

Sofie Aas Branthus
Oda Jørgentvedt
Aurora Krogh
Mari Wettergreen

Verdsettelse av Mowi ASA

Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2023

Sofie Aas Branthus
Oda Jørgentvedt
Aurora Krogh
Mari Wettergreen

Verdsettelse av Mowi ASA

Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne oppgaven er skrevet våren 2023, som en avslutning på bachelor i finansiell styring ved NTNU Handelshøyskolen.

I løpet av de siste tre månedene har vi gjort et dypdykk i Mowi ASA og oppdrettslaks som bransje. Vi valgte dette temaet fordi det er et stort marked med sterke historiske røtter i Norge, hvor Mowi har en ledende posisjon. Lakseoppdrett er spesielt interessant i forbindelse med innføringen av grunnrenteskatten og følgelig hvilke effekter den vil medføre.

I løpet av studiet på handelshøyskolen har vi fått innføring i grunnleggende emner for å kunne gjennomføre en detaljert verdsettelse. Det har vært interessant å kunne anvende teorier i praksis og se hvordan temaene fra ulike fagområder bindes sammen til én oppgave. Vi er svært fornøyde med læringsutbyttet denne omfattende oppgaven har gitt oss og vi presenterer stolt vårt resultat.

Avslutningsvis ønsker vi å takke vår veileder Hans Marius Eikseth for gode tips og samtaler underveis i oppgaveskrivingen.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterenes regning.

Trondheim, april 2023

Sammendrag

Formålet med denne bacheloroppgaven er å gjennomføre en verdivurdering av oppdrettsselskapet Mowi ASA. Vi har valgt følgende problemstilling: “Hva er Mowi ASA verdt per 31.12.2022?”.

Innledningsvis tar oppgaven for seg en beskrivelse av Mowi og oppdrettsbransjen som helhet. Vi gir en generell oversikt over bransjen, presenterer selskapets historikk og beskriver deres drift. I tillegg presenteres fire sentrale konkurrenter som vil bli brukt til sammenligning senere i oppgaven. Deretter vil ulike strategiske analyser bli benyttet for å få en oversikt over både interne og eksterne forhold. De eksterne forholdene inkluderer trusler og muligheter, og blir fremlagt gjennom en PESTEL-analyse og Porters fem konkurransekrefter-modellen. For å belyse de interne forholdene har vi gjennomført en VRIO-analyse, der vi redegjør for selskapets styrker og svakheter. Avslutningsvis oppsummeres de nevnte analysene i en SWOT-analyse.

Videre har vi gjennomført en regnskapsanalyse, med utgangspunkt i Mowis årsrapporter og tall fra Eikons database. Analysen tar for seg Mowis historiske utvikling fra 2018 og resultatene ses i sammenheng med relevante konkurrenters prestasjoner. Regnskapsanalysen viser totalt sett at Mowi er et lønnsomt og solid selskap med gode utsikter til vekst.

Med bakgrunn i funnene fra regnskapsanalysen og den strategiske analysen estimerer vi Mowis frie kontantstrømmer. Totalavkastningskravet vi benytter til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer estimeres til 5,96%. Ved bruk av denne fundamentale verdsettelsen og en komparativ multippel analyse finner vi en aksjekurs på 140,20kr. Dette gir en markedsverdi på 72 498 974 948kr. Den faktiske kursen per 30.12.2022 er 165,53kr og vår konklusjon er dermed at aksjen er overpriset.

Abstract

The purpose of this bachelor's thesis is to value the equity of Mowi ASA as of 31.12.2022. This is done by using the discounted cash flow method and comparable valuation as a supplement, based on both strategic and financial analyses.

Initially, the thesis focusses on describing Mowi and the farming industry. Here we take a closer look at the company's history, as well as key elements in the industry and Mowi's operations. Four comparable companies are also introduced in this description, which is later used for comparison in analysis of Mowi. In order to uncover potential opportunities and challenges facing Mowi, we carry out strategic analyses. External conditions, including threats and opportunities are presented through a PESTEL analysis and Porter's five forces. Furthermore, we evaluate Mowi's resources through a VRIO analysis, where we explain the company's strengths and weaknesses. Finally, said analyzes will be summarized in a SWOT analysis.

Furthermore, we carry out a financial analysis, based on Mowi's annual reports and figures from Eikon's database. The analysis is derived from Mowi's historical development from 2018 and the results are seen in the context of relevant competitors' performances. The financial analysis shows that Mowi is overall a profitable and solid company with good prospects for growth.

Based on the findings from the financial analysis and the strategic analyses, we estimate Mowi's free cash flow. The weighted average cost of capital we use to discount future cash flows is estimated at 5.96%. Using this valuation method and a comparable company analysis, we find a share price of NOK 140.20. This provides us with a market value of NOK 72,498,974,948. The actual price as of 30.12.2022 is NOK 165.53 and our conclusion is therefore that the stock is overvalued.

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	1
1.1 Motivasjon	1
1.2 Problemstilling	1
1.3 Avgrensning	1
1.4 Oppbyggingen	2
2. Selskaps- og bransjebeskrivelse	3
2.1 Oppdrettsbransjen	3
2.1.1 Produktet laks.....	4
2.1.2 Grunnrenteskatt.....	5
2.1.3 Aktører i bransjen.....	5
2.2 Om Mowi	9
2.2.1 Visjon, mål og strategi.....	11
3. Strategisk analyse	12
3.1 Intern analyse	12
3.1.1 PESTEL	12
3.1.2 Porters Five Forces.....	17
3.2 Intern analyse	23
3.2.1 VRIO-analyse.....	23
3.3 SWOT	27
4. Regnskapsanalyse	29
4.1 Lønnsomhet	29
4.1.1 Totalkapitalrentabilitet.....	29
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet.....	31
4.1.3 Driftsmargin.....	33
4.2 Likviditet	34
4.2.1 Likviditetsgrad 1 og 2.....	34
4.3.2 Arbeidskapital.....	36
4.3 Finansieringsstruktur og soliditet	37
4.3.1 Egenkapitalandel.....	37
4.3.2 Gjeldsgrad.....	38
4.3.3 Finansieringsgrad 1.....	39
4.3.4 Rentedekningsgrad.....	40
4.4 Oppsummering	40
5. Avkastningskrav	41
5.1 Avkastningskravet til egenkapitalen	41
5.1.1 Risikofri rente.....	42
5.1.2 Egenkapitalbeta.....	42
5.1.3 Markedets risikopremie.....	44
5.1.4 CAPM.....	45

5.2 Avkastningskravet til gjeld	45
5.2.1 Gjeldskostnad	45
5.3 Avkastningskravet til totalkapitalen	45
5.3.1 Egenkapitalandel og gjeldsandel	45
5.3.2 Skattesats	46
5.3.3 WACC.....	46
5.3.4 Terminalledd	47
6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer	48
6.1 Driftsinntekter	48
6.2 Driftskostnader	50
6.2.1 Varekostnader	50
6.2.2 Lønnskostnader.....	51
6.2.3. Avskrivninger og Amortiseringer	51
6.2.4 Nedskrivninger	52
6.2.5 Andre kostnader.....	53
6.4 Endring i arbeidskapital	53
6.5 Investeringer	54
6.6 Skattesats.....	55
6.7 Frie kontantstrømmer.....	56
7. Fundamental verdsettelse	56
8. Markedsbasert verdsettelse	58
8.1 Price to Earnings (P/E)	58
8.2 Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes (EV/EBIT)	59
8.3 Enterprise Value to Kilograms (EV/Kg)	60
8.4 Oppsummering	61
9. Sensitivitetsanalyse og diskusjon.....	61
9.1 Sensitivitetsanalyse av avkastningskrav og vekst.....	61
9.2 Sensitivitetsanalyse av risikofri rente og Beta	63
9.3 Sensitivitetsanalyse av laksepriser	64
10. Konklusjon	65
11. Referanser.....	66

Figurer

Figur 1 - Største markeder for norsk laks i 2020, etter volum (tonn) (Norges sjømatråd, 2021)	4
Figur 2 - Oppdrettselskaperenes markedsverdier i milliarder kroner (AksjeNorge, 2022).....	6
Figur 3 - Viser de viktigste kystområdene som er tatt i bruk for lakseoppdrett (Mowi, 2022a).....	9
Figur 4 - Fôrprodusenters markedsandeler i Norge (Mowi, 2019).....	20
Figur 5 - Totalkapitalrentabilitet	30
Figur 6 - Egenkapitalrentabilitet.....	32
Figur 7 - Driftsmargin.....	33
Figur 8 - Likviditetsgrad 1 og 2.....	35
Figur 9 - Arbeidskapital oppgitt i millioner euro.....	36
Figur 10 - Egenkapitalandel.....	37
Figur 11 - Gjeldsgrad.....	38
Figur 12 - Finansieringsgrad.....	39
Figur 13 - Rentedeckningsgrad	40
Figur 14 - Regresjonsanalyse beta, data hentet fra Yahoo Finance	43

Tabeller

Tabell 2 - Nøkkeltall SalMar. Tall hentet fra Eikon.....	7
Tabell 3 - Nøkkeltall Lerøy. Tall hentet fra Eikon.....	8
Tabell 4 - Nøkkeltall Grieg Seafood. Tall hentet fra Eikon.	8
Tabell 5 - Nøkkeltall Austevoll Seafood. Tall hentet fra Eikon.	9
Tabell 6 - viser de 10 største selskapene innen oppdrettslaks i 2021 (Mowi, 2022a)	22
Tabell 7 - Oppsummering VRIO-analyse	27
Tabell 8 - SWOT.....	28
Tabell 9 - Totalkapitalrentabilitet for Mowi sammenlignet med konkurrenter.....	30
Tabell 10 - Egenkapitalrentabilitet for Mowi sammenlignet med konkurrenter	32
Tabell 11 - Driftsmargin for Mowi sammenlignet med konkurrenter	34
Tabell 12 - Rente på 10-årige statsobligasjoner (NorgesBank, 2023)	42
Tabell 13 - Beta til konkurrenter, data hentet fra Yahoo Finance	44
Tabell 14 - Markedsrisikopremie i det norske markedet (PwC, 2022).....	44
Tabell 15 - Gjeldskostnad for Mowi.....	45
Tabell 16 - Markedsverdi gjeld.....	46
Tabell 17 - Egenkapital og gjeldsandel.....	46
Tabell 18- Avvik fra virkelige driftsinntekter til beregnet driftsinntekter.....	49
Tabell 19- Gjennomsnittlig vekst i slaktevolum.....	49

Tabell 20- Estimerte driftsinntekter	49
Tabell 21 - Gjennomsnittlig andel varekostnader av driftsinntekter.....	50
Tabell 22 - Estimerte varekostnader	50
Tabell 23 -Gjennomsnittlig andel lønnskostnader av driftsinntekter.....	51
Tabell 24- Estimerte lønnskostnader.....	51
Tabell 25 - gjennomsnittlig andel avskrivninger og amortiseringer av driftsinntekter.....	52
Tabell 26 - Estimerte avskrivninger og amortiseringer	52
Tabell 27 - Estimerte nedskrivninger.....	52
Tabell 28 - Gjennomsnittlig andre kostnader av driftsinntekter	53
Tabell 29 - Estimerte andre kostnader	53
Tabell 30 – Gjennomsnittlig andel bundet arbeidskapital av driftsinntekter	54
Tabell 31 – Estimert endring i arbeidskapital	54
Tabell 32 - Gjennomsnittlig andel netto investeringer av driftsinntekter	54
Tabell 33 - Estimerte netto investeringer.....	55
Tabell 34 - Estimert skattesats for Mowi.....	55
Tabell 35 - Estimerte frie kontantstrømmer	56
Tabell 36 – Nåverdi av prognostiserte fremtidige kontantstrømmer	56
Tabell 37 – Nåverdi av terminalleddet.....	57
Tabell 38- Pris per aksje per 31.12.2022.	57
Tabell 39- Forkortelser, navn og formler på multipler	58
Tabell 40 - P/E multipler.....	59
Tabell 41- Estimert aksjeverdi ved bruk av P/E multipler.....	59
Tabell 42- EV/EBIT multipler.	59
Tabell 43 - Estimert aksjeverdi ved bruk av EV/EBIT multipler.	60
Tabell 44 - EV/Kg multipler.	60
Tabell 45 – Verdi per aksje.....	61
Tabell 46- Estimert aksjeverdi ved bruk av multipler.....	61
Tabell 47 - Sensitivitetsanalyse av avkastningskrav og vekst	62
Tabell 48- Sensitivitetsanalyse av risikofri rente og Beta.....	63
Tabell 49 - Sensitivitetsanalyse av laksepriser	64

1. Innledning

1.1 Motivasjon

Havbruksnæringen har hatt en enorm vekst de siste tiårene, og er i dag en av Norges viktigste eksportnæringer. Med sin posisjon som verdens største oppdrettsprodusert og eksportør av regnbueørret og atlantisk laks, har Norge en avgjørende rolle i å produsere bærekraftig mat til det globale markedet. I tillegg er havbruksnæringen en vital og lønnsom distrikts- og kystnæring i Norge, som er viktig for å opprettholde arbeidsplasser og vekst i disse områdene (Regjeringen, 2021). Valget om å foreta en verdsettelse av Mowi ASA er begrunnet i selskapets sentrale rolle i både lokalsamfunnene og Norge som helhet. Med over 11 500 ansatte i mer enn 25 land, innehar Mowi en betydelig markedsposisjon (Mowi, u.å.a).

Med en stadig økende verdensbefolkning er etterspørselen etter bærekraftige proteinkilder høyere enn noen gang. Selv om 70 prosent av jordens overflate er dekket av vann, kommer kun 2 prosent av verdens matforsyning fra havet (Mowi, 2023). Havet har et betydelig potensial for å møte det økende matbehovet, hvor Mowi kan spille en viktig rolle i å realisere dette. Med bakgrunn i Mowis posisjon og størrelse, er det spennende å analysere hvordan selskapet arbeider for å utvikle bærekraftige løsninger. Den pågående debatten rundt grunnrenteskatten fanget også vår oppmerksomhet, da innføringen i stor grad vil påvirke lønnsomheten til selskapene innenfor næringen.

1.2 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling:

Hva er Mowi ASA verdt per 31.12.2022?

1.3 Avgrensning

Oppgaven baserer seg kun på sekundærdata hentet fra årsrapporter, artikler, Eikons database og annen offentlig informasjon. Regnskapsanalysen anvender data som er begrenset til en 5års periode fra 2018 til 2022. For året 2022 har vi kun benyttet oss av regnskapstall hentet fra kvartalsrapportene.

I regnskapsanalysen sammenligner vi Mowis prestasjoner med relevante konkurrenter. Vi har begrenset vår sammenligning til fire store konkurrenter: SalMar, Lerøy, Austevoll og Grieg Seafood. Til tross for at dette kun er et utvalg av bransjens mange aktører, har de flest fellestrekk med Mowi basert på størrelse og innflytelse i bransjen. De utvalgte selskapene er også notert på Oslo Børs, noe som gir et godt grunnlag for tilgjengelig data.

