

Andreas Blomstervik Hansten  
John Erland Bergh  
Vegard Johannes Henriksen Skjerpen  
Øystein Kvaal Østerbø

## Verdsettelse av Mowi ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon  
Veileder: Are Oust  
April 2022



Andreas Blomstervik Hansten  
John Erland Bergh  
Vegard Johannes Henriksen Skjerpen  
Øystein Kvaal Østerbø

## **Verdsettelse av Mowi ASA**

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon  
Veileder: Are Oust  
April 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



# Forord

Denne bacheloroppgaven innenfor profileringen finansiell styring er utarbeidet som en avsluttende oppgave på 7,5 studiepoeng i vår bachelorgrad i Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen, Trondheim våren 2022.

Prosessen vi har gjennomgått i oppgaveskrivingen har bidratt til å gi oss økt innsikt i finansielle markeder, institusjoner og instrumenter. Arbeidet har også gitt oss forbedret forståelse for viktigheten av disse, betydningen de har for bedrifter og rollen de spiller for den overordnede økonomien. For øvrig har oppgaveskrivingen også bidratt til at vi har fått anledning til å anvende kunnskapen vi har opparbeidet oss gjennom tre år som studenter ved NTNU Handelshøyskolen. Arbeidet i sin helhet har vært svært givende og spennende, og utfordret vår evne til kritisk tenking, samt analytiske og digitale ferdigheter.

Avslutningsvis gjenstår det å takke vår veileder Are Oust for å ha bistått oss underveis i oppgaveskrivingen. Innsikten og rådene har vært av særdeles betydning for ferdigstillingen av denne bacheloroppgaven.

Trondheim, april 2022

*Det fulle innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.*

# Abstract

The purpose of this thesis is to calculate the value of Mowi ASA, by estimating the value of the company's stock at the end of year 2021. This is reflected in the chosen topic question for the thesis. The valuation is based on the discounted cash flow (DCF) model, and valuation on the basis of multiples.

We have initially considered the company Mowi ASA and the salmon farming industry in which they operate. In the strategic analysis, we found that the biggest advantages of Mowi are their position in the market and integrated value chain. There is potential for growth, including within own pre-production, but the salmon industry also faces challenges related to the environment, such as how salmon escape contributes to the genetic dilution of wild salmon.

In the accounting analysis, we have, with the help of public sources such as annual and quarterly reports, considered the financial management in the accounts. The financial key figures calculated in this section address issues such as profitability, financing, solidity and liquidity. The accounting analysis showed that the company has solid key figures and is well equipped for the future.

Finally we present a valuation based on both earnings and the financial market, where we estimated several figures that were necessary to value Mowi. At the fundamental valuation, required returns and forecasts were calculated for the future cash flows, and our estimated share price 31.12.2021 was NOK 276.6. At the market based valuation, we estimated the share value using calculated multiples, and we arrived at an estimated share price on 31.12.2021 at 196.19 NOK.

The average value of these estimates indicates a market value of 236.4 NOK per share. The share price at this time was 208.7 NOK. This corresponds to a potential increase of 27.7 NOK per share and an upside of 13.27%, and we therefore recommend buying the share.

# Sammendrag

Hensikten med denne oppgaven er å gjennomføre en verdsettelse av Mowi ASA, og bidra med et estimat på hva en aksje er verdsatt til pr. 31.12.21. Verdsettelsen utføres på bakgrunn av en fundamental verdsettelsesmetode basert på total kapitalen, samt en markedsbasert verdsettelse som tar for seg ulike multipler.

Vi har innledningsvis tatt for oss selskapet Mowi ASA og lakseoppdrettsnæringen som de opererer i. I den strategiske analysen fant vi ut at de største fordelene til Mowi er deres posisjon i markedet og integrerte verdikjede. Det er potensiale for vekst, blant annet innenfor egen fôrproduksjon, men laksenæringen står også ovenfor utfordringer knyttet til miljø, som hvordan lakserømming bidrar til genetisk utvanning av villaksen.

I regnskapsanalysen har vi ved hjelp av offentlige kilder som års- og kvartalsrapporter tatt for oss økonomistyringen i selskapet. Nøkkeltallene som er beregnet i denne delen tar for seg forhold som lønnsomhet, finansiering, soliditet, og likviditet. Regnskapsanalysen viste at selskapet har solide nøkkeltall og er godt rustet for fremtiden.

Avslutningsvis i oppgaven gjennomførte vi en fundamental og markedsbasert verdsettelse, der vi regnert ut flere tall som var nødvendige for å verdsette Mowi. Ved den fundamental verdsettelsen ble det beregnet avkastningskrav og prognoser for de fremtidige kontantstrømmene, og vår estimerte aksjekurs 31.12.2021 ble 276,6 NOK. Ved den markedsbasert verdsettelsen estimerte vi aksjeverdien ved hjelp av beregnede multipler, og kom vi frem til en estimerte aksjekurs 31.12.2021 på 196,19 NOK.

Snittverdien av disse estimatene tilsier en markedsverdi på 236,4 NOK per aksje. Aksjekursen på dette tidspunktet var 208,7 NOK. Det tilsvarer en potensiell økning på 27,7 NOK per aksje og en oppside på 13,27 %, og vi anbefaler derfor kjøp av aksjen.

# Innholdsfortegnelse

<b>Forord</b>	<b>1</b>
<b>Abstract</b>	<b>2</b>
<b>Sammendrag</b>	<b>3</b>
<b>Innholdsfortegnelse</b>	<b>4</b>
<b>1. Innledning</b>	<b>7</b>
1.1 Motivasjon	7
1.2 Problemstilling	7
1.3 Avgrensning	8
1.4 Oppbygging	8
<b>2. Selskaps- og bransjebeskrivelse</b>	<b>10</b>
2.1 Hvem er Mowi	10
2.2 Mowis historie	10
2.3 Oppdrettsbransjen	12
2.4 Fiskens livssyklus	14
2.5 Konkurrenter	16
2.6 Hvordan ser fremtiden ut?	18
<b>3. Strategisk analyse</b>	<b>20</b>
3.1 Ekstern analyse	20
3.1.1 PESTEL	20
(P) Politiske forhold	21
(E) Økonomiske forhold	22
(S) Sosiologiske forhold	23
(T) Teknologiske forhold	24
(E) Miljømessige forhold	24
(L) Juridiske forhold	25
3.1.2 Porters fem konkurransekrefter	27
3.2 Intern analyse, VRIO	36
3.2.1 VRIO	36
3.2.2 Verdikjeden	37
3.2.3 Laksefôr	38
3.2.4 Smart Farming	39
3.2.5 Merkevaren MOWI	40
3.3 SWOT	42
<b>4. Regnskapsanalyse</b>	<b>43</b>
4.1 Lønnsomhet	43
4.1.1 Driftsmargin	43
4.1.2 Totalkapitalrentabilitet	44
4.1.3 Egenkapitalrentabilitet	45



4.2 Finansiering	47
4.3 Soliditet	48
4.3.1 Egenkapitalandel	48
4.3.2 Gjeldsgrad	49
4.3.3 Rentedekningsgrad	50
4.4 Likviditet	51
4.4.1 Likviditetsgrad 1	51
4.4.2 Likviditetsgrad 2	52
4.5 Formler for nøkkeltall	54
<b>5. Avkastningskrav</b>	<b>55</b>
5.1 CAPM	55
5.1.1 Risikofri rente	55
5.1.2 Markedets risikopremie	56
5.1.3 BETA	56
5.2 WACC	59
<b>6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer</b>	<b>61</b>
6.1 Driftsinntekter	62
6.1.1 Laksepris	62
6.1.2 Slaktet volum	64
6.1.3 Inntektsavvik	65
6.1.4 Estimerte driftsinntekter	66
6.2 Driftskostnader	66
6.2.1 Varekostnader	66
6.2.3 Andre driftskostnader	68
6.2.4 Avskrivninger og amortisering	69
6.2.5 Nedskrivninger	70
6.3 Normalisert arbeidskapital kalkulasjon	70
6.4 Investeringer	73
6.5 Estimering av frie kontantstrømmer	74
<b>7. Sammensetning fundamental verdsettelse</b>	<b>75</b>
<b>8. Markedsbasert verdsettelse</b>	<b>78</b>
8.1 Sammenlignbare selskaper	78
8.2 Price to Earnings (P/E)	79
8.3 Enterprise Value to Earnings Before Interest and Tax (EV/EBIT)	80
8.4 Enterprise Value to Kilograms (EV/kg)	82
8.5 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse	83
<b>9. Sensitivitetsanalyse og diskusjon</b>	<b>84</b>
9.1 Sensitivitetsanalyse	84
9.2 Diskusjon	85
<b>10. Konklusjon</b>	<b>87</b>

<b>11. Kilder</b>	<b>88</b>
<b>Figurliste</b>	<b>95</b>
<b>Tabelliste</b>	<b>97</b>

# 1. Innledning

## 1.1 Motivasjon

Eksport av fisk fra Norge stod i 2021 for en verdi på 116,6 milliarder kroner (Gruben, 2022), og lakseoppdrett en av Norges største og viktigste eksportnæringer. Oppdrettsnæringen har derfor store betydning for Norge, og Mowi er den største aktøren i markedet. At Mowi er notert på Oslo børs gjør det også enkelt å finne regnskapstall og annen info.

Videre står oppdrettsnæringen overfor utfordringer relatert bærekraft og andre viktige faktorer som bransjen må omstille seg til. Årsaken til vårt valg av Mowi er at de har stor betydning i denne såkalte omstillingen, på grunn av både sin størrelse og interesse i innovasjon. En verdsettelse at dette selskapet vil også gi verdifulle opplysninger om tilstanden i markedet for lakseoppdrett for øvrig og hvordan fremtidsutsiktene for næringen ser ut.

## 1.2 Problemstilling

Mowi er ett av verdens aller største selskaper innenfor sjømat, og rangeres som nummer en både med tanke på børsverdi og bærekraft. Innenfor lakseoppdrett er selskapet størst med god margin, og kan vise til 466 000 tonn i slaktevolum for året 2021. Dette tilsvarer en markedsandel på 20% (*Mowi Annual Report 2021, s.001*).

Dette faktumet er grunnen til at vi har valgt å verdsette nettopp Mowi ASA, og problemstillingen vi har valgt til denne oppgaven er som følger:

***Hva er markedsverdien per aksje i Mowi ASA pr. 31.12.2021?***

## 1.3 Avgrensning

Vi benytter oss av rapporter i perioden 2017 til og med 2021, for å beregne verdien i den eksplisitte perioden. Oppdrettsbransjen har blitt sterkt påvirket av pandemien, og vi benytter oss derfor for et 5-års perspektiv for å få et mer overordnet bilde av Mowi sin situasjon.

Sekundærdata presentert videre i oppgaven er innhentet fra årsrapporter og kvartalsrapporter som er offentlig tilgjengelige. Vi har også innhentet lakseprisen for de ulike årene i perioden.

## 1.4 Oppbygging

I del 2 tar vi for oss selskaps- og bransjebeskrivelse av Mowi. Her ser vi nærmere på Mowi sin historie og aktualiteten til oppdrettsbransjen. I del 3 tar vi for oss en strategisk analyse av selskapet. Her gjennomfører vi først to eksterne analyser, hvor vi først analyserer selskapet ved hjelp av PESTEL og videre benytter oss av Porters fem konkurransekrefter. Etter de eksterne analysene gjennomfører vi en intern analyse, hvor vi benytter oss av det analytiske rammeverket VRIO. Videre benytter vi oss av ulike elementer fra analysene til å gjennomføre en SWOT-analyse, hvor vi finner selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler.

I del 4 tar vi for oss en regnskapsanalyse av selskapet basert på regnskapstallene de siste 5 årene. Her beregner vi ulike nøkkeltall som vil gi oss et helhetlig bilde av Mowi sin økonomiske situasjon. Forholdene som blir vurdert er; lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet.

Del 5 tar for seg ulike elementer for å estimere avkastningskravet. Vi går gjennom CAPM, risikofri rente, markedets risikopremie og beta. Til slutt benytter vi oss av disse tallene for å estimere selskapets WACC.

I del 6 tar vi for oss prognose av fremtidige kontantstrømmer. Her predikerer kontantstrømmene fra perioden 2022 til og med 2025. Videre i del 7 regner vi ut en

fundamentalverdi på bakgrunn av tidligere beregninger som regnskapsanalysen, prognosen av de fremtidige kontantstrømmene og avkastningskravet.

I del 8 gjennomfører vi en markedsbasert verdsettelse av MOWI, hvor vi verdsetter selskapet basert på hvordan sammenlignbare selskaper verdsettes av markedet. Videre gjennomfører vi en sensitivitetsanalyse i del 9, hvor vi diskuterer hvor sensitiv Mowi sin egenkapital er dersom endringer i avkastningskravet eller endringer i prognoserte kontantstrømmer skulle forekomme.

Avslutningsvis i del 10 vil problemstillingen vår besvares. Her kommer vi frem til en konklusjon på hva selskapet er verdt. Konklusjonen baseres på tidligere analyser og sammenligning av hva børsen verdsetter selskapet til.

## 2. Selskaps- og bransjebeskrivelse

Her skal vi bygge opp kunnskapen om Mowi og bransjen de befinner seg i. Dette gjøres ved å se på Mowi sin historie, fiskeoppdrettsbransjen, fiskens livssyklus, konkurrentene de har (i Norge) og viktige nøkkeltall. utfordringer i bransjen blir kommentert i den strategiske analysen.

### 2.1 Hvem er Mowi

Mowi dominerer blant aktørene i fiskeoppdrettsbransjen både i Norge og utlandet. 99 prosent av deres produksjon eksporteres til markeder verden over ("*Sunn og velsmakende sjømat*", 2022). Produksjonen består av en integrert verdikjede fra stamfiskproduksjon til fisken er i kundens hender.

Rundt halvparten av selskapets totale produksjon blir produsert i Norge. Mowi AS har ca 12 000 ansatte fordelt på 25 land. Hovedkontoret til Mowi er i Bergen, og selskapet kontrolleres av John Fredriksen. Selskapet er notert på Oslo Børs og New York Stock Exchange. Konserndirektør er Ivan Vindheim, mens styret ledes av Ole-Eirik Lerøy. ("*Bærekraftig laks til verden*", 2022)

### 2.2 Mowis historie

Mowis fiskeeventyr begynte i 1964 i en bakgård som en pionerbedrift. Veien fra bakgården til markedsleder inneholder en del oppkjøp, sammenslåinger og navneendringer.

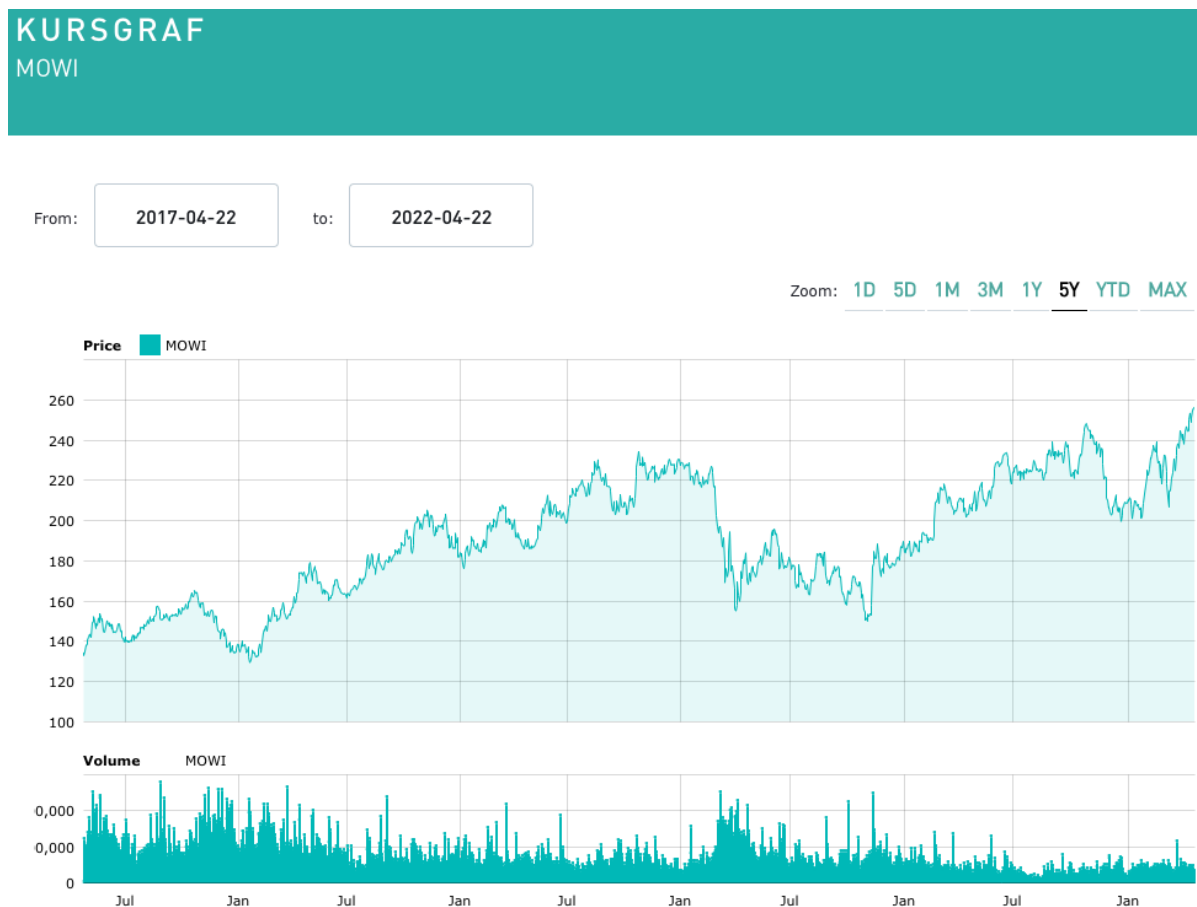
I 1969 kjøpte Norsk Hydro 50% av eierskapet i selskapet, som kan sies å markere starten for Mowis videre utvikling i fiskeoppdrettsbransjen. Norsk Hydro blir en viktig aktør for Mowi i startfasen der Norsk Hydro hadde midler som Mowi behøvde for videre satsing. Norsk Hydro kjøpte resterende eiendeler i 1980, som førte til fullt eierskap og navneendring til Hydro Seafood.

Rett før Milleniumsskiftet kjøpes Mowi opp av det nederlandske selskapet Marine Harvest (Jensen, 2018).

I 2006 skjer det store omveltninger som har stor betydning for dagens selskapsstørrelse. John Fredriksen, som er dagens største eier, kjøper med sitt selskap Geveran Trading Ltd. opp aksjer i de tre selskapene Pan Fish, Marine Harvest og norske Fjord Seafood i perioden 2005-2006, slik at han har en stor nok andel. Han fusjonerer disse tre selskapene sammen til Marine Harvest Gruppen, som mange kjenner til i dag.

I nyere tid gjør Marine Harvest Gruppen flere oppkjøp. I 2013 kjøper de opp Morpol. I 2017 kjøper Marine Harvest også opp Gray Aqua Group og Northern Harvest, og etablerer med det Marine Harvest Canada East. I 2018 går Marine Harvest tilbake til røttene sine og skifter navn tilbake til Mowi. (Antonsen og Bryhn, 2021)

## Aksjekursutvikling



Figur 2.1: Aksjekursutvikling for Mowi ASA siste 5 år. (Oslo børs, 22.04.22)

I løpet av de fem siste årene har aksjekursen blitt omtrent doblet fra kr 132,94 (Oslo børs, 22.04.17) til kr 256,20 (Oslo børs, 22.04.22). Svingningene i kursen tyder på at aksjen er volatil, noe som kjennetegner selskap innen oppdrettsbransjen. Kursen gikk som for de fleste andre selskaper en kraftig nedgang da pandemien stengte ned samfunnet i mars 2020, men har hatt en jevn og fin oppgang i 2021.

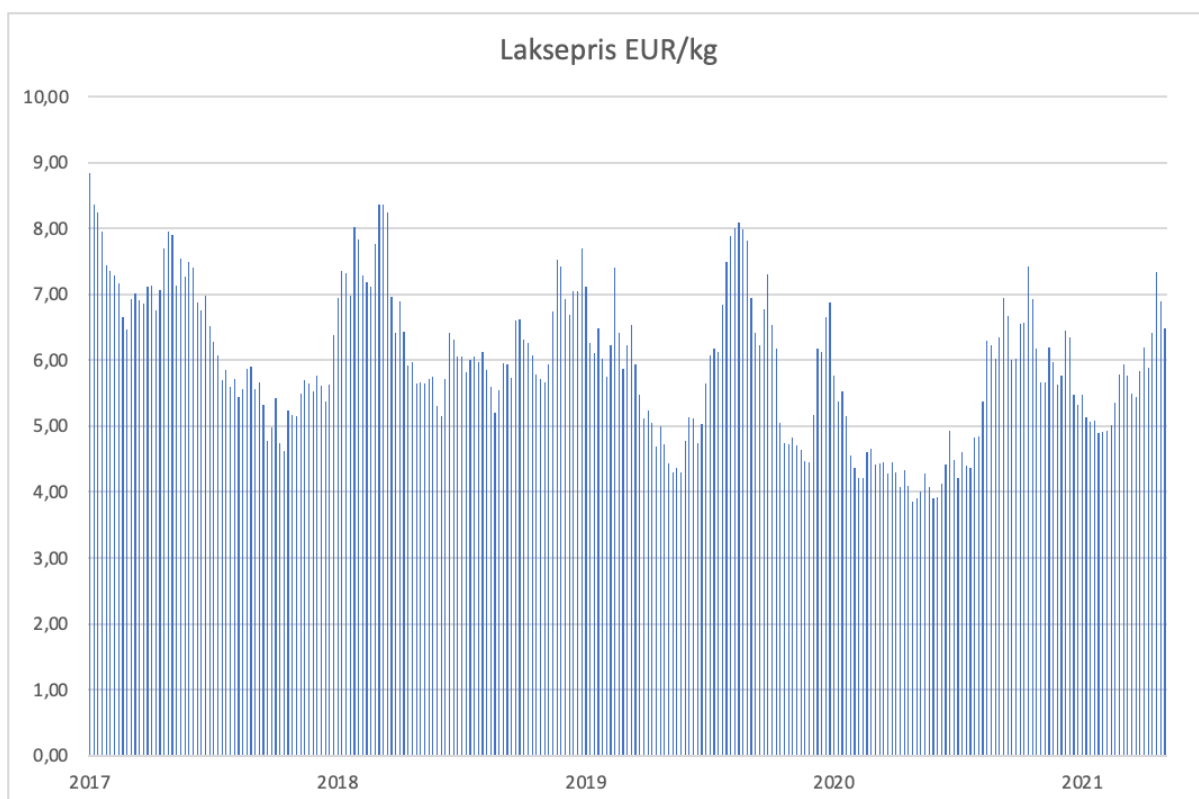
Markedsverdi av Mowi på Oslo børs er 22.04.22 på 132 639 millioner NOK. (Oslo børs, 22.04.22)

## 2.3 Oppdrettsbransjen

Laks er blitt en global handelsvare, og Norge er det landet i verden hvor det produseres mest oppdrettslaks, og hele 95% blir eksportert. Det har vært en betydelig økning i lakseeksporten i perioden fra 2000 og frem til i dag. Med dagens åpne merdbaserte teknologi er det kun et begrenset antall steder i verden hvor de naturgitte forholdene gjør det mulig med effektiv produksjon av laks i havet. (Stortinget Finansdepartementet, 2019)

Omfanget av havbruksvirksomhet i ellers egnede regioner og land kan være begrenset av miljømessige føringer. For å bidra til miljømessig bærekraftig forvaltning og drift er næringen avhengig av regulering. Sterk geografisk konsentrasjon av havbruk kan f.eks. gi økt risiko for sykdomsutbrudd. Regulatoriske begrensninger blir gjerne fastsatt ut i fra vurderinger av næringens miljømessige avtrykk eller knapphet på egnede produksjonsarealer. (Stortinget Finansdepartementet, 2019)





År	2017	2018	2019	2020	2021
Laksepris gjennomsnitt EUR	6,52	6,32	5,99	5,20	5,75

Figur 2.2: Laksepris siste 5 år i EUR/kg. (Fish Pool - data overført til Excel hvor gjennomsnittet er beregnet.)

Hentet fra Norges Bank					
År	2017	2018	2019	2020	2021
Euro/Nok gjennomsnitt	9,33	9,60	9,85	10,72	10,16

Figur 2.3: EUR til NOK, brukt et gjennomsnitt av historisk kurs. (Data hentet fra Norges Bank.)

Laksepris siste 5 år i EUR/kg vises i figur 2.2. En kan se at den gjennom perioden har svingt opp og ned i intervallet fra 4 til drøyt 8 EUR/kg. Gjennomsnittet for hvert av årene har variert fra 5,20 til drøyt 6,52 EUR/kg. Lakseprisen i EUR/kg har en nedadgående trend i perioden, men om en tar hensyn til at kursen for EUR/NOK har styrket seg med ca. 10 % over perioden (se figur 2.3) blir lakseprisen mer stabil

om en regner i norske kroner, og ganske nær 60 NOK/kg for alle 5 årene (foruten i 2020 da den er ca 55 NOK/kg).

Eksport av fisk fra Norge sto for en verdi på 116,6 milliarder kroner i 2021 (Gruben, 2022), og laks utgjorde over halvparten av det med 61,0 milliarder. Fiskeeksporten utgjør rundt ti prosent av Norges totale eksport. Det meste av den norske lakseeksporten er til Europa og Asia (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s. 40).

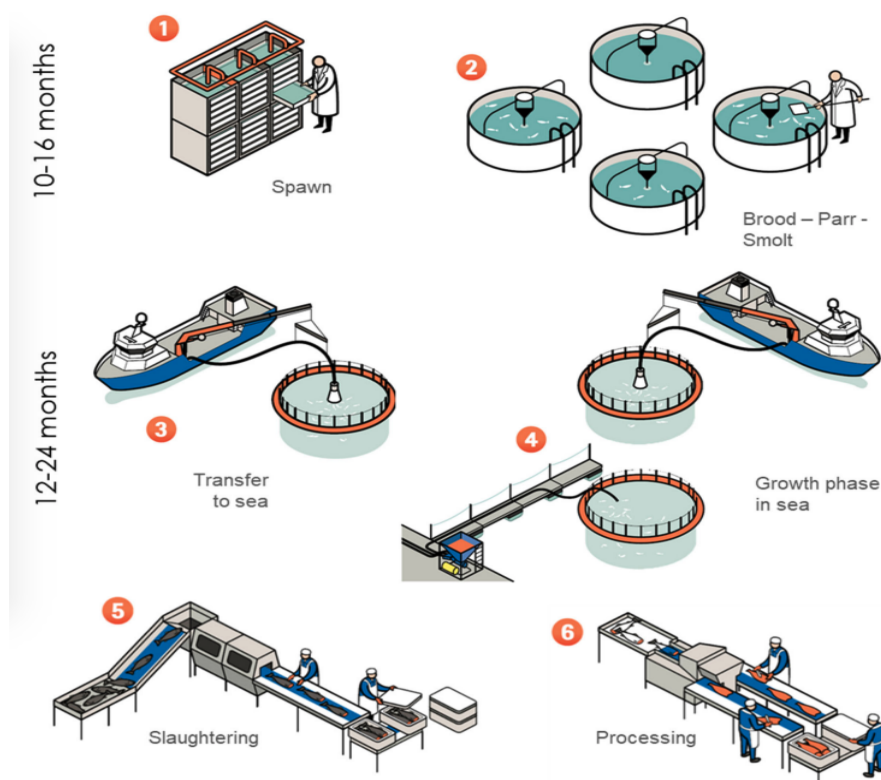
## 2.4 Fiskens livssyklus

For å forstå Mowi som selskap er det viktig å vite hvordan produksjonen av laks foregår. Mowi Norge kontrollerer hele prosessen fra deres egen stamfisk klekkes, og til den er på middagsbordet ("*Sunn og velsmakende sjømat*", 2022), og siden de hovedsakelig driver med atlantehavslaks og er delaktig i samtlige faser, vil vi se på hvordan oppdrett av atlantehavslaksen foregår.

