Seafood sine egne årsrapporter frem til og med 2017. Årsrapportene blir publisert hvert år mot slutten av april, så med tanke på knapphet i tid har jeg ikke sett på årsrapporten for 2018 som nettopp ble publisert. Derfor er ikke de nyeste regnskapstallene blitt bruk i denne analysen.

I tillegg er det enkelte punkter i verdsettelsen som har blitt begrunnet med noe “skjønn” blant annet ved fastsettelse av illikviditetspremien. Den risikofrie renten kan også være en feilkilde, fordi den er fast, men i realiteten vil den kunne endre seg.

Som nevnt i starten av oppgaven, har jeg valgt å avgrense oppgaven til å gjøre verdsettelsen av konsernet. GSF består av flere datterselskaper som er delt opp i regioner (Rogaland, Finnmark, Shetland og British Columbia), i tillegg til Ocean Quality. Selv om de ulike segmentene i konsernet er tett integrerte og årsregnskapet skiller lite mellom de forskjellige forretningsområdene, kan dette muligens føre til unøyaktighet ved verdsettelsen.

Dessuten vil mine prediksjoner for fremtiden bygge på det jeg har lært ved min skolegang på studiet innen økonomi og finans, i tillegg til kritisk tenkning. Dette vil på langt nær være like nøyaktig som om en proff skulle gjort den samme jobben, eller noen innen bransjen som ser det fulle bildet.

Kildeliste

Aquakulturloven. (2005). Lov om aquakultur (LOV-2005-06-17-79). Hentet fra https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79#KAPITTEL_1

Dahl, G. & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk.

Damodaran. (2019). Betas by sector (US). Hentet fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

DNinvestor. (2019). Grieg Seafood. Hentet fra <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S163/GSF/GriegSeafood>

Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi og finans*, 2004(01), 43-52.

E24. (2017). Slik merker norsk næringsliv oppmykningen av Kinas isfront. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/kina/slik-merker-norsk-naeringsliv-oppmykningen-av-kinas-isfront/23969238>

Fiskeridirektoratet. (2017). Grønne tillatelser. Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-orerret-og-regnbueorerret/Groenne-tillatelser>

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

Fiskeridirektoratet. (2018). Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret: Matfiskproduksjon. Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Loenksomhetsundersokelse-for-laks-og-regnbueorerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueorerret>

Fiskeridirektoratet. (2018). Utviklingstillatelser. Hentet fra

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>

Fjeldstad, Ø. & Lunann, R. (2018). *Strategi*. Bergen: Fagbokforlaget.

Gripsrud, G., Olsson, U. & Silkoset, R. (2016). *Metode og dataanalyse: beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP, Excel og SPSS*. Oslo: Cappelen Damm akademisk.

Helsedirektoratet. (2018). Råd om kosthold ved ulike diagnoser og sykdomstilstander. Hente fra <https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kosthold-ved-diagnoser-og-sykdomstilstander/rad-om-kosthold-ved-ulike-diagnoser-og-sykdomstilstander>

Ilaks. (2017). Dette er verdens 20 største oppdrettere. Hentet fra <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere/>

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Bergen: Fagbokforlaget.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Chichester: Wiley.

Laksefakta. (2018). Norske regler for miljø og oppdrett. Hentet fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

Løwendal, B. & Wenstrøp, F. (2010). *Grunnbok i strategi*. Oslo: Cappelen akademisk.

Norges Bank. (2018). Statsobligasjoner års gjennomsnitt. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank. (2019). Om styringsrenten. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

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

Onsagers. (2018). Nye oppdrettsmetoder og teknologi gir økt konkurranse. Hentet fra <https://onsagers.no/aktuelt/havbruk-landbasert-oppdrett-fiskeri/>

Regjeringen. (2018). Ny forskrift for pengepolitikken. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny-forskrift-for-pengepolitikken/id2592551/>

Reuters. (2019). Grieg Seafood ASA. Hentet fra <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/GSFO.OL>

Sending, Å. & Tangenes, T. (2019). *Økonomistyring*. Bergen: Fagbokforlaget.

Tekna. (2018). Norsk oppdrett i endring. Hentet fra <https://www.tekna.no/kurs/innhold/norsk-oppdrett-i-endring/>