1.4 Oppbyggingen

Oppgavens andre del er en presentasjon av Mowi ASA og oppdrettsbransjen. I del 3 har vi foretatt ulike strategiske analyser som gir et inntrykk av Mowis styrker, svakheter og konkurransefortrinn. Vi analyserer oppdrettsbransjen ved hjelp av Porters Five Forces-modellen og PESTEL-analysen som redegjør for eksterne faktorer som påvirker bransjen og selskapet. Videre ser vi på Mowis interne ressurser og konkurransefortrinn gjennom en VRIO-analyse. Avslutningsvis oppsummeres de eksterne og interne forholdene i en SWOT-analyse.

Del 4 omhandler en regnskapsanalyse av Mowi. Denne tar for seg de fundamentale forholdene i virksomheten i perioden 2018 til 2022. Regnskapstallene brukes for å beregne ulike nøkkeltall som egenkapitalrentabilitet og arbeidskapital for å gi et godt bilde av selskapets lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Videre anvender vi forholdstall fra fire komparative selskap for å sammenligne Mowis posisjon i bransjen.

Del 5 er første steget i den fundamentale analysen. Her estimerer vi Mowis WACC på grunnlag av kapitalverdimodellen. Deretter fremlegger del 6 en prognose av fremtidige frie kontantstrømmer. Her er det tatt utgangspunkt i historiske regnskapstall og forventninger om vekst ut ifra den strategiske analysen, for å komme frem til kontantstrømmene. Del 7 neddiskonterer deretter kontantstrømmene ved bruk av det estimerte avkastningskravet og vi kommer frem til en aksjekurs for Mowi per 31.12.2022. Del 8 tar for seg den markedsbaserte verdsettelsen, der vi bruker multiplene P/E, EV/EBIT og EV/kg for å undersøke om aksjen til Mowi er over- eller underpriset sammenlignet med sine konkurrenter.

Del 9 tar for seg en sensitivitetsanalyse av ulike usikkerhetsmomenter i den fundamentale verdsettelsen av Mowi. Vi ser på hvordan endringer i variabler som avkastningskrav (WACC), vekstfaktor g , og laksepris påvirker Mowi sin aksjekurs. Deretter konkluderer del 10 hele oppgaven og svarer på problemstillingen.

2. Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1 Oppdrettsbransjen

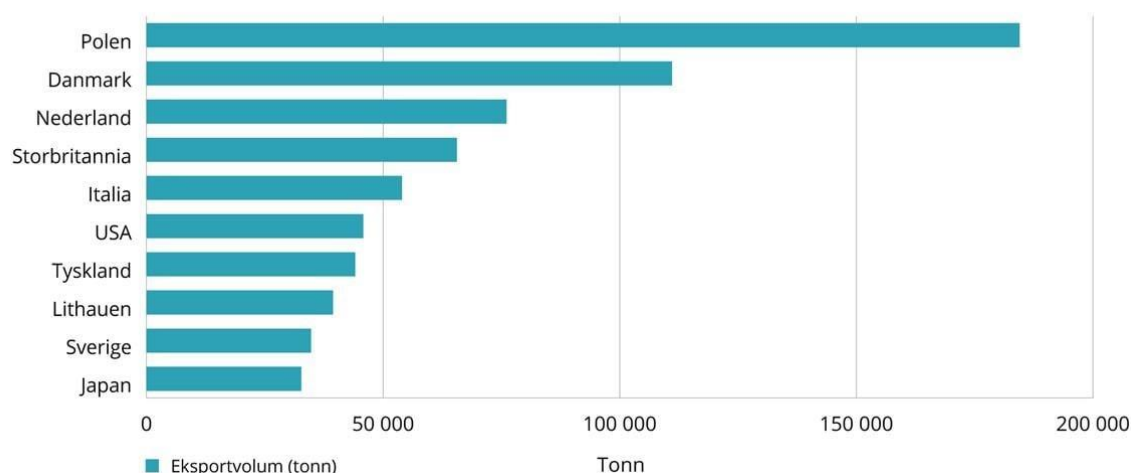
Oppdrettsbransjen er en voksende industri, som produserer sjømat gjennom oppdrett av fisk og skaldyr i kontrollerte miljøer. Næringen har historie langt tilbake i tid, og har vist seg å være en viktig kilde til mat for mennesker over hele verden. På verdensbasis produserer Asia omtrent 90 prosent av all oppdrettsfisk, hvor Kina alene står for over halvparten av produksjonen. Norge bidrar med 2,4 prosent av den totale mengden oppdrettsfisk (Misund, 2023).

Lakseoppdrett i Norge har vært en suksesshistorie siden den første oppdrettslaksen ble satt ut i norsk farvann på slutten av 60-tallet. Siden den gang har laksen blitt stadig mer betydningsfull for norsk økonomi, og er i dag en av landets største eksportvarer. Norsk lakseoppdrett har blitt mer effektiv og teknologisk avansert de siste tiårene, noe som har vært en avgjørende faktor for å øke produksjonen og holde tritt med den økende etterspørselen. Næringen har også gjort store fremskritt når det gjelder bærekraft, og har de siste årene innført strenge reguleringer for å minimere miljøpåvirkningen (Regjeringen, 2021).

Norsk havbruksnæring er preget av mangfold og består av omtrent 120 selskaper. De aller fleste er små- og mellomstore aktører, og i likhet med det norske næringslivet generelt, spiller familiebedrifter en viktig rolle i norsk havbruksnæring. Om lag 75 prosent av de 120 selskapene er familieeide bedrifter av ulik størrelse. Selv om de fleste selskapene er små, dominerer de største aktørene når det gjelder produksjonskapasitet. Dette skyldes i hovedsak antall kommersielle oppdrettstillatelser selskapene besitter. I dag er det Mowi ASA som har flest oppdrettstillatelser, etterfulgt av Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA (Regjeringen, 2021).

I dag er Norge verdensledende i produksjon og eksport av atlantisk laks. Hele 95 prosent av laksen som produseres i Norge eksporteres til over 100 land over hele verden. I 2022 eksporterte Norge 1 255 851 tonn laks til en verdi av 105,8 milliarder kroner, den høyeste verdien som noen gang er eksportert. Dette tilsvarer en økning på 25 prosent fra året før, til tross for at det eksporterte volumet gikk ned med 2 prosent. Verdiøkningen skyldes derfor primært økningen i lakseprisen (Norges Sjømatråd, 2023). Syv av de ti største importørene av laks befinner seg i EU, hvor Polen er størst av dem alle. I Polen blir laksen hovedsakelig

bearbeidet for videre eksport i Europa, mens Tyskland regnes som det største konsummarkedet for norsk laks (Regjeringen, 2021).



Figur 1 - Største markeder for norsk laks i 2020, etter volum (tonn) (Norges sjømatråd, 2021)





2.1.1 Produktet laks

Helsedirektoratets kostholdsrad sier at man bør spise fisk til middag to til tre ganger i uken, og gjerne bruke fisk som pålegg. Rådet tilsvarer totalt 300-450 gram fisk i uken, der mins 200 gram bør være fet fisk som laks, ørret eller makrell (Helsedirektoratet, 2016). Ifølge Helsedirektoratet (2023) har forbruket av fisk og sjømat i Norge gradvis blitt redusert, og dagens forbruk er lavere enn det var i 2015. I forhold til kjøtt, er forbruket av fisk betydelig mindre. Reelt forbruk av rødt kjøtt per person i 2021 var 53 kilo, til sammenligning var forbruket av fisk og sjømat i produktvekt 19 til 22 kilo per person (Norges sjømatråd, 2021).

Laks har en utmerket sammensetning av næringsstoffer, og stadig flere velger å redusere sitt kjøttinntak og øke inntaket av fisk. En 100 grams porsjon laks inneholder kun 139 kalorier og 23 gram protein, sammenlignet med 100 gram storfekjøtt som inneholder 210 kalorier og 20 gram protein. Fet fisk, som laks, blir stadig mer anerkjent av helsemyndigheter over hele verden som et viktig element i et sunt kosthold. Laks er speilet rik på omega 3-fettsyrer, og forskning viser at regelmessig inntak kan bidra til å opprettholde god kardiovaskulær helse. I tillegg til dette, har laks også antiinflammatoriske egenskaper som kan bidra til å lindre symptomer på leddgikt og redusere blodtrykket (Mowi, u.å.c).

Laks er ikke bare en sunn kilde til protein, men det er også et bærekraftig valg for miljøbevisste forbrukere. Oppdrettsfisk er blant de mest klimavennlige formene for husdyrhold. Ifølge Blue

Food Assessment (referert i Mowi, 2022a), er karbonavtrykket kun 5,1 kilo karbonekvivalent per kilo spiselig produkt, sammenlignet med 8.4, 12.2 og 39.0 kg karbonekvivalent per kilo spiselig produkt av henholdsvis kylling, svin og biff. Ferskvann er en fornybar, men begrenset naturressurs. Som tabell 1 viser, krever produksjon av oppdrettslaks betydelig mindre ferskvann sammenlignet med andre landbaserte kilder til protein (Mowi, 2022a).

				
Carbon Footprint				
Kg CO2 / Kg edible meat	5.1 kg	8.4 kg	12.2 kg	39.0 kg
Water consumption				
Litre / Kg edible meat	2,000*	4,300	6,000	15,400

Tabell 1- Karbonavtrykk laks (Mowi, 2022a)

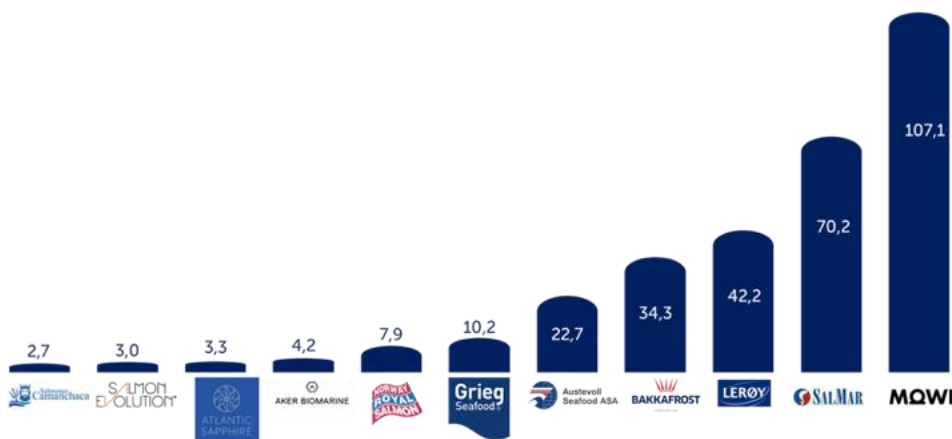
2.1.2 Grunnrenteskatt

Den 28. September ble det sendt ut et høringsnotat fra Finansdepartementet angående innføring av grunnrenteskatt på havbruk fra 1.januar 2023. Statistisk sentralbyrå ser en markant økning i grunnrenten i fra 2012, der den i 2021 er beregnet til 11,8 milliarder. Det ses derfor rimelig at felleskapet får en andel av den ekstraordinære avkastningen som allokeres av Norges naturressurser (Regjeringen, 2022). Forslaget innebærer å skattlegge grunnrenten i havbruksnæringen med en effektiv sats på 40%, som kun de største aktørene vil betale, ved at det gis et bunnfradrag på mellom 4000 og 5000 tonn. Lokalsamfunn som stilles naturressurser til disposisjon, vil sikre en andel av grunnrenten og skatteinntektene anslås til mellom 3,65 og 3,8 millioner, der halvparten går til kommunesektoren (Regjeringen, 2022). Forslaget vil ha virkning fra 1. januar 2023, men vil ikke bli vedtatt før et stykke ut i året. Dette skaper usikkerhet rundt bedrifters beregninger, og er noe som må hensyntas i fremtidig predikering av kontantstrømmer (BDO, 2022).

2.1.3 Aktører i bransjen

Mowi er verdensledende produsent av Atlantisk laks, og konkurrerer med bransjens største aktører. Vi skal se på selskapene *SalMar ASA*, *Lerøy Seafood Group ASA*, *Grieg Seafood ASA* og *Austevoll Seafood ASA*, som alle driver med oppdrett av laks og konkurrerer på samme område som Mowi. Det er verdt å merke seg at oppdrettsbransjen er en stor og

konkurranspreget sektor, og at disse selskapene kun er et utvalg av bransjens mange aktører. De utvalgte konkurrentene er alle norske, og relevante for sammenligning basert på størrelse og innflytelse i bransjen. Selskapene er også notert på Oslo Børs, noe som gir godt grunnlag for tilgjengelighet og sammenligning. En analyse av konkurransesituasjonen vil identifisere muligheter og utfordringer, og gi innsikt i hvordan Mowi posisjonerer og differensierer seg i forhold til konkurrentene. Per 19. januar 2022 var Mowi den klart største sjømataksjen på børsen med 25 000 private eiere, etterfulgt av Lerøy og SalMar (AksjeNorge, 2022).



Figur 2 - Oppdrettsselskaperens markedsverdier i milliarder kroner (AksjeNorge, 2022)

SalMar ASA

SalMar ble etablert i 1991, og har siden den gang hatt en betydelig vekst. I likhet med Mowi, driver SalMar utelukkende med oppdrett av laks, og har et fullintegrert system for slaktning, fordeling, salg og distribusjon av oppdrettslaks. De selger laksen gjennom eget salgssystem eller nære samarbeidspartnere for å sikre god utnyttelse og effektivitet (SalMar, u.å.a).

Selskapet har en bærekraftig tilnærming i sin drift, og har som mål å minimere den negative innvirkningen på miljøet. Produksjon av animalsk protein gjennom havbruk krever mindre ressurser og har mindre klimapåvirkning enn landbasert husdyrhold. På grunn av biologiske forhold, er de tradisjonelle fiskeriene nesten fullstendig utnyttet, og vekst i havbruket vil være avgjørende for å sikre mattilførsel i fremtiden. SalMar har tatt et stort steg i retning av å dekke det økende behovet for mat, ved å være det første oppdrettsselskapet blant konkurrentene til å satse på oppdrett på dypere havområder lengre ut i sjøen. Den første merden er døpt Ocean Farm 1, og ligger 20-30 nautiske mil fra kysten. Dette er et forskningsprosjekt med fokus på

biologiske forhold og fiskevelferd, som kan markere starten på en ny epoke innen bærekraftig sjømatproduksjon og som i fremtiden kan ha en global anvendelse (SalMar, u.å.b).

I TNOK	SalMar				
	2018	2019	2020	2021	2022
Omsetning	11 342 554	12 237 589	12 912 342	15 043 945	20 158 000
Årsresultat	3 579 225	2 544 487	2 008 290	2 668 120	3 715 000
Resultatmargin	31,60 %	20,80 %	15,60 %	17,70 %	18,40 %
Harvest Volume tonn GWT	159 000	166 200	173 500	198 200	193 700

Tabell 1 - Nøkkeltall SalMar. Tall hentet fra Eikon.