Oppdrettslaksens livssyklus består av tre faser, som vi går nærmere inn på. I den første fasen foregår det som kalles stamfiskproduksjon. Her klekkes rognen fra Mowi sine egne stamfisker og blir tilført melk fra hanfisker som befrukter rognkornene.

Videre går laksen over til fasen settefiskproduksjon, der fisken skal utvikles til en viss størrelse eller biologisk tilstand. Denne fasen foregår i ferskvann, men er over når fisken kan oppholde seg i saltvann. Laks som kan gå fra ferskvann til saltvann kalles for smolt (Vøllestad, 2021).

Den siste fasen, som kalles matfiskproduksjon, har som mål er at fisken skal nå en viss vekt slik at den kan selges videre. Dette gjøres ved å føre opp fisken (Misund, 2021).



Figur 2.4: Produksjonssyklus for atlantehavslaks. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s. 52)

Hele produksjonssyklusen for atlantehavslaks er skissert i figur 2.4.

Produksjonssyklusen i ferskvann tar omtrent 10-16 måneder og i sjøvann rundt 12-24 måneder, noe som gir en total sykluslengde på i gjennomsnitt ca 3 år.

Postsmolt vil normalt ha lengre tid produksjonssyklus i ferskvann og en kortere produksjonssyklus i sjøvann avhengig av smoltstørrelse. I Chile er syklusen litt kortere siden sjøvannstemperaturene er mer optimale med mindre svingninger.

Om høsten blir stamfisk strippet for egg, og egginnlegg finner sted mellom september og april. Produsenten kan fremskynde veksten av yngel med lett manipulasjon som akselererer smoltifiseringsprosessen med inntil 6 måneder.

Vår og høst er de to hovedperiodene for utsetting av smolt i Norge. Det blir imidlertid satt ut smolt i alle årets tolv måneder. Innhøsting er spredt over året, selv om det meste av høsting foregår i siste halvår da dette er perioden med best vekst. Om sommeren går en over til å høste fra en ny generasjon, og spredningen for vekt

mellom stor og liten slaktet laks er følgelig større på dette tidspunktet enn i resten av året.

Etter at et område er høstet, legges stedet brakk i mellom 2 og 6 måneder før neste generasjon settes til sjøs på samme sted. Smolt kan være utsatt på samme sted med to års syklus. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s. 53).

## 2.5 Konkurrenter

Det er mange aktører i fiskeoppdrettsbransjen. Mowi representerer den største totale produksjonen, og høster mer enn en femtedel av laksen produsert i Norge, en tredjedel av den totale produksjonen i Storbritannia og en tredjedel av den totale produksjonen i Nord-Amerika. I Norge og Chile er det flere andre produsenter av et betydelig kvantum av atlanterhavslaks. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s. 48)

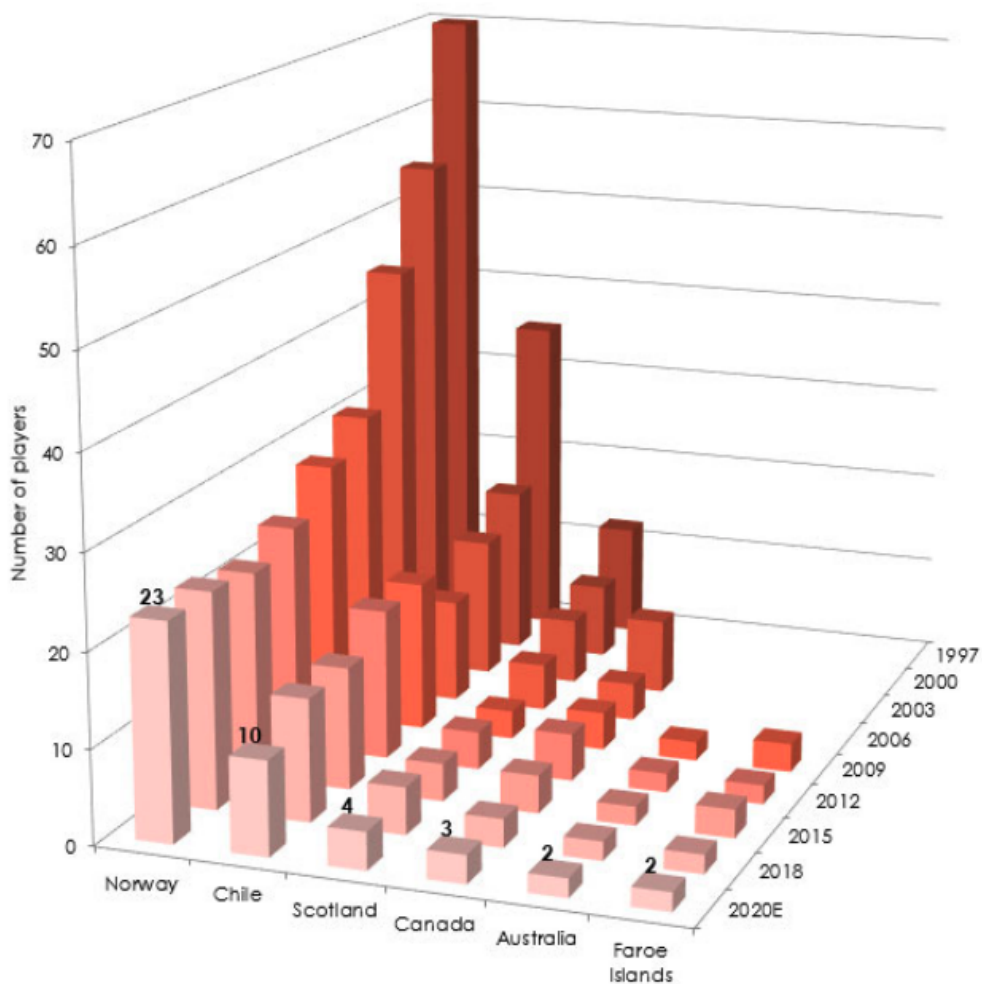
	Top 10 - Norway	H.Q.
	Company	HOG
1	Mowi	262,000
2	Salmar	150,300
3	Lerøy Seafood	142,900
4	Mitsubishi / Cermaq	65,800
5	Grieg Seafood	50,000
6	Nova Sea	42,600
7	Nordlaks	35,000
8	Alsaker Fjordbruk	31,000
9	Sinkaberg-Hansen	31,000
10	Norway Royal Salmon	30,500
	Top 10	841,100
	Others	391,100
	Total	1,232,200

Figur 2.5: 10 største lakseoppdrettsselskap i Norge i 2020. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s. 48)

Historisk sett bestod laksenæringen av et større antall mindre bedrifter. Som illustrert i figur 2.6 var dette tilfellet i Norge, og til en viss grad i Skottland og Chile. I løpet av

de siste tiårene har lakseoppdrettsnæringen vært gjennom en periode med konsolidering i alle regioner, og dette forventes å fortsette.

Det er ca. 120 selskaper som eier kommersielle konsesjoner for laks og ørret i Norge, men noen av disse kontrolleres av andre selskaper. Det totale tilbudet produseres av rundt 90 selskaper (direkte eller gjennom datterselskaper). De 23 største av disse selskapene står for 80 % av produksjonen. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s. 49)



Figur 2.6: Grafen viser antallet aktører som produserer 80 % av oppdrettslaksen og ørreten i hvert større produksjonsland for ulike år helt tilbake til 1997. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s. 48)

Siden Mowi driver sin virksomhet i 25 forskjellige land, vil vi fokusere på konkurrenter i Norge og som for enkelhets skyld er notert på Oslo Børs. De største konkurrerende aktørene i Norge er SalMar, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon (NRS). Vi vil komme tilbake til disse i den markedsbaserte analysen. Andre store selskap som kan nevnes er Bakkafrost (Færøyene), Cermaq (ikke børsnotert) og Austevoll seafood.

## 2.6 Hvordan ser fremtiden ut?

Markedet for sjømat er ventet å vokse ytterligere i fremtiden i følge framtidsutsiktene fra norske og internasjonale analyser. FNs matvareorganisasjon anslo i 2009 at det vil være 70 prosent høyere behov for mat i 2050 enn det var da, og mener at en stor andel av veksten i matproduksjon må komme fra havet. Det anslås at den globale sjømatproduksjonen vil vokse 1,1 prosent per år i perioden 2019-2028. (Stortinget Finansdepartementet, 2019)

Oppdrettslaks kan substitueres med andre matprodukter, slik at prisen på disse produktene kan påvirke lønnsomheten til oppdrettsnæringen. OECD-FAO (2016) viser at prisene på oppdrettsfisk over tid i hovedsak vil påvirkes av priser på kjøttprodukter samt den globale befolknings- og inntektsveksten. Men det kan være kortsiktige svingninger i prisene på oppdrettsfisk, blant annet på grunn av endringer i tilbudssituasjonen. Siden produksjonssyklusen for oppdrettslaks fra planlagt utsett til slakt er på flere år, er tilbudet relativt uelastisk på kort sikt. Brå prisendringer på andre matprodukter kan derfor ha en forholdsvis stor effekt på lønnsomheten i lakseoppdrett. (Stortinget Finansdepartementet, 2019)

Høy laksepris og begrensede muligheter for vekst ved bruk av konvensjonelle produksjonsmetoder har ført til økt satsing på alternative produksjonsformer. Utviklingen av ny teknologi har ført til at flere områder vil kunne tas i bruk til lakseoppdrett både nasjonalt og internasjonalt. Både landbasert oppdrett og havbruk til havs vil kunne konkurrere med det åpne merdesystemet i sjøen, som er dominerende i dag. Men produksjonskostnadene vil bli avgjørende for hvilke teknologier og driftsmetoder som kommer til å bli benyttet i fremtiden, og i hvilken

utstrekning. Dersom ikke-konvensjonelt oppdrett blir kommersielt lønnsomt vil det kunne presse ned lakseprisene, som igjen vil påvirke lønnsomheten i konvensjonelt havbruk. Konvensjonelt havbruk har likevel over lang tid vist seg svært kostnadseffektivt og konkurransedyktig. Det er derfor mye som taler for at konvensjonelt oppdrett med åpne merder fortsatt vil være en stor del av norsk havbruk i lang tid fremover. (Stortinget Finansdepartementet, 2019)

## 3. Strategisk analyse

Ordet strategi har mange forskjellige og gode definisjoner. Vi vil benytte oss av Johnson sin definisjon: *“Strategi er en bedrifts langsiktige retningsvalg og nedslagsfelt, som skaper en fordelaktig posisjon i omskiftelige omgivelser gjennom sammensetning av ressurser og kompetanser som oppfyller behov i markedene og interessentenes forventninger”* (Johnson et al. 2008, oversatt). Strategi er viktig for en bedrift for å kunne effektivisere de knappe ressursene bedriften har, samt øyne muligheter og trusler ved å se på de omskiftelige markedene, for det er det å øyne behovet i markedet som er selve essensen i utvikling av en effektiv strategi som viser retningen til bedriften. En strategisk analyse av Mowi vil bli gjort ved å se på interne og eksterne forhold som til slutt avrundes i en SWOT-modell.

Vi starter med å gjennomgå eksterne og interne forhold til Mowi. I den eksterne analysen vil vi se på de to modellene PESTEL og Porters fem konkurransekrefter. Første analyse er PESTEL-analysen som tar for seg makroforhold, dermed ser vi på mikroforhold der Porters fem konkurransekrefter blir anvendt. I den interne analysen skal vi innom VRIO-modellen. Den eksterne analysen skal avdekke trusler og eventuelle muligheter for Mowi, mens den interne analysen vil identifisere selskapets styrker og svakheter, samt avdekke konkurransefortrinn. Til slutt oppsummerer vi de interne og eksterne forholdene i en SWOT-analyse, som kan sees på som en grunnmur for videre beslutningstaking.

### 3.1 Ekstern analyse

#### 3.1.1 PESTEL

En PESTEL-analyse er en situasjonsanalyse, som ser på makroforhold som er med på å påvirke MOWI sin virksomhet. Dette er forhold som er med på å påvirke om Mowis strategier vil lykkes eller ikke (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2018, s.267). PESTEL står for politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer. Disse er faktorer vi vil identifisere og analysere, og skal anvendes som grunnlag for videre strategiske valg. I makroanalysen vil vi benytte et perspektiv



der alle forholdene vil ha innvirkning på alle aktører i fiskeoppdrettsbransjen, her laksesektoren. Vi vil derfor benytte oss av et bransjeperspektiv, for så i Porters fem konkurransekrefter se fra Mowi sitt ståsted.

### **(P) Politiske forhold**

Eksempler på politiske forhold er skattepolitikk, valutapolitikk og handelsavtaler. For oss som skal se på laksesektoren er de viktigste faktorene skattepolitikk, Norges relasjoner med andre land (handelsavtaler) og myndighetenes innstilling på selve sektoren. Oppdrettsbransjen blir overvåket og regulert av Nærings- og fiskeridepartementet, de har ulike lover og regler som oppdrettsbransjen må overholde. Kongsloven er den viktigste. Dette kommenteres videre under juridiske forhold, men kommenteres her siden departementet er myndighetens utøvende organ og går derfor under begge forholdene.

Med et regjeringsskifte er det viktig å vite om Jonas Gahr Støre og hans regjering holdninger til havbruksnæringen. I Hurdalsplattformen som ble lagt ut for å vise den nye politiske retningen AP og SP vil gå for, står det at havbruk er av stor betydning for norsk økonomi. *“Havbruksnæringen er av stor betydning for norsk matproduksjon og verdiskaping. Regjeringen vil legge til rette for videre vekst for å skape flere arbeidsplasser, mer bearbeiding, større verdiskaping og økte eksportinntekter”* (Hurdalsplattformen, s.23). Noe som er en gjenganger i Hurdalsplattformen er viktigheten og fokuset på en bærekraftig havbruksnæring. Der for eksempel *“alt fôr til havbruksnæringen skal være fra bærekraftige kilder innen 2030”* står som en av punktene regjeringen vil ha som mål å gjennomføre. Med infoen kan vi konkludere med at den nye regjeringen vil drive en stimulerende politikk som vil fremme havbruksnæringen på best mulig måte, men samtidig overholde den miljømessige situasjonen.

I en eksportnæring er Norges relasjon med andre land viktig for handelsavtaler og handelsrelasjoner. I en bransje der hovedmarkedet er verdensmarkedet, er handelsavtaler en nødvendighet. *“Frihandelsavtaler sikrer norske eksportbedrifter markedsadgang og konkurransedyktige vilkår i utlandet.”* (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021). Et godt eksempel på viktigheten av gode relasjoner, kan

man se i forholdet Norge-Kina. I 2008 ble Norge og Kina enige om å gå i forhandlinger om en fremtidig frihandelsavtale (Nærings- og fiskeridepartementet, 2020). Forhandlingene stoppet i 2010 da Norge delte ut Nobels fredspris til demokratiaktivisten Liu Xiaobo, og Kina kort oppsummert "boikottet" Norsk laks, som gjorde at Norge gikk fra en markedsandel på 95% til 1%. I 2016 ble det enighet om en ny avtale som normaliserte situasjonen og i 2017 kom forhandlingene om frihandelsavtale igang igjen. Kommer denne avtalen i havn kan dette medføre en økning på inntektene på eksport til Kina på 47-160 milliarder kroner (Solberg, 2021).

### **(E) Økonomiske forhold**

Siden vi ser på de makroøkonomiske forholdene og Mowi er et internasjonalt selskap som opererer i flere land er det veldig viktig å ha noenlunde kontroll over økonomiske faktorene som spiller inn. Vi skal ta for oss rentenivået, valuta og nevne inflasjonen, som i dag er på et høyt nivå.

Rentenivået er viktig av flere grunner. Det forteller hvor mye det koster å ha et lån, det vil for eksempel si at det er mindre penger å investere med. Pandemien har straffet norsk økonomi, og for å dempe fallet har banken i store deler av pandemien satt styringsrenten lik 0%. Styringsrenten som Norges Bank setter er et styringsverktøy og er det minste utlånsrenten banken kan ha. Styringsrenten er i dag på 0,5% (20.01.2022) (Norges Bank, 2022). Forventningene fremover er slik at når Norges økonomi er stabil over tid vil styringsrenten fortsatt øke. Dette sees også på som en nødvendighet nå som inflasjonsnivået er relativt høyt.

Samtidig så vil en renteøkning føre til høyere renter på pengene i banken. Det gjør det mer attraktivt å ha den norske valutaen, og det forsterker den norske kronen. For en eksportbransje er det ønskelig med svakest mulig krone, for da får man mer penger når man veksler inn utenlandsk valuta til banken. Derfor vil en sterk krone være en svakhet for Norske oppdrettsselskaper.

Den norske kronen har i september/oktober vært sterk, men falt i verdi (mot dollaren) i november/desember, mye grunnet være oljeprisfallet som den norske kronen ofte følger tett.

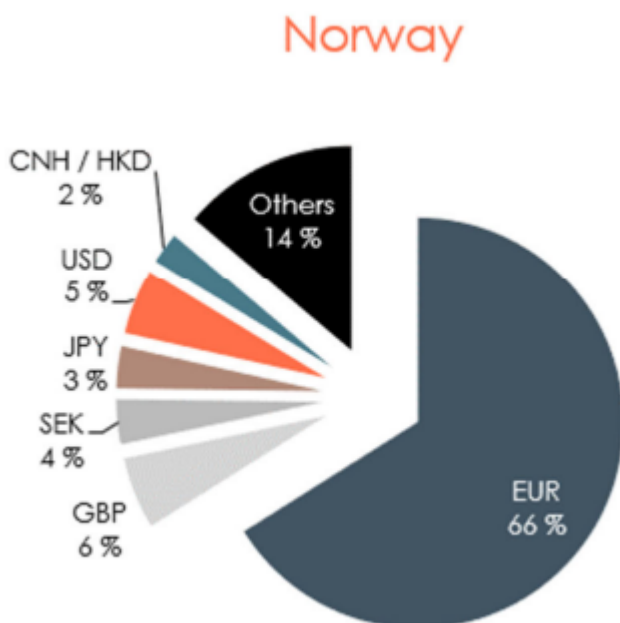
Lagret fra:

<https://www.valuta-kurser.no/amerikanske-dollar-valutakurser>



Figur 3.1 Valutakurs USD til NOK siste 6 måneder. (Amerikanske dollar valutakurser - USD til NOK)

I norsk lakseeksport foregår den største delen av handelen mot euro (selger mest i Europa), se figur 3.2.



Figur 3.2: Lakseeksport fra Norge fordelt på ulike valutaer. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s.76)

### (S) Sosiologiske forhold

I sosiologiske forhold ser man på trender og vaner som kjøpere av laks har. Starter vi på de positive sidene så ser vi et fokus i samfunnet og anbefalinger fra departementer om å spise sunt, "Helsedirektoratet anbefaler at man spiser fisk til middag to til tre ganger i uken" (Helsedirektoratet, 2021, s.19). Fisk er et godt

alternativ for et sunt kosthold. Ved valg av fisk så er norsk laks den mest populære fisken i verden (Norges sjømatråd, 2021). Laksen benyttes ikke bare som et måltid alene, men kommer i varianter som for eksempel lakse-taco. Finnes også flere muligheter å tilberede fisken på som gjør fisken mer attraktiv for flere personer. Den kan nytes grillet, rå, stekt, kokt og røkt. Det at norsk laks er blitt en nødvendighet i sushi har også økt etterspørselen.

FN har beregnet at det vil være rundt 10 milliarder mennesker på jorden i 2050, dette vil presse matproduksjonen til taket, og Mowi er som de sier selv: “Unikt posisjonert til å bidra til en løsning” (Mowi, “Vi møter globale utfordringer”). Det å spise mindre kjøtt er en sosial trend som flere henger seg på. Vegansk og vegetarisk kosthold er det flere og flere som har som spisevaner. Slik trend fører til tapte kunder siden fisk ikke inngår i slike kosthold.

### **(T) Teknologiske forhold**

Landbasert oppdrett er noe som er under utvikling og blir sett på som en mulighet og mulig satsingsområde. Dette er noe som kan fjerne faren for lakselus og redusere distanser for frakt. Ecofisk planlegger allerede et landbasert anlegg i 2029 (Førde, 2021). Landbasert oppdrett møter samtidig litt motstand grunnet anleggenes størrelse og spørsmål om deres effektivitet.

Teknologiske forbedringer må til for å møte miljømessige krav. Dette vil ikke nødvendigvis øke inntektene direkte, men kan bli et krav som aktørene blir pliktig i å ha. Det å komme med løsninger og bruke løsninger som reduserer klimaavtrykk vil også forbedre legitimitet og anerkjennelse.

### **(E) Miljømessige forhold**

En bærekraftig oppdrettsbransje fokuseres det mye på, fra aktørene selv, i politikken og blant forbrukerne. Mowi sier selv at de vil lede den “blå revolusjonen”, fordi de føler på et ansvar for å fremme og ta tak i utviklingen. Et eksempel er det nye sensorsystemet, med automatisk lusetelling og fôringskontroll.

Som nevnt under politiske forhold er bærekraftige tiltak i oppdrettsbransjen viktig i årene fremover. Et mål som nevnt under politiske forhold er å sette mål om at “alt fôr til havbruksnæringen skal være fra bærekraftige kilder innen 2030” (Hurdalsplattformen). Det brukes enorme mengder med fôr for å mate laksen. Det å effektivisere fôrutnyttelsen har vært et mål lenge, også et mål å endre til et mer bærekraftig innhold.

Fôrutnyttelse beregnes med FIFO-metoden (Fish In Fish Out-forholdet (FIFO)) for å se utnyttelsen av fiskefôret (Norges Sjømatråd, 2021). I 2016 ble i overkant av 1,6 millioner tonn fôringredienser brukt (FHF, Ressursregnskap for forråvarer til laks og regnbueørret 2020). Fôrets innhold er det også mye fokus på. Fôret har de siste årene inneholdt mer plantebaserte råvarer som rapsolje og soya. Gjenbruk av fôr og energi som fører til en sirkulær økonomi er noe som investeres i, spesielt gjenbruk av fôrspill og avføring som kan benyttes i nytt fôr (Muri og Mæland, 2021).

Noe av det vanligste og største problemet for oppdrettslaks næringa er lakselus. Havforskningsinstituttet forklarer lakselus slik: “*Lakselus er et parasittisk krepsdyr på laksefisk (laks, ørret og røye), som finnes naturlig i alle havområder på den nordlige halvkule.*” (Havforskningsinstituttet, 2021). De befinner seg i saltvann, og smitter alle typer laksearter. Det er strenge krav til hva som er tillatt av lakselus i oppdrett. Digitalisering har ført til enklere telling av lakselus. Årlig må flere tusen tonn av laks slaktes fordi det er for høyt konsentrat av lakselus.

## **(L) Juridiske forhold**

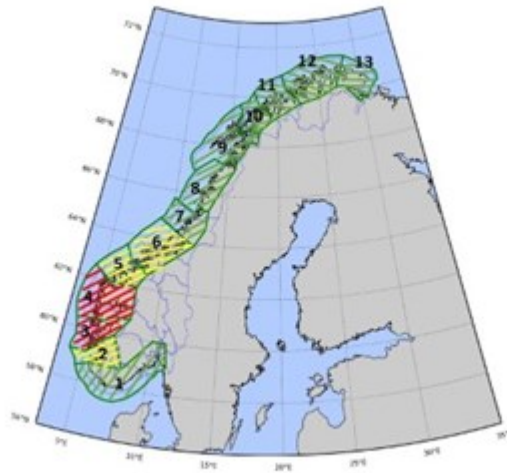
Juridiske forhold setter handlingsrommet for et selskap, og er regler og lover som selskapet skal forholde seg til nå eller i fremtiden. Et fiskeoppdrettsselskap har strenge lover, regler og krav de må forholde seg til. Aquaculture Act (17.06.2005) og the Food Safety Act (19.12.2003) er de to viktigste lovene (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s.81). Aquaculture Act skal være med på å legge til rette for sektorens verdiskapning, gode fremtidige løsninger, som også skal være profitable. Rammene er slik at dette skal gjøres på en bærekraftig måte, for eksempel bruk av kysten. Med dette blir næringens mål oppnådd, samt regionale og nasjonale

interesser ivaretatt (The Aquaculture Act). Årsaken for Food Safety Act er å hjelpe kunder å velge gode produkter ved å regulere tillaging, salg og bruk av mat.

For å drive med oppdrett i Norge, må selskap skaffe seg tillatelser for å kunne etablere merd i Norge. Tillatelser for oppdrettskonsensjoner i ferskvann, smolt og fingerfiskproduksjon er antallsbegrenset og tildeles av myndighetene i runder. Dette gjelder ikke tillatelser til produksjon av settefisk, da disse tildeles løpende. Konsensjon og lisensantall benyttes også av andre land, ikke bare i Norge. Myndighetene deler ut konsensjoner basert på Trafikklyssystemet som ble tatt i bruk i 2017, og er en praksis regjeringen vil fortsette å benytte (ref. Hurdalsplattformen). Den gir tillatelser til å øke, redusere eller holde produksjonen gitt lakselus situasjonen (Fagerbakke, 2020). Produksjonsnivået blir målt på den maksimalt tillatte biomassen, og blir forklart i neste avsnitt. De forskjellige fargene i trafikklyssystemet er forklart i figur 3.3.

<b>Grønn</b>	Her kan biomassen økes opptil 6%, gitt at det er under 10% av laksesmolten som dør av lakselus
<b>Gult</b>	Ved gult nivå vil det være ingen endring i produksjonen. Her antas det at 10-30% av laksesmolten dør av lakselus
<b>Rødt</b>	Et område som får rødt nivå, kan bli nødt til å redusere produksjonen med 6%. Her er det antatt at over 30% av laksesmolten dør av lakselus. Unntak: For oppdrettere som er i denne kategorien (område), kan søke om unntak dersom de kan bevise for lavere lakselus-tall.

Figur 3.3: Forklaring for de forskjellige fargene i trafikklyssystemet. (Fagerbakke, 2020)



Figur 3.4: Produksjonsområder vurdert etter trafikklyssystemet. Eksempel fra 2017. (Nærings- og fiskeridepartementet, 2017)

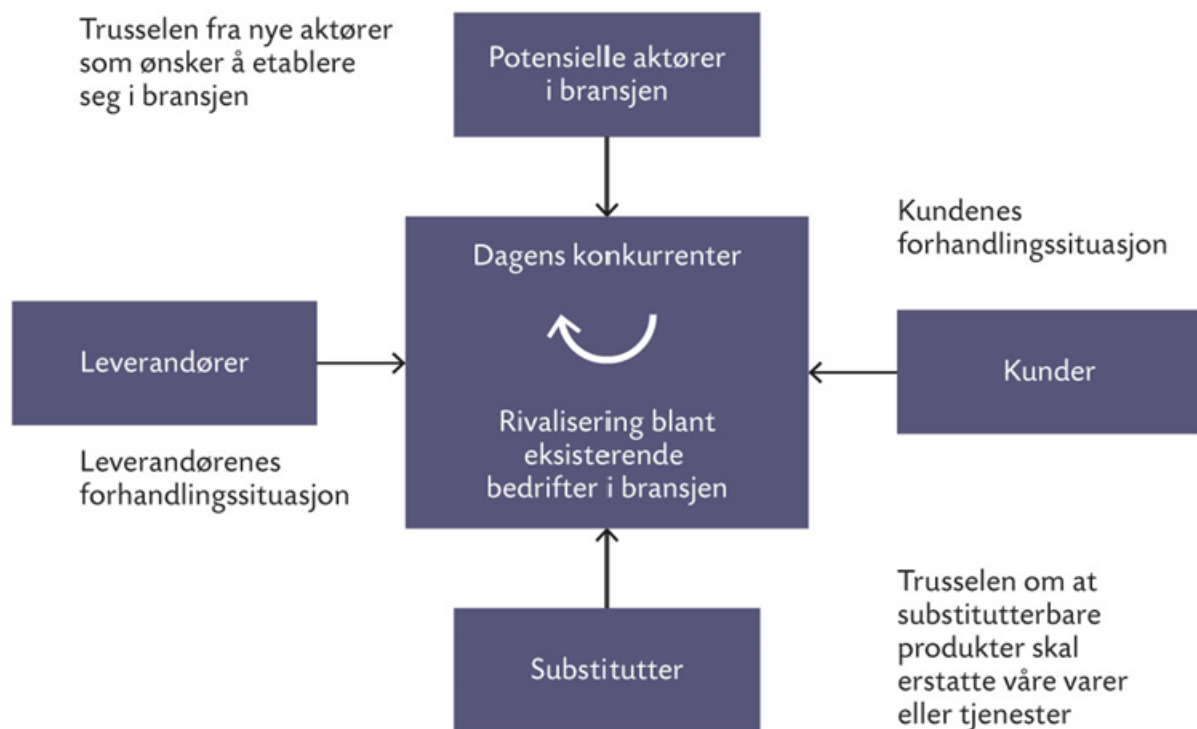
Norges kyst er delt inn i 13 produksjonsområder, og her er et eksempel på hvordan områdene er vurdert etter trafikklyssystemet i 2017 (Nærings- og fiskeridepartementet, 2017). Et selskap som driver oppdrett i et område kan ikke overstige den maksimale tillatte biomassen (MTB) som er gitt for det bestemte området. Biomassen er et mål på antall kg levende fisk i sjøvann. Vanlig tillatt nivå i en konsesjon er på 780 tonn, mens i Troms og Finnmark er det tillatt størrelse på 945 tonn. (Fiskeridirektoratet, "Tildelingsprosessen")

Det er ulike lover og regler selskaper skal forholde seg til, basert på hvilket land de befinner seg i. I land med mildere regler og mindre regulerte viser ofte til dårligere oppdrettskvalitet på sluttproduktet. Så det viser seg at strenge lover og regler gagnar alle, ikke bare konsumentene som skal spise fisken. Lover og regler resulterer i bærekraft og profitt over tid.

### 3.1.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter tar for seg mikroforhold for et selskap ved at en ser på *leverandørenes forhandlings situasjon, kundenes forhandlings situasjon, dagens konkurranse bilde, potensielle nye aktører i bransjen og substitutter*. Dette er en kjent

modell av Michael E. Porter, som kartlegger konkurransesituasjonen i bransjen. Intensiteten i de fem kreftene er viktig å ha oversikt over for å kunne enklere skaffe en generell oversikt og en oversikt over potensiell lønnsomhet i sektoren, og hva som kan true dagens lønnsomhet. Vil gå nærmere inn på hvert enkelt komponent, dermed oppsummere disse i hvor stor trussel de utgjør.



Figur 3.5: Porters fem konkurransekrefter. (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2018, s. 269)

### *Dagens konkurrenter*

Rivalisering blant eksisterende aktører i bransjen viser dagens konkurransebilde. Intensiteten vil vi kartlegge ved å se på hvor mange konkurrenter det er i markedet, deres størrelse, kostnader ved å gå ut av markedet, differensiering av produkt og hvor mye den totale omsetningen i bransjen øker. Stor grad av intensitet i konkurransebildet gir ikke automatisk dårligere lønnsomhet, men kan være en viktig faktor for det.

Antall selskap som drev med produksjon av fisk i Norge i 2019 var på 365 (Fiskeridirektoratet, Nøkkeltall fra norsk havbruksnæring 2019, s. 8). Dette er et høyt tall. Selv om mengden av selskap er stort, så er det et fåtall som tar for seg den



store delen av den totale omsetningen. Dette betyr at det er få som dominerer markedet. Viktig å vurdere om en monopolsituasjon er mulig å oppnå. I lakseoppdrett så skaffer man seg tillatelser til å drifte i områder (konsesjoner), men siden monopol ikke er ønsket av myndighetene, så er ikke dette en mulighet.

For produktet laks så stilles det visse krav til både sluttproduktet og hvordan laksen produseres. Dette begrenses av strenge lover og krav fra Fiskeridirektoratet og Mattilsynet. Det betyr at mulighetene for å differensiere seg med produktet laks, altså andre egenskaper, er da lite sannsynlig.

Etterspørselen etter laks er høy, med et stort marked. Samtidig så vokser ikke tilbudet i relativt stor grad grunnet store kostnader for å produsere. Siden etterspørselen er så stor som den er, fører dette til at prisen er relativt lik/litt høyere. Dette medfører at aktørene ikke behøver å konkurrere på pris for å få solgt sine produkter. Det man da konkurrerer på er kostnader og effektivitet.

Utgangsbarrierer, altså det å selge seg ut av markedet måler også konkurranseintensiteten. I lakseoppdrett drives anleggene etter å ha skaffet seg tillatelser for å drive. Disse konsesjonene er ettertraktet, som fører til at det å komme seg ut av markedet ikke medfører alt for store kostnader. Oppkjøp blir hyppig gjort i laksesektoren.

Vil vurdere konkurransesituasjonen mellom eksisterende aktører som svak til moderat. Der den største konkurranseintensiteten er mellom de få største aktørene som kjemper om konsesjoner og oppkjøpsmuligheter av andre små selskap.

### *Potensielle aktører*

Samtidig som man skal vurdere konkurransebildet av nåværende konkurrenter, må man ta for seg de potensielle konkurrentene også. Det er viktig å ha en oversikt over hvilke midler som kan benyttes for å gi en inngangsbarriere. Nyetableringer i bransjen er en trussel fordi det vil medføre lavere gevinst for de allerede etablerte aktørene. En nyetablering vil da ta del av den totale etterspørselen som det er i

markedet, fordi at kundene vil fordele seg over flere aktører. Flere nyetableringer øker også rivaliseringen i bransjen, som kan medføre press på kostnader og pris. Er det lett å etablere seg for en bedrift så er ikke bransjen like attraktiv som for markeder det er vanskelig å etablere seg i. Om det er lett for en bedrift å etablere seg avhenger av hva slags etableringshindre som er tilstede, de vi vil se på er: Om det eksisterer stordriftsfordeler, myndighetenes politikk, om etableringskostnader er høye og hvor vanskelig det er å imitere andres konkurransefortrinn.

Stordriftsfordeler kjennetegnes ved at enhetskostnadene reduseres når produksjonen øker. I fiskeoppdrett er stordriftsfordelene litt begrenset, da man kan produsere bare til et tillatt nivå. Men at det eksisterer stordriftsfordeler har man grunn til å tro grunnet store kostnader i produksjonsanlegg og utvikling av fisk. En utvikling i bransjen er at store selskaper kjøper opp de små, slik at det blir færre aktører. Dette antyder nok at det er vanskelig for små selskaper å ta steget videre grunnet stordriftsfordeler.

Myndighetene har stor makt når det gjelder hvor mye laks som skal produseres. Tillatelser til å drive med oppdrett i allmennhetens areal skaffes av noe som kalles konsesjoner. Disse er eksklusive og høyt ettertraktet, og antallet og størrelse bestemmes av departementet (Fiskeridirektoratet, "Tildelingsprosessen"). Det gjør at det å skaffe seg tillatelser ikke er lett, spesielt ikke for et selskap som ikke tidligere kan bevise at de lettere kan drive etter krav som settes av myndighetene enn de alt etablerte. Historisk er disse konsesjonene veldig langsiktige, men dagens nye regjering vil ha et prøveprosjekt med kortere oppdrettstillatelser. Resultatet og holdningene regjeringen har på dette er lurt å få med seg (Hurdalsplattformen, s.23).

Noe som spesielt er et krav for å starte et oppdrettsselskap er behovet for kapital. Dyre anlegg, og krav på teknologi og andre viktige forhold krever enorme summer. Dette bevises også når man ser antall oppkjøp de store selskapene gjør på de små. Investeringene som behøves er ikke bare materielle, men merkevarebygging og spesielt kompetanse kreves det et høyt nivå på.

De to siste ressursene som er nevnt i forrige avsnitt kan også sies å være konkurransefortrinn. Merkevarer og kompetansen som spesielt de store aktørene besitter er vanskelig å imitere. Ikke minst kostbart, og er bearbeidet over mange år.

### *Substitutter*

Substitutter er produkter og tjenester som kan redusere etterspørsel etter virksomhetens egne produkter og tjenester (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2018, s.271). Kundene dekker da sitt behov ved å benytte seg av andre produkter.

Substitutter er med på å sette et pristak på bransjens produkt. Spørsmålet som må stilles her, er om det finnes noen produkter som utfordrer produktet laks, som de må forholde seg til. Det er også viktig å være obs på fremtidige substituttrusler, siden det kan plutselig oppstå og ta en del av kundemassen til et selskap, som resulterer i lavere inntekt.

Et produkt som dekker samme behov som laksen, kommer man frem til ved å se på næringsinnholdet. Kylling er et kjøttprodukt som også konsumeres store mengder av. Den har et høyt proteininnholdet og kan ses på som et substitutt til laksen. Laks inneholder derimot Omega-3, vitaminer og mineraler, og har mindre mengde kolesterol. Så i sum er laks et sunnere alternativ. Sammenligner vi derimot prisen for 1 kg kylling og 1 kg laks, så er kylling et billigere alternativ. Prisen for kylling var på 2,11 euro (21,44 kr) per kilo i desember (Landbruksdirektoratet, "Internasjonale priser"). Eksportprisen for fersk laks har en kilopris på 77,55 kr og frosen laks har en kilopris på 66,84 kr i 2022 uke 6 (SSB, 2022). Ved lav kjøpekraft vil kunder foretrekke kylling om fokuset er isolert på pris. Men siden laks er av høyere kvalitet helsemessig så er ikke kylling et fullverdig substitutt.

Produktet laks kan skaffes på flere måter. Villfangst av laks er et substitutt som har samme innhold. Samme produkt (laks), men ved annen produksjonstilvirkning. Likevel så er ikke disse andre metodene en stor trussel siden det er ikke mulig å produsere med like stort kvantum grunnet kvote antall og begrensninger.

I dag er laks det fiskeproduktet som er av høyest popularitet. Men det kan være i fremtiden at det er et annet fiskeprodukt som blir etterspurt i større grad og ta over

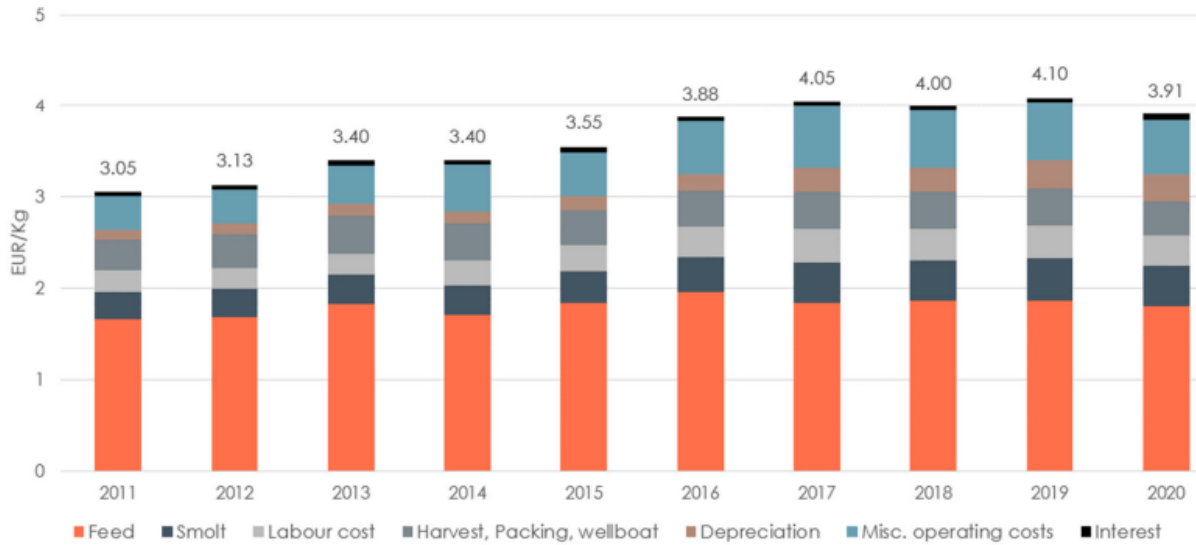
laks sin store markedsandel. Eksempel er oppdrett av regnbueørret og rognkjeks. Dette kan medføre at (sekundærnæring, Rema 1000 osv.) vil foretrekke å selge disse produktene fremfor laks. Mowi er et stort selskap som produserer flere produkter enn laks (eks. regnbueørret). De er da tilpasningsdyktige for om næringen skifter retning, så dette er ikke en stor trussel for Mowi.

Den viktigste trusselen er kylling, siden en reduksjon i kjøpekraft kan gjøre at de endrer kjøpevaner. Likevel er laks nå et mer populært alternativ. Andre fiske alternativ blir ikke sett som en stor trussel, siden Mowi er godt rustet for endring, noe som ikke ser ut til å bli noe av. Vil derfor vurdere substitutt trussel som svak til moderat.

### *Leverandørens forhandlingsposisjon*

Leverandører leverer de produkter som Mowi behøver i sin verdikjede. Dette er alt fra materiale til anlegg til fiskefôr. For et bedrift må man vurdere hvor stor makt leverandører man benytter seg av har. Dette er for å se om leverandørene kan heve prisene uten at du kan gjøre noe med det, som fører til redusert lønnsomheten for bedriften selv. Ønskelig er at det finnes flere leverandører man kan benytte seg av, dette for at man da har muligheten til å velge og vrake for pris og service. Også vurdere om det finnes eventuelle byttekostnader som gjør en knyttet til den bestemte leverandøren en allerede benytter seg av.

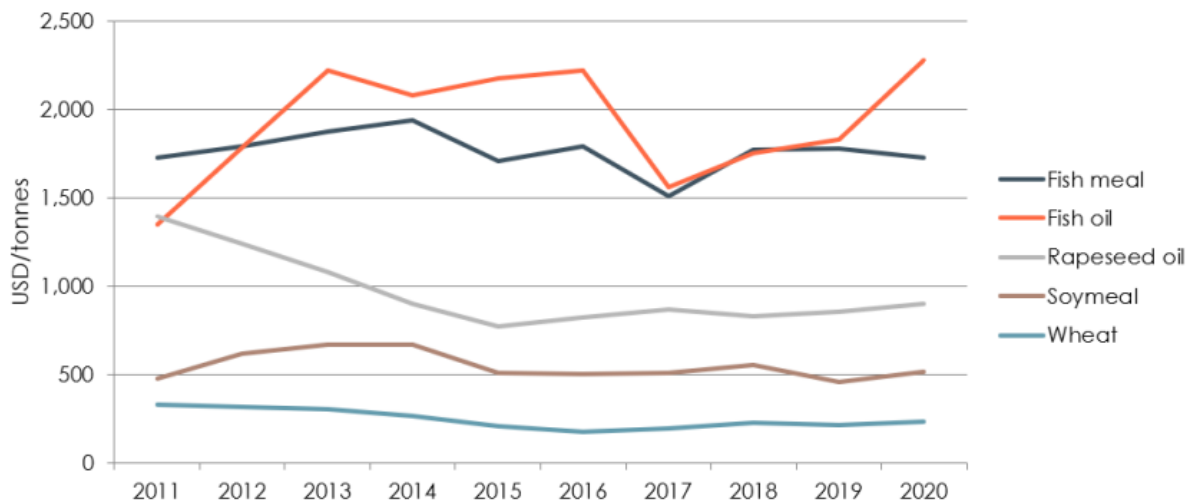
Siden fiskefôr er det største kostnadsfaktoren i fiskeoppdrett (se tabell), er det viktig å ha oversikt over leverandørenes forhandlingskraft. Grunnet den store kostnadssiden fiskefôr har, og at det er mange, men få store fiskefôrprodusenter lokalt, begynte Mowi med å produsere fiskefôr selv i 2014.



Figur 3.6: Ulike kostnader ved lakseoppdrett siste 10 år. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s.60)

Siden Mowi produserer fiskefor selv er råvarer til fiskefor viktige.

### 9.5 Feed raw material market



Figur 3.7: Markedet for fôrråvarer siste 10 år. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s.68)

Råvarer er blitt en begrenset andel, og prisen er økende. Som et resultat av dette og bærekraft ser man på andre nye råvarer til fiskefôr. Med fiskefôrens viktighet, økende pris og begrensning fører det til sterk forhandlingskraft til leverandørene.

I anleggsproduksjon og annen produkter til oppdrett så er et godt samarbeid viktig for å få profitt i en bransje med store investeringskostnader, små marginer og ny teknologi. Her er da lange samarbeidsrelasjoner med god kommunikasjon og gode prosesser viktig over tid. Slik inngås det lengre kontrakter, som også kan være kostbare å gå ut av, som tilsier høye byttekostnader. Et eksempel på en avtale med litt lengde er den inngåtte avtalen med Akva Group til standardprodukter, service og reservedeler. Den styrker samarbeidet, men fører ikke til eksklusivitet (Birkeland, 2019). Avtaler gjør arbeidsprosessen raskere, som reduserer kostnader. Akva Group leverer også merder (Nyman, 2021). Et langvarig kontrakt samarbeid som er vanskelig å komme ut av, betyr at makten ligger hos leverandøren siden kjøperen er pliktig til å kjøpe fra leverandøren. Men er den skriftlige avtalen god så kan man unngå moral hazards.

### *Kundenes forhandlingskraft*

Det ideelle når man snakker om kundenes forhandlingskraft er at du er eneleverandør. Da kan en bedrift sette høye priser på varer og tjenester. Er man eneleverandør har kundene lav forhandlingskraft. De faktorene som er med på å påvirke graden av forhandlingskraft er hvor mange aktører kundene kan kjøpe fra, hvor viktig kunden er for bedriften og om det er byttekostnader for kunden.

For Mowi er hovedkundene grossistene, som igjen selger ut til konsumentene. Høy etterspørsel gir lite forhandlingsmakt for grossistene. Laksen er samtidig et uddifferensiert produkt så prisen er satt. Historisk sett så har antall fisk produsert økt, mens lakseprisen samtidig har økt. Det betyr at en kunde ikke har makt til å presse ned prisen.

Konkurransen mellom tilbyderne blir gjennom kvalitet på laksen og kvantum. Dette er fordel for Mowi grunnet deres markedsandeler og størrelse overfor de andre aktørene. Vi har tidligere presentert at det er få store aktører i oppdrettsbransjen. I et marked med få store aktører der Mowi er den aktøren med størst markedsandeler og størst volum samtidig som prisen er gitt tilsier svak forhandlingsmakt for kundene.

## Oppsummering

Konkurransekrefter	Svak	Moderat	Sterk
Trussel for dagens konkurransesituasjon	X		
Trussel for potensielle aktører	X		
Trussel av substitutter	X		
Leverandørenes forhandlingskraft		X	
Kundenes forhandlingskraft	X		

Figur 3.8: Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter.

Kort oppsummert viser analysen av Porters fem konkurransekrefter at Mowi har en sterk posisjon. Det er en svak trussel både for dagens konkurransesituasjon, potensielle nye aktører og substitutter. Leverandørenes forhandlingskraft er moderat, mens kundenes forhandlingskraft også er svak.

## 3.2 Intern analyse, VRIO

### 3.2.1 VRIO

I analysen av Mowi ønsker vi også å gjennomføre en intern analyse av selskapet. Til dette har vi valgt å benytte oss av VRIO-modellen, ettersom vi anser den som best egnet til å foreta en intern ressursanalyse. VRIO er et analytisk rammeverk for å avdekke ressurser og evner som kan skape konkurransefordeler hos bedrifter. Rammeverket inngår som en del av det helhetlige bildet som skal hjelpe bedrifter med strategiske valg.

Modellen består av fire spørsmål, ett for hver av bokstavene (V-R-I-O), som skal bistå i å vurdere om en bestemt ressurs eller evne potensielt kan gi bedriften et fortrinn. Det første spørsmålet omhandler ressursens verdi (*Value*). “Er bedriften i stand til å utnytte en mulighet, eller nøytralisere en trussel, ved hjelp av denne ressursen?”. Det neste skal vurdere hvorvidt ressursen er sjelden (*Rarity*). “Er det bare vi som innehar denne kunnskapen, eller finnes den også hos flere av våre konkurrenter?”.

Hvor lett ressursen kan imiteres eller kopieres er det nest siste spørsmålet (*Imitability*). Her må man ta hensyn til hvorvidt det foreligger betydelige kostnader for andre bedrifter som kunne tenkt seg å få tak i, utvikle eller replikere vår teknologi. Siste spørsmål i det analytiske rammeverket går på organisasjonen (*Organization*). “Er vi som organisasjon klare for å benytte oss av den gitte ressursen, og er det i det hele tatt mulig?” Dette spørsmålet tar høyde for tidsaspektet ved ressursen, hvis det for eksempel er snakk om en fordel man *enda* ikke har benyttet seg av.

Ressurser som oppfyller spørsmålene om verdi og sjeldenhet kalles gjerne for *midlertidige konkurransefortrinn*. Dette fordi de er imiterbare, og man forventer at konkurrenter før eller siden vil imitere disse. En ressurs som oppfyller de tre første, men ikke det siste spørsmålet i VRIO, betegnes som *uutnyttede konkurransefortrinn*. Det er først når alle punktene i rammeverket oppfylles at en ressurs blir et *vedvarende konkurransefortrinn*. Jo flere slike en bedrift innehar, jo mer konkurransedyktig vil den være.



### 3.2.2 Verdikjeden

Blant de sterkeste konkurransefortrinnene hos Mowi er det nærliggende å se nærmere på verdikjeden deres. Selskapet står for hele verdikjeden selv, noe som fra et teoretisk perspektiv innebærer at de styrer alle stegene i produksjonskjeden gjennom en vertikalt integrert verdikjede.

I praksis betyr dette at rognen som klekkes kommer fra Mowis egne stamfisker, samtidig som fôret de bruker for å feite opp laksesmolten kommer fra deres egen fôrproduksjon. Når fisken er slakteklar blir den slaktet og foredlet, før den transporteres videre til markeder og konsumenter. Også disse sistnevnte prosessene er det Mowi selv som står for.

En alternativ verdikjede ville vært at Mowi for eksempel kun sto for selve oppdretten av laksen, og overlot ansvaret for smoltproduksjon, foredling og logistikk til andre aktører og deres verdikjeder. En slik (mindre integrert) organisering kan være gunstig, i en hverdag med ny informasjonsteknologi som gjør det lettere å kommunisere, standardiserte komponenter, og flere tilbydere av løsninger for levering som senker transportkostnadene. Likevel vil en slik organisering også kunne medføre ekstrakostnader, ettersom alle partene er interesserte i å få sin del av verdiskapingen.

I Mowi sitt tilfelle vil de for eksempel måtte ta hensyn til flere leverandører, både av laksesmolt og fôr, samt løsninger for logistikk. Dermed ville de fått flere kunde-leverandør-relasjoner, og blitt avhengig av gode relasjoner for å opprettholde en effektiv produksjonsprosess. Denne avhengigheten fører derimot til en sterk forhandlingsmakt for leverandører. Det er kjent at å bytte leverandører medfører såkalte byttekostnader, samtidig som det kan være tidskrevende (*Fjeldstad & Lunnan, 2020, s. 133*). Alt i alt vil Mowi i en slik situasjon være avhengig av gode relasjoner, og forhandlinger vil kunne vise seg å være tøffe om man blir for avhengig av sine partnere. I verste fall vil slike forhandlinger kunne resultere i dårlige marginer for selskapet.

Ved å ha en fullstendig integrert verdikjede unngår Mowi utfordringene nevnt ovenfor. Koordineringen mellom de ulike prosessene i produksjonskjeden drar nytte av organiseringen, og det blir enklere å fatte beslutninger når man ikke behøver å ta hensyn til eksterne aktører. Den vertikale integrasjonen bidrar også til at Mowi kan fokusere på kostnadsreduksjon og effektivisering gjennom hele verdikjeden, og på den måten øke lønnsomheten i selskapet. Dette blir også lagt vekt på i den siste tilgjengelige årsrapporten til Mowi (2020), hvor administrerende direktør Ivan Vindheim trekker frem redusering av kostnader som en selskapets "*priorities going forward*" (*Mowi Annual Report 2020, s. 008*).

I forhold til VRIO-modellen, er det altså grunnlag for å si at verdikjeden som ressurs i stor grad tilfredsstiller spørsmålet om verdi. Verdikjeden oppfyller også kravet om en organisasjon som er i stand til å utnytte den gitte ressursen, ettersom vi ser at Mowi i flere år har benyttet seg av sin vertikale integrasjon. Videre tilfredsstiller den også kravet om sjeldenhet og imitasjon, ettersom de andre aktørene i bransjen ikke innehar den samme infrastrukturen i produksjonsprosessen.