Lerøy Seafood Group

Konsernet Lerøy Seafood Group har aktivitet som kan spores helt tilbake til slutten av 1800-tallet, og har i dag nesten 6 000 ansatte (Lerøy, u.å.a). De siste tiårene har Lerøy utviklet seg fra å være en grossist og sjømatseksportør til å bli et globalt konsern med en helintegreert verdikjede. Denne utviklingen startet for alvor i 2002, da selskapet ble notert på Oslo Børs. 20 år senere har selskapet en omsetning på over 26 milliarder norske kroner, mye grunnet børsnoteringen som ga selskapet god tilgang til kapitalmarkedet og økonomisk frihet. I dag distribuerer Lerøy til over 80 ulike land, har fabrikker flere steder i Europa, samt salgskontor i USA, Japan og Kina (Lerøy, u.å.b).

Lerøy skiller seg fra Mowi og de andre konkurrentene ved at deres hovedvirksomhet ikke kun består i oppdrett av laks og ørret, men også hvitfisk og annen sjømat. De har også et bredt sortiment av ulike ferdigprodukter og en sterk merkevare. Selskapet er delt i tre hovedsegmenter; *Villfangst*, en virksomhet som omfatter fangst, produksjon og bearbeiding av hvitfiskprodukter. *Havbruk*, som består av produksjon og slakt av laks og ørret, og *VAP, Salg og Distribusjon* som driver med aktiviteter innenfor salg, utvikling, distribusjon og fordeling internt og eksternt (Lerøy, u.å.c).

Selskapet har en lang historie med fokus på bærekraftig produksjon, og har ambisjoner om å være verdensledende på området. Selskapet gjør også en omfattende satsing på forskning og utvikling for å sikre at de fortsetter å produsere sunn, bærekraftig og høykvalitets sjømat for fremtiden (Lerøy, 2022).

Lerøy					
I TNOK	2018	2019	2020	2021	2022
Omsetning	19 837 637	20 426 902	20 426 902	23 073 280	26 645 877
Årsresultat	3 597 959	1 869 739	790 209	2 781 096	3 165 122
Resultatmargin	18,14 %	9,15 %	3,87 %	12,05 %	18,14 %
Harvest Volume tonn GWT	162 039	158 178	170 849	186 635	174 629

Tabell 2 - Nøkkeltall Lerøy. Tall hentet fra Eikon.

Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood ASA ble grunnlagt i 1992 og spesialiser seg på oppdrett av laks og ørret. Sammenlignet med de utvalgte konkurrentene, er Grieg Seafood et oppdrettsselskap av mindre skala, men de har likevel en global tilstedeværelse med produksjon og salg til en rekke markeder over hele verden. Grieg Seafood har oppdrettsanlegg i Finnmark og Rogaland i Norge, samt i Canada, hvor de har etablert seg som en ledende produsent av laks. Grieg Seafood har hovedkontor i Bergen, og over 7050 ansatte fordelt på regionene (Grieg, u.å.).

Grieg Seafood					
I TNOK	2018	2019	2020	2021	2022
Omsetning	9 739 430	7 088 395	6 765 000	7 392 301	7 164 000
Årsresultat	685 054	778 487	-1 106 917	1 234 200	1 148 999
Resultatmargin	7,03 %	10,98 %	-16,36 %	16,70 %	16,04 %
Harvest Volume tonn GWT	74 623	71 700	71 142	75 601	84 697

Tabell 3 - Nøkkeltall Grieg Seafood. Tall hentet fra Eikon.

Austevoll Seafood ASA

Austevoll Seafood ASA (AUSS) ble etablert i 1981 under navnet Austevoll Havfiske AS. I løpet av det siste tiåret har AUSS kjøpt opp et betydelig antall selskaper som komplimenterer selskapets eksisterende forretningsområder. I dag omfatter selskapet eierskap og drift av fiskefartøy, hermetikkfabrikker, fiskeforfabrikker, fryseanlegg, oppdrett av laks samt markedsføring og salg. Konsernet er lokalisert i Norge, Storbritannia, Chile og Peru (Austevoll Seafood ASA, u.å.).

Austevoll Seafood					
I TNOK	2018	2019	2020	2021	2022
Omsetning	22 630 000	23 312 000	26 571 000	22 435 000	31 149 616
Årsresultat	4 231 000	2 197 000	823 000	3 437 000	5 240 288
Resultatmargin	18,70 %	9,42 %	3,10 %	15,32 %	16,82 %
Harvest Volume tonn GWT	162 000	158 000	171 000	187 000	174 629

Tabell 4 - Nøkkeltall Austevoll Seafood. Tall hentet fra Eikon.

2.2 Om Mowi

Mowi er verdensledende aktør i sjømatbransjen, og toppe listene på både markedsverdier og bærekraft. De siste årene har selskapet hatt størst slaktevolum og høyest omsetning blant konkurrentene, og er i dag verdens største oppdretter av atlantisk laks. Med en rekordomsetning på 4,9 milliarder norske kroner, og slaktevolum på 464 000 tonn i 2022, har Mowi en markedsandel på omtrent 20 prosent. Selskapet har produksjonsanlegg i 26 land, inkludert Norge, Chile, Canada og Skottland, og eksporterer fisk til over 70 land. Mowi har i dag en fullstendig integrert verdikjede, med 11 500 ansatte fordelt på de ulike regionene og selskapets tre driftsområder; fôr, oppdrett og salg og markedsføring (Mowi, 2023).



Figur 3 - Viser de viktigste kystområdene som er tatt i bruk for lakseoppdrett (Mowi, 2022a)

Mowi ble etablert i 1964 og var en banebryter i utviklingen av norsk oppdrettsindustri. Selskapet startet som et lite prosjekt, med prøving og feiling i bakgården hos noen få pionerer tidlig på 60-tallet. Navnet, Mowi, var en annerkjennelse til den ene av dem, Johan Ernst Mowinckel, som symboliserte drivkraften bak utviklingen av prosjektet. Selskapet var blant de første i bransjen til å utelukkende fokusere på fiskeoppdrett fra oppstart, og ble bemerket for sin evne til å se og skape nye løsninger. Dette vekket interesse hos investorene, og samme år som den første smolten ble sjøsatt, 1969, kjøpte Norsk Hydro 50 prosent av aksjene i selskapet (Jensen, 2018).

Norsk Hydro kunne tilføre selskapet kompetanse innen driftsplanlegging, og hadde omfattende erfaring med industrielle teknologi (Jensen, 2018). I årene 1980 til 2005 foretas det flere fusjoner og oppkjøp, og Norsk Hydro kjøper de resterende aksjene i selskapet. De har nå fullstendig eierskap i selskapet og skifter navnet til Marine Harvest. I 80-årene ekspanderer selskapet sin virksomhet til Irland, Skottland og Island, og var nå verdens største oppdretter av atletisk laks. I 2006 etableres Marine Harvest Gruppen ut fra de tre selskapene; Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood (Mowi, 2022a).

I 2012 startet selskapet sin egen fôrproduksjon, og selskapet har nå en helintegret verdikjede. Av årsrapporten 2023 fremgår det at Mowi er selvforsynt med fôr i Europa. Mowis fôr kommer fra to fabrikker i Europa, en i Norge og en i Skottland. Total produksjon i 2022 var på 515 000 tonn av en total produksjonskapasitet på 640 000 tonn. Fabrikken i Norge stod for 372 000 tonn, og Skottland produserte henholdsvis 143 000 tonn. Samlet tilsvarer dette en selvforsyningsgrad på 95% for deres europeiske oppdrettsoperasjoner (Mowi, 2023).

Mowi produserer mange ulike typer fiskeprodukter, som fileter, biffer og andre deler av fisken, både røkt, fersk og frossen. De siste årene har forbrukerklare produkter blitt stadig mer populære, og Mowi startet utvidingen av denne delen av virksomheten i 2012/2013, med oppkjøpet av Morpol, en verdensledende videreforedler av laks. Ferske, ferdigpakke produkter oppnådde suksess på det amerikanske markedet, og Mowi fortsatte å utvide til Dallas i Texas i 2016. De neste årene fortsatte Mowi å utvide virksomheten i USA, og åpnet en ny fabrikk i Frankrike i 2019 (Mowi, 2023).

I 2018 går daværende Marine Harvest tilbake til sine røtter, og skifter navet tilbake til Mowi. Dette var en del av selskapets nye merkevarestrategi, med formål om å kommunisere sin

verdikjede i forbindelse med lansering av den nye produktlinjen under navnet MOWI. I 2020 ble MOWI-merket lansert i Frankrike som detaljhandelsvare og i USA som e-handelsvare. Mowi fortsatte å lansere merkevaren i Belgia, Italia, Spania, Japan og Storbritannia utover 2021 (Mowi, 2023). I årsrapporten fra 2021 hevder Mowi at etterspørselen etter MOWI-merkede produkter stadig øker, og at planen videre er å fokusere på nøkkelmarkeder i Europa og videre vekst i USA. Mowi har en langsiktig målsetning om en omsetning på 1 milliard euro med en fortjenestemargin på 10% for MOWI-merkede produkter. Mowis endelig mål for den nye merkevaren er å avkommoditisere laksemarkedet over tid (Mowi, 2022b).

Ved slutten av 2022 fikk Mowi godkjenning til å kjøpe 51 prosent av aksjene i Artic Fish, en lakseoppdretter på Island. Dette gjorde Island til det syvende landet for Mowis oppdrett og fullførte deres geografiske tilstedeværelse. Island skiller seg ut som en av de få gjenværende områdene som gir betydelig mulighet for organisk vekst i konvensjonelt oppdrett, og gir derfor store muligheter for Mowi i fremtiden (Mowi, 2023).

2.2.1 Visjon, mål og strategi

FN anslår at verdensbefolkningen vil øke til 9,74 milliarder mennesker innen 2050, noe som vil øke etterspørselen etter proteinrike matvarer med 28 prosent dersom konsum per person holder seg konstant. Mowi er fremtidsrettet, og ønsker å vise vei for videre utvikling i bransjen med visjonen «*Leading the Blue Revolution*». De ønsker å ta del i å dekke den økende etterspørselen, og forsyne en stadig mer velstående befolkning med sunne og bærekraftige produkter. Grunnet begrensede ressurser for produksjon av landbaserte kilder til protein, er utvikling av proteinkilder fra havet et viktig mål for fremtiden. På tross av at 70 prosent av jordoverflaten er dekket av hav, kommer kun 2 prosent av proteinkilder produsert for menneskelig forbruk fra havet. Dette ønsker Mowi å gjøre noe med, og som verdens største oppdretter av atlantisk laks har Mowi definert tydelige mål for sin virksomhet (Mowi, 2022a). Selv beskriver de det slik:

«I Mowi har vi som mål å produsere næringsrik og velsmakende sjømat av ypperste kvalitet. Vi dekker en femtedel av den globale etterspørselen etter atlantisk oppdrettslaks, og drivkraften vår er kontinuerlig innovasjon og viljen til å produsere lak på en stadig mer bærekraftig måte.» (Mowi u.å.)

Mowis mål er altså å være en helintegreert leverandør av sjømat, og scorer høyt på bærekraft i hele produksjons- og distribusjonsprosessen. Ved å innpasse hele verdikjeden har de kontroll på hele prosessen fra fôr til ferdig produkt, noe som gir Mowi muligheten til å være mer effektiv og løsningsorienterte når det gjelder bærekraftig produksjon og verdiskaping. Coller FAIRR Protein Producer Index har fire år på rad rangert Mowi som den mest bærekraftige produsenten av animalsk protein blant de 60 største børsnoterte selskapene i verden (Mowi, 2023). I 2021 sertifiserte Mowi 5 nye anlegg, og brakte det samlede tallet til 133 anlegg for Mowi gruppen. Dette er halvparten av alle aktive anlegg Mowi driver (Mowi, 2022). I følge Mowis retningslinjer, er fôret de produserer 100 prosent bærekraftig. Selskaper bruker blant annet en soyaleverandør til fôrproduksjon fra Brasil, som oppnådde null-avkastnings målet for hele deres forsyningskjede (Mowi, 2022).

Mowis produksjon er fullstendig avhengig av et sunt havmiljø, og det er derfor viktig at plast og fragmenteringer som mikroplast i havet unngås. Mowi har stort fokus på å unngå unødvendig bruk av plast i produksjonsprosessen, og den plasten som brukes skal håndteres på en ansvarlig måte. Mowi har etablert overvåknings- og kontrollprogram med formål om å undersøke skadelige stoffer i fôr og fisk. Formålet med programmet er å sikre at retningslinjer satt av matvaresikkerhetsmyndighetenes overholdes. I 2021 var 74 prosent av plastemballasjen gjenbrukbar, resirkulerbar eller nedbrytbar, og inneholdt 12 prosent resirkulert plast (Mowi, 2022b).

3. Strategisk analyse

3.1 Intern analyse

3.1.1 PESTEL

I denne delen av analysen ønsker vi å tilegne oss kunnskap om makrofaktorene som påvirker oppdrettsbransjen, faktorer som selskapene selv har begrenset kontroll over. Vi vil i den anledning gjennomføre en PESTEL-analyse for å identifisere de mest aktuelle makrofaktorene bransjen står overfor. Analysen redegjør for fem ulike makroforhold; politiske (Political), økonomiske (Economic), sosiokulturelle (Social), teknologiske (Technological) miljømessige

(Environmental) og juridiske (Legal). Gjennom PESTEL-analysen vil oppdrettsbransjen kunne få et mer omfattende overblikk over de ulike makrofaktorene som må hensyntas ved valg av strategi (DigitalNorway, 2021).

Politiske forhold

Lakseoppdrett er en viktig del av norsk akvakultur, som er underlagt reguleringer og tillatelser gjennom Akvakulturloven (Akvakulturloven, 2006). Det stilles strenge krav fra staten omkring fiskeoppdrett, blant annet i form av konsesjoner. En slik konsesjon innebærer muligheten til å drive drift på allmenhetens areal, mot at man oppfyller vilkårene som myndighetene har satt for driften. Som presisert i akvakulturloven, må driften være verdiskapende både lokalt og nasjonalt. Konsesjonene inneholder en gitt mengde levende fisk selskapet kan ha i sjøen til enhver tid, kalt MTB (maksimalt tillatt biomasse). Standard tillatelse på matproduksjon av laks i Norge er 780 tonn, og 945 tonn i Troms og Finnmark (Fiskeridirektoratet, u.å.a). Dette tilsier at politiske reguleringer vil påvirke oppdretternes inntekter (Fiskeridirektoratet, u.å.b).

Den 28. september 2021 foreslo regjeringen å innføre en grunnrenteskatt på havbruk fra og med 1.januar 2023. Dette forslaget vil gjelde for laks, ørret og regnbueørret, der grunnrenten skattlegges med en effektiv skattesats på 40%. Hensikten med grunnrenteskatten er å innhente mer av verdiene som private selskaper allokterer ved bruk av Norges felles naturressurser, der disse verdiene skal genereres tilbake til samfunnet (Regjeringen, 2022).

Da laks er et av Norges største og viktigste eksportprodukter, blir det regelmessig brukt som en gjenstand for politiske sanksjoner. Et slikt tilfelle inntraff etter at Liu Xiaobo i 2010 ble tildelt Nobels fredspris. Som følge av Kinas misnøye, ble Norsk lakseeksport til Kina redusert med en markedsandel fra 90% til 1% (E24, 2015). Ikke mange år etter innførte også Russland sanksjoner mot Norge etter annekteringen av Krim-halvøya i 2014, som førte til at vesten innførte et importforbud mot blant annet sjømat. Denne utestengelsen fra det russiske markedet alene, medførte Norge et tap på 20 milliarder kroner fra 2014 til 2019 (E24, 2019).

Krigen i Ukraina påvirker også lakseoppdrettsnæringen på flere måter. Ukraina står for omtrentlig 1,8% av den totale eksportverdier av norsk sjømat, noe som i 2021 tilsa en sum på 2,2 milliarder norske kroner. Eksport til Ukraina er i skrivende stund tilnærmet umulig. Om lag 49 000 tonn av norsk laks vil være nødt til å finne seg et nytt marked, og det er anslått at

majoriteten vil gå til EU, grunnet rekordhøy eksportpris og mindre kapasitet på frakt til Asia (Norges Sjømatråd, 2022).

Økonomiske forhold

Norsk oppdrettsnæring er i stor grad påvirket av internasjonale trender, og avhenger av endringer i verdensøkonomien. Den største kjøperen av norsk laks er EU, etterfulgt av Asia og USA (Steinseth, 2020). Det vil derfor være essensielt for oppdrettsnæringen å analysere valutakursutviklingen samt den økonomiske veksten i disse områdene, da endringer i konsummarkedenes valutakurser påvirker selskapenes inntekter. Likevel er det også viktig å være oppmerksom på de økonomiske endringene i Norge, ettersom produksjonen av norsk-oppdrettslaks foregår langs den norske kysten (Maurset, 2018, s. 34).

Da majoriteten av produksjonen til Mowi blir distribuert på det globale markedet, vil inntektene til selskapet avhenge av den internasjonale lakseprisen. Koronakrisen bidro til en nedgang i lakseprisen, delvis grunnet usikkerhet i distribusjonen, økte distribusjonskostnader og redusert godskapasitet, hovedsakelig i USA og Japan. Dette skapte store utfordringer i hele oppdrettsbransjen. Etter pandemien opplevde laksemarkedet derimot en økning i både pris og etterspørsel. USA har hatt den største veksten med 36% i verdi, etterfulgt av Asia med 22% verdiøkning og EU med en økt verdi på 17% (Norges Sjømatråd, 2021).

Kombinasjonen av økt etterspørsel og lav produksjon etter pandemien resulterte i en svært høy laksepris i 2022, der snittprisen var på 82 kr per kilo (iLaks, 2022). Krigen mellom Russland og Ukraina er også med på å forsterke prisøkningen. Selv om Russland og Ukraina representerer en relativt liten andel av den globale etterspørselen, påvirker krigen markedet indirekte gjennom økte priser på innsatsfaktorer til fôrproduksjon. Russland og Ukraina er viktige produsenter av innsatsfaktorer til produksjon av fôr for laks, derav blant annet hvete. Etter Russlands invasjon i Ukraina, oppsto det en stigning i hveteprisen, som igjen var med på å høyne fôrkostnadene (Jensen, 2022). Den økte hveteprisen har også generelt bidratt til økt matvareinflasjon, som indirekte øker lakseprisen (Finansavisen, 2022). Videre vil også de høye energiprisene som følge av krigen påvirke verdikjeden til lakseproduksjonen, spesielt gjennom økt pris på drivstoff til fangst, produksjon og transport (Norges Sjømatråd, 2022).

Sosiokulturelle forhold

I dagens samfunn vektlegges sammenhengen mellom kosthold, miljø og bærekraft stadig i større grad. Konsumentene er mer bevisste på kjøttindustriens klimautslipp og ønsker et mer bærekraftig kosthold. Dette gjenspeiles i Den nasjonale folkehelseundersøkelsen 2020, der 62% av nordmenn svarte at de hadde endret kostholdet med blant annet å spise mindre kjøtt, derav mer vegetar og fisk (Helsedirektoratet, 2021, s.30). En slik utvikling vil kunne være med på å øke etterspørselen etter fisk.

Som tidligere nevnt har forbruket av fisk og sjømat hatt en nedgang de siste årene, til tross for et redusert kjøttforbruk hos majoriteten av nordmenn. Den nasjonale folkehelseundersøkelsen 2020 viser at andelen av totalbefolkningen som spiste minst fisk er gruppen fra 25-34 år. Ut fra denne aldergruppen, er det omkring 24-30% som har fisk til middag minst to ganger i uken. Dette går imot Helsedirektoratets kostråd om fisk, som innbefatter et ukentlig konsum på 300-450 gram ren fisk. Holder dette segmentet på denne forbrukervanen, vil det være rimelig å anta et fall i etterspørselen etter fisk de kommende ti-årene. Helsedirektoratets kostråd om fisk inngår i den nasjonale handlingsplanen, og med hjelp av politiske virkemidler, vil det være mulig å øke etterspørselen. Det er derfor bekymringsfullt at konsumprisindeksen for fisk har økt betraktelig mer enn konsumprisindeksen for kjøtt, da dette er ugunstig for å oppnå ønsket utvikling (Helsedirektoratet, 2021, s.18-19).

Teknologiske forhold

Som tidligere nevnt, setter konsesjonene begrensinger på slaktevolum og utvidelse av driften til oppdrettsselskapene. Videre bidrar akvakulturloven til strenge reguleringen innen fiskevelferd. Det er derfor essensielt for oppdrettsindustrien å opprettholde en innovativ teknologisk utvikling, i forsøk om å øke effektiviteten og redusere kostnader, samtidig som kravene til kvalitet og fiskevelferd overholdes. Aquastorm er et av Mowis utviklingsprosjekter, der prosjektet går ut på å senke merdene under havoverflaten. Selskapet ønsker å kombinere teknologi fra norsk aquakultur, undervanns- og offshore industrien. Denne innovative teknologien vil beskytte fisken mot sykdom og lakselus, i tillegg til harde værforhold (Mowi, 2019b). Realiseringen av prosjektet vil avhenge av tillatelse fra myndighetene, men i 2021 fikk Mowi avslag fra Fiskeridirektoratet (Fiskeridirektoratet, 2019). Som en følge av avslaget, har Mowi anket saken (Det kongelige nærings- og fiskeridepartement, 2022).

Miljømessige forhold

Fiskeoppdrettsbransjen er nødt til å overholde strenge miljøkrav. Overtramp av disse kan medføre negative konsekvenser som strengere statsreguleringer eller misnøye blant forbrukerne. Det er forurensningsloven som regulerer utslipp og avfallshåndtering ved oppdrettsanleggene. Naturmangfoldloven og akvakulturloven benyttes også, samt kravene i vannforskriften (Miljødirektoratet, u.å.).

Avfallet som produseres av fisken i merdene er et stort problem i oppdrettsbransjen. Tall fra 2018 viser at Norsk oppdrettslaks hadde et avfallsutslipp på hele 500 millioner kilo samme år (Ytreberg, 2018). Utslipp av næringssalter, organisk materiale og kjemikalier fra legemidler skader det lokale økosystemet rundt merdene. Dersom forurensningen fra anlegget har økt, er annerledes enn da anlegget fikk tillatelse til drift, eller at det er utviklet ny teknologi som muliggjør en forminskning i forurensninger, vil statsforvalteren ha autoritet til å endre eller trekke konsesjonen tilbake (Miljødirektoratet, u.å.).

Sykdom blant oppdrettsfisk er en annen stor utfordring i oppdrettsnæringen, og undersøkelser viser at millioner av laks går tapt hvert år på grunn av sykdom. Virussykdommer som lakselus er spesielt problematisk, da den svekker laksens immunforsvar og gjør den mer mottakelig for andre sykdommer. Lakselusen kan også bidra til andre senvirkninger som redusert svømmeevne, reproduksjon og vekst. Konsekvensene av dette er store økonomiske tap, i tillegg til redusert effektivitet i næringen. (Dokument nr. 3:9 (2011-2012)).

Videre har et annet omfattende problem vært den store andelen rømminger av oppdrettsfisk. Slike rømminger er en stor trussel mot villfisken, da fisken fra oppdrettene vil ha en negativ påvirkning på villfiskens genetiske egenart. Norge hadde som mål å redusere påvirkningen som truet laksens genetiske mangfold til et ikke-skadelig nivå innen 2010. Dette målet ble ikke nådd (Dokument nr. 3:9 (2011-2012)). Rømmingene vil også kunne forsterke problemet med lakselus, da syke oppdrettslaks kan rømme ut i havet og smitte det naturlige bestanden.

Juridiske forhold

Det er flere sær-reguleringer som legger premissene for driften av oppdrettsanleggene. En av disse reguleringene er mattilsynets lakselusforskrift, som skal bekjempe lakselus i akvakulturanlegg (Mattilsynet, 2021). Forskriften har blant annet som mål å ivareta fiskehelse

og fiskevelferd, der det aldri skal overskride 0,5 voksen hunnlus av lakselus i gjennomsnitt per fisk per anlegg. Dette har stor innvirkning på selskapene, da oppdrettene selv er ansvarlig for å holde mengden lakselus nede. Blir ikke maksimumsgrensen overholdt, er de tvunget til å slakte fisken, som vil føre til ressurstap (Mattilsynet, 2016).

Som tidligere nevnt, reguleres norsk akvakultur hovedsakelig av akvakulturloven, der en forutsetning for drift er en konsesjon. Av hensyn til miljø og bærekraft, er det kun et begrenset antall konsesjoner som blir utdelt hvert år (Fiskeridirektoratet, u.å.d). I 2017 ble trafikklyssystemet etablert. Systemet kontrolleres av Nærings og fiskeridepartementet og har som formål å sørge for en bærekraftig og forutsigbar vekst innenfor havbruksnæringen, med fokus på lakselus (Fiskeridirektoratet, u.å.c). Systemet avgjør om produsentene får øke, må minske eller kan fortsette med dagens produksjon (Fagerbakke, 2020). Det kan tenkes at den begrensede tilgangen på konsesjoner har medført en økende innovasjonsvilje blant oppdrettselskapene for å øke produksjonen, eksempelvis gjennom økt og effektivisert produksjon per konsesjon.

3.1.2 Porters Five Forces

Porters Five Forces-modellen er et nyttig verktøy for å analysere og forstå konkurransesituasjonen i en bransje. I denne analysen skal vi se nærmere på oppdrettsbransjen, og Mowis posisjon ved å vurdere følgende fem faktorer: *Trussel fra nye aktører, trussel fra substitutter, forhandlingsmakten til leverandører, forhandlingsmakten til kunder og nåværende konkurranseintensiteten i bransjen.*

Trussel fra nyetableringer

Trussel fra nye konkurrenter oppstår når det er enkelt for nye aktører å etablere seg i bransjen. I oppdrettsbransjen er det relativt høye inngangsbarrierer, noe som skyldes store investeringssummer og strenge reguleringer. Som nevnt tidligere er akvakultur en tillatelsesbasert næring, og man må ha en konsesjon for å kunne etablere seg i bransjen. Disse konsesjonene er vanskelige å få, men også svært dyre (Fiskeridirektoratet, u.å.d). Tillatelsene begrenser den samlede maksimale produksjonen, og reduserer derfor trusselen for nyetableringer. Oppdrett kan også kun drives i noen områder grunnet geografiske og biologiske forhold, noe som på generell basis vil redusere trusselen for nyetableringer.

Produksjonssyklusen for oppdrettslaks strekker seg over en periode på flere år, og innbetalingene kommer derfor ikke før syklusen er ferdig. Fordi lakseprisen i fremtiden er vanskelig å forutsi, kan dette skape usikkerhet rundt fremtidige kontantstrømmer. Dette kan skape problemer, spesielt for nyetablerte bedrifter. Aktører som har vært i bransjen lenge har opparbeidet seg stordriftsfordeler, som gjør produksjonen billigere og mer effektiv. I tillegg har de tilegnet seg god kunnskap om markedet, slik at de lettere kan predikere framtidsprognoser og legge en strategi deretter. På bakgrunn av produksjonssyklusens tidshorisont, utgjør fôrkostnader en betydelig del av arbeidskapitalen til oppdretterne. Dette kan påvirke lønnsomheten til nyetablerte aktører i bransjen (Mossige og Vorren, 2021). De etablerte aktørene vil også påvirkes, men på grunn av opptjente kontantstrømmer fra tidligere år er de bedre rustet til å håndtere prissvingninger i markedet. En fordel for Mowi, som en etablert aktør i bransjen, er at de har en fullintegrert verdikjede som gjør det mulig å ha kontroll på alle delementene av produksjonsprosessen. Dette gjør selskapet bedre rustet til å håndtere utfordringer knyttet til for eksempel fôr og sykdommer i merdene.

Den siste tiden har det kommet til flere landbaserte oppdrettere på markedet. Disse anleggene krever mindre tilgang på vann enn sjøbaserte anlegg, noe som gjør at de kan plasseres nesten hvor som helst. Dette åpner for nye muligheter og større fleksibilitet rundt lokalisering av oppdrettsanleggene, og bryter derfor med flere barrierer knyttet til konvensjonelt oppdrett. En fordel med landbasert oppdrett er at det reduserer avhengigheten av flytransport for å dekke etterspørselen etter laks i områder hvor sjøbasert oppdrett ikke er mulig. Ved å plassere landbaserte oppdrettsanlegg i nærheten av markedet kan man redusere transportkostnader og miljøpåvirkning. Dette vil også legge til rette for kortere transporttid, og ferskere varer for forbrukerne (Havforskningsinstituttet, 2023). Så langt har bare små mengder blitt høstet fra landbaserte anlegg, men dette kan endre seg i fremtiden når nye produksjonsteknologier utvikler seg. Det kan følgelig utgjøre en trussel for Mowi og andre oppdrettsselskaper som driver med havbasert oppdrett (Mowi, 2022a).

På nåværende tidspunkt vurderer vi trusselen fra nyetableringen til lav, hovedsakelig basert på bransjens høye inngangsbarrierer. Utviklingen innen landbasert oppdrett kan på sikt endre dette, og øke trusselen.

Trussel fra substitutter

Substitutter refererer til produkter som kan erstatte eller tilfredsstillende de samme behovene som det opprinnelige produktet. Jo flere alternativer det finnes, jo høyere er trusselen. Substitutter for oppdrettslaks er andre typer fisk, i tillegg til andre typer proteinkilder som kylling og kjøtt. Laks er en global vare, som anses å være et homogent produkt. Dette tilsvarer relativt like priser mellom ulike selskaper og produserende land. Det faktum at ulike lakseprodusenter er representert i de fleste markeder, indikerer at produktene relativt lett kan substitueres (NOU, 2019: 18).