### **3.2.3 Laksefôr**

Den nevnte integrerte verdikjeden ble et faktum i 2012, da Mowi lanserte sin egen avdeling for fôrproduksjon, *Mowi Feed*, med tilhørende fabrikk. Takket være denne avdelingen har de siden 2020 vært selvforsynt med eget fôr. Tar man i tillegg høyde for at nettopp laksefôr er den viktigste innsatsfaktoren i produksjon av laks, er det ingen tvil om at denne avdelingen er en meget viktig ressurs for Mowi.

Tallene for 2020 viser til rekordhøy fôrproduksjon, hvor møllene i Valsneset i Norge og Kyleakin, Skottland, produserte henholdsvis 389 750 tonn og 150 576 tonn laksefôr. Disse svært moderne fasilitetene, hvor møllen i Skottland hadde sitt første fulle år i drift i 2020, er dessuten strategisk plassert i nærheten av Mowis største anlegger for oppdrettsvirksomheten. En løsning som bidrar til ytterligere effektivisering og kostnadsreduksjon i virksomheten, ifølge Vindheim (*Mowi Annual Report 2020, s. 008*).

Årsrapporten påpeker også mulighetene for merproduksjon av laksefôr, hvor den samlede kapasiteten ligger på totalt 640 000 tonn. Det vil tilsvare en økning på i underkant av 100 000 tonn fôr, sammenlignet med hva som krevdes for selvforsyning i 2020. Den mulige veksten i fôrproduksjon muliggjør også utvidelse i *Mowi Farming*, avdelingen i selskapet som har ansvaret for selve oppdretten av fisk. Dette er nok en fordel ved verdikjeden i selskapet, hvor Mowi kan prosjektere fremtidig vekst i bestemte avdelinger, basert på kunnskap om potensiell kapasitet i andre avdelinger.

### **3.2.4 Smart Farming**

Innen 2025 satser Mowi på å implementere og realisere *Smart Farming* på de største oppdrettsanleggene. Konseptet innebærer å forsyne virksomheten med infrastrukturen nødvendig for å utnytte avansert teknologi som stordata og skytjenester. Slik infrastruktur inngår i hva man gjerne kaller den *fjerde industrielle revolusjonen*. For Mowis del vil denne teknologien gjøre det mulig å effektivisere driften, samt gjøre den mer bærekraftig (*Mowi Annual Report 2020, s. 016*).

Digitaliseringen ved å innføre teknologi som Smart Farming er en del av hva Mowi selv kaller den "blå revolusjonen". Tidligst i 2020 ble konseptet prøvd ut på 12 lokasjoner, hvor man kombinerte helt nye undervannskameraer med applikasjoner for maskinlæring. Innovasjonen viser hvordan Mowi streber etter å være markedsledende innenfor utvikling og testing av teknologiske løsninger. Dette krever dog at man setter av tilstrekkelig med økonomiske midler, og i 2020 ble det rapportert 36,4 millioner euro i FoU-utgifter.

I praksis vil Mowi innen 2025 ha bildeteknologi og intelligente sensorer som gjennomfører sanntidsovervåkning av fiskebestanden, digital telling av lakselus, automatisk fôring, samt sporing av fiskens velferd. Informasjonen man kan innhente fra denne teknologien gjør det mulig for Mowi å være proaktive, fremfor reaktive, når det kommer til behandling av biologiske utfordringer.

Ved å implementere skyløsningen ønsker Mowi å samle all data fra de ulike stegene i produksjonen, og utvikle en plattform hvor kunstig intelligens og maskinlæring bidrar til at selskapet tar beslutninger på et kvalifisert datagrunnlag. Det skybaserte

ressursplannleggningssystemet vil bidra til åpenhet, kontroll og bistå med data for hele verdikjeden i et enkelt system (*Mowi Annual Report 2020*, s. 131).

Kompleksiteten reduseres, samtidig som verktøyene bidrar til at driften kan bli mer effektiv og standardisert.

I forhold til VRIO-modellen tilfredsstillter Smart Farming de tre første kriteriene for å være et godt konkurransefortrinn. Teknologien vil være viktig for Mowi når det kommer til å utnytte muligheter, som for eksempel å være proaktiv i forhold til biologiske utfordringer i fiskebestanden. Den totale skyløsningen er også sjelden i bransjen og infrastrukturen bak vil kreve betydelig finansiering for å imitere. Det siste kriteriet er dog ikke tilfredsstillt, siden realiseringen av teknologien fortsatt er noen år unna.

### **3.2.5 Merkevaren MOWI**

Den siste ressursen vi skal ta for oss i vår interne analyse er selve merkevaren selskapet markedsfører. Mowi lanserte sin egen merkevare i 2018; *MOWI*. Den gangen varslet konserndirektør for salg og marked, Ola Brattvoll, at det skulle investeres 35 millioner euro i merkevaren (*Berge, "Når kommer effekten av Mowis satsing på egen merkevare?"*). Året etter ble det introdusert på det polske markedet, mens det i 2020 ble introdusert både i Frankrike og i USA.

Målet med merkevarebyggingen har hele tiden vært å kapre markedets åpne posisjon som den sterkeste merkevaren i laksebransjen, og høste potensielle økonomiske gevinster dette gir. Derfor fortsatte utrullingene i 2021, og merkevaren ble lansert på markedet i Storbritannia og Skottland. I 2020 ble derimot planlagte initiativer for salg og markedsføring bremsede grunnet COVID-19 (*Mowi Annual Report 2020*, s. 149). Likevel er målet om 100 millioner euro ekstra i EBIT innen 2025 opprettholdt, ifølge Brattvoll.

Når merkevaren MOWI er ferdig etablert vil den som ressurs tilfredsstillte samtlige av kriteriene i VRIO-modellen. Verdien av ressursen er ubestridt, ettersom Mowi vil bli bransjens største merkevare. Den er også sjelden, siden ingen av konkurrentene kan benytte seg av merkevaren MOWI. I forhold til hvorvidt ressursen er imiterbar vil det medføre betydelige kostnader å etablere en lignende merkevare, eller posisjon,

for konkurrentene. Dessuten er det også verdt å nevne at det ikke nødvendigvis er lønnsomt for bedrifter å ta opp kampen om å bli bransjens største merkevare. En slik offensiv strategi vil ofte bli svært kostbart for konkurrenten, og man kan være bedre tjent ved å heller innta posisjon som *markedsfølger*.

For at merkevaren MOWI skal bli et vedvarende konkurransefortrinn er selskapet derimot avhengig av å tilfredsstillе det siste kriteriet i VRIO. Den dag i dag er merkevaren kun introdusert på bestemte markeder, og er for eksempel enda ikke blitt lansert i Norge. Avslutningsvis skal det også nevnes at bak enhver god merkevare ligger det kontinuerlige investeringer i merkevarebygging. Merkevarer skapes heller ikke over natten, og Mowi må derfor regne med at det kan ta tid før denne ressursen gir ordentlige resultater.

<b>Ressurs:</b>	<b>Value</b>	<b>Rarity</b>	<b>Imitability</b>	<b>Organization</b>
Verdikjeden	Ja	Ja	Ja	Ja
Fôr	Ja	Ja	Delvis	Ja
Smart Farming	Ja	Ja	Ja	Nei
Merkevare	Ja	Ja	Ja	Delvis

Figur 3.9: Sammendrag av VRIO-analyse.

### 3.3 SWOT

Den siste delen av vår strategiske analyse kombinerer elementene fra den eksterne og den interne analysen. Under følger en SWOT-modell, som oppsummerer styrker, svakheter, muligheter og trusler gjennomgått så langt i den strategiske analysen.

Derav navnet SWOT, hvor hver bokstav representerer en av disse aspektene ("Strength", "Weaknesses", "Opportunities" og "Threats"). Den helhetlige strategiske modellen for Mowi ASA ble følgende:

<p style="text-align: center;"><b>Styrker</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>● Populært produkt</li><li>● Markedsposisjon/størrelse</li><li>● Integrert verdikjede</li><li>● Egen fôrproduksjon</li><li>● Stordriftsfordeler</li><li>● Merkevarer</li><li>● Svak kronekurs mot internasjonal valuta</li></ul>	<p style="text-align: center;"><b>Svakheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>● Rømming av laks</li><li>● Statlig regulering</li><li>● Maksimalt tillatt biomasse (MTB)</li><li>● Lite rom for differensiering</li></ul>
<p style="text-align: center;"><b>Muligheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>● Smart Farming</li><li>● Befolkningsvekst fører til økt etterspørsel etter matproduksjon</li><li>● Innovasjon og teknologiske nyvinninger</li><li>● Landbasert oppdrett</li></ul>	<p style="text-align: center;"><b>Trusler</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>● Lakselus</li><li>● Politikk som kan hemme etterspørsel</li><li>● Høy laksepris, kunder med lavere kjøpekraft går for andre alternativer (kylling)</li><li>● Landbasert oppdrett</li></ul>

Figur 3.10: Sammenstilling av intern og ekstern analyse ved SWOT.

## 4. Regnskapsanalyse

### 4.1 Lønnsomhet

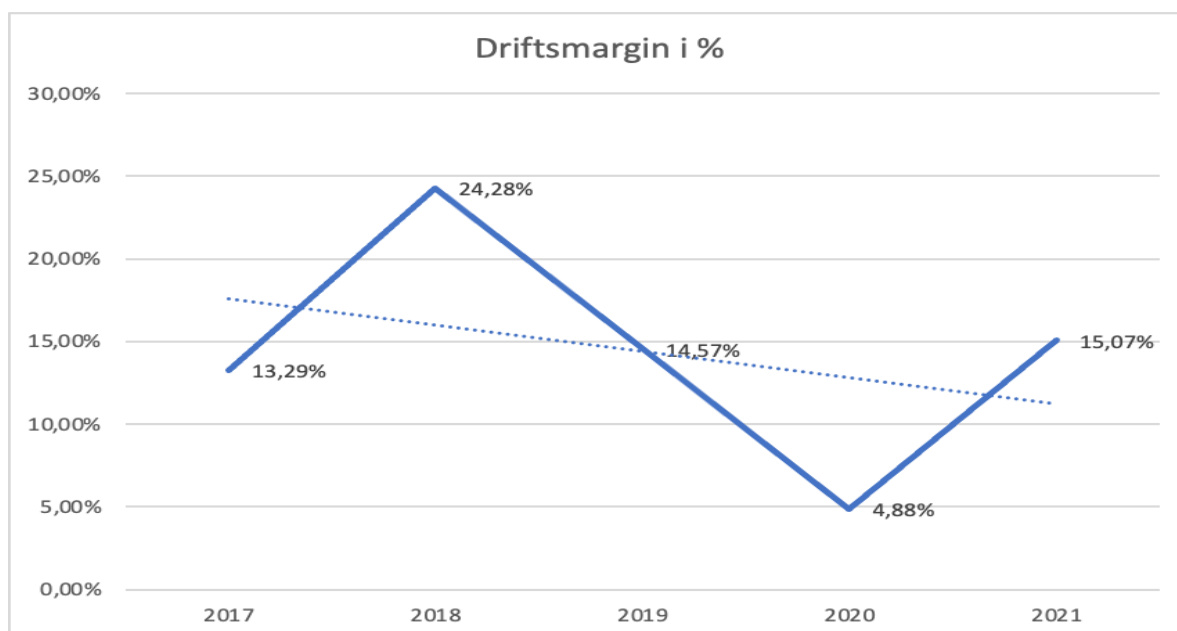
Lønnsomheten til en bedrift er deres evne til å tjene penger og skape overskudd (Horton, 2021). Dette betyr at virksomhetens inntekter må være større enn virksomhetens utgifter for å ha en god lønnsomhet. Det er essensielt for alle virksomheters overlevelse at det skapes profitt slik at selskapet kan fortsette produksjonen. Det er også viktig at bedriften har god lønnsomhet for at de skal kunne foreta nye investeringer og skape arbeidsplasser til befolkningen. Samtidig er dette også et krav fra eierne og investorene til bedriften. For å få et godt innblikk i bedriftens lønnsomhet benytter vi oss av tre nøkkeltall; driftsmargin, total kapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet.

#### 4.1.1 Driftsmargin

Det første nøkkeltallet i lønnsomhetsanalysen vi skal ta for oss er driftsmarginen. Driftsmarginen forteller oss hvor mye bedriften får igjen for hver omsatt krone ("Driftsmargin i %", 2022). Målet bør derfor være å ha en så høy driftsmargin som mulig slik at man tjener mest mulig for hver omsatt krone. Ifølge (Kristoffersen, Årsregnskapet) Kristoffersen er en driftsmargin på 10% meget bra ved lav prissetting, mens en driftsmargin på under 1% sies å være dårlig.

	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsresultat	484,90	925,40	617,00	183,50	633,20
Driftsinntekter	3649,40	3811,90	4235,60	3760,20	4202,20
<b>Driftsmargin i %</b>	<b>13,29%</b>	<b>24,28%</b>	<b>14,57%</b>	<b>4,88%</b>	<b>15,07%</b>

Tabell 4.1: Driftsmargin i %.



Figur 4.1: Driftsmargin i %.

Som vi kan se har Mowi hatt en svært god driftsmargin de fleste årene. Den minkende trenden i driftsmarginen i perioden 2017-2021 skyldes i stor grad tallene fra 2020 som viser en driftsmargin på 4,88%. Den lave driftsmarginen i 2020 skyldes hovedsakelig pandemien hvor lakseprisen har sunket og gitt Mowi lavere inntjening. Vi kan også se at driftsresultatet dette året var svært lavt i forhold til de andre årene, og dette skyldes kostnadene pandemien medførte. En driftsmargin på 4,88% er likevel tilstrekkelig, og slik som tallene viser i 2021 kan det se ut til at selskapet har en økende driftsmargin.

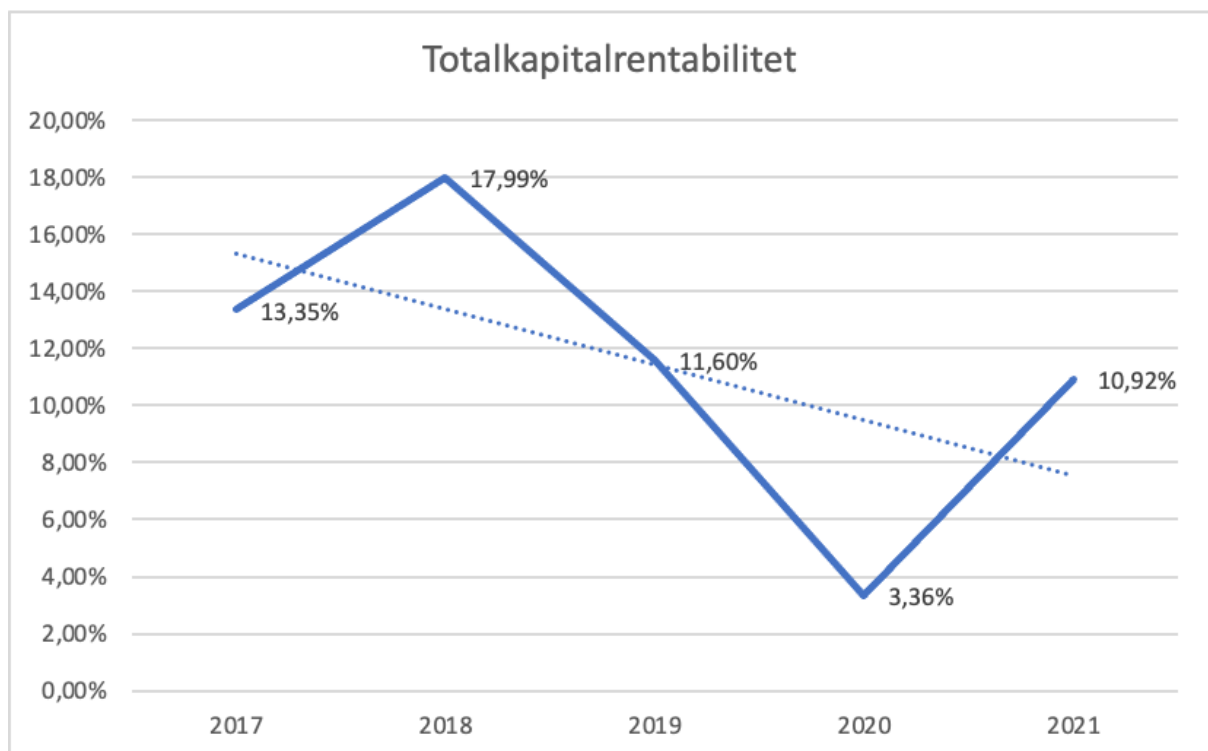
#### 4.1.2 Totalkapitalrentabilitet

Videre i lønnsomhetsanalysen skal vi ta for oss total kapitalrentabiliteten også kjent som ROI. Totalkapitalrentabiliteten forteller oss avkastningen på den samlede kapitalen i virksomheten, altså både egenkapital og fremmedkapital ("Totalkapitalrentabilitet, 2022). Dette er en enkel måte å sammenligne prestasjonene over årene, samt mulighet for å sammenligne seg med andre bedrifter.



År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsresultat	484,9	925,4	617	183,5	633,2
Finansinntekter	93,2	0	60,6	13	50,1
Gjennomsnittlig sum eiendeler	4330,3	5145,1	5840,1	5846,1	6259,5
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	<b>13,35%</b>	<b>17,99%</b>	<b>11,60%</b>	<b>3,36%</b>	<b>10,92%</b>

Tabell 4.2: Totalkapitalrentabilitet i %.



Figur 4.2: Totalkapitalrentabilitet i %.

Fra tabellen kan vi se at Mowi leverer gode totalkapitalrentabiliteter. Spesielt i 2018 hvor totalkapitalrentabiliteten var på 17,99% på grunn av det høye driftsresultatet. Videre ser vi at pandemien også har påvirket totalkapitalrentabiliteten negativt hvor den i 2020 var 3,36% på grunn av det lave driftsresultatet. I 2021 har totalkapitalrentabiliteten økt igjen til 10,92% siden driftsresultatet har økt fra foregående år.

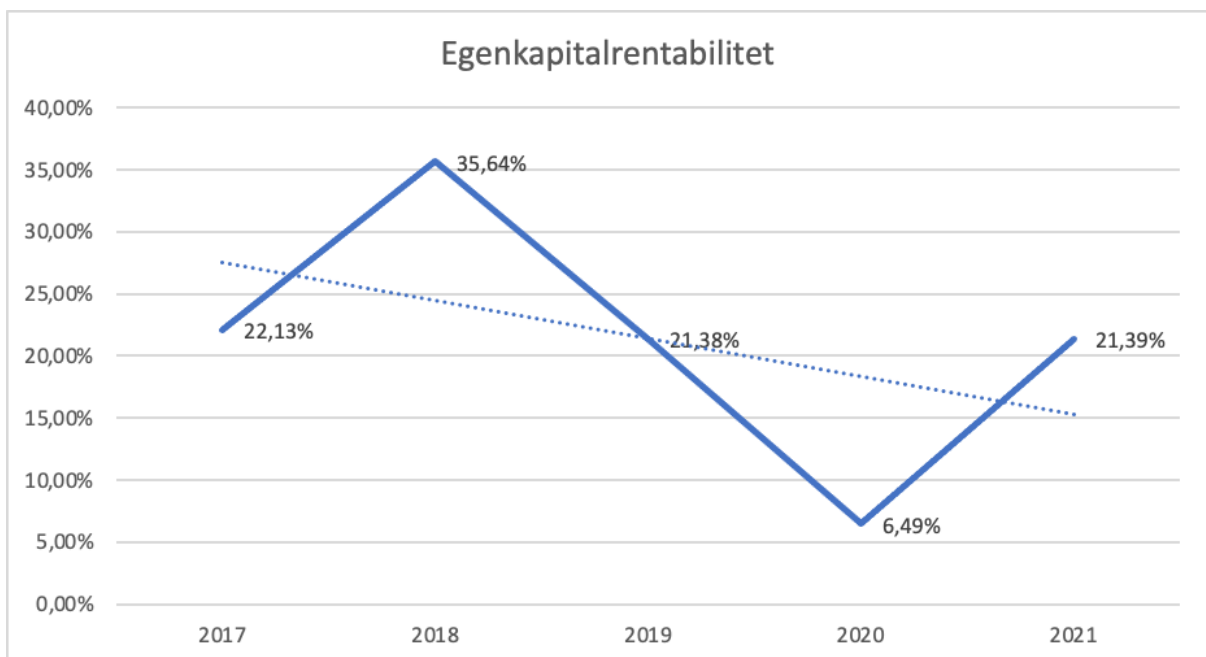
#### 4.1.3 Egenkapitalrentabilitet

Til slutt i lønnsomhetsanalysen skal vi ta for oss egenkapitalrentabiliteten. Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på egenkapitalen til selskapet, altså

veldig lik total kapitalrentabiliteten, men her ser man på avkastningen på den investerte egenkapitalen ("Egenkapitalrentabilitet", 2022). Høyere egenkapitalrentabilitet indikerer altså høyere lønnsomhet, da nøkkeltallet avdekker hvor mye fortjeneste som genereres basert på aksjonærenes investeringer. Egenkapitalrentabiliteten før skatt er god dersom den er større enn total kapitalrentabiliteten. Dette er fordi eierne som har investert i egenkapitalen bærer høyere risiko enn långiverne med pantesikkerhet.

År	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	484,9	925,4	617	183,5	633,2
Gjennomsnitt av UB og IB egenkapital	2191,3	2596,6	2885,8	2828,35	2959,85
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>22,13%</b>	<b>35,64%</b>	<b>21,38%</b>	<b>6,49%</b>	<b>21,39%</b>

Tabell 4.3: Egenkapitalrentabilitet i %.



Figur 4.3: Egenkapitalrentabilitet i %.

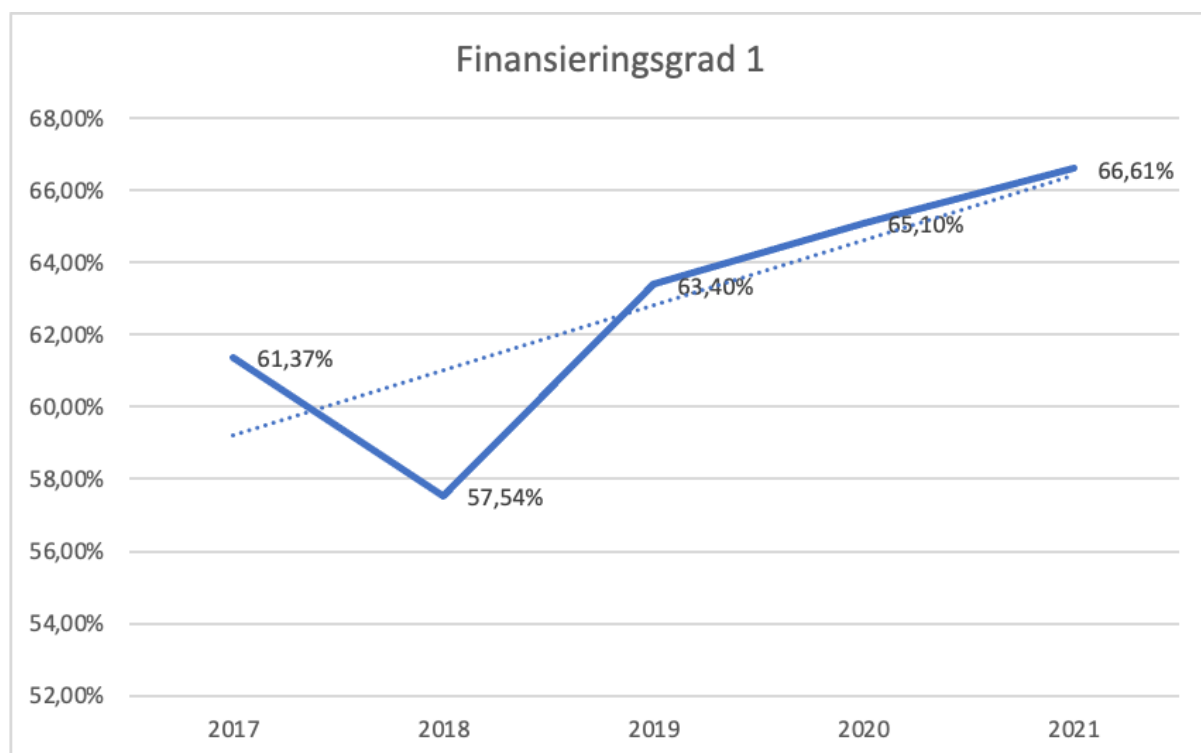
Slik vi ser fra tabellen viser Mowi også god egenkapitalrentabilitet. Egenkapitalrentabiliteten bør være høyere enn total kapitalrentabiliteten, noe vi kan se at den er i hvert år i hele perioden.

## 4.2 Finansiering

Finansiering ser på hvordan selskapet skaffer seg kapital, der kapitalanskaffelsen er totalen av kortsiktig kapital og langsiktig kapital. Den kan være langsiktig, ved å benytte langsiktig gjeld og egenkapital. Kortsiktig kapital kan anskaffes ved å ta opp kortsiktig gjeld. Nøkkeltallet vi skal legge hovedvekt på for å se finansieringen til Mowi er finansieringsgrad 1. Den forteller oss i hvor stor grad anleggsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld ("Finansieringsgrad 1", 2022). Denne graden bør naturligvis være under 100%.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Anleggsmiddel	2166,7	2558,1	3210,4	3337,3	3542,2
Langsiktig gjeld	1215,2	1567,1	2171,2	2362,4	2162,1
Egenkapital	2315,4	2879	2892,6	2764,1	3155,6
<b>Finansieringsgrad 1</b>	<b>61,37%</b>	<b>57,54%</b>	<b>63,40%</b>	<b>65,10%</b>	<b>66,61%</b>

Tabell 4.4: Finansieringsgrad 1 i %.



Figur 4.4: Finansieringsgrad 1 i %.

Finansieringsgraden varier siste 5 år mellom 57 og 66 %. Den har en stigende trend, men er stabilt godt under det generelle kravet om å ligge under 100 %. Dette betyr at dersom Mowi ønsker å vokse i årene som kommer kan de klare det ved langsiktig gjeld. Om finansieringsgraden hadde vært for høy ville selskapet måtte finansiere vekst gjennom kortsiktig gjeld, som har dårligere betingelser. Siden de også har god margin vil de kunne finansiere omløpsmidlene med langsiktig gjeld, noe som også er positivt for selskapet da omløpsmidlene ofte bruker lengre tid før del generere inntekt til selskapet.

## 4.3 Soliditet

Soliditet forteller hvor stor del av en bedrifts eiendeler som er finansiert av egenkapital i forhold til gjeld, og gir et bilde av i hvor stor grad en bedrift er i stand til å tåle tap, samt evnen til å betale over en lengre periode. En soliditet på 100% betyr at bedriften er 100% egenkapitalfinansiert, mens 0% betyr at bedriften er 100% gjeldsfinansiert. En høyere soliditet for selskapet vil som regel føre til lavere økonomisk risiko (Kristoffersen, Årsregnskapet).