Kylling og kjøtt er mulige erstatninger til laks som også inneholder mye protein, men mangler de sunne omega-3-fettsyrene (Helsedirektoratet, 2016). En undersøkelse gjort ved Universitetet i Stavanger viser at blant 6 000 europeiske forbrukere kommer laks sterkere ut i forhold til storfekjøtt og svinekjøtt, men svakere ut enn kylling når det gjelder tilberedning, lettvinthet og smak. Kjøpekraften til kunden kan også spille en viktig rolle når det kommer til substitusjon. I samme undersøkelse kommer kylling best ut på pris, da mange mener at kylling gir mest verdi for pengene. Laks på den andre siden, blir oppfattet som det dyreste alternativet. Dette viser at oppdrettslaks ikke nødvendigvis er tilgjengelig til den prisen forbrukeren er villig til å betale, noe som kan utgjøre en viss grad av trussel (Stangeland, 2013). Forbrukere som ikke vektlegger helsegevinstene ved å spise fisk, kan enkelt velge kylling fordi det er billigere og enklere å tilberede. Imidlertid ser vi en økende trend der stadig flere etterspør sunnere og mer bærekraftige matvarer, noe som viser en redusert trussel fra substitutter som kjøtt og kylling.

Når vi vurderer trusselen fra substitutter i oppdrettsbransjen, bør også ørret tas i betraktning. Ørret er en fisk som er ganske lik laksen når det gjelder uteseende, smak og næringsinnhold. Det er en viss prisforskjell mellom de to artene hvor ørreten har en tendens til å være det billigste alternativet (Sjømat Norge, 2023). Forbrukere kan derfor velge ørret som et mer økonomisk alternativ til fisk i kostholdet, og dermed utgjøre en trussel for oppdrettsselskapene som kun driver med laks. Ser vi imidlertid på produsert volum, er dette mye høyere for laks enn for ørret. I 2021 utgjorde laks 94 prosent av det totale salget av oppdrettsfisk. Det ble solgt 1 546 100 tonn oppdrettslaks til norske konsumenter sammenlignet med 88 800 tonn regnbueørret (Fiskedirektoratet, 2022). En internasjonal undersøkelse gjennomført av Norges Sjømatråd viser at norsk laks er verdens mest populære fisk, og med klart størst produksjons-

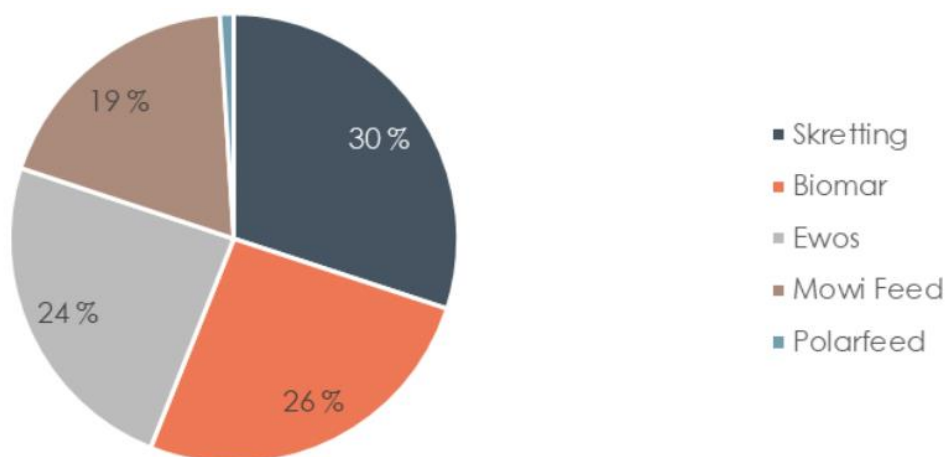
og salgsvolum er det lite som tyder på at dette vil endre seg i fremtiden (Norges Sjømatråd, 2022).

Selv om det er et økende fokus på sunnhet og bærekraft i samfunnet, kan andre faktorer som pris og lettvinthet også påvirke forbrukernes valg. Vi vurderer derfor trusselen fra substitutter som middels.

Forhandlingsmakten til leverandører

Fôr er en avgjørende faktor for oppdrettsnæringen, og utgjør den største kostanden i produksjonsprosessen. På grunn av transportkostnader blir en stor del av fôret produsert i nærheten av oppdrettsanleggene. Fôrindustien i Norge har i løpet av det siste tiåret blitt mer konsolidert, og sammen med Mowi, er det nå tre andre globale produsenter som kontrollerer markedet for laksefôr; Skretting, EWOS og BioMar. Et marked bestående av noen få, men store aktører, gir leverandørene en viss forhandlingsstyrke. Dette fordi de fleste leverandørene har en såkalt kost-pluss kontrakt, som vil si at det er oppdrettselskapene som er utsatt for prisendring i råvarene (Mowi, 2022a). Mowi skiller seg fra andre oppdrettsfirmaer ettersom de har sin egen fôrproduksjon. Mowi er selvforsynt med fôr til Europa, og har derfor stor grad av kontroll over sin egen fôrtilførsel, og er ikke like avhengig av eksterne leverandører.

Generelt sett har oppdrettsbransjen vært preget av stor forhandlingsmakt blant leverandørene på grunn av bransjens konsolidering. Imidlertid reduseres denne makten når selskaper utvikler sin egen fôrproduksjon, som er en økende trend i bransjen. På bakgrunn av dette blir leverandørenes forhandlingsstyrke vurdert som middels.



Figur 4 - Fôrprodusenters markedsandeler i Norge (Mowi, 2019)

Forhandlingsmakten til kunder

Kundesegmentet i oppdrettsbransjen fordeler seg mellom HoReCa (hotell, restaurant og catering) og ulike grossister. Forholdet er omtrent 30 prosent til HoReCa, og resterende 70 prosent til grossistene (Mossige og Vorren, 2021). Selskapene og produktene de tilbyr er relativt homogene, noe som fører til stor grad av forhandlingsmakt hos kundene. Uten store forskjeller i pris og kvalitet kan kundene lett skifte leverandør. Bransjens kunder er mange og av forskjellig størrelse, og det stiller høye krav til kvalitet og bærekraftige praksiser. For at Mowi skal kunne opprettholde markedsandelene sine må de differensiere seg fra konkurrentene. En måte Mowi kan redusere denne trusselen på er merkevarebygging som kan gjøre Mowi-merket mer synlig på markedet.

Et annet aspekt ved dette, er den stadig økende befolkningen og den stigende etterspørsel etter bærekraftige proteinkilder. Fra 2012 til 2021 var den årlige veksten på 4 prosent. Denne veksten er forventet til å holde seg stabil frem til 2026. Med en økende etterspørsel etter sunne matvarer og en befolkningsvekst, øker ikke tilbudet i samsvar med etterspørselen, som igjen gir kundene lav forhandlingsstyrke. Produksjonsnivået i bransjen har nådd et punkt der biologiske grenser har blitt utfordret, og fremtidig vekst kan kun opprettholdes gjennom regulatoriske tiltak, som kundene ikke har makt over (Mowi, 2022a).

Generelt vurderer vi trusselen som middels.

Intern rivalisering i bransjen

Den interne rivaliseringen i bransjen baseres på antall aktører, deres markedsandeler, merkevare, men også tilbud og etterspørsel. Oppdrettsbransjen i Norge består av omtrent 120 selskaper med konsesjon til å drive oppdrett av laks og torsk. Historisk sett har bransjen bestått av mange små aktører, men bransjen har de siste tiårene vært preget av en periode med konsolideringer. I 2021 stod de 10 største aktørene i Norge for hele 70 prosent av totalt slaktevolum. Med en markedsandel på 20 prosent er Mowi den største produsenten av atlantisk laks i verden, noe som gir de en betydelig innflytelse på markedet. Gjennom sin posisjon har Mowi muligheten til å påvirke priser og kvalitetsstandarder i industrien. Som tabell 6 viser, er Mowi størst i Norge og Storbritannia og nest størst i Nord-Amerika (Mowi, 2022a).

Laks er en kaldblodig dyreart, og den viktigste faktoren for laksens helse og vekst er vanntemperaturen. Den optimale temperaturen for laks er mellom 8 og 14 grader.

Havtemperaturen varierer gjennom årstidene i alle produksjonsområder, hvor Chile har den mest stabile havtemperaturen på 12 grader i gjennomsnitt (Mowi, 2022a). Mowi er den fjerde største aktøren i Chile, og kan dermed ha en konkurransefordel ovenfor aktører som ikke opererer der. Imidlertid er ikke dette et avgjørende fortrinn, da temperaturforholdene i andre produksjonsområder også er gunstige.

	Top 10 - Norway		Top 4 - United Kingdom		Top 4 - North America		Top 10 - Chile	
	Company	H.Q. GWT	Company	H.Q. GWT	Company	H.Q. GWT	Company	H.Q. GWT
1	Mowi	273,000	Mowi	64,500	Cooke Aquaculture	47,000	Aquachile (Agrosuper)	128,000
2	Salmar	170,500	Scottish Sea Farms***	46,000	Mowi	45,500	Multi X (Multiexport)	88,000
3	Lerøy Seafood	161,500	Bakkafrost	30,000	Mitsubishi / Cermaq	20,000	Mitsubishi / Cermaq	79,000
4	Mitsubishi / Cermaq	92,000	Cooke****	26,000	Grieg Seafood	14,500	Mowi	66,000
5	NTS**	70,000					Australis Seafood (Joyvio)	64,000
6	Grieg Seafood	61,000					Salmones Blumar	60,000
7	Nova Sea	43,500					Salmones Camanchaca	36,000
8	Nordlaks	35,000					Salmones Austral	25,000
9	Alsaker Fjordbruk	34,000					Invermar	22,000
10	Sinkaberg-Hansen	33,000					Salmones Yadrán	21,500
	Top 10	973,500	Top 4	166,500	Top 4	127,000	Top 10	589,500
	Others	405,400	Others	12,800	Others	17,900	Others	57,000
	Total	1,378,900	Total	179,300	Total	144,900	Total	646,500

Tabell 5 - viser de 10 største selskapene innen oppdrettslaks i 2021 (Mowi, 2022a)

Historisk sett har aktører i bransjen hatt lite fokus på merkevarebygging, men vi ser i dag en økende trend mot økt vertikal integrasjon blant selskapene. Mowis navnebytte i 2018 var en del av en slik merkevarestrategi, hvor målet var å oppnå konkurransefortrinn, som kundelojalitet, høyere marginer og transparens (Mowi, 2022). Som nevnt tidligere, ønsker Mowi å avkommodisere markedet for laks, og gjøre produktet mindre avhengig av pris og mer fokusert på merkevareverdi og kvalitet.

Vindheim (Referert i Berge, 2020) hevder at myndighetenes krav om tillatelser og konsesjoner gjør det vanskelig å konkurrere på kvantum, og at etterspørselen bestemmer prisen. Konkurransen dreier seg i større grad om markedsføring, kvalitet og teknologi. Dette kan føre til at selskaper kan dekke ulike deler av markedet, som igjen kan resultere i lavere intern rivalisering. Vertikal integrasjon vil ikke alene gjøre noe revolusjonerende for bransjen, men det kan åpne øyne for forbrukere og differensiere produktene. Laks vil ikke lengre bare være laks, og produktet oppfattes som mindre homogent. Dette kan på sikt minske konkurransen mellom de ulike oppdretterne.

Basert på næringens homogene produkter, som ikke er differensierte på tvers av de mange aktørene, er bransjen i utgangspunktet preget av høy intern rivalisering. Økt grad av merkevarebygging blant aktørene kan potensielt endre dette på sikt.

3.2 Intern analyse

3.2.1 VRIO-analyse

Vi skal nå analysere Mowis interne forhold ved hjelp av en VRIO-analyse. Her vil vi tilegne oss kunnskap om selskapets interne ressurser og om disse kan anses som konkurransefortrinn overfor konkurrentene i bransjen. Ressursene anses som varige konkurransefortrinn dersom de oppfyller kravene satt i VRIO-rammeverket; verdifulle, sjeldne, vanskelige å kopiere og organisert til å unytte dem på en effektiv måte (Sander, 2023).

Markedsposisjon

Ettersom Mowi er den største lakseoppdrettsaktøren på verdensbasis, faller det naturlig å evaluere selskapets markedsposisjon. Vurderingen av selskapers markedsposisjon kan likevel ikke baseres på størrelse alene, da dette ikke nødvendigvis representerer en verdifull ressurs i seg selv, utenom evnen til å redusere kostnader. Imidlertid korrelerer størrelsen til Mowi med et økende antall investeringen i utenforliggende deler av verdikjeden. Disse investeringene kan rettes mot områder som videreforedling, fôrproduksjon og brønnbåter, og dermed optimalisere driften av selskapet på en mer helhetlig måte (Mossige & Vorren, 2021, s.56). Som tidligere fremlagt i oppgaven, stilles det krav om konsesjoner for å utvide oppdrettsanleggene. I Norge blir det kun innvilget grønne konsesjoner for etablering og videreutvikling dersom bransjen kontrollerer lakselus problemet innenfor retningslinjene (Fiskeridirektoratet, u.å.d). Fiskeridirektoratet gir også kun ut tillatelser dersom det kan resultere i økonomisk lønnsomhet (Laksetildelingsforskriften, 2005). Med nevnte reguleringer lagt til grunn, er muligheten for utvidelse og vekst i den tradisjonelle norske oppdrettsbransjen relativt liten og ressursen vil derfor anses som sjelden.

I vurderingen Mowis markedsposisjon, er det relevant å se hvilke storfdriftfordeler selskapet opplever sammenlignet med markedets betydelig mindre aktører. Mowis størrelse gir dem en betydelig konkurransefordel, da det åpner for effektivisering, diversifisering og økt forhandlingsmakt både nasjonalt og globalt. Dette er fordeler som selskaper av mindre skala

ikke får dra samme nytte av (Mossige & Vorren, 2021, S.56). Mowis størrelse kan følgelig gi dem en konkurransefordel på markedet, da den kan føre til økt lønnsomhet og langsiktige vekstmuligheter. Vi anser størrelsen til Mowi som en verdifull ressurs, men det er likevel viktig å være oppmerksom på analysens begrensninger. En begrensning er blant annet hvordan gevinsten fra hver region blir vurdert. Kostnader som oppstår i en region, kan ha negative innvirkninger på selskapets totale kostnader og dermed utjevne stordriftsfordelene som forekommer andre steder.

Det er viktig å se i hvilken grad markedsposisjonen kan kopieres av konkurrenter. Ettersom selskapene i oppdrettsbransjen må søke om konsesjon for å få tillatelse til å drive lovlig, der majoriteter støter på biologiske utfordringer, er markedsekspanasjon vanskelig. Imidlertid kan landbaserte, havbaserte og lukkede oppdrettsanlegg være en løsning på noen av problemene som oppstår med tradisjonelle, åpne oppdrettsanlegg står overfor, eksempelvis ekspansjon (Havforskningsinstituttet, 2021). Konkurrenten SalMar har blant annet oppnådd svært gode resultater i laksens vekst, kvalitet og fôr-faktor gjennom sin satsning på havfarmen "Ocean Farm 1" (Soltveit, 2020). Videre, er det ekspansjonsmuligheter innenfor landbasert oppdrett, da dette verken krever vederlag for tillatelse og heller ikke har noen maksimumsgrense for konsesjoner og biomasse (iLaks, 2021). Da andre selskaper også har muligheten til å søke om konsesjoner og/eller utforske muligheten omkring nyvinningene innenfor oppdrettsteknologi, vil Mowis markedsposisjon være mulig å kopiere.

Forskning og utvikling

Forskning og utvikling er avgjørende for å opprettholde konkurransekraften i oppdrettsbransjen. Selskaper som ikke evner å utvikle teknologi som holder lakselusen og rømningene innenfor akvakulturlovens retningslinjer, risikerer å miste driftstillatelsen (Miljødirektoratet, u.å.). Samtidig skal teknologien bidra til effektivisering og kostnadsminimering, da dagens strenge krav for utvidelse gjør dette nødvendig for å oppnå vekst. Det er derfor avgjørende at selskapene i bransjen investerer betydelige ressurser i forskning og utvikling innen akvakultur.

Mowi har en sterk økonomisk posisjon som tillater dem å investere i ny teknologi og innovative løsninger. Imidlertid kan ikke selskapets investering innenfor forskning og utvikling anses som sjelden, da det er en nødvendighet for alle aktørene i oppdrettsbransjen. Mowi oppnår likevel fordeler ved å ha kontroll over hele verdikjeden, som bidrar til kostnadsminimering.

Satsningsområder som økt effektivisering gjennom digitalisering og fokus på bærekraftig fiskefor, kan bidra til å redusere kostnadene ytterligere (Kyst, 2021). Vi anser riktignok ressursen som verdifull, da norsk lov stiller strenge krav til teknologien brukt i oppdrettsnæringen.

Vi må også analysere i hvilken grad Mowis allokerede kunnskap og kompetanse fra forskning og utvikling kan kopieres. Dersom ressursen har opprinnelse i finansiell-kapital, vil den være enkelt for andre selskaper å kopiere, da finansielle ressurser er lett tilgjengelige og homogene. Har ressursen imidlertid opprinnelse i kompetanse fremdyrket av selskapets kultur, vil andre aktører ha vanskeligheter med å kopiere ressursen. Ettersom Mowi har kontroll over hele verdikjeden, er det rimelig å anta at selskapet besitter betydelig intern kompetanse. Grunnet Mowis sterke markedsposisjon, integrerte verdikjede og opparbeidede kompetanse, betrakter vi ressursene fra forskning og utvikling som ikke-kopierbare.

Det må også fastslås om ressursen er utnyttet. For å gjøre dette, er det aktuelt å undersøke hvor mange innovative prosjekter Mowi har gjennomført og hvor vellykkede disse prosjektene har vært. Et eksempel på et pågående utviklingsprosjekt er “Aquastorm”, som fortsatt venter på godkjenning. Videre har Mowi oppnådd gode resultater med sin egenutviklede teknologi, Hydrolicer, som effektivt håndterer avlusning i oppdrettsanlegg (iLaks, 2020). Selskapet har også inngått et samarbeid med Alpabeth, i et forsøk om å gjøre lakseoppdrett mer bærekraftig (Mowi, u.å.d), samt gjøre storsatsning med teknologier som Smart Farming (Mowi, u.å.e). Basert på disse prosjektene vurderer vi ressursen som utnyttet.

Avslutningsvis må vi vurdere om ressursen “forskning og utvikling” er sjelden. Vi må da undersøke om verdien av ressursen er begrenset til en eller flere aktører i bransjen. En utfordring med å begrense aktørenes egne nyvinninger til eksklusivt bruk, er tildelingsvilkårene for utviklingstillatelser i laksetildelingsforskriften. Kravet om at kunnskap generert fra utviklingsprosjekter skal komme hele næringen til gode, gjør det enkelt for konkurrenter å kopiere ideene, selv med en patent til grunn (Laksetildelingsforskriften, 2005). Utviklingsprosjekter krever betydelig kapital- og ressursinvesteringer, noe som bidrar til redusert gevinst på kort sikt. Disse faktorene gir grunn til å tvile på hvor stor konkurransefordel forskning og utvikling bidrar til i praksis, og om utviklingsprosjekter egentlig gagnar selskapet mer enn det koster. Basert på dette kan det være utfordrende å fastslå om ressursene fra

“forskning og utvikling” er sjeldne eller ikke.

Merkevare

Mowi har lenge jobbet mot å lansere sin egen merkevare, men det var ikke før i 2018 at datidens Marine Harvest gikk tilbake til selskapets røtter og skiftet tilbake til navnet Mowi. Merkevaren ble senere lansert i 2019 (Mowi, u.å.a.). Kun et fåtall av Mowis konkurrenter, derav Lerøy Seafood og Salmon Brands, har valgt å utvikle en egen merkevare, da de fleste norske aktører har som fokus å markedsføre laksens norske opprinnelse fremfor merkevaren (Iversen, 2020). Det er derfor rimelig å anse Mowis satsning på egen merkevare som en sjelden ressurs i bransjen.

Det må også tas stilling til om ressursen kan kopieres av andre i bransjen. Mowi er etablert i flere regioner i Norge. Dette kan gagne selskapets merkevare positivt, da den moderne forbrukeren verdsetter lokalprodusert mat. Videre har Mowi kontroll over hele produksjonsprosessen, derav forproduksjon, stamfisk, settefisk og videreforedling (Mowi, u.å.d). Dette er stordriftsfordeler som flere av markedsaktørene ikke besitter. Merkevaren vil derfor være vanskelig å kopiere.

Ettersom merkevaren ikke ble lansert før i 2019, er det vanskelig å si om den er utnyttet til sitt fulle potensiale. Konserndirektør for salg og marked Olav Brattvoll har uttrykt at Mowi hadde ambisjoner om å oppnå break-even i 2022, samt omsette for 100 millioner ekstra i EBIT innen 2025. Selskapet har imidlertid innrømmet at merkeveragesatsningen ligger noe bak skjema, da koronapandemien skapte uforventede problemer. Med dagens situasjon kan det virke som målsetningen for 2025 er noe blåøyd (Berge, 2021). Vi vurderer dermed Mowis merkevare som delvis utnyttet.

Merkeverens verdi vil avhenge av i hvilken grad Mowi evner til å bevare og unytte den. Dersom selskapet ønsker at merkevaren skal assosieres med bærekraftig og miljøvennlig produksjon av laks, vil det kreve at de allokere ressurser til en slik produksjon. Dette vil resultere i høyere kostnader for Mowi, og selskapet må i den anledning ta stilling til om en høyere salgspris kan rettferdiggjøres. Det er verdt å merke at det nå er mer lønnsomt å produsere laks enn å selge det. Dette ser vi i årsregnskapet til Salmon Brands i 2019, som viser til kun 200 tusen i driftsoverskudd på merkevaren Salma. På den andre siden, satt det lakseproduserende

søsterselskapet Bremnes Seashore igjen med et driftsresultat på 261 millioner samme år (Furuset, 2020).

En annen faktor som kompliserer merkevarens evne til å generere verdi er dagligvarebransjen. Aktørene i denne bransjen rår over stor makt, derav blant annet NorgesGruppen, Rema 1000 og Coop (Hopland & Jordheim, 2022). Med dagens økende matvarepris, er det også en økende etterspørsel etter butikkens egne billigmerker (NorgesGruppen, u.å.). Dette, i tillegg til den dyre prisen Mowi må betale for synlighet og distribusjon i butikk, skaper utfordringer med å tilegne seg verdiene Mowis merkevare skaper. Likevel velger vi å anse ressursen som verdifull. Dette fordi vi tror at merkevaren vil kunne øke forbrukerretterspørselen, der de er villige til å betale en høyere pris for kvalitet, som videre vil ha en positiv innvirkning på resultatet.

Oppsummering VRIO-analyse

Ressurs	Valuable	Rare	Imitable	Organization
Markedsposisjon	Ja	Ja	Nei	Ja
Forskning og Utvikling	Ja	Nei	Ja	Ja
Merkevare	Ja	Ja	Ja	Delvis

Tabell 6 - Oppsummering VRIO-analyse

3.3 SWOT

Vi skal oppsummere de strategiske faktorene vi har identifisert i selskaps- og bransjeanalysen, ved å gi en oversikt over Mowis *styrker*, *svakheter*, *muligheter* og *trusler*. Den første delen av SWOT-analysen tar for seg styrker og svakheter, og oppsummerer informasjonen fra VRIO-analysen. Den andre delen dreier seg om bransjeutsikter analysert i PESTEL-analysen og Porters Five Forces-modellen.

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> - Sterk markedsposisjon - Fokus på bærekraft - Integreert verdikjede - Bred geografisk tilstedeværelse - Størrelse og finansiell styrke 	<ul style="list-style-type: none"> - Sykdommer, parasitter og rømninger - Reguleringer fra myndighetene begrenser fremtidig vekst
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> - Befolkningsvekst - Økt etterspørsel etter sunne og bærekraftige matvarer - Nye teknologier kan bidra til å øke effektiviteten og redusere kostander - Skilte merkevaren i flere markeder 	<ul style="list-style-type: none"> - Konkurransen i markedet - Miljøproblemer og reguleringer - Politikk og endring i handelsavtaler - Grunnrenteskatten - Substitutter - Nye oppdrettsteknologier

Tabell 7 - SWOT

Basert på den strategiske analysen kan vi konkludere med at Mowi har flere styrker enn svakheter, samt mange muligheter. Mowi har allerede en sterk markedsposisjon, som kan tilskrives deres diversifiserte geografiske tilstedeværelse og størrelse. En mulighet for Mowi, og bransjen generelt, er den økende verdensbefolkningen og en stadig høyere etterspørsel etter matvarer med positive helseeffekter. Bærekraft vil også spille en viktig rolle i fremtiden ettersom flere forbrukere blir mer bevisste på miljøpåvirkningen av matvareproduksjon. Mowi kan derfor skille seg fra konkurrentene og oppnå konkurransefordeler ved å fokusere på bærekraft i alle deler av sin integrerte verdikjede og markedsføre dette.

Det er imidlertid også utfordringer som kan påvirke Mowi og sjømatbransjen. Eksempelvis er sykdommer og rømninger fra merdene vanlige problemer som oppdrettsindustrien står ovenfor. Myndighetsreguleringer, som for eksempel innføringen av grunnrenteskatten, kan ha en betydelig innvirkning på selskapets fremtidige drift. I tillegg kan endringer i politiske forhold og handelsavtaler påvirke eksport og salg av laks. Det er derfor viktig at Mowi fortsetter å utvikle og forbedre sin virksomhet ved å redusere sykdom og rømninger, overholde reguleringskrav og tilpasse seg endringer i politiske forhold. Ved å forutsi og regulere seg etter slike endringer, kan Mowi være bedre posisjonert til å opprettholde sin nåværende posisjon i markedet og fortsette å vokse i fremtiden.

4. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen gir en god oversikt over de økonomiske forholdene i bedriften. Analysen vurderer styrker og svakheter i virksomheten ved å se på Mowis lønnsomhet, likviditet, finansielle situasjon og soliditet. Ved å undersøke Mowis historiske utvikling og nåværende posisjon, samt sammenligne nøkkeltall for bedriftens lønnsomhet med relevante konkurrenter, kan vi evaluere selskapets utvikling. Dette er av betydning for en bred gruppe interessenter, inkludert eiere, ledere, kreditorer og investorer. En grundig forståelse av selskapets økonomiske situasjon er viktig for videre beslutningstaking innad i bedriften. Det er også essensielt at man ser hovedområdene i sammenheng med hverandre for å kunne identifisere bedriftens viktigste fokusområder. All finansiell data i regnskapsanalysen er hentet fra Eikons database og selskapenes årsrapporter fra perioden 2018-2022.

4.1 Lønnsomhet

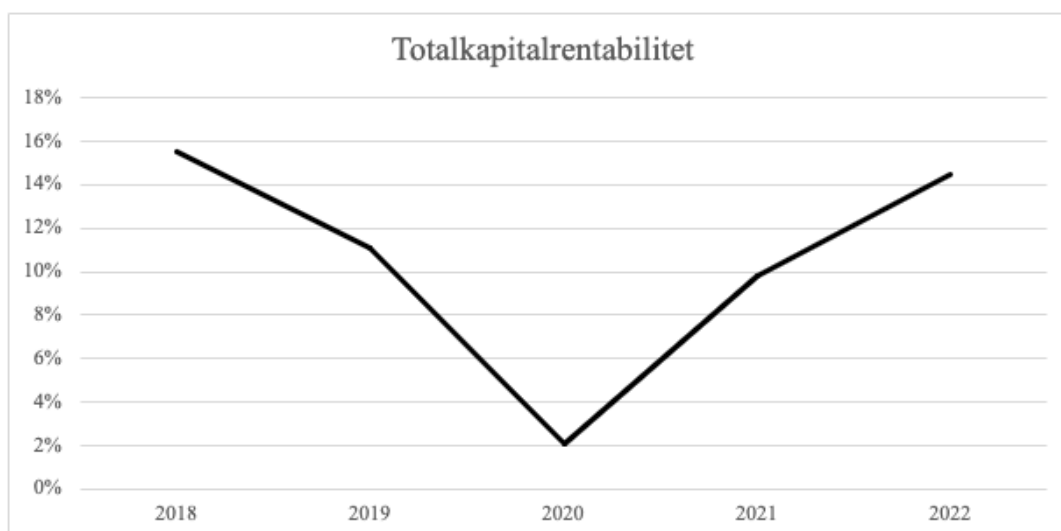
En analyse av lønnsomheten til Mowi sier noe om deres evne til å tjene penger. For alle bedrifter er det avgjørende å genere overskudd, men for børsnoterte selskaper er god lønnsomhet spesielt viktig. Dette vil tiltrekke investorer og øke aksjeverdien da selskapet har mulighet til å betale utbytte av deres overskudd. For å vurdere Mowi sine prestasjoner er det nødvendig å se på hva relevante konkurrenter oppnår, samt å se på selskapets historiske tall.

4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten viser hvor effektivt bedriften klarer å bruke totale eiendeler til å genere overskudd. Bedriftens eiendeler tilsvarer deres totale gjeld og egenkapital, og nøkkeltallets størrelse er dermed uavhengig av selskapets finansielle struktur. En høyere totalkapitalrentabilitet indikerer en mer effektiv bruk av deres eiendeler. Gjennomsnittlig totalkapitalrentabilitet for norske bedrifter er rundt 10% (Berg, 2017).