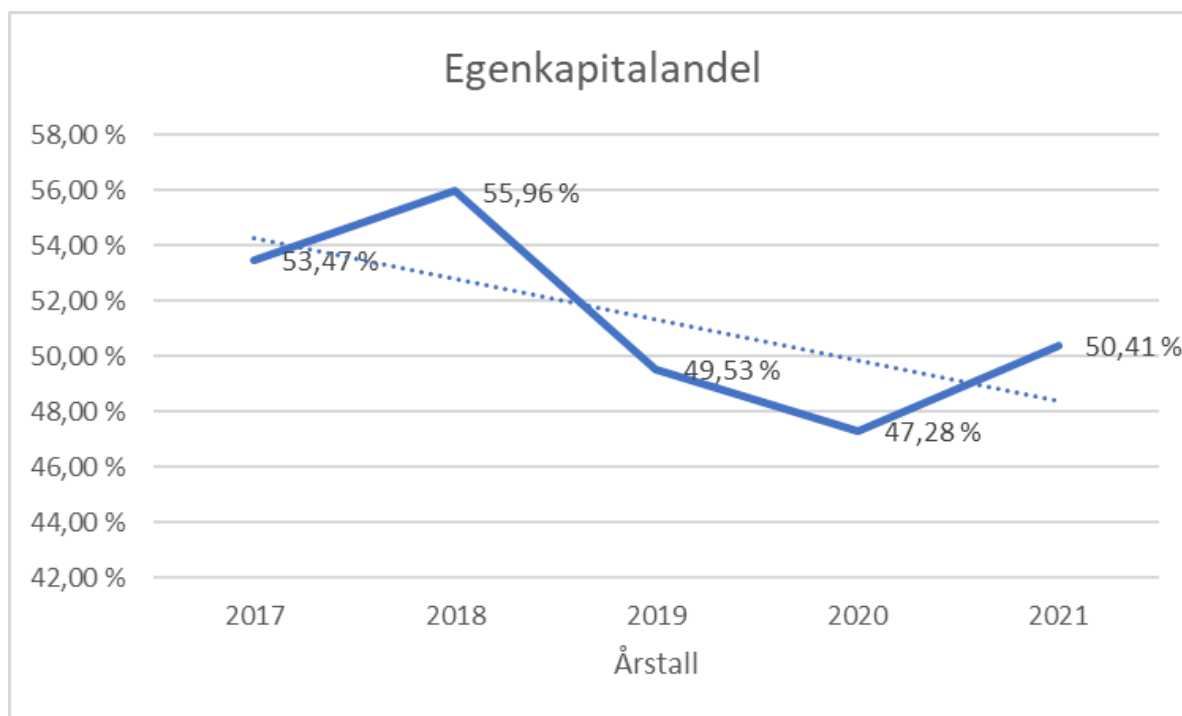
For å belyse bedriftens soliditet benytter vi oss av nøkkeltallene; egenkapitalandel, gjeldsgrad, og rentedekningsgrad.

### 4.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor prosentandel av eiendelene som er finansiert ved egne midler ("Egenkapitalandel", 2022). En høyere egenkapitalandelen betyr en bedre soliditet i selskapet.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapital	2315,4	2879	2892,6	2764,1	3155,6
Totoalkapital	4330,3	5145,1	5840,1	5846,1	6259,5
<b>Egenkapitalandel</b>	<b>53,47%</b>	<b>55,96%</b>	<b>49,53%</b>	<b>47,28%</b>	<b>50,41%</b>

Tabell 4.5: Egenkapitalandel i %.



Figur 4.5: Egenkapitalandel i %.

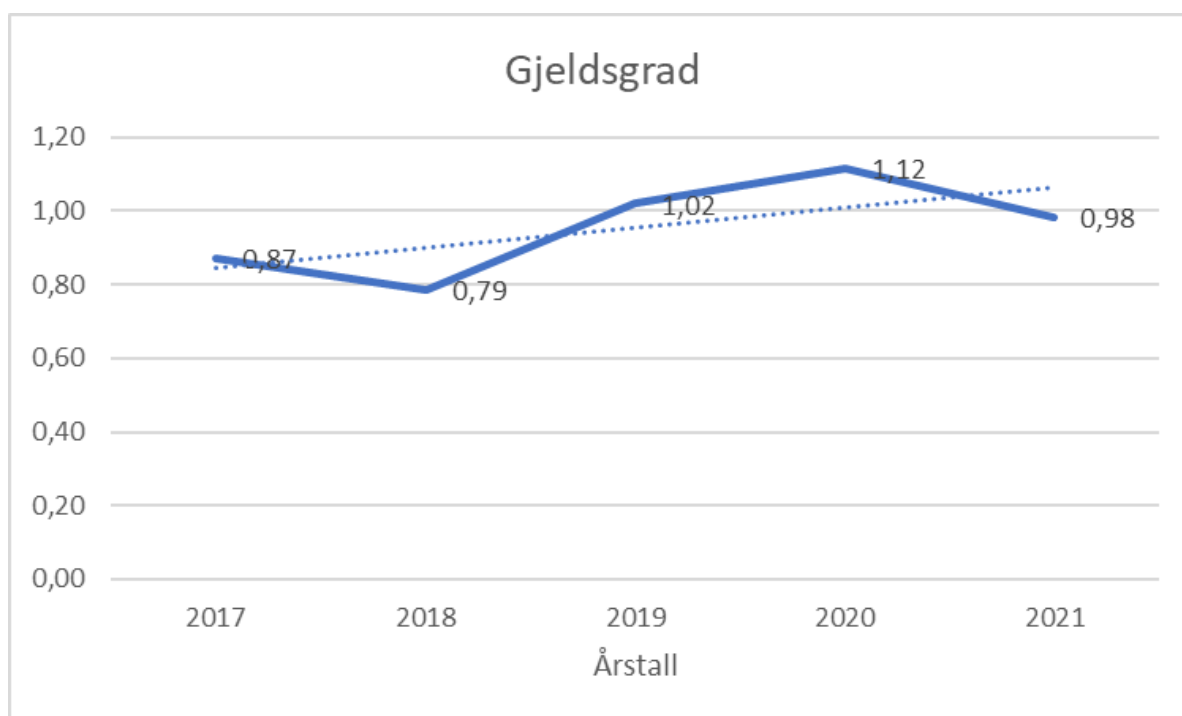
En kan se at Mowi har hatt en relativ stabil egenkapitalandel på mellom 56 og 47% de siste 5 årene, og at den i 2021 er på 50 %. Selv om trenden er en synkende egenkapitalandel er den opp litt fra 2020. En egenkapitalandel på 30% til 35% er ifølge (Kristoffersen, Årsregnskapet) tilfredsstillende i de fleste virksomheter, så egenkapitalandelen til Mowi er derfor mer en tilfredsstillende.

### 4.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser hvor mye gjeld en bedrift har i forhold til egenkapital ("Gjeldsgrad", 2022).

År	2017	2018	2019	2020	2021
Gjeld	2014,9	2266,2	2947,5	3082	3103,9
Egenkapital	2315,4	2879	2892,6	2764,1	3155,6
<b>Gjeldsgrad</b>	0,87	0,79	1,02	1,12	0,98

Tabell 4.6: Gjeldsgrad.



Figur 4.6: Gjeldsgrad.

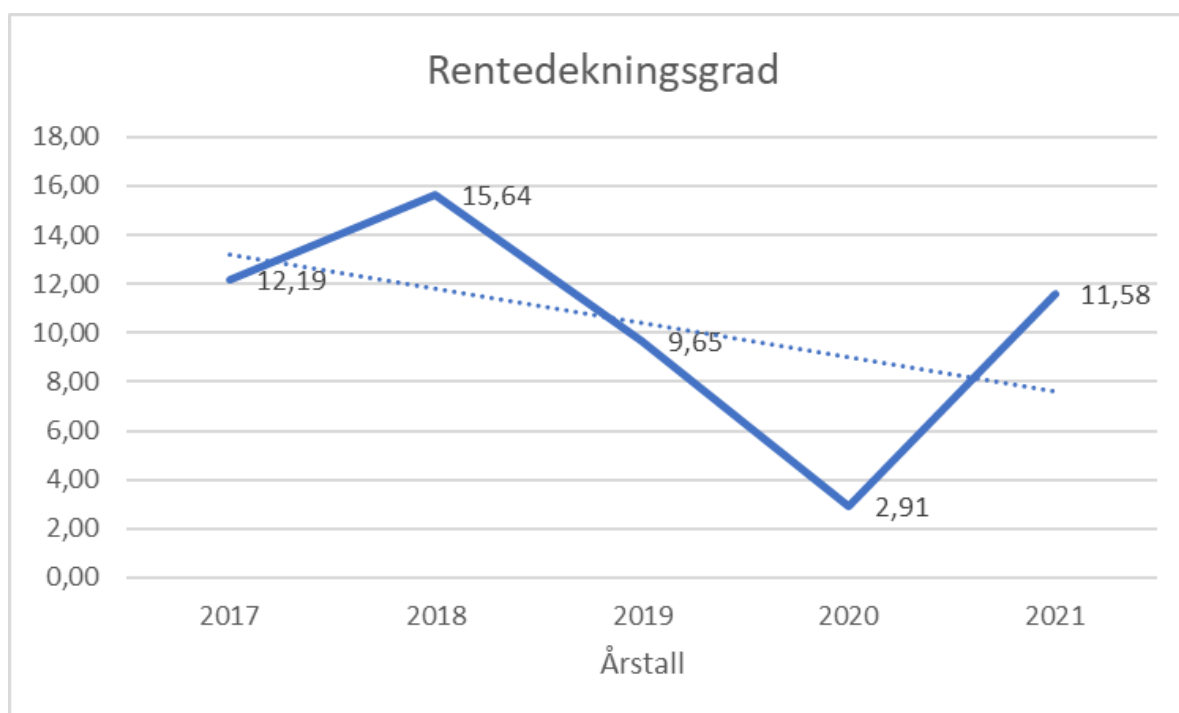
Gjeldsgraden har de siste 5 årene ligget mellom 0,79 og 1,12, og har en svakt stigende trend. I 2021 var gjelden minimalt lavere enn egenkapitalen, noe som ga en gjeldsgrad på 0,98. At gjeldsgraden har gått noe opp de siste årene samsvarer med at egenkapitalandelen har gått tilsvarende ned.

### 4.3.3 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden viser hvordan evnen er til å dekke opp finanskostnadene med driftsresultatet og finansinntekter ("Rentedeckningsgrad", 2022). Den må være over 1 for å kunne dekke rentekostnadene, helst høyere.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Ordinært resultat før skatt	522,6	732,2	607,4	120,6	624,4
Rentekostnader	46,7	50	70,2	63	59
<b>Rentedeckningsgrad</b>	<b>12,19</b>	<b>15,64</b>	<b>9,65</b>	<b>2,91</b>	<b>11,58</b>

Tabell 4.7: Rentedeckningsgrad.



Figur 4.7: Rentedeckningsgrad.

Rentedeckningsgraden har de siste 5 årene ligget rundt 10 til 15, foruten i korona-året 2020 da den kun var på 2,9 pga. lavt overskudd.

En rentedeckningsgrad på 11,6 i 2021 vil si at ord. resultat før skatt er 11,6 ganger større enn rentekostnadene. Rentedeckningsgraden betraktes som meget god når den er over 3,5 så vi kan si at Mowi har en svært god rentedeckningsgrad.

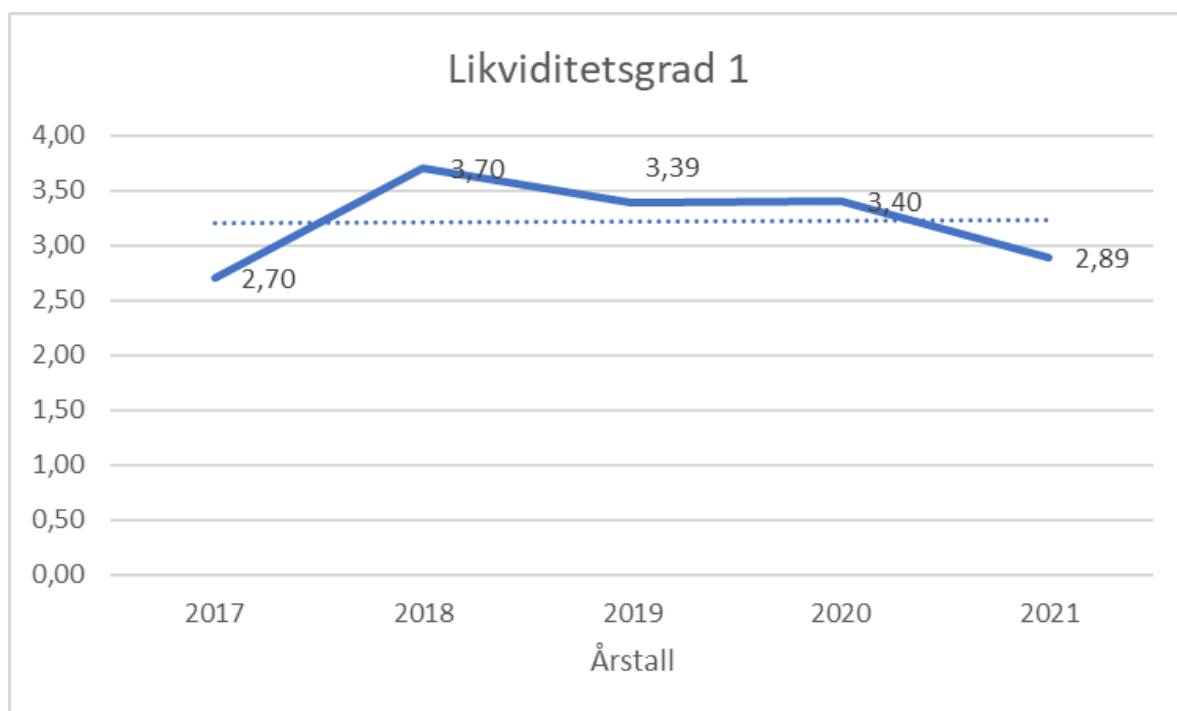
## 4.4 Likviditet

### 4.4.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser i hvor stor grad omløpsmidlene er finansiert ved kortsiktig gjeld ("Likviditetsgrad 1").

År	2017	2018	2019	2020	2021
Omløpsmidler	2163	2587,1	2629,6	2448,8	2717,6
Kortsiktig gjeld	799,7	699,1	776,3	719,5	941,8
<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>2,70</b>	<b>3,70</b>	<b>3,39</b>	<b>3,40</b>	<b>2,89</b>

Tabell 4.8: Likviditetsgrad 1.



Figur 4.8: Likviditetsgrad 1.

Det har historisk vært vanlig å ha krav på at likviditetsgrad 1 skal være over 2, men i praksis er dette sjelden (Kristoffersen, Årsregnskapet). Mowi sin likviditetsgrad 1 har de siste 5 årene ligget rundt 3, noe som forteller at selskapet har god likviditet. Men den har vært svakt fallende fra 3,7 i 2018 til 2,9 i 2021, og nedgangen skyldes at den kortsiktige gjelden har økt noe mer enn omløpsmidlene.

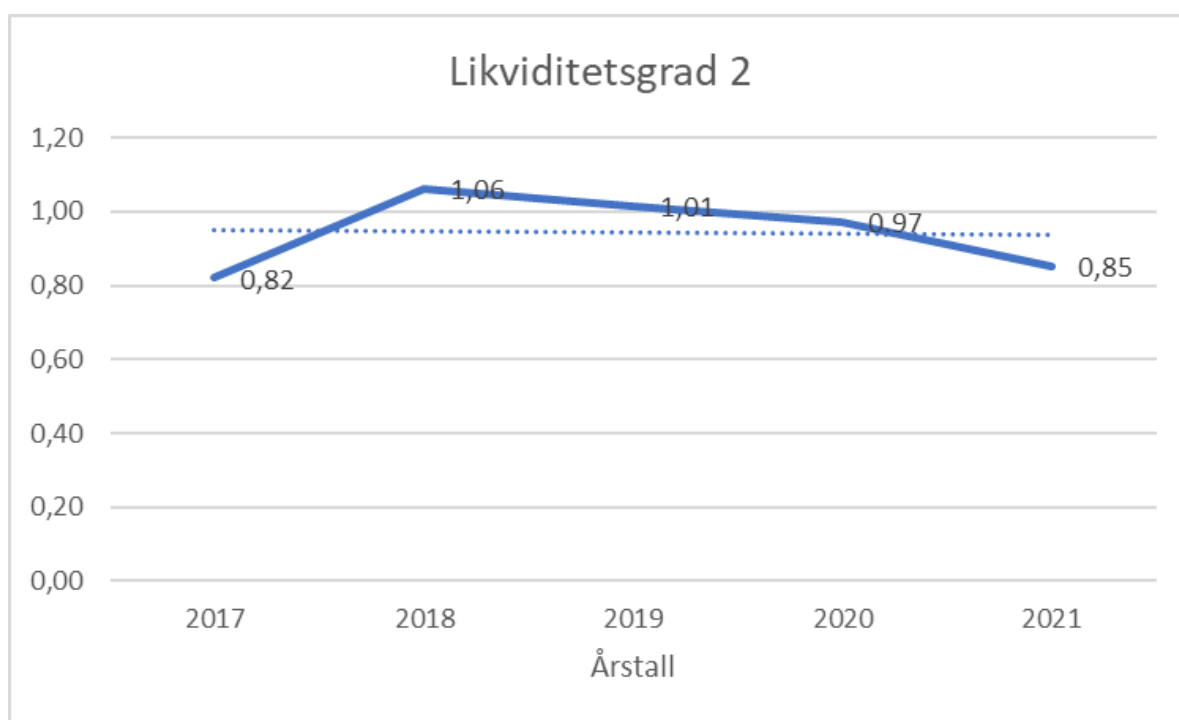
#### 4.4.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 beregnes på tilsvarende måte som likviditetsgrad 1, men her brukes kun de mest likvide omløpsmidlene, altså omløpsmidlene som kan omsettes til likvide midler raskt og enkelt ("Likviditetsgrad 2", 2022). Formelen viser hvor stor evne en bedrift har til å finansiere den kortsiktige gjelden med omløpsmidlene, derfor inkluderer den kun de mest likvide (omsettbare) omløpsmidlene for å se hvor stor grad av lett tilgjengelig midler en har til å nedbetale den kortsiktige gjelden. Med mest likvid ekskluderer vi varelager (inventory) og biologiske eiendeler (biological assets).



År	2017	2018	2019	2020	2021
Omløpsmidler	2163	2587,1	2629,6	2448,8	2717,6
- Varelager	306,9	285,5	320,7	334,1	384,1
- Biologiske eiendeler	1200,5	1559,3	1522,4	1416,6	1529,5
= Mest likvide omløpsmidler	655,6	742,3	786,5	698,1	804
Kortsiktig gjeld	799,7	699,1	776,3	719,5	941,8
<b>Likviditetsgrad 2</b>	0,82	1,06	1,01	0,97	0,85

Tabell 4.9: Likviditetsgrad 2.



Figur 4.9: Likviditetsgrad 2.

Likviditetsgrad 2 bør være større enn 1 (Kristoffersen, Årsregnskapet), noe som betyr at selskapet kan betale ned den kortsiktige gjelden uten å la det gå utover varebeholdningen. En fare ved å ha lav likviditetsgrad er at en blir sårbar for uforutsette utgifter.

Tallene våre viser at likviditetsgrad 2 så vidt var over 1 i 2018 og 2019, men i 2021 var nede på 0,85, og at det har vært en litt negativ utvikling de siste 3 årene. At det er store forskjeller på likviditetsgrad 1 og 2 betyr at selskapet har stor grad av varebeholdning sett i forhold til de andre omløpsmidlene.

## 4.5 Formler for nøkkeltall

Lønnsomhet nøkkeltall	Formel
Driftsmargin i %	$\frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} \times 100\%$
Totalkapitalrentabilitet	$\frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter})}{\text{Gjennomsnittlig sum eiendeler}} \times 100\%$
Egenkapitalrentabilitet	$\frac{\text{Resultat før ekstraordinære poster}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100\%$

Finansiering nøkkeltall	Formel
Finansieringsgrad 1	$\frac{\text{Anleggsmidler}}{(\text{Langsiktig gjeld} + \text{egenkapital})}$

Soliditet nøkkeltall	Formel
Egenkapitalandel	$\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \times 100\%$
Gjeldsgrad	$\frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$
Rentedekningsgrad	$\frac{(\text{Ordinært resultat} + \text{finanskostnader})}{\text{Finanskostnader}}$

Likviditet nøkkeltall	Formel
Likviditetsgrad 1	$\frac{\text{Omløpsmidler} + \text{ubenyttet kassekreditt}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$
Likviditetsgrad 2	$\frac{\text{Mest likvide omløpsmidler} + \text{ubenyttet kassekreditt}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$

Figur 4.10: Formler for nøkkeltall.

## 5. Avkastningskrav

Når vi har funnet netto av de fremtidige kontantstrømmene for årene 2022-2025 som blir beregnet i del 6, finner vi nåverdien ved å diskontere kontantstrømmene for årene med en såkalt diskonteringsrente, også kalt avkastningskrav. Siden vi benytter oss av total kapitalmodellen, diskonterer vi med avkastningskravet til total kapitalen, som WACC tar høyde for.

### 5.1 CAPM

Capital Asset Pricing Model (CAPM) er en modell som viser den forventede avkastningen til en investering som innebærer risiko. Målet med CAPM er å finne ut om en aksje er priset til sin virkelige verdi ved å finne ut forholdet mellom forventet avkastning og risiko (Kenton, 2022). Formelen uttrykkes ved:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

$r_e$	Forventet avkastning
$r_f$	Risikofri rente
$\beta$	Beta
$r_m$	Markedets forventede avkastning

Tabell 5.1: CAPM.

#### 5.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er renten man får på investeringer som ikke innebærer risiko. Den risikofrie renten regnes som et teoretisk begrep siden alle investeringer i praksis innebærer risiko. Ifølge Norges Bank benyttes 10-årige statsobligasjoner som den risikofrie renten i det norske markedet siden det er svært liten sannsynlighet for at en stat ikke møter sine betalingsforpliktelser. Ifølge Norges Bank hadde en 10-årig statsobligasjon en årlig rente på 1,707% ved slutten av året (30.12.2021), og vi benytter oss derfor av denne renten videre i oppgaven (Norges Bank, 2022).

### 5.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og den risikofrie renten. Markedets risikopremie viser avkastningen investorene krever for den økte risikoen som tas ved gjennomføringen av investeringen. I elleve år på rad har Price Waterhouse Coopers (PWC) samarbeidet med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) for å gjennomføre undersøkelsen "Risikopremien i det norske markedet". I undersøkelsen kommer det fram at markedets risikopremie har vært uendret de siste 9 årene og ligger i 2021 på 5%. Vi benytter oss derfor for dette tallet videre i verdsettelsen av selskapet (PWC, 2022).

	2013	2013	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Gjennomsnitt</b>	5,1%	5,2%	5,2%	4,9%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%
<b>Median</b>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Kvartil 1</b>	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>Kvartil 3</b>	5,5%	5,5%	6,0%	5,5%	5,4%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%

Tabell 5.2: Markedets risikopremie.

### 5.1.3 BETA

En aksjes betaverdi indikerer hvor mye den aktuelle aksjen svinger i forhold til markedet totalt sett (Kenton, 2021). Hvis en aksjes beta er lik 1 indikerer dette at den svinger i takt med markedet. En beta på over 1 innebærer svingninger større enn det samlede markedet, og vil normalt sett også medføre høyere avkastningskrav. For en beta lavere enn 1, vil det således være motsatt.

For å beregne betaen har vi benyttet oss av programmet Microsoft Excel, samt hentet historisk data fra *Yahoo! Finance* og Oslo Børs' egen nettside. I våre

beregninger har vi lastet ned de daglige aksjekursene ved børsens stengetid for de siste fem årene. De historiske kursene strekker seg altså fra og med 10. mars 2017, til og med 9. mars 2022. I tillegg til MOWI har vi også tatt med konkurrerende aktører i vår analyse. Disse er SalMar, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon (NRS). De aktuelle aksjekursene lastet vi ned fra Yahoo som CSV-filer, før vi samlet de i en excel-fil hvor de ble sortert fra nyeste til eldste dato. Totalt endte vi opp med aksjekurser fra 1253 handelsdager for de ulike selskapene. Historisk data fra Oslo Børs' hovedaksjeindeks (OSEBX) hentet vi fra *euronext.com*, Oslo Børs' egen nettside.

Først beregnet vi de daglige kursendringene til hvert av selskapene ved å bruke formelen:  $(\text{dagens børsverdi/gårsdagens børsverdi}) - 1$ . Samme formel ga oss også de daglige endringene i OSEBX. Den innebygde formelen i Excel, *KOVARIANS.S*, gjorde slik at vi fant ut kovariansen mellom de respektive selskapene og den nevnte referanseindeksen. Deretter brukte vi en annen formel, *VARIANS.S*, for å finne variansen til OSEBX. Til slutt fant vi betaen til hvert av selskapene ved å dividere kovariansen til det aktuelle selskapet og OSEBX på referanseindeksens egen varians. Det ga oss følgende verdier:

Selskaper	BETA
MOWI	0,638
SalMar	0,621
NRS	0,615
Lerøy Seafood	0,728
Grieg Seafood	0,797

Tabell 5.3: Betatabell.

Av tabell 5.3 ser vi at Mowi har en beta på 0,638 på bakgrunn av våre beregninger. Denne verdien impliserer at aksjekursen til selskapet svinger mindre enn det samlede markedet for øvrig, og forklarer hvorfor Mowi og lignende selskaper gjerne betraktes som defensive. Betakoeffisienten beregnes dog kun basert på historiske kursendringer. Hvis vi tar høyde for endringene i laksepris de siste årene, som også i

skrivende stund er svært volatile, kan det argumenteres for at betakoeffisienten vår er noe lav. I tillegg varierer den basert på hvor mange dager som inkluderes blant de historiske kursene. Derfor fikk vi for eksempel en lavere betakoeffisient om vi brukte færre handelsdager i beregningene, samtidig som vi sikkert hadde fått et større tall om vi hadde brukt flere handelsdager. I skrivende stund opplever man laksepriser som har steget mer enn 10% enkelte uker (*Sivertstøl, 2022*), noe som også er reflektert på Oslo Børs, hvor lakseaksjer har gjort det godt siden nyttår. Således har siste tids oppgang resultert i større svingninger i bransjen enn referanseindeksen OSEBX. Basert på denne informasjonen velger vi å bruke en høyere koeffisient i kapitalverdimodellen enn tallet vi opprinnelig fikk. Vi forutsetter derfor en betakoeffisient på 1,1, slik at de volatile lakseprisene og risikoen i prisendringene blir tatt høyde for i avkastningskravet.