Vi kommer frem til selskapenes totalkapitalrentabilitet ved følgende formel:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig sum eiendeler}}$$



	2018	2019	2020	2021	2022
Totalkapitalrentabilitet	15.50%	11.10%	2.10%	9.80%	14.50%

Figur 5 - Totalkapitalrentabilitet

Fra tabellen over er det tydelig at totalkapitalrentabiliteten nådde en topp i 2018 med påfølgende fall i 2019 og en historisk lav rentabilitet i 2020. Den betydelige nedgangen i totalkapitalrentabiliteten skyldes redusert ordinært resultat før skatt fra 2018 til 2019 (Mowi, 2019d). I tillegg ser vi av balansen at totalkapitalen i denne perioden har økt, noe som bidrar til redusert totalkapitalrentabilitet (Mowi, 2020). Fra 2019 til 2020 har ordinært resultat før skatt blitt redusert betraktelig med ytterligere 81,1% som forklarer det store fallet i totalkapitalrentabiliteten denne perioden (Mowi, 2021a). Mowi har dog hentet seg inn og forbedret rentabiliteten for 2021 og 2022. Med et mer enn tredoblet driftsresultat for 2021 (Mowi, 2022b) og videre et sterkt forbedret driftsresultat med 75% i 2022 (Mowi, 2023) har Mowi nådd en rentabilitet på 14,50%.

Totalkapitalrentabilitet	2018	2019	2020	2021	2022
Mowi ASA	15,50%	11,10%	2,10%	9,80%	14,50%
Austevoll ASA	14,20%	7,10%	2,60%	10,50%	12,59%
Grieg Seafood ASA	16,70%	9,80%	3,10%	8,00%	12,30%
Salmar ASA	31,70%	19,10%	12,90%	13,50%	10,10%
Lerøy ASA	16,50%	8,10%	3,30%	11,00%	11,40%

Tabell 8 - Totalkapitalrentabilitet for Mowi sammenlignet med konkurrenter

Fra tabell 9 kan vi se Mowis total kapitalrentabilitet sammenlignet med sine konkurrenter. Mowi har en relativt lik avkastning og utvikling som Grieg Seafood ASA gjennom den aktuelle perioden. SalMar ASA har jevnt over en høyere rentabilitet, med unntak av 2022, og er det eneste selskapet som har klart å opprettholde en relativt høy avkastning i 2020. Sammenlignet med bransjen og det gjennomsnittlige nivået hos norske bedrifter har Mowi en relativt god total kapitalrentabilitet.

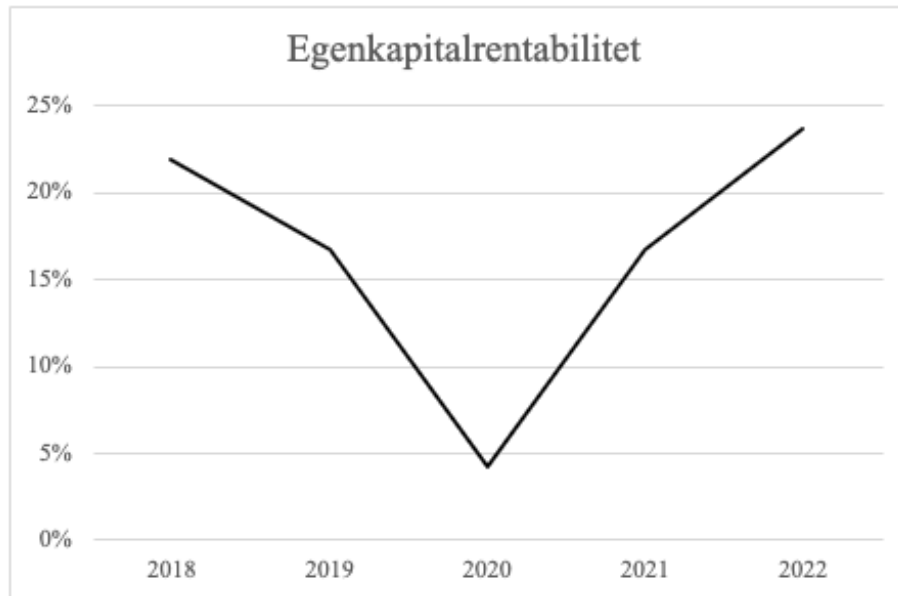
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Et selskaps egenkapitalrentabilitet viser hvor stor avkastning bedriften har generert av deres egenkapital. En høyere egenkapitalrentabilitet er alltid ønsket, fordi det tilsier at ledelsen utnytter innskutt kapital fra aksjonærene effektivt. Egenkapitalrentabiliteten bør alltid være høyere enn renten på innskutt kapital i banken for å være en foretrukket investering (Altinn, 2022).

Vi kommer frem til selskapenes egenkapitalrentabilitet ved følgende formel:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat etter skatt} \cdot 100\%}{\text{Gjennomsnittelig egenkapital}}$$

Egenkapitalrentabiliteten regnes ut ved å dele ordinært resultat på gjennomsnittlig egenkapital eller ved å justere total kapitalrentabiliteten for gjeldsgraden. På grunn av høyere risiko knyttet til egenkapital sammenlignet med fremmedkapital, bør avkastningskravet være høyere for å kompensere for den økte risikoen. Gjeldsgraden er et mål på denne risikoen, da en høyere andel gjeld øker selskapets finansielle risiko (Pedersen, u.å.).



	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapitalrentabilitet	21.80%	16.60%	4.20%	16.60%	23.60%

Figur 6 - Egenkapitalrentabilitet

Figuren over illustrerer Mowis egenkapitalrentabilitet over de siste fem årene. Som totalkapitalrentabiliteten også viste, var 2018 et effektivt år med en egenkapitalrentabilitet på 21%. Deretter falt rentabiliteten i 2019 og nådde et historisk lavt nivå i 2020. En nedgang i egenkapitalrentabiliteten kan eksempelvis skyldes lavere priser. Da koronapandemien slo ut for fullt sank lakseprisen fra en relativt høy pris første uken i 2020 (78,20kr/kg) til en svært lav pris i uke 50 på 46,09kr (Husø, 2022). Ved et høyt salg i volum vil denne nedgangen ha stor betydning for det ordinære resultatet.

Egenkapitalrentabilitet	2018	2019	2020	2021	2022
Mowi ASA	21,80%	16,60%	4,20%	16,60%	23,60%
Austevoll ASA	21,40%	10,50%	4,00%	15,60%	15,95%
Grieg Seafood ASA	27,20%	15,60%	8,10%	12,20%	19,10%
Salmar ASA	42,90%	27,60%	21,00%	22,70%	19,70%
Lerøy ASA	23,10%	11,30%	4,70%	15,10%	15,30%

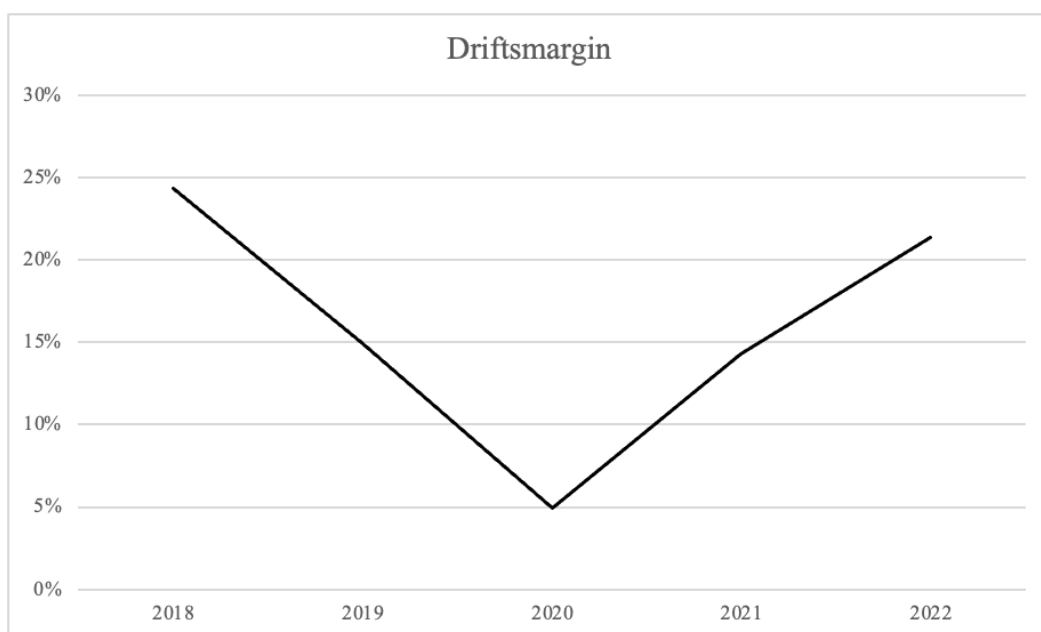
Tabell 9 - Egenkapitalrentabilitet for Mowi sammenlignet med konkurrenter

Videre må man sammenligne Mowis egenkapitalrentabilitet med andre selskaper i samme bransje for å kunne vurdere om den er god eller ikke. Mowi utnytter egenkapitalen relativt effektivt i forhold til Austevoll, Grieg og Lerøy, men SalMar har i perioden 2018-2021 alltid hatt en høyere rentabilitet. Vi ser derimot at Mowi har hatt et svært effektivt år i 2022 med den høyeste egenkapitalrentabiliteten sammenlignet med konkurrentene. Generelt kan vi si at Mowi har en god egenkapitalrentabilitet, sett bort i fra avviket i 2020.

4.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen er et viktig nøkkeltall for å vurdere bedriftens lønnsomhet. Nøkkeltallet viser hvor stor del av driftsinntektene som er generert til overskudd. Driftsmarginen beregnes ved å dividere driftsresultatet med driftsinntektene. Jo høyere driftsmarginen er, desto mer effektivt generer selskapet inntekter fra sine driftsaktiviteter (Berg, 2017).

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$



	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsmargin	24.30%	14.90%	4.90%	14.30%	21.30%

Figur 7 - Driftsmargin

Utviklingen i driftsmarginen til Mowi sammenfaller med endringene i egenkapital- og totalkapitalrentabiliteten. Mowi's driftsmargin har vist en ujevn utvikling over de siste 5 årene. Fra 2018 til 2020 falt driftsmarginen betydelig, noe som skyldes en nedgang i driftsresultatet. Imidlertid ser vi av figur 7 at driftsmarginen øker i 2021 og 2022 som indikerer en forbedring i Mowis lønnsomhet og/eller mer effektive driftsaktiviteter.

Driftsmargin	2018	2019	2020	2021	2022
Mowi ASA	24,30%	14,90%	4,90%	14,30%	21,30%
Austevoll ASA	22,40%	11,20%	5,40%	16,30%	16,82%
Grieg Seafood ASA	18,10%	10,50%	1,30%	20,50%	20,90%
Salmar ASA	38,00%	24,80%	21,90%	22,90%	22,40%
Lerøy ASA	21,80%	11,80%	5,60%	15,60%	16,10%

Tabell 10 - Driftsmargin for Mowi sammenlignet med konkurrenter

Ser vi nærmere på driftsmarginen til Mowi i forhold til de relevante konkurrentene har de en relativt lik utvikling som Austevoll, Grieg og Lerøy gjennom de fem siste årene. SalMar har en høyere margin i alle årene og har jevnt over høyere verdier for rentabilitet og driftsmargin. Det kan se ut til at de utnytter sine ressurser mer effektivt. Mowi ligger likevel godt an i forhold til andre konkurrenter i bransjen.

4.2 Likviditet

Likviditet viser bedriftens evne til å betale sine kortsiktige økonomiske forpliktelser. En lav likviditet viser til en høy kortsiktig risiko. Det kan imidlertid også være et resultat av en bevisst strategi for å investere i langsiktige aktiva som vil generere høyere avkastning over tid. En høy likviditet vil gi bedriften mer fleksibilitet ved at gunstige avtaler kan inngå raskt. På den andre siden kan det indikere at bedriften ikke utnytter sine aktiver til sitt fulle potensiale. En analyse av bedriftens likviditet kan hjelpe oss med å gi et bilde av hva en bedrift kan forvente av fremtidige kontantstrømmer (Berg, 2017).

4.2.1 Likviditetsgrad 1 og 2

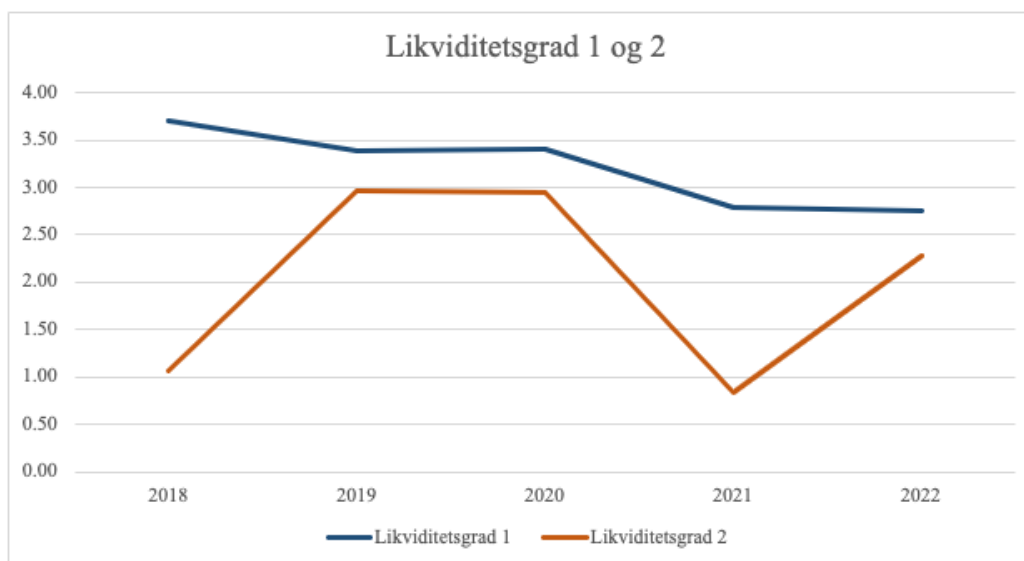
Likviditetsgrad 1 og 2 er nøkkeltall for å vurdere bedriftens likviditet og deres kortsiktige risiko.

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

Likviditetsgrad 1 beregnes ved å dividere selskapets omløpsmidler med deres totale kortsiktige gjeld. Omløpsmidlene inkluderer eiendelene som raskt kan omsettes til kontanter. Det er ingen fasit på en optimal likviditetsgrad, men det anbefales å ha en likviditetsgrad 1 større enn 2.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler} + \text{Ubenyttet kassakreditt}}{\text{Korsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 2 tar kun for seg de mest likvide omløpsmidlene, og varelager er dermed utelatt i beregningen. Nøkkeltallet bør være større enn 1 for å kunne dekke bedriftens kortsiktige økonomiske forpliktelser.