Dette gir oss alle verdiene vi trenger for å beregne CAPM:

$$1,707 \% + 1,1 * 5 \% = 7,207 \%$$

## 5.2 WACC

Weighted average cost of capital (WACC) er en sammensetning av både egenkapitalkostnad og gjeldskostnad etter skatt, og gir derfor viktig informasjon om avkastningskravet til totalkapitalen. WACC gir oss derfor også diskonteringsrenten som vi skal bruke videre i verdsettelsen i DCF-analysen (Hargrave, 2022). Formelen for WACC er gitt ved:

$$\text{WACC} = \left(\frac{E}{V} \times R_e\right) + \left(\frac{D}{V} \times R_d\right) \times (1 - T_c)$$

E	Egenkapital
D	Gjeld
V	Enterprise value (E + D)
R <sub>e</sub>	Egenkapitalkostnad
R <sub>d</sub>	Gjeldskostnad
T <sub>c</sub>	Selskapsskatt

Tabell 5.4: WACC.

For at bedriften skal oppnå en riktig vektlegging av avkastningskravet, benytter vi oss av gjennomsnittlig egenkapitalandel og gjeldsandel for perioden. Disse finner vi ved å legge sammen andelene for de respektive årene og dele på summen av de.

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Egenkapital</b>	2 315,40	2 879,00	2 892,60	2 764,10	3 155,60
<b>Gjeld</b>	2 014,90	2 266,20	2 947,50	3 082,00	3 103,90
<b>Andel Egenkapital</b>	53,47%	55,96%	49,53%	47,28%	50,41%
<b>Andel Gjeld</b>	46,53%	44,04%	50,47%	52,72%	49,59%
<b>Gjennomsnittlig egenkapitalandel</b>					<b>51,33%</b>
<b>Gjennomsnittlig gjeldsandel</b>					<b>48,67%</b>

Tabell 5.5: Andel EK og andel gjeld.

Gjennomsnittlig gjeldsandel og egenkapitalandel blir henholdsvis 48,67% og 51,33%. Ved hjelp av CAPM-modellen har vi funnet ut avkastningskravet eierne krever for sine investeringer. Av tabellen over ser vi derimot at eierne kun står for 51,33% av finansieringen, resten er det kreditorene som sørger for. For å finne avkastningskravet til nevnte kreditorer deler vi de årlige rentekostnadene med den totale gjelden for det aktuelle året, før vi regner ut gjennomsnittet av disse årlige gjeldsrentene.

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Rentekostnad</b>	46,70	50,00	70,20	63,00	59,00
<b>Gjeld</b>	2 014,90	2 266,20	2 947,50	3 082,00	3 103,90
<b>Gjeldsrente</b>	2,32%	2,21%	2,38%	2,04%	1,90%
<b>Gjennomsnittlig gjeldsrente</b>					<b>2,17%</b>

Tabell 5.6: Gjennomsnittlig gjeldsrente.

Den estimerte gjeldsrenten blir i vårt tilfelle 2,17%. Skattesatsen i Norge ligger på 22%, og dermed har vi alle tallene vi trenger for å regne ut avkastningskravet til totalkapitalen:

$$WACC = (51,33 \% * 7,207 \%) + (48,67 \% * 2,17 \%) * (1 - 22 \%) = 4,52314 \%$$



## 6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Her vil vi lage prognoser for de fremtidige kontantstrømmene. Den eksplisitte perioden vi skal predikere er årene 2022, 2023, 2024 og 2025. Det finnes flere metoder for å verdsette et selskap. Siden vi velger å verdsette ved hjelp av fremtidige kontantstrømmer, så anvender vi total kapitalmetoden. Den ser på kontantstrømmer av total kapitalen. Dette er det grunnlag for siden Mowi er finansiert av både egenkapital og gjeld.

Kontantstrømmene må beregnes på lik måte over tid slik at de er sammenlignbare. De skal senere bli diskontert for å finne dagens verdi på Mowi. Vi presenterer tall for enkelthetens skyld i euro, siden de blir presentert i euro i årsregnskapene. Ser på operasjonelle aktiviteter basert på årsrapportene og fri kontantstrøm etter investeringer som er gjort. Vi benytter oss av historiske tall fra årsrapportene fra 2017 til 2021 for å finne estimater til (de aktuelle verdiene) slaktet volum, andre inntekter, varekostnader, lønnskostnader, annen driftskostnader. Henter også noen historiske tall fra 2016 for å kunne se utviklingen til 2017. Ved prediksjon av fremtidige laksepriser bruker vi data fra Fish Pool (Fish Pool).

Benyttelse av estimater etter historiske tall og forventning for å finne de fremtidige kontantstrømmene er en svakhet i modellen, siden det er faktorer som vi i dag ikke er kjent med som vil påvirke fremtidige inntekter og kostnader. Men det er den beste modellen for oss, med tanke på tilgang av data og teoriene vi anvender. Beregning av fremtidig inntekt og vurdering av utsikter står for en stor del av aksjeprisen og verdien til selskapet. Derfor går vi senere gjennom en sensitivitetsanalyse for å belyse hva som vil skje om det skjer endringer i forholdene vi har vurdert oss fram til.

Grunnet 2 år med pandemi og i dag konflikten i Russland/Ukraina er det vanskeligere for oss å predikere, enn ved normale tider. Dette gjør at vi vil være strenge på endelig valg av framtidige inntekter og kostnader.

Terminalverdi anvendes for å finne verdien 31.12 2021 fra de fremtidige estimerte kontantstrømmene utover den eksplisitte perioden. Her er det antatt at de fremtidige kontantstrømmene fortsetter i det uendelige, justert for eventuell forventet vekst (Årsregnskap s.187). Den terminalverdien vi senere skal beregne legges til den eksplisitte perioden vi tar for oss nå.

$$TV = \frac{FCF_n * (1 + g)}{(r - g)}$$

Figur 6.1: Formel for terminalverdi. (Magnimetrics, What is Terminal Value?)

TV = Terminal Value = terminalverdi

## 6.1 Driftsinntekter

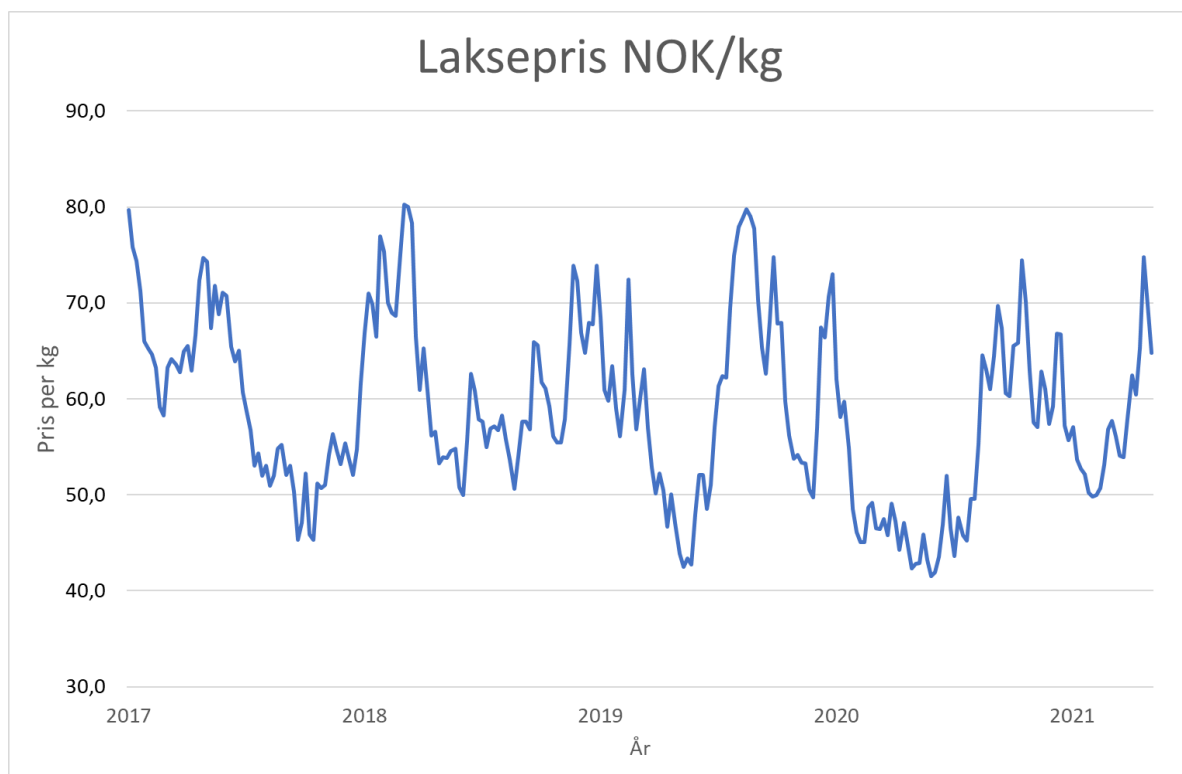
Først er det driftsinntektene vi skal beregne, her er det to veldig viktige faktorer vi skal estimere, altså lakseprisen og slaktevolumet. Siden dette er hovedkilden for de totale inntektene, med andre ord salgsinntektene. Vi regner avvik og presenterer inntektene i euro for enkelthetens skyld da de blir presentert i euro i årsrapportene. Beregning fra EUR til NOK blir gjort etter nåverdiberegningen. Summen av salgsinntektene og inntektsavviket for de andre inntektskildene gir oss estimerte driftsinntekter.

### 6.1.1 Laksepris

Vi benytter oss av Fish Pool sine estimerer for fremtidig laksepris. I E24 er det en god forklaring på hvordan Fish Pool skaffer seg sine estimerer: "Den såkalte fremtidsprisen (forward) på laks utarbeides av Fish Pool basert på finansielle kontrakter mellom kjøpere og selgere for levering frem i tid, med forhåndsavtalt

volum og pris” (Bøhren, 2021). Estimatenes fra Fish Pool ser vi på som beste estimater for forventningen man har i laksepris i årene som kommer. Prisen for laks avhenger av forholdet mellom tilbud og etterspørsel. Dette kan vi se, ved å fremlegge historiske tall. Fallet til de lave lakseprisene i 2020 forklares i fall i etterspørselen, for eksempel restauranter var nedstengt og kjøpte da ikke laks.

I dag er lakseprisen på 83,23 NOK/kg (uke 10 i mars 2022) (SSB, “Eksport av laks”) dette er en høy pris og skyldes at etterspørselen er høy, etter både gjenåpning og grad av normalisering. I tillegg øker ikke tilbudssiden i like stor grad, og dette resulterer i de høye prisene vi opplever i dag.



Figur 6.2: Laksepris i NOK/kg siste 5 år. (Fish Pool)

Vi har i dag (mars 2022) tilgang på 3 måneder med korrekt laksepris for året 2022 og vil legge dette inn i beregningen av gjennomsnittlig laksepris for året 2022. Siden Fish Pool har predikert lakseprisen fram til år 2024, vil vi benytte oss av samme laksepris for 2025 som i 2024.

Forward	2021	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
Nok/kg	58,41596	71,39	63,70	61,00	61,00

Tabell 6.1: Predikert laksepris i NOK.

Forward	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Eur/kg	5,75	6,91	6,28	5,88	5,88

Tabell 6.2: Predikert laksepris i EUR.

Tabellene viser oss estimatene for lakseprisen i den eksplisitte perioden. Tabell 6.1 viser til predikert laksepris i NOK. Tabell 6.2 gir oss predikert laksepris i EURO, og det er denne tabellen vi vil benytte oss av til videre beregning.

### 6.1.2 Slaktet volum

Slaktet volum blir sett på som det samme som solgt volum, og blir da en forutsetning vi tar med oss videre. For å beregne fremtidig slaktevolum finner vi den gjennomsnittlige veksten i slaktet volum for de 5 siste årene.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Slaktet volum	370346	375237	435904	439829	465600
Vekst		1,32 %	16,17 %	0,90 %	5,86 %
<b>Gjennomsnittlig vekst</b>	<b>6,06 %</b>				

Tabell 6.3: Historisk vekst av slaktevolum.

Men kan vi forvente oss vekst i GWT i årene som kommer? Grunnet hvordan situasjonen er nå, der tilbudssida ikke får dekket etterspørselen, noe som resulterer i høye priser nå. I tillegg er ikke aktører i Ukraina og Russland med. Det er også nevnt i den strategiske analysen at det ikke bare er Norge som har en begrenset økning i biomasse hvert år, og med det så kan ikke et land plutselig øke tilbudet (som for eksempel oljen). Det tar også mange år å produsere salgbar oppdrettsfisk, så en slik tilbudsdekning må være predikert lang vei i forveien. Mowi investerer også en del for

å øke produksjonskapasiteten. For eksempel i år 2021 ble 20 millioner euro investert for kjøp av nye lisenser som øker produksjonen.

Satsen som blir brukt som årlig vekst for årene 2022 til og med år 2025, er vist i tabell 6.4.

År	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Estimert slaktet volum	465600	493825	523760	555511	589186
Årlig vekst	6,06 %				

Tabell 6.4: Estimert slaktet volum basert på historisk gjennomsnittlig årlig vekst.

### 6.1.3 Inntektsavvik

Inntektsavvik er det neste vi skal beregne, og er inntektene som avviker fra salgsinntektene. Inntektsavvik blir som slaktet volum beregnet ut i fra historiske tall, som gir oss en sats. Satsen er gjennomsnittet i perioden 2017 - 2021. Denne satsen gir oss inntektsavvik forholdet, og skal da senere hjelpe oss å regne ut estimater for driftsinntektene.

Vi får et gjennomsnittlig avvik på 58,27%.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Laksepris Euro	6,52	6,32	5,99	5,20	5,75
Slaktevolum	370346	375237	435904	439829	465600
(Laks x Volum)/1000	2 416 080,3	2 372 941,1	2 611 903,2	2 286 529,9	2 678 632,6
Driftsinntekt Euro	3 649 400,0	3 811 900,0	4 135 600,0	3 760 200,0	4 202 200,0
Avvik	1 233 319,7	1 438 958,9	1 523 696,8	1 473 670,1	1 523 567,4
Avvik i %	51,05 %	60,64 %	58,34 %	64,45 %	56,88 %
Gjennomsnittlig Avvik i %	58,27 %				

Tabell 6.5: Historisk gjennomsnittlig inntektsavvik fra de operasjonelle inntektene.

### 6.1.4 Estimerte driftsinntekter

For å regne seg frem til de estimerte driftsinntektene for den eksplisitte perioden, så slår vi sammen salgsinntektene etter de predikerte lakseprisene og slaktet volum med inntektsavviket ved å multiplisere salgsinntektene med 1 + gjennomsnittlig avvik. Dette gir oss følgende estimater:

Driftsinntekter	2022E	2023E	2024E	2025E
Laksepris i Euro per kg Estimert	6,91	6,28	5,88	5,88
Slaktet volum (GWT) Estimert	493 825	523 760	555 511	589 186
Salgsinntekt (Pris * Volum)	3 411 341	3 289 652	3 266 404	3 464 414
Inntektsavvik: Salgsinntekt * 58,27%	1 987 801	1 916 893	1 903 346	2 018 727
<b>Driftsinntekt estimert Euro i million</b>	<b>5 399,14</b>	<b>5 206,54</b>	<b>5 169,75</b>	<b>5 483,14</b>

Tabell 6.6: Estimerte driftsinntekter i den eksplisitte perioden (2022-2025).

## 6.2 Driftskostnader

Her skal vi over til kostnadssiden etter å ha regnet ut driftsinntektene. De kostnadene som vi skal ta for oss, for å finne estimerte kontantstrømmer er varekostnader, lønnskostnader og annen driftskostnader. Disse blir regnet ut ved hjelp av historiske tall fra årsregnskaper, der vi finner hvor stor gjennomsnittlig økning det er av hvert kostnadselement ved å sammenligne de med driftsinntektene.

### 6.2.1 Varekostnader

Historisk	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter (Euro)	3 649,4	3 811,9	4 135,6	3 760,2	4 202,2
Varekostnader (Euro)	1 688,5	1 812,2	1 982,8	1 970,4	2 191,5
Andel varekost	0,463	0,475	0,479	0,524	0,522
Vekst andel varekost		1,27 %	0,40 %	4,46 %	-0,25 %
<b>Gjennomsnittlig vekst andel varekostnader</b>	<b>1,47 %</b>				

Tabell 6.7: Gjennomsnittlig andel varekostnader basert på historisk driftsinntekter og varekostnader i euro.

Estimert	2022E	2023E	2024E	2025E
Driftsinntekter (Euro) estimert	5399,14	5206,54	5169,75	5483,14
Andel varekostnader estimert	0,536	0,551	0,566	0,580
<b>Varekostnader Estimert</b>	<b>2895,13</b>	<b>2868,44</b>	<b>2924,21</b>	<b>3182,12</b>
Årlig vekst andel varekostnader	1,47 %			

Tabell 6.8: Estimerte varekostnader i den eksplisitte perioden.

I beregningene av utviklingen av varekostnader i den eksplisitte perioden benytter vi oss av historisk vekstrate av andelen varekost relatert til driftsinntektene. Vi finner da gjennomsnittet av utviklingen i vekstrate og legger det på andelen varekostnader estimert. Dette mener vi er rett måte å regne estimatene for varekost på. Vi ser i tabell 6.7 at det har vært en årlig økning i varekost utenom en liten nedgang fra år 2020 til 2021.

I varekostnader inkluderes også kostnader for fôr. Kostnadene for råvarene som er i fôr er forventet å øke mer i tiden som kommer grunnet at leverandørene har større forhandlingsmakt grunnet leverandørkrisen og at inflasjonsraten er på et høyere nivå. Likevel er en sterk krone bra for import av råvarer. Med økende pris for fiskefôr, og at fiskefôr er forventet å øke i pris for årene som kommer, er estimatene for varekost med god grunn økt etter årlig vekst av historiske tall.

### 6.2.2 Lønnskostnader

Historisk	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter (Euro)	3 649,4	3 811,9	4 135,6	3 760,2	4 202,2
Lønnskostnader (Euro)	477,9	505	563,5	558,5	568,3
Andel lønnskostnader	0,131	0,132	0,136	0,149	0,135
<b>Gjennomsnittlig andel lønnskostnader</b>	<b>13,67 %</b>				

Tabell 6.9: Historiske lønnskostnader siste 5 år.

Estimert	2022E	2023E	2024E	2025E
Driftsinntekter Estimert	5399,14	5206,54	5169,75	5483,14
Andel lønnskostnader	13,67 %	13,67 %	13,67 %	13,67 %
<b>Lønnskostnader Estimert</b>	<b>738,02</b>	<b>711,69</b>	<b>706,66</b>	<b>749,50</b>

Tabell 6.10: Estimerte lønnskostnader i den eksplisitte perioden.

Lønnskostnader viser til kostnadene det er å ha ansatte. I tabell 6.9 ser vi at andel lønnskostnader varierer fra år til år. Derfor tar vi gjennomsnittet av andelen istedenfor en årlig vekst prosent. Dette gjør at vi kommer fram til andel lønnskostnader av driftsinntektene på 13,67%. Dette gir oss estimerte lønnskostnader som er presentert i tabell 6.10.

### 6.2.3 Andre driftskostnader

Historisk	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter (Euro)	3 649,4	3 811,9	4 135,6	3 760,2	4 202,2
Annen driftskostnader (Euro)	555	589,9	585,6	547,6	534,4
Andel	0,152	0,155	0,142	0,146	0,127
<b>Gjennomsnittlig andel annen driftskostnader</b>	<b>14,42 %</b>				

Tabell 6.11: Historiske driftskostnader siste 5 år.

Estimert	2022E	2023E	2024E	2025E
Driftsinntekter Estimert	5399,14	5206,54	5169,75	5483,14
Andel annen driftskostnader	14,42 %	14,42 %	14,42 %	14,42 %
<b>Annen driftskostnader Estimert</b>	<b>778,81</b>	<b>751,03</b>	<b>745,72</b>	<b>790,93</b>

Tabell 6.12: Estimerte driftskostnader i den eksplisitte perioden.

Andel annen driftskostnader er beregnet med driftsinntekter i nevner. Ser man på utvikling av andel driftskostnader historisk i tabell 6.11, så ser vi at trenden er synkende. Likevel så anvender vi oss av gjennomsnittlig andel, da dette gir oss et mer forsiktig estimat og at året 2021 kan være et ekstraordinært år.

Den gjennomsnittlig andelen vi kommer fram til er 14,42%. Den blir i tabell 6.12 brukt til å regne ut estimerte annen driftskostnader, med utgangspunkt i estimerte driftsinntektene.



## 6.2.4 Avskrivninger og amortisering

Mowi benytter seg av lineære avskrivninger, dette gir samme avskrivninger over en lengre periode helt til middelet er fullt avskrevet. Historisk de 5 siste årene ser man at avskrivningene har økt for hvert år. Dette henger sammen med nye investeringer som blir gjort, av enten materielle eller immaterielle eiendeler. Avskrivningene for en eiendel forsvinner når den økonomiske levetiden på den er løpt ut. Med nye investeringer gir det oss grunnlag for å benytte oss av en årlig vekstrate som vil øke avskrivninger for hvert år.

Avskrivninger er avskrivning av materielle eiendeler, mens amortisering er avskrivning av immaterielle eiendeler. De er ikke en del av kontantstrømmen, men inkluderes på grunn av skattefordelen man får. De trekkes fra før skatt, for så å legges til igjen etterpå, derav skattefordel.

Historisk	2017	2018	2019	2020	2021
Avskrivninger og amortisering	150,4	153,4	287,1	338,1	373,2
Økt andel	5,54 %	1,99 %	87,16 %	17,76 %	10,38 %
Gjennomsnittlig vekst	8,92 %	Gjennomsnittet har ikke med seg 2019			

Estimert	2022E	2023E	2024E	2025E
Avskrivninger	406,5	442,8	482,3	525,3

Tabell 6.13: Avskrivninger, historiske siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.

Året 2019 var et ekstraordinært år med avskrivninger, vi ekskluderer dette året når vi finner gjennomsnittet for perioden. Dette er en uteligger i tabell 6.13 som vil overestimere avskrivninger hvis den blir inkludert.

For tomt og bygninger benyttes 0 til 20 års avskrivninger, for maskiner og utstyr 5 til 20 års avskrivninger, transport 3 til 10 års avskrivninger og andre anleggsmidler med avskrivninger mellom 3 og 10 år. Alle bruker en lineær avskrivningsmetode.

## 6.2.5 Nedskrivninger

Nedskrivningene i den eksplisitte perioden for Mowi inneholder en del uteliggere som trekker et eventuelt gjennomsnitt av perioden drastisk opp eller ned, og er ikke dermed gyldig som estimat. Derfor vil vi anvende sentralitetsmålet median som utelukker disse uteliggerne. Siden nedskrivninger er uforutsette verdifall er dette gyldig.

Historisk	2017	2018	2019	2020	2021
Nedskrivninger	103,8	11	4,5	18,1	74,8
<b>Median</b>	<b>18,1</b>				

Estimert	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Nedskrivninger</b>	<b>18,1</b>	<b>18,1</b>	<b>18,1</b>	<b>18,1</b>

Tabell 6.14: Nedskrivninger, historiske siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.

## 6.3 Normalisert arbeidskapital kalkulasjon

Her skal vi se på endringene i arbeidskapitalen. Med arbeidskapital mener vi differansen mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden. Omløpsmidlene til Mowi består i hovedsak av varelager og kundefordringer. Videre består den kortsiktige gjelden i all hovedsak av leverandørgjelden. Vi velger derfor å fokusere på disse variablene for å estimere den fremtidige endringen i arbeidskapitalen. Tar UB for hver av postene i balansen, da det ikke er store svingninger over månedene.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt i euro		3649,4	3811,9	4135,6	3760,2	4202,2
Varekostnader euro		1688,5	1812,2	1982,8	1970,4	2191,5
Kundefordringer (UB) Euro	498	477,6	493,3	504,8	454	492,1
Varelager (UB) Euro	1822	1507,4	1844,8	1843,1	1750,7	1913,6
Leverandørgjeld (UB) Euro	275,5	280,9	280,2	296,8	316,5	392,8

Tabell 6.15: Driftsinntekter, varekostnader, kundefordringer, varelager og leverandørgjeld historisk siste 5 år.

Her ser vi driftsinntektene, varekostnadene, kundefordringene, varelageret og leverandørgjelden de siste 5 årene. Vi benytter oss av disse tallene for å finne den gjennomsnittlige andelen varelageret utgjør i forhold til driftsinntektene, og estimerer

videre hvor stort varelageret er for de neste 4 årene i forhold til tidligere estimerte driftsinntekter.

Varelager	2017	2018	2019	2020	2021
Varelager (UB)	1 507,4	1 844,8	1 843,1	1 750,7	1913,6
Endring Varelager i %	-17,27 %	22,38 %	-0,09 %	-5,01 %	9,30 %
Driftsinntekter	3 649,4	3 811,9	4 135,6	3 760,2	4202,2
Varelager/Driftsinntekter	41,31 %	48,40 %	44,57 %	46,56 %	45,54 %
<b>Gjennomsnitt andel</b>					<b>45,27 %</b>

Varelager	2022E	2023E	2024E	2025E
Driftsinntekter	5 399,1	5 206,5	5 169,8	5 483,1
Varelager (UB)	2 444,4	2 357,2	2 340,5	2 482,4
<b>Endring Varelager</b>	<b>530,8</b>	<b>-87,2</b>	<b>-16,7</b>	<b>141,9</b>

Tabell 6.16: Varelager, historisk siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.

Økt varelager reduserer kontantstrømmer. Det er fordi det blir brukt kapital til å øke varelageret. Det betyr at kapital blir bundet. Varelageret består av inventar og biologiske eiendeler (fisk).

Videre bruker vi samme fremgangsmåte for å estimere hvor store kundefordringene er de neste 4 årene.

Kundefordringer	2017	2018	2019	2020	2021
Kundefordringer (UB)	477,6	493,3	504,8	454,0	492,1
Endring Kundefordringer i %	-4,10 %	3,29 %	2,33 %	-10,06 %	8,39 %
Driftsinntekter	3 649,4	3 811,9	4 135,6	3 760,2	4 202,2
Kundefordringer/driftsinntekt	13,09 %	12,94 %	12,21 %	12,07 %	11,71 %
<b>Gjennomsnitt andel</b>					<b>12,40 %</b>

Kundefordringer	2022E	2023E	2024E	2025E
Driftsinntekter	5 399,1	5 206,5	5 169,8	5 483,1
Kundefordringer (UB)	669,7	645,8	641,2	680,1
<b>Endring Kundefordringer</b>	<b>177,6</b>	<b>-23,9</b>	<b>-4,6</b>	<b>38,9</b>

Tabell 6.17: Kundefordringer, historisk siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.

Dersom kundefordringer øker, reduseres også kontantstrømmer. Dette er på grunn av at flere kunder ikke har innbetalt summen de skylder Mowi, kunden sitter altså på en forpliktelse til å betale som Mowi har krav på. Derfor er kundefordringene registrert som inntekt, men ikke enda innbetalt siden dette høyst sannsynlig er betalt

med kreditt med en senere forfallsdato. I tabell 6.17 ser vi at i år 2022 og 2025 er det økt kundefordringer.

Videre estimerer vi hvor stor leverandørgjelden er de kommende årene. Dette gjør vi med å finne ut hvor mye den gjennomsnittlige andelen leverandørgjeld utgjør i forhold til varekostnadene de tidligere årene. Videre estimerer vi hvor stor leverandørgjelden er de neste årene ved hjelp av tidligere estimerte varekostnader.

Leverandørgjeld	2017	2018	2019	2020	2021
Leverandørgjeld (UB)	280,9	280,2	296,8	316,5	392,8
Endring Leverandørgjeld i %	1,96 %	-0,25 %	5,92 %	6,64 %	24,11 %
Varekostnader	1 688,5	1 812,2	1 982,8	1 970,4	2 191,5
Leverandørgjeld/varekostnader	16,64 %	15,46 %	14,97 %	16,06 %	17,92 %
<b>Gjennomsnittlig andel</b>					<b>16,21 %</b>

Leverandørgjeld	2022E	2023E	2024E	2025E
Varekostnader	2 895,1	2 868,4	2 924,2	3 182,1
Leverandørgjeld (UB)	469,3	465,0	474,0	515,8
<b>Endring Leverandørgjeld</b>	<b>76,5</b>	<b>-4,3</b>	<b>9,0</b>	<b>41,8</b>

Tabell 6.18: Leverandørgjeld, historisk siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.

I tabell 6.18 viser det en økende endring av leverandørgjeld for alle årene i den eksplisitte perioden forutenom år 2023. Økt leverandørgjeld har en økende effekt på kontantstrømmene siden Mowi får inn mer kapital en kan benytte seg av.

## 6.4 Investeringer

Vi finner en vekstfaktor vi benytter oss av for å beregne investerings-summen det neste året. Investeringer er ofte ekstraordinære, da muligheten som kommer ikke er planlagt på forhånd. Eksempler på ekstraordinære muligheter som dukker opp er oppkjøp av andre selskap, mulighet for kjøp av lisenser eller andre investeringsmuligheter.

Direkte oversatt fra Mowis Årsregnskap 2021 står det følgende: "Våre kapitalutgifter er hovedsakelig knyttet til investeringer i våre driftsfasiliteter og utstyr som brukes i vår virksomhet". Andre investeringsutgifter som blir nevnt er investering i kompetanse og skadebegrensning av lakselus

Store deler av investeringen blir investert i oppdrettsvirksomhet i Norge, henholdsvis 146.3 millioner euro i 2021 og 168.3 millioner euro i 2020. Dette er 60,7% og 54,5% av totale investeringer bare i Norge.

CapEx	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CapEx (in millions) Euro	199,2	248,7	340	286	309	241
Vekst		24,85 %	36,71 %	-15,88 %	8,04 %	-22,01 %
<b>Gjennomsnittlig vekst</b>						<b>6,34 %</b>

Estimert	2022E	2023E	2024E	2025E
Investeringer	256,3	272,5	289,8	308,2

Tabell 6.19: Vekst, historisk siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.

## 6.5 Estimering av frie kontantstrømmer

Vi slår sammen alle prognosene som er gjort fram til nå i en sammenslått tabell.

Dette gir oss de frie kontantstrømmene som står presentert nederst etter alle beregningene i tabell 6.20.

År	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Inntekt</b>				
Laksepris euro	6,91	6,28	5,88	5,88
		523		589
Slaktet volum (GWT)	493 824,74	760,46	555 510,89	186,04
Salgsinntekt	3 411,34	3 289,65	3 266,40	3 464,41
Inntektsavvik (Salgsinntekt * 58,27%)	1 987,80	1 916,89	1 903,35	2 018,73
<i>Totale Driftsinntekter (Euro in millions)</i>	5 399,14	5 206,54	5 169,75	5 483,14
<b>Kostnad</b>				
Varekostnader	2 895,13	2 868,44	2 924,21	3 182,12
Lønnskostnader	738,02	711,69	706,66	749,50
Annen driftskostnader	778,81	751,03	745,72	790,93
<b>EBITDA</b>	987,18	875,39	793,16	760,60
Avskrivninger	406,49	442,76	482,25	525,28
Nedskrivning	18,10	18,10	18,10	18,10
<b>= Driftsresultat (EBIT)</b>	562,59	414,53	292,81	217,22
-Skatt (22%)	123,77	91,20	64,42	47,79
<b>=Resultat etter skatt</b>	438,82	323,34	228,39	169,43
Endring varelager	530,75	-87,19	-16,66	141,88
Endring kundefordringer	177,60	-23,89	-4,56	38,87
Endring leverandørgjeld	76,52	-4,33	9,04	41,81
Nedskrivning	18,10	18,10	18,10	18,10
Avskrivninger	406,49	442,76	482,25	525,28
<b>CF drift</b>	231,59	890,95	759,01	573,86
Investeringer	256,29	272,54	289,83	308,21
<b>Frie kontantstrømmer (Euro)</b>	<b>-24,70</b>	<b>618,41</b>	<b>469,18</b>	<b>265,65</b>
Diskontering	1,045	1,093	1,142	1,194

Tabell 6.20: Frie kontantstrømmer estimerte i den eksplisitte perioden.

## 7. Sammensetning fundamental verdsettelse

Her kommer vi fram til vår verdsettelse av Mowi basert på beregning av det fundamentale. Vi diskonterer de estimerte kontantstrømmene i den eksplisitte perioden og terminalverdien. Vi trekker også fra rentebærende gjelden og legger til egenkapital som står balanseført i årsregnskapet 31.12.2021. Dette gir oss en sum som vi fordeler ut på antall aksjer som er i markedet, som gir oss en aksjepris i euro. Vi multipliserer denne aksjeprisen med eurokursen som var 31.12.2021, altså 9,9888 kr per euro.

År	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Inntekt</b>				
Laksepris euro	6,91	6,28	5,88	5,88
Slaktet volum (GWT)	493 824,74	523 760,46	555 510,89	589 186,04
Salgsinntekt	3 411,34	3 289,65	3 266,40	3 464,41
Inntektsavvik (Salgsinntekt * 58,27%)	1 987,80	1 916,89	1 903,35	2 018,73
<i>Totale Driftsinntekter (Euro in millions)</i>	5 399,14	5 206,54	5 169,75	5 483,14
<b>Kostnad</b>				
Varekostnader	2 895,13	2 868,44	2 924,21	3 182,12
Lønnskostnader	738,02	711,69	706,66	749,50
Annen driftskostnader	778,81	751,03	745,72	790,93
<b>EBITDA</b>	987,18	875,39	793,16	760,60
Avskrivninger	406,49	442,76	482,25	525,28
Nedskrivning	18,10	18,10	18,10	18,10
<b>= Driftsresultat (EBIT)</b>	562,59	414,53	292,81	217,22
-Skatt (22%)	123,77	91,20	64,42	47,79
<b>=Resultat etter skatt</b>	438,82	323,34	228,39	169,43
Endring varelager	530,75	-87,19	-16,66	141,88
Endring kundefordringer	177,60	-23,89	-4,56	38,87
Endring leverandørgjeld	76,52	-4,33	9,04	41,81
Nedskrivning	18,10	18,10	18,10	18,10
Avskrivninger	406,49	442,76	482,25	525,28
<b>CF drift</b>	231,59	890,95	759,01	573,86
Investeringer	256,29	272,54	289,83	308,21
<b>Frie kontantstrømmer (Euro)</b>	<b>-24,70</b>	<b>618,41</b>	<b>469,18</b>	<b>265,65</b>
Diskontering	1,045	1,093	1,142	1,194

Tabell 7.1: Estimat for frie kontantstrømmer.

Så langt har vi regnet ut de frie kontantstrømmene i den eksplisitte perioden (2022E - 2025E). I kapitalverdimodellen er det også en forutsetning for uendelig vekst som skal representeres i aksjeprisen. Modellen som brukes for å beregne nåverdien fra kontantstrømmer f.o.m. år 2025 kalles terminalverdien. Det er vanlig at nåverdien fra

denne delen av verdisettingen representerer en større andel enn nåverdien fra den eksplisitte perioden. Formelen til terminalverdien er vist under “6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer”.

I modellen behøves det en vekstfaktor i beregning av terminalverdien. Antakelsene om at kontantstrømmene vil fortsette i det uendelige, blir også justert for forutsetning om vekst i selskapet. Vekstraten er den forventede veksten Mowi vil ha til det uendelige. Vekstraten tas i bruk fra og med den siste beregnede estimerte kontantstrømmen til det uendelige. Vi kommer fram til en vekstrate ut fra vår strategiske analyse.

For å best mulig avdekke vekstraten i selskapet, ser vi nærmere på endringer i slaktevolumet, siden vi vurderer at dette er den beste indikatoren på vekst innen lakseoppdrett. For å luke bort år med unormale endringer bruker vi en lengre tidsperiode når vi nå ser nærmere på gjennomsnittlig vekst, sammenlignet med hva som var tilfellet i tidligere prognoser knyttet til slaktevolum. Slik får vi et mer reelt gjennomsnitt, samtidig som vekstraten vil være i bedre stand til å gjenspeile normale tider. Derfor har vi valgt en tiårsperiode, fra og med 2012 til og med 2021.

ÅR	Slaktet volum	Årlig vekst	Gjennomsnittlig årlig vekst
2021	465 600	5,86 %	2,44 %
2020	439 829	0,90 %	
2019	435 904	16,17 %	
2018	375 237	1,32 %	
2017	370 346	-2,70 %	
2016	380 621	-9,41 %	
2015	420 148	0,30 %	
2014	418 873	21,85 %	
2013	343 772	-12,37 %	
2012	392 306		

Tabell 7.2: Gjennomsnittlig vekst i slaktevolum.



Av tabell 7.2 ser vi at vi får en gjennomsnittlig vekst på 2,44% per år.

Det er vanlig å ha en vekstrate opp mot inflasjonsraten siden dette gjenspeiler veksten i økonomien i landet. Samtidig så skal en være forsiktig i å forvente en vekst over inflasjonsnivået hvis en ikke har gode grunner til det (*Schwencke, Haugen, Baksaas, Stenheim, Avlesen-Østli, 2021, s.187*). I 2021 var den årlige inflasjonen på 5,3% (*Svendsen & Høgseth, 2022*). Vi mener derfor at det er hensiktsmessig å justere vekstraten opp til 3%.

Nåverdi av frie kontantstrømmer	1 175,85	
Wacc	4,52314 %	
Vekst faktor (g)	3,0 %	
Terminalverdi Nåverdi	14 399,6	Terminalverdi
Nåverdi av frie kontantstrømmer	1 175,9	17 964,4
<b>Sum Nåverdi</b>	<b>15 575,5</b>	
Rentebærende gjeld	1 257,3	
EK	14 318,2	
	14 318 188	
Sum * 1000	819,9	
Antall aksjer	517 111 091,0	
<b>Aksjepris euro</b>	<b>27,69</b>	
Euro 31.12.2021	9,9888	
<b>Aksjepris Nok</b>	<b>276,6</b>	
Pris 31.12 Børs	208,3	
Differanse	68,3 -->	Kjøps anbefaling

Tabell 7.3: Estimat for aksjekurs 31.12.2021.

Vår estimerte aksjekurs 31.12.2021 er følgelig 276,6 NOK, noe som innebærer et vekstpotensiale på 32,78% sammenlignet med den reelle prisen på nevnte tidspunkt. I våre beregninger regner vi med en skattesats på 22%.

Estimatene som vi er kommet fram til er ikke fasitsvar, men estimerer til vår forventning av fremtiden. Virkeligheten er kompleks, og man vet aldri hva som vil skje. Bare de to siste årene har vi to uforutsette hendelser som er med på å påvirke bedrifter. Estimatene vi også er kommet fram til er preget av forutsetninger vi har tatt, enten fordi vi ikke har tilgang på data eller det faktum at DCF-modellen er begrenset.

## 8. Markedsbasert verdsettelse

I den markedsbaserte verdsettelsen skal vi verdsette MOWI ved å se på hvordan de lignende selskapene verdsettes av markedet. Verdsettelsen innebærer at vi må bruke enkelte multipler for å finne disse verdiene. Disse multiplene er:

Forkortelse	Navn	Formler
P/E	Price to Earnings	$\frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Resultat pr. aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}}$
EV/EBIT	Enterprise Value to Earnings Before Interest and Tax	$\frac{\text{Markedsverdi av sysselsatt kapital}}{\text{Driftsresultat}}$
EV/kg	Enterprise Value to kilograms	$\frac{\text{Markedsverdi av sysselsatt kapital}}{\text{Kilogram}}$  hvor EV = Market Capitalization + Market Value of Debt – Cash and Equivalents

Tabell 8.1: Multipler og tilhørende formler.

### 8.1 Sammenlignbare selskaper

Tidligere i oppgaven, blant annet ved beregning av BETA, har vi sammenlignet Mowi med selskaper innenfor samme bransje. Også ved en markedsbasert verdsettelse er det aktuelt å sammenligne med disse. Slik kan vi gjøre en komparativ analyse.

I Mowi sitt tilfelle vil sammenlignbare selskaper være andre selskaper som driver med lakseoppdrett. Som tidligere har vi valgt å sammenligne med SalMar, Lerøy Seafood, Grieg Seafood og NRS (Norway Royal Salmon). Dette fordi vi vurderer at samtlige av disse selskapene tilfredsstillt kravet om bransjetilhørighet, og at de derfor er relevante i en komparativ analyse. Selskapene er, i likhet med Mowi, børsnoterte på Oslo Børs, og blir i stor grad utsatt for de samme makroøkonomiske forholdene som Mowi utsettes for.

## 8.2 Price to Earnings (P/E)

Tabellen under viser en oversikt over P/E-verdien til de ulike selskapene i bransjen for lakseoppdrett. Verdiene uttrykker forholdet mellom bedriftenes markedsverdi, gitt ved aksjekursen den 31.12.21, i forhold til inntjeningen. Inntjeningen er gitt ved EPS (Earnings per Share), og er hva vi deler aksjekursen på for å få verdiene.

Aksjekursene ved årets slutt ble hentet fra *Yahoo! Finance*, mens vi fant EPS i de respektive kvartalsrapportene. I Mowi sitt tilfelle er det verdt å nevne at EPS oppføres i EUR i deres rapporter. For å regne om fra EUR til NOK benyttet vi oss av den gjennomsnittlige valutakursen for 2021 (*valuta-kurser.no*), som for øvrig var 10,1625 NOK.

Ved beregningen av gjennomsnittet er Mowi sin Price to Earnings utelatt, for å enklere sammenligne selskapet med konkurrentene. Vi ser at SalMar har en P/E som er høyere enn de resterende selskapene, mens både Grieg Seafood og NRS ligger under gjennomsnittet. Mowi sin Price to Earnings er litt høyere enn gjennomsnittet, men ikke tilstrekkelig høyere i den grad at de vurderes overpriset. I forhold til bransjen som helhet er Mowi sin multiplenummer den som er nærmest gjennomsnittet.

2021	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood	NRS	Gjennomsnitt
P/E	<b>21,85</b>	26,87	22,39	14,58	13,23	19,27

Tabell 8.2: Price to Earnings.

Vi vil også beregne et estimat til aksjeverdien for Mowi ved å ta i bruk den gjennomsnittlige Price to Earnings beregnet for bransjen. Tabell 8.3 viser at aksjeverdien er 18,17 EUR, noe som tilsvarer 184,66 NOK om vi bruker den gjennomsnittlige valutakursen for EUR i 2021. Dette er noe lavere enn den faktiske aksjekursen ved årets slutt for Mowi i 2021, som var 208,7 NOK. Altså priset markedet aksjen noe høyere enn multiplenummeret antyder at den er verdt på dette tidspunktet, noe som kan skyldes optimisme knyttet til fremtidig inntjening.

P/E	Sum
Multipel	19,27
x Årsresultat (millioner EUR)	487,6
= Verdi Egenkapital	9396,05
/ Antall Aksjer (millioner)	517,1
= Verdi per Aksje (EUR)	18,17
Verdi per Aksje (NOK)	<b>184,66</b>

Tabell 8.3: Estimert av aksjeverdi ved bruk av gjennomsnittlig P/E-multipel.

### 8.3 Enterprise Value to Earnings Before Interest and Tax (EV/EBIT)

Som uttrykt tidligere regner vi ut Enterprise Value to EBIT ved først å regne ut børsverdien (=EV) til de respektive selskapene. Dette gjøres ved å multiplisere antall aksjer i selskapet med aksjekursen 31.12. Deretter la vi til markedsverdien av kortsiktig og langsiktig gjeld, og trakk fra kontantbeholdningen. Til slutt delte vi børsverdien vi kom frem til på selskapenes EBIT, altså inntjening før renter og skatt. Multiplene til de ulike selskapene vises i tabell 8.4.

Den gjennomsnittlige EV/EBIT er i likhet med Price to Earnings regnet ut uten å ta med Mowi sin verdi, slik at sammenligningsgrunnlaget blir optimalt. Vi kan se av tabellen at denne gjennomsnittlige multiplene var 24,68 for bransjen. Av tabellen kan vi også se at Mowi sin Enterprise Value to EBIT var 22,67 for året 2021.

2021	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood	NRS	Gjennomsnitt
<b>EV/EBIT</b>	<b>22,67</b>	23,23	14,36	30,80	30,36	<b>24,68</b>

Tabell 8.4: Enterprise Value to Earnings Before Interest and Tax.

I likhet med P/E skal også denne multippelen fortelle oss om de ulike selskapene er overpriset eller underpriset i forhold til resten av bransjen. Ser man verdiene i lys av gjennomsnittet er det verdt å bemerke seg at Mowi og SalMar er de selskapene som ligger nærmest denne verdien, med henholdsvis 22,67 og 23,23. Dette kan indikere at de er fornuftig priset i forhold til laksebransjen. Lerøy Seafood sin EV/EBIT tilsier at aksjen er noe underpriset, mens det basert på våre beregninger kan tydes at både Grieg Seafood og Norway Royal Salmon begge er noe overpriset i forhold til de sammenlignbare selskapene.

Vi vil også for denne multippelen beregne aksjeverdien til Mowi ved hjelp av den gjennomsnittlige verdien. Av tabell 8.5 ser vi at den estimerte aksjeverdien blir 22,7 EUR, eller 230,67 NOK om vi benytter oss av den gjennomsnittlige valutakursen for 2021. Tatt i betraktning at aksjekursen til Mowi var 208,7 NOK ved årets slutt, er dette estimat noe høyere enn hva markedet priset selskapet. Det er dog verdt å bemerke seg at estimatet basert på EV/EBIT avviker omtrent like mye som estimatet ved bruk av P/E-multippel. Forskjellen er dog at de avviker i hver sin retning, hvor EV/EBIT-multippelen bidrar til den høyeste verdien per aksje.

<b>EV / EBIT</b>	<b>Sum</b>
Multippel	24,68
x EBIT (millioner EUR)	602,2
= EV	14 866,81
– netto finansiell gjeld (millioner EUR)	3 128,2
=Egenkapital	11 738,61
/ Antall Aksjer (millioner)	517,1
= Verdi per Aksje (EUR)	22,7
Verdi per Aksje (NOK)	<b>230,67</b>

Tabell 8.5: Estimat av aksjeverdi ved bruk av gjennomsnittlig EV/EBIT-multippel.

## 8.4 Enterprise Value to Kilograms (EV/kg)

Enterprise Value to Kilograms viser børsverdien av selskapet delt på slaktevolumet målt i kilogram. Multiplene forteller oss noe om hvordan børsverdien til et gitt selskap er i forhold til hvor mye fisk de faktisk slakter.

Under ser vi multiplene for de ulike selskapene i lakseoppdrettsbransjen. Også her er gjennomsnittet beregnet uten å inkludere Mowi. Først og fremst ser vi at Mowi innehar det største slaktevolumet i bransjen, og dette med god margin. Det er ikke uten grunn at de står for 20% av det totale slaktevolumet innenfor markedet. Ved å fordele selskapets børsverdi (EV) på antall kilo slaktet i 2021 får vi en multiplere på 297,64. Dette er noe høyere enn det beregnede gjennomsnittet.

Også EV/kg kan brukes som en indikasjon på hvorvidt en aksje er overpriset eller ikke. Av våre verdier ser vi at Grieg Seafood og Norway Royal Salmon gir "mest laks for pengene", mens Lerøy ligger nærmest snittet for bransjen. SalMar har den aller høyeste multipleren, men man skal likevel være forsiktig med å vurdere de som overpriset, ettersom EV/kg-multipleren ikke tar hensyn til alle aspekter ved selskapene.

2021	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood	NRS	Gjennomsnitt
EV (1000 NOK)	<b>138745979</b>	67997001	51752011	13623446	10473137	
Harvest Volume i 1000 kg	<b>466 000</b>	182 100	186 635	75 601	46 641	
<b>EV/kg</b>	<b>297,64</b>	373,40	277,29	180,20	210,98	260,47

Tabell 8.6: Enterprise Value to kilograms.

Om vi benytter oss av den gjennomsnittlige multipleren kan vi beregne Mowi sin aksjeverdi med hensyn til slaktevolumet. Av tabell 8.7 ser vi at dette estimatet tilsier en aksjeverdi på 173,25 NOK ved årets slutt.

EV / kg	Sum
Multippel	260,47
x 1000 kg	466 000
= EV	121 379 020
– netto finansiell gjeld (1000 NOK)	31 789 316
=Egenkapital	89 589 704
/ Antall Aksjer (i tusen)	517 111,1
Verdi per Aksje (NOK)	<b>173,25</b>

Tabell 8.7: Estimat av aksjeverdi ved bruk av gjennomsnittlig EV/kg-multippel.

I likhet med EV/EBIT-multippelen gir også denne multippelen oss en verdi lavere enn hva Mowi sin aksjekurs faktisk var 31.12, nemlig 208,7 NOK. Estimatet vårt tilsier at aksjen var overpriset på det aktuelle tidspunktet, men som nevnt er det flere aspekter som påvirker kursen utover forholdet mellom børsverdi og slaktevolum.

## 8.5 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse

De tre estimatene presentert i vår markedsbaserte verdsettelse tar hensyn til tre ulike multipler. Avslutningsvis ønsker vi å presentere et estimat som tar hensyn til samtlige av multiplene. Ved å ta gjennomsnittet av de tre estimatene får vi et endelig estimat for aksjeverdien til Mowi. I tabellen under ser vi det endelige estimatet på 196,19 NOK, som er noe lavere enn den faktiske kursen ved årets slutt. Med andre ord var aksjen noe overpriset i markedet i forhold til hva multiplene antyder, men ikke av betydelig stor grad.

Multippel	Estimert verdi
P/E	184,66
EV/EBIT	230,67
EV/kg	173,25
Gjennomsnitt	<b>196,19</b>

Tabell 8.8: Estimat av aksjeverdi av Mowi.

## 9. Sensitivitetsanalyse og diskusjon

### 9.1 Sensitivitetsanalyse

Som en siste del av våre analyser gjennomfører vi også en sensitivitetsanalyse. På denne måten kan vi avdekke hvordan ulike usikkerhetsfaktorer påvirker selskapets verdi og vår endelige anbefaling. Blant faktorene som er usikre, velger vi å fokusere spesielt på vekstraten (g) og det vektete avkastningskravet til totalkapitalen, også kjent som WACC. En liten endring i disse variablene kan medføre store endringer i estimert aksjeverdi. Dette fordi en liten endring i vekstraten vil ha en stor påvirkning på terminalleddet. I tillegg vil en liten endring i avkastningskravet til totalkapitalen påvirke nåverdien av kontantstrømmene i perioden. I vår sensitivitetsanalyse har vi valgt å både redusere og øke verdien på nevnte faktorer med 0,2 prosentpoeng.

		Terminal growth				
		2,60%	2,80%	3,00%	3,20%	3,40%
WACC	4,12%	281,1	324,4	383,2	467,4	598,2
	4,32%	245,8	278,8	321,8	380,1	463,7
	4,52%	217,9	243,8	276,6	319,2	377,1
	4,72%	195,2	216,1	241,8	274,3	316,7
	4,92%	176,4	193,6	214,3	239,9	272,1

Tabell 9.1: Sensitivitetsanalyse.

Som vi ser av tabell 9.1 er selskapets markedsverdi svært sensitiv overfor endringene i vekstraten og avkastningskravet. Vi kan tydelig se at aksjeverdien øker etter en liten økning i vekstraten. Vi ser også at dersom avkastningskravet øker, reduseres aksjeverdien. Ut fra tabellen ser vi at endringer både i vekstraten og i avkastningskravet har store innvirkninger på det endelige estimatet av aksjeverdien, selv om den ene faktoren holdes konstant. Dersom vi bruker avkastningskravet vi tidligere har beregnet i analysen og øker vekstraten vi valgte å benytte oss av med 0,2 prosentpoeng, økes aksjeprisen med 15,4%. Denne sensitivitetsanalysen forteller oss at Mowi er svært sensitiv dersom det skulle forekomme endringer i avkastningskravet eller vekstfaktoren.



## 9.2 Diskusjon

De siste års usikkerhet grunnet pandemi er etter alle solemerker forbi for både laksenæringen og verdensmarkedene for øvrig. Likevel ser vi fortsatt ettervirkninger av COVID-19. Nylig har vi her i Norge sett en inflasjon på 5,3% (*Pedersen, 2022*). Videre har USA sin inflasjon nådd sitt høyeste punkt på 40 år (*Knudsen, 2022*). Denne usikkerheten i inflasjonen vil gjøre det vanskeligere for bedrifter og privatpersoner å vite hva varer og tjenester vil koste i fremtiden. I dagene hvor denne oppgaven ferdigstilles står man også ovenfor usikre tider av helt andre årsaker. Russlands invadering av Ukraina, og krigen som nå utspilles, har fått store konsekvenser for verdensøkonomien og handelsmarkedene.

Det som nå har blitt en fullskalakrig innebærer blant annet høyere energipriser for husholdningene i Europa, ettersom Russland inntil nylig har eksportert store mengder gass til kontinentet. For nordmenn sin del innebærer dette at de høye strømprisene man først ble kjent med i 2021 fort kan gjøre seg gjeldende også ut 2022. I laksenæringen sitt tilfelle vil derimot ikke handelsstopp med Russland oppleves like inngripende. Landet innførte nemlig importstopp på mat og sjømatprodukter fra flere vestlige land, inkludert Norge, etter annekteringen av Krim-halvøya i 2014. Således er ikke Mowi eller noen av de andre norske oppdrettselskapene direkte påvirket av verken sanksjoner eller motsanksjoner (*Fykse & Tellefsen, 2022*).

Som nevnt tidligere i oppgaven opplever man i disse tider svært høye laksepriser, noe som har vært en vedvarende trend gjennom hele vårt arbeid med å verdsette Mowi ASA. I tiden fremover er det dog usikkert om denne trenden vil snu, og om man plutselig vil oppleve en markant nedgang. Prisen på laks har direkte innvirkninger på hva selskapene innen lakseoppdrett omsettes for på Oslo Børs. Derfor har man kunnet observere økende aksjekurser i næringen gjennom hele våren. Likevel kan nedgangen komme like fort, om nevnte laksepris plutselig opplever en negativ utvikling.

I beregningen vår av CAPM benyttet vi oss av en høyere beta enn vi først hadde beregnet. Grunnen til dette har blitt forklart tidligere i oppgaven, men den høye betakoeffisienten har følgelig gitt oss en høyere CAPM. Dette har igjen ført til at vår WACC også er noe høyere enn den hadde blitt dersom vi hadde benyttet oss av betaen vi først kom frem til. Dette har hatt en stor påvirkning i aksjekursen vi kom fram til ved hjelp av DCF-modellen. Likevel har vi valgt å benytte oss av en høyere beta enn vi først kom frem til da dette ga oss et mer realistisk avkastningskrav, og videre et mer realistisk kursmål for aksjen.

Videre i beregning av WACC benyttet vi oss av den totale gjelden istedenfor den rentebærende gjelden. Dette har hatt en innvirkning på gjeldsandelen i beregningen av avkastningskravet, og følgelig gitt oss et lavere avkastningskrav enn vi hadde fått dersom vi hadde benyttet oss av den rentebærende gjelden. Etter intern drøfting konkluderte vi med å bruke den totale gjelden i beregningen av WACC, siden denne metoden ga oss et mer realistisk kursmål for aksjen.

## 10. Konklusjon

Målet med denne oppgaven var å finne ut hva én aksje i Mowi ASA er verdt, og vi hadde følgende problemstilling: *Hva er markedsverdien per aksje i Mowi ASA pr. 31.12.2021?*

I den strategiske analysen fant vi ut at de største fordelene til Mowi er deres posisjon i markedet og integrerte verdikjede. Det er potensiale for vekst, blant annet innenfor egen fôrproduksjon, men laksenæringen står også ovenfor utfordringer knyttet til miljø, som hvordan lakserømming bidrar til genetisk utvanning av villaksen.

Regnskapsanalysen viste et selskap som har solide nøkkeltall og er godt rustet for fremtiden. I den finansielle biten regnet vi ut flere tall som var nødvendige for å verdsette Mowi. Verdsettelsen ble utført på bakgrunn av en fundamental verdsettelsesmetode basert på fremtidige kontantstrømmer, samt en markedsbasert verdsettelse som tok for seg ulike multipler.

Våre beregninger ga oss to estimer på Mowi sin markedsverdi ved årets slutt, henholdsvis 276,6 NOK og 196,19 NOK per aksje. Snittverdien av disse estimatene tilsier en markedsverdi på 236,4 NOK per aksje, mens selskapet på dette tidspunktet ble omsatt for 208,7 NOK. Dette tilsvarer en økning på 27,7 NOK per aksje og en oppside på 13,27 %.

Vi anbefaler derfor kjøp av aksjen Mowi ASA.

# 11. Kilder

## 1. Innledning

Gruben, Maren H. Fossanger, Kjersti. Husø, Jonathan. (17.01.2022) *Tidenes største handelsoverskudd i 2021.*

<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/utenrik> (Hentet 23.01.2022)

## 2. Selskaps og bransjebeskrivelse

*Sunn og velsmakende sjømat* (2022). Mowi. <https://mowi.com/no/laks/> (Hentet 23.01.2022)

*Bærekraftig laks til verden* (2022). Mowi. <https://mowi.com/no/om-oss/> (Hentet 18.04.2022)

Jensen, Pål M. (14.11.2018) *Ringen er sluttet for Marine Harvest. Les historien bak Mowi-navnet.*

<https://www.kyst.no/article/ringen-er-sluttet-for-marine-harvest-les-historien-bak-mowi-navnet/> (Hentet 30.01.2022)

Bryhn, Rolf. Antonsen, Robin (03.11.2021) Mowi. Hentet fra <https://snl.no/Mowi> (Hentet 30.01.2022)

Finansdepartementet (04.11.2019) *Skatting av havbruksvirksomhet.*

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2> (Hentet 12.04.2022)

Vøllestad, Asbjørn (26.10.2021) *Smolt.* <https://snl.no/smolt> (Hentet 01.02.2022)

Misund, Bård (18.02.2021) *Fiskeoppdrett.* <https://snl.no/fiskeoppdrett> (Hentet 01.02.2022)

*Salmon Farming Industry Handbook 2021*, Mowi.

<https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/0> (Hentet 20.04.2022)

## 3. Strategisk analyse

Johnson, G., Whittington, R. & K. Scholes. (2008) *Exploration Strategy: Text & Cases*. 9. utg. Essex: Pearson Education

Erichsen, M. Solberg & F. Stiklestad, T. (2018) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. 2. utg. Bergen: Fagbokforlaget

Hurdalsplattformen (14.10.2021)

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/hurdalsplattformen/id2877252/> (Hentet 23.02.2022)

Amerikanske dollar valutakurser - USD til NOK (22.02.2022)

<https://www.valuta-kurser.no/amerikanske-dollar-valutakurser> (Hentet 22.02.2022)

FHF, Ressursregnskap for forråvarer til laks og regnbueørret 2020

<https://www.fhf.no/prosjekter/prosjektbasen/901604/> (Hentet 23.02.2022)

Fiskeridirektoratet, Nøkkeltall fra norsk havbruksnæring 2019

[https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Statistiske-publikasjoner/Noekkel-tall-for-norsk-havbruksnaering/\\_/attachment/download/18eb7465-18b0-4c4a-8c78-9229575fe2c3:d9a364d3869cfb375add49dd145fa49dccfdd39a/nokkeltall-havbruk-2019.pdf](https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Statistiske-publikasjoner/Noekkel-tall-for-norsk-havbruksnaering/_/attachment/download/18eb7465-18b0-4c4a-8c78-9229575fe2c3:d9a364d3869cfb375add49dd145fa49dccfdd39a/nokkeltall-havbruk-2019.pdf) (Hentet 23.02.2022)

Fjeldstad, Øystein D., Lunnan, Randi. (2020) *Strategi*. Bergen: Fagbokforlaget

Nærings- og fiskeridepartementet (13.10.2021) *Om frihandelsavtaler*

<https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/nfd---innsiktsartikler/frihandelsavtaler/handelsavtaler/id438842/> (Hentet 04.02.2022)

Nærings- og fiskeridepartementet (06.05.2020) *Kina - frihandelsavtale*

<https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/nfd---innsiktsartikler/frihandelsavtaler/partner-land/kina/id457436/> (Hentet 04.02.2022)

Solberg, Stig M. (14.05.2021) *Kina-avtale kan gi opptil 160 milliarder i økt eksport*

<https://www.nettavisen.no/okonomi/kina-avtale-kan-gi-opptil-160-milliarder-i-okt-eksport/s/12-95-3424029912> (Hentet 05.02.2022)

Norges Bank (20.01.2022) *Endringer i styringsrenten*

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/> (Hentet 10.02.2022)

Helsedirektoratet (Desember 2021) *Utviklingen i norsk kosthold 2021*

[https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/utviklingen-i-norsk-kosthold/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202021%20%E2%80%93%20Kortversjon.pdf/\\_/attachment/inline/77ce5bda-c863-406d-a4e7-20b297ea0397:1519f76c444bc6d600bcf7c7fdb71097ba933ee3/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202021%20%E2%80%93%20Kortversjon.pdf](https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/utviklingen-i-norsk-kosthold/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202021%20%E2%80%93%20Kortversjon.pdf/_/attachment/inline/77ce5bda-c863-406d-a4e7-20b297ea0397:1519f76c444bc6d600bcf7c7fdb71097ba933ee3/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202021%20%E2%80%93%20Kortversjon.pdf) s.19 (Hentet 23.02.2022)

Norges sjømatråd (25.05.2021) *Norsk laks- verdens mest populære fisk*

<https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norsk-laks--verdens-mest-populare-fisk/> (Hentet 23.02.2022)

Mowi, "Vi møter globale utfordringer",

<https://mowi.com/no/baerekraft/addressing-global-challenges/> (Hentet 22.02.2022)

Førde, Thomas (16.08.2021) *Her kommer et av Norges største landbaserte oppdrettsanlegg*  
<https://www.tu.no/artikler/her-kommer-et-av-norges-storste-landbaserte-oppdrettsanlegg/512536> (Hentet 22.02.2022)

Norges Sjømatråd (04.10.2021) *Er laksefôr bærekraftig?*  
<https://laksefakta.no/hva-spiser-laksen/er-lakseforet-barekraftig-er-det-villfisk-i-lakseforet/> (Hentet 23.02.2022)

Muri, Charlotte. Mæland, Runar B. (08.02.2021) *Hva skal framtidens oppdrettsfisk spise?*  
<https://www.hi.no/hi/nyheter/2021/februar/hva-skal-framtidenes-oppdrettsfisk-spise-1> (Hentet 08.03.2022)

Havforskningsinstituttet (05.07.2021) *Tema: Lakselus*  
<https://www.hi.no/hi/temasider/arter/lakselus> (Hentet 18.04.2022)

The Aquaculture Act, Fiskeri- og kystdepartementet (08.03.2022)  
[https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fkd/reg/2005/0001/ddd/pdfv/255327-I-0525\\_akvakulturloveneng.pdf](https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fkd/reg/2005/0001/ddd/pdfv/255327-I-0525_akvakulturloveneng.pdf) (Hentet 08.03.2022)

Fagerbakke, Christine (06.02.2020) *Dette er trafikklyssystemet*  
<https://www.hi.no/hi/nyheter/2020/februar/trafikkllys> (Hentet 08.03.2022)

Nærings- og fiskeridepartementet (30.10.2017) *Regjeringen skrur på trafikklyset*  
<https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/nfd/pressemeldinger/2017/regjeringen-skrur-pa-trafikkllyset/id2577032/> (Hentet 08.03.2022)

Fiskeridirektoratet. *Tildelingsprosessen.*  
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen> (Hentet 09.03.2022)

Landbruksdirektoratet *Internasjonale priser*  
<https://www.landbruksdirektoratet.no/nb/statistikk-og-utviklingstrekk/internasjonale-priser> (Hentet 22.02.2022)

SSB (22.02.2022) *Eksport av laks*  
<https://www.ssb.no/statbank/table/03024/tableViewLayout1/> (Hentet 22.02.2022)

Birkeland, Cecilie D. (13.12.2019) *Mowi inngår global rammeavtale med AKVA Group*  
<https://blog.akvagroup.com/nyheter/mowi-inng%C3%A5r-global-rammeavtale-med-akva-group> (Hentet 05.03.2022)

Nyman, Silje (27.05.2021) *AKVA group leverer ny lakseoppdrettinstallasjonen til Mowi Skottland*  
<https://blog.akvagroup.com/nyheter/akva-group-leverer-ny-lakseoppdrettinstallasjonen-til-mowi-skottland> (Hentet 05.03.2022)

#### 4. Regnskapsanalyse

Horton, Melissa (31.05.2021). *The Difference Between Profit And Profitability*.  
<https://www.investopedia.com/ask/answers/012715/what-difference-between-profitability-and-profit.asp> (Hentet 22.02.2022)

Driftsmargin i % (2022). I *Finansleksikon*.  
<https://finansleksikon.no/formelsamling/d/driftsmargin-prosent> (Hentet 22.02.2022)

Totalkapitalrentabilitet (2022). I *Finansleksikon*. Hentet fra  
<https://finansleksikon.no/formelsamling/t/totalkapitalrentabilitet> (Hentet 22.02.2022)

Egenkapitalrentabilitet (2022). I *Finansleksikon*.  
<https://finansleksikon.no/formelsamling/e/egenkapitalrentabilitet> (Hentet 22.02.2022)

Finansieringsgrad 1 (2022). I *Finansleksikon*.  
<https://finansleksikon.no/formelsamling/f/finansieringsgrad-1> (Hentet 22.02.2022)

Egenkapitalandel (2022). I *Finansleksikon*.  
<https://finansleksikon.no/formelsamling/e/egenkapitalandel> (Hentet 22.02.2022)

Gjeldsgrad (2022). I *Finansleksikon*.  
<https://finansleksikon.no/formelsamling/g/gjeldsgrad> (Hentet 22.02.2022)

Rentedekningsgrad (2022). I *Finansleksikon*.  
<https://finansleksikon.no/formelsamling/r/rentedekningsgrad> (Hentet 22.02.2022)

Likviditetsgrad 1 (2022). I *Finansleksikon*.  
<https://finansleksikon.no/formelsamling/l/likviditetsgrad-i> (Hentet 22.02.2022)

Likviditetsgrad 2 (2022). I *Finansleksikon*.  
<https://finansleksikon.no/formelsamling/l/likviditetsgrad-ii> (Hentet 22.02.2022)

Berge, "Når kommer effekten av Mowis satsing på egen merkevare?".  
<https://ilaks.no/nar-kommer-effekten-av-mowis-merkevare/> (Hentet 03.03.2022)

Bøhren, Lage (26.12.2021) *Venter tidenes høyeste laksepriser: - Det ser meget, meget lyst ut*  
<https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/8Q7VX2/venter-tidenes-hoeyeste-laksepriser-det-ser-meget-meget-lyst-ut> (Hentet 05.04.2022)

Fish Pool. <https://fishpool.eu/price-history/> (Hentet 03.03.2022)

SSB. "Eksport av laks".  
<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/eksport-av-laks> (Hentet 13.03.2022)

## 5. Avkastningskrav

### CAPM

Kenton, Will (06.01.2022). *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.  
<https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp> (Hentet 15.03.2022)

### Risikofri rente

Norges Bank. (2022, 1. januar). *Om statsgjelden*.  
<https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/Om-statsgjelden/> (Hentet 15.03.2022)

### Norges Bank. (2022, 21. april). *Statslån - nullkupongrenter*.

[https://app.norges-bank.no/query/index.html?fbclid=IwAR139SgL-wINzx\\_FH3ch2ImKWTAM76ODj12xZXrQ7yQBYFE78Je1q4OTh0#/no/zerocoupon?frequency=B&startdate=2021-04-21&stopdate=2022-04-21](https://app.norges-bank.no/query/index.html?fbclid=IwAR139SgL-wINzx_FH3ch2ImKWTAM76ODj12xZXrQ7yQBYFE78Je1q4OTh0#/no/zerocoupon?frequency=B&startdate=2021-04-21&stopdate=2022-04-21) (Hentet 21.04.2022)

### Markedets risikopremie

PWC. (2021). *Risikopremien i det norske markedet*.  
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf> (Hentet 15.03.2022)

### BETA

Kenton, Will (2021, 20. januar). *Beta*. <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>  
(Hentet 21.04.2022)

“Yahoo! Finance”. <https://finance.yahoo.com/quote/MOWI.OL/history?p=MOWI.OL>  
(Hentet 21.04.2022)

### “Oslo Børs Benchmark Index\_GI”.

<https://live.euronext.com/en/product/indices/NO0007035327-XOSL> (Hentet 10.03.2022)

### SSB (2022, 14. april). *Markant auke i eksportprisen for fersk laks*.

[https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/eksport-av-laks/artikler/markant-auke-i-eksportprisen-for-fersk-laks\\_142022](https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/eksport-av-laks/artikler/markant-auke-i-eksportprisen-for-fersk-laks_142022) (Hentet 25.4.21)

### WACC

Hargrave, Marshall. (2022, 5. januar). *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.  
<https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp> (Hentet 22.03.2022)

## 6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

### *Magnimetrics, What is Terminal Value?*

<https://magnimetrics.com/terminal-value-of-the-business/> (Hentet 19.04 2022)

## 7. Sammensetning fundamental verdsettelse

Schwencke, Hans R. Haugen, Dag O. Baksaas, Kjell M. Stenheim, Tonny.

Avlesen-Østli, Erik. (2021). *Årsregnskapet i teori og praksis 2020* (22. utgave). Oslo: Gyldendal



Svendsen, Maiken. Høgseth, Martin H. (10. Januar 2022). *Prisveksten endte på 5,3 prosent i 2021: - Overraskende høyt*  
<https://e24.no/norsk-oekonomi/i/4700qa/prisveksten-endte-paa-53-prosent-i-2021-overraskende-hoeyt> (Hentet 27.04.2022)

## 8. Markedsbasert verdsettelse

Gjennomsnittlig valutakurs for EUR i 2021  
<https://www.valuta-kurser.no/månedlig-gjennomsnittskurs> (Hentet 08.04.2022)

“Mowi Annual Report 2021”, Mowi  
[https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2022/03/Mowi\\_Annual\\_Report\\_2021.pdf](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2022/03/Mowi_Annual_Report_2021.pdf) (Hentet 08.04.2022)

“Quarterly Report, 4th Quarter 2021”, SalMar Q4  
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/8e6c360f-fb63-4123-8b2a-b9b3bfae1e85> (Hentet 09.04.2022)

“Quarterly Report 3rd Quarter 2021”, SalMar Q3  
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/4ed866b7-e145-4ee5-888d-9265bb111b95> (Hentet 09.04.2022)

“Quarterly Report 2nd Quarter 2021”, SalMar Q2  
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a06fc99c-a20a-42cf-8aea-a9ff12c52e92> (Hentet 09.04.2022)

“Quarterly Report 1st Quarter 2021”, SalMar Q1  
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/4ba94e9f-a0da-400c-9496-788915cf88ab> (Hentet 09.04.2022)

“Delårsrapport 2021, 4. Kvartal”, Lerøy Seafood  
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2021/q42021.pdf> (Hentet 09.04.2022)

“Delårsrapport 2021, 3. Kvartal” Lerøy Seafood  
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2021/q32021.pdf> (Hentet 09.04.2022)

“Delårsrapport 2021, 2. Kvartal”, Lerøy Seafood  
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2021/q22021.pdf> (Hentet 09.04.2022)

“Delårsrapport 2021, 1. Kvartal”, Lerøy Seafood  
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2021/q12021.pdf> (Hentet 09.04.2022)

“Q4 Report 2021”, Grieg Seafood  
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/c7a79e7b-b5d9-45f4-a5b0-7ec5017cf545> (Hentet 09.04.2022)

“Q3 Report 2021”, Grieg Seafood  
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/01ac546c-b2c7-4761-b122-5588d34ba3f9> (Hentet 09.04.2022)

“Q2 Report 2021”, Grieg Seafood  
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/380457ae-00b1-424a-99a5-018c5976d75a> (Hentet 09.04.2022)

“Q1 Report 2021”, Grieg Seafood  
<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/3cdf63d5-d7a6-499d-a326-60a091c1f3b3> (Hentet 09.04.2022)

“Presentation Q4 2021”, Norway Royal Salmon  
[https://norwayroyalsalmon.com/files/13/NRS\\_Q4%20Presentation%202021.pdf](https://norwayroyalsalmon.com/files/13/NRS_Q4%20Presentation%202021.pdf)  
(Hentet 09.04.2022)

“Presentation Q3 2021”, Norway Royal Salmon  
<https://norwayroyalsalmon.com/files/13/Q3%20Presentasjon%202021.pdf>  
(Hentet 09.04.2022)

“Presentation Q2 2021”, Norway Royal Salmon  
[http://norwayroyalsalmon.com/files/13/NRS\\_Presentation\\_2021\\_Q2.pdf](http://norwayroyalsalmon.com/files/13/NRS_Presentation_2021_Q2.pdf)  
(Hentet 09.04.2022)

“Presentation Q1 2021”, Norway Royal Salmon  
[https://norwayroyalsalmon.com/files/13/532744\\_NRS\\_Presentasjon\\_2021\\_Q1.pdf](https://norwayroyalsalmon.com/files/13/532744_NRS_Presentasjon_2021_Q1.pdf)  
(Hentet 09.04.2022)

## 9. Sensitivitetsanalyse og diskusjon

Pedersen, Rune. (2022, 11. april). Guide til inflasjon / konsumprisindeksen. Hentet fra <https://www.smartepenger.no/div/776-inflasjon> (Hentet 24.04.2022)

Knudsen, Camilla. (2022, 31. mars). *USA-inflasjonen stiger til det høyeste på 40 år.* <https://e24.no/internasjonaoekonomi/i/WjKOQG/usa-inflasjon-stiger-til-det-hoeyeste-paa-40-aar> (Hentet 24.04.2022)

Fykken, Tilja, Tellefsen, Tonje K. (2022, 21. april). *Milliarder på spill.* Hentet fra <https://kapital.no/reportasjer/naeringsliv/2022/04/21/7848172/krigen-i-ukraina-rammer-flere-norske-milliardaerer-bl.a.-fredriksen-hagen-og-witzoe>. (Hentet 25.04.2022)

# Figurliste

*Figur 2.1: Aksjekursutvikling for Mowi ASA siste 5 år. (Oslo børs, 22.04.22)*

*Figur 2.2: Laksepris siste 5 år i EUR/kg. (Fish Pool - data overført til Excel hvor gjennomsnittet er beregnet.)*

*Figur 2.3: EUR til NOK, brukt et gjennomsnitt av historisk kurs. (Data hentet fra Norges Bank.)*

*Figur 2.4: Produksjonssyklus for atlantehavslaks. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s. 52)*

*Figur 2.5: 10 største lakseoppdrettsselskap i Norge i 2020. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s. 48)*

*Figur 2.6: Grafen viser antallet aktører som produserer 80 % av oppdrettslaksen og ørreten i hvert større produksjonsland for ulike år helt tilbake til 1997. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s. 48)*

*Figur 3.1 Valutakurs USD til NOK siste 6 måneder. (Amerikanske dollar valutakurser - USD til NOK)*

*Figur 3.2: Lakseeksport fra Norge fordelt på ulike valutaer. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s.76)*

*Figur 3.3: Forklaring for de forskjellige fargene i trafikklyssystemet. (Fagerbakke, 2020)*

*Figur 3.4: Produksjonsområder vurdert etter trafikklyssystemet. Eksempel fra 2017. (Nærings- og fiskeridepartementet, 2017)*

*Figur 3.5: Porters fem konkurransekrefter. (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2018, s. 269)*

*Figur 3.6: Ulike kostnader ved lakseoppdrett siste 10 år. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s.60)*

*Figur 3.7: Markedet for fôrråvarer siste 10 år. (Salmon Farming Industry Handbook 2021, s.68)*

*Figur 3.8: Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter.*

*Figur 3.9: Sammendrag av VRIO-analyse.*

*Figur 3.10: Sammenstilling av intern og ekstern analyse ved SWOT.*

*Figur 4.1: Driftsmargin i %.*

*Figur 4.2: Totalkapitalrentabilitet i %.*

*Figur 4.3: Egenkapitalrentabilitet i %.*

*Figur 4.4: Finansieringsgrad 1 i %.*

*Figur 4.5: Egenkapitalandel i %.*

*Figur 4.6: Gjeldsgrad.*

*Figur 4.7: Rentedeckningsgrad.*

*Figur 4.8: Likviditetsgrad 1.*

*Figur 4.9: Likviditetsgrad 2.*

*Figur 4.10: Formler for nøkkeltall.*

*Figur 6.1: Formel for terminalverdi. (Magnimetrics, What is Terminal Value?)*

*Figur 6.2: Laksepris i NOK/kg siste 5 år. (Fish Pool)*

# Tabelliste

*Tabell 4.1: Driftsmargin i %.*

*Tabell 4.2: Totalkapitalrentabilitet i %.*

*Tabell 4.3: Egenkapitalrentabilitet i %.*

*Tabell 4.4: Finansieringsgrad 1 i %.*

*Tabell 4.5: Egenkapitalandel i %.*

*Tabell 4.6: Gjeldsgrad.*

*Tabell 4.7: Rentedeckningsgrad.*

*Tabell 4.8: Likviditetsgrad 1.*

*Tabell 4.9: Likviditetsgrad 2.*

*Tabell 5.1: CAPM.*

*Tabell 5.2: Markedets risikopremie.*

*Tabell 5.3: Betatabell.*

*Tabell 5.4: WACC.*

*Tabell 5.5: Andel EK og andel gjeld.*

*Tabell 5.6: Gjennomsnittlig gjeldsrente.*

*Tabell 6.1: Predikert laksepris i NOK.*

*Tabell 6.2: Predikert laksepris i EUR.*

*Tabell 6.3: Historisk vekst av slaktevolum.*

*Tabell 6.4: Estimert slaktet volum basert på historisk gjennomsnittlig årlig vekst.*

*Tabell 6.5: Historisk gjennomsnittlig inntektsavvik fra de operasjonelle inntektene.*

*Tabell 6.6: Estimerte driftsinntekter i den eksplisitte perioden (2022-2025).*

*Tabell 6.7: Gjennomsnittlig andel varekostnader basert på historisk driftsinntekter og varekostnader i euro.*

*Tabell 6.8: Estimerte varekostnader i den eksplisitte perioden.*

*Tabell 6.9: Historiske lønnskostnader siste 5 år.*

*Tabell 6.10: Estimerte lønnskostnader i den eksplisitte perioden.*

*Tabell 6.11: Historiske driftskostnader siste 5 år.*

*Tabell 6.12: Estimerte driftskostnader i den eksplisitte perioden.*

*Tabell 6.13: Avskrivninger, historiske siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.*

*Tabell 6.14: Nedskrivninger, historiske siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.*

*Tabell 6.15: Driftsinntekter, varekostnader, kundefordringer, varelager og leverandørgjeld historisk siste 5 år.*

*Tabell 6.16: Varelager, historisk siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.*

*Tabell 6.17: Kundefordringer, historisk siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.*

*Tabell 6.18: Leverandørgjeld, historisk siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.*

*Tabell 6.19: Vekst, historisk siste 5 år og estimerte i den eksplisitte perioden.*

*Tabell 6.20: Frie kontantstrømmer estimerte i den eksplisitte perioden.*

*Tabell 7.1: Estimat for frie kontantstrømmer.*

*Tabell 7.2: Gjennomsnittlig vekst i slaktevolum.*

*Tabell 7.3: Estimat for aksjekurs 31.12.2021.*

*Tabell 8.1: Multipler og tilhørende formler.*

*Tabell 8.2: Price to Earnings.*

*Tabell 8.3: Estimat av aksjeverdi ved bruk av gjennomsnittlig P/E-multippel.*

*Tabell 8.4: Enterprise Value to Earnings Before Interest and Tax.*

*Tabell 8.5: Estimat av aksjeverdi ved bruk av gjennomsnittlig EV/EBIT-multippel.*

*Tabell 8.6: Enterprise Value to kilograms.*

*Tabell 8.7: Estimat av aksjeverdi ved bruk av gjennomsnittlig EV/kg-multippel.*

*Tabell 8.8: Estimat av aksjeverdi av Mowi.*

*Tabell 9.1: Sensitivitetsanalyse.*