	2018	2019	2020	2021	2022
Likviditetsgrad 1	3.70	3.39	3.40	2.79	2.75
Likviditetsgrad 2	1.06	2.97	2.94	0.83	2.28

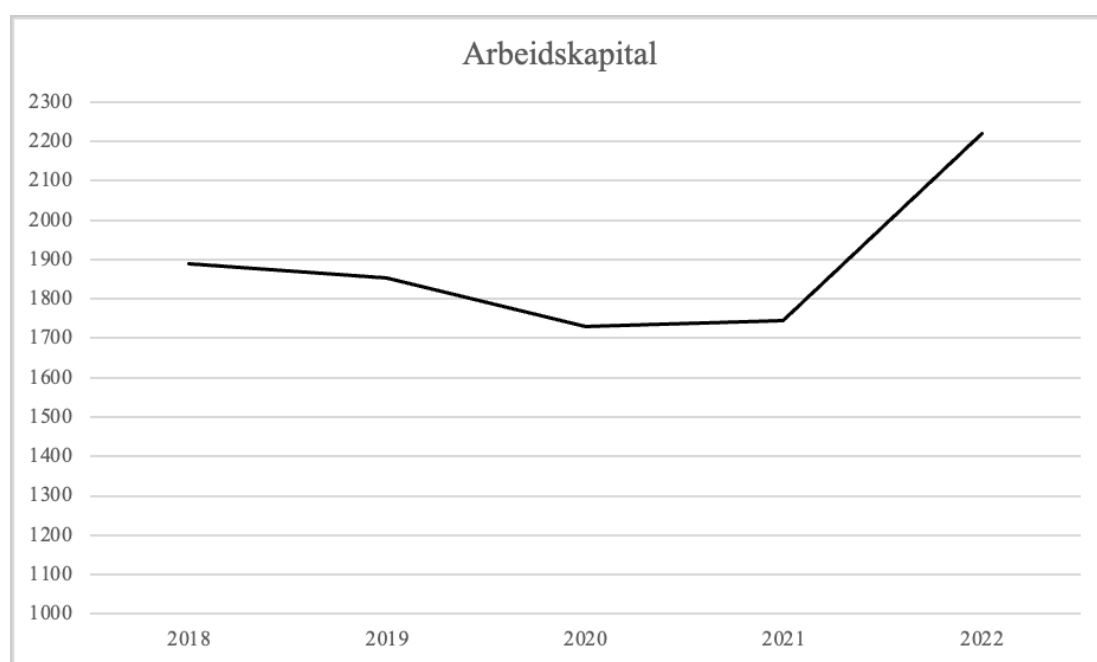
Figur 8 - Likviditetsgrad 1 og 2

Vi ser av figuren at likviditetsgrad 1 og 2 er på et tilfredsstillende nivå. Likviditetsgrad 1 er med god margin større enn 2 over de siste 5 årene. Likviditetsgrad 2 har større svingninger i

perioden. Varelageret av laks utgjør en stor andel av Mowis totale omløpsmidler, og en økning i varelageret vil resultere i en større differanse mellom likviditetsgradene. I 2021 faller likviditetsgrad 2 til 0,83 og vi ser av balansen at varelageret av laks i 2021 er større sammenlignet med året før (Mowi, 2022b). Resultatene indikerer at det er liten risiko for betalingsproblemer i nærmeste fremtid, samt at Mowi har en god buffer til å kunne dekke uforutsette kostnader.

4.3.2 Arbeidskapital

Arbeidskapital er et annet godt mål på bedriftens likviditet. Dette er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. En positiv arbeidskapital tilsier at virksomheten har tilstrekkelig med midler for å møte sine kortsiktige forpliktelser. Nøkkeltallet gir derfor en god indikasjon på bedriftens evne til å finansiere sin daglige drift.



	2018	2019	2020	2021	2022
Arbeidskapital	1888.00	1853.30	1729.30	1744.60	2221.30

Figur 9 - Arbeidskapital oppgitt i millioner euro

Figuren over illustrerer Mowis arbeidskapital de siste fem årene. Vi ser at selskapet har en positiv arbeidskapital samtlige år, men for å kunne vurdere om disse verdiene er gode må vi se dem i forhold til den årlige omsetningen. Generelt har bedriften en god arbeidskapital dersom

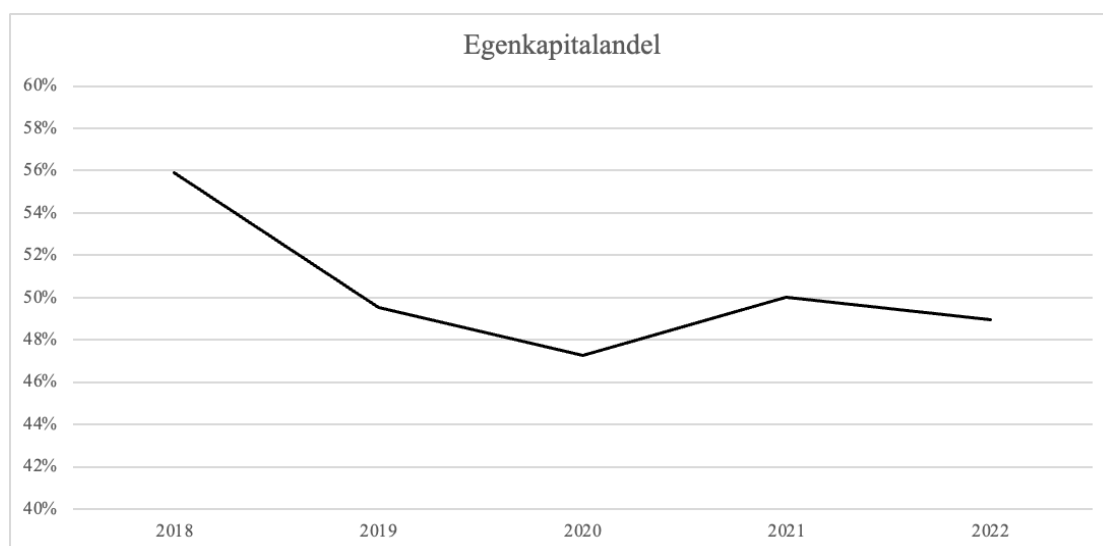
denne utgjør omtrent 10-15% av omsetningen (Altinn, 2022). Mowi har hatt en god margin gjennom hele perioden med et spenn på 37% til 50% (Eikon, 2023) og sammen med likviditetsgrad 1 og 2 kan vi konkludere med at de har en sunn likviditet.

4.3 Finansieringsstruktur og soliditet

Ved å analysere en virksomhets finansielle struktur får vi et godt innblikk i hvordan virksomheten finansierer sine eiendeler. Analysen gir en god forståelse av bedriftens evne til å tåle økonomiske utfordringer. Soliditet refererer til bedriftens evne til å tåle tap og opprettholde en sunn økonomisk situasjon over tid. En svakere finansiell struktur vil kunne redusere bedriftens evne til å tåle tap. Dette kan være spesielt viktig for kreditorer og investorer for å evaluere bedriftenes økonomiske helse.

4.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor del av virksomhetens totale eiendeler som er finansiert med egenkapital. Vi beregner egenkapitalandelprosenten ved å dele egenkapitalen med totalkapitalen og multiplisere med 100. Egenkapitalandelen gir oss informasjon om hvor mye av selskapets eiendeler som kan gå tapt uten at kreditorenes fordringer blir satt i fare. Det er ønskelig med en egenkapitalandel på minst 30% (Altinn, 2020).



	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapitalandel	55.92%	49.52%	47.25%	49.99%	48.96%

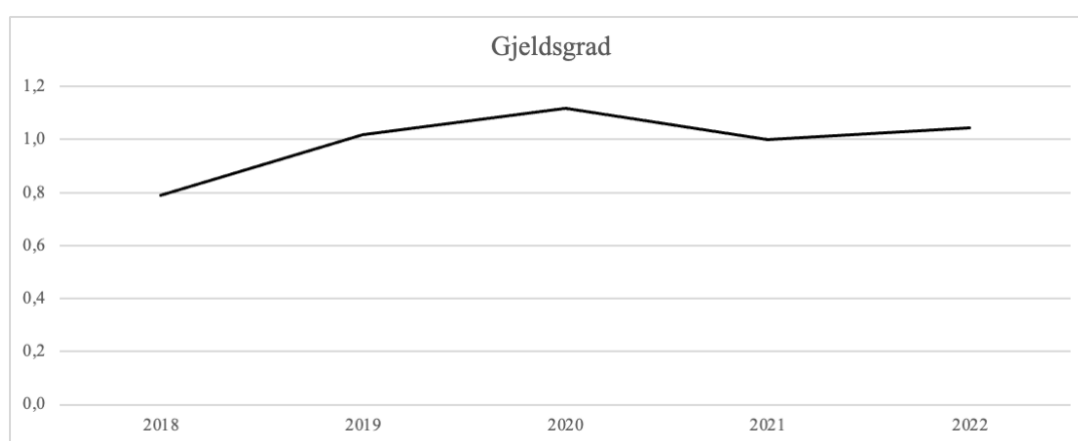
Figur 10 - Egenkapitalandel

Egenkapitalandelprosenten til Mowi viser til en solid finansiell struktur og følgelig en sterk soliditet. Av figuren ser vi at Mowi opprettholder en egenkapitalandel høyere enn 30% over hele perioden, til tross for en negativ trend fra 2018 til 2020. Nedgangen er forårsaket av et større opptak av lån i 2019, en nedgang i egenkapital samt en økning i gjeld fra 2019 til 2020. Vi ser av figuren at egenkapitalen øker igjen i 2021.

En høy egenkapitalandel kan på en annen side indikere at Mowi ikke fullt utnytter muligheten til å låne penger til en lav rente. Det vil si at virksomheten ikke benytter sin finansielle kapasitet til å utvide bedriften gjennom større investeringer.

4.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden er nært knyttet til egenkapitalandelen og viser forholdet mellom gjeld og egenkapital. Nøkkeltallet beregnes ved å dividere gjeld med egenkapital. En gjeldsgrad på 1 vil derfor tilsi at selskapets eiendeler er finansiert med like stor andel egenkapital som gjeld. En lavere gjeldsgrad viser til en lavere finansiell risiko da det er større rom for å ta opp lån til eksempelvis investeringer eller dekke tap. Jo lavere gjeldsgrad, jo mer solid er selskapet (Pedersen, u.å.).



	2018	2019	2020	2021	2022
Gjeldsgrad	0.79	1.02	1.12	1.00	1.04

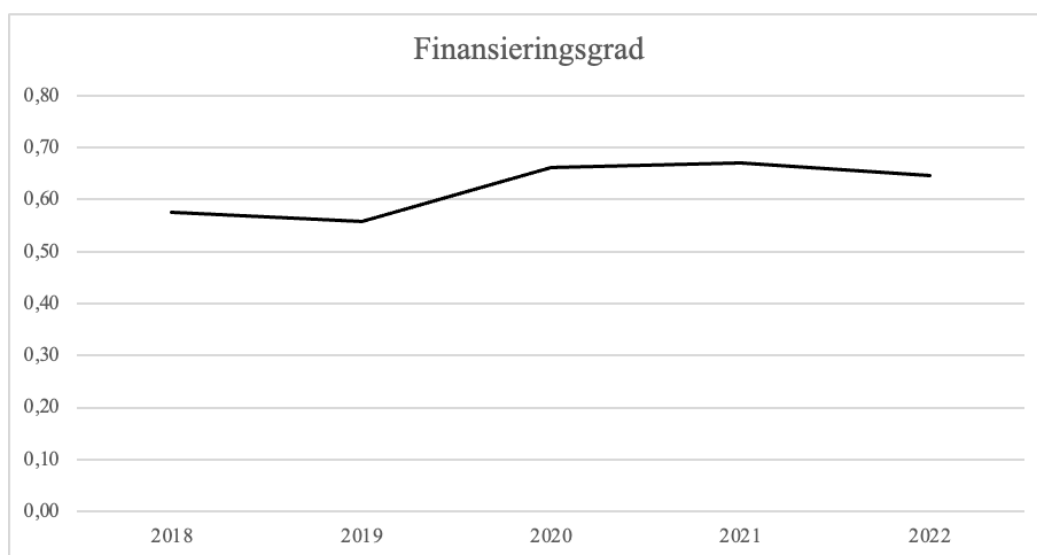
Figur 11 - Gjeldsgrad

Mowis gjeldsgrad har totalt sett økt i perioden 2018 til 2022. Denne utviklingen sammenfaller med endringene forklart for egenkapitalandelen, fordi de viser to sider av samme forhold.

4.3.3 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser i hvilken grad bedriftens anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Det er ønskelig med en finansieringsgrad mindre enn 1. En finansieringsgrad større enn 1 tilsier at deler av anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig kapital. Det vil kunne skape betalingsproblemer for bedriften i fremtiden (Altinn, 2020).

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig gjeld} + \text{Egenkapital}}$$



	2018	2019	2020	2021	2022
Finansieringsgrad	0,58	0,56	0,66	0,67	0,65

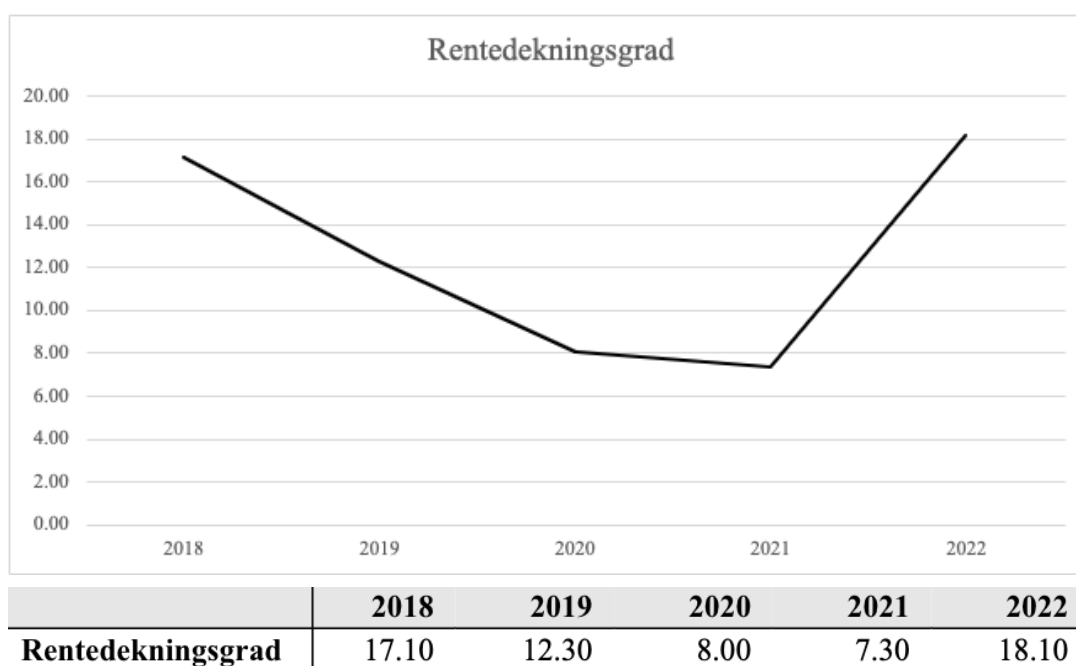
Figur 12 - Finansieringsgrad

Mowi har med god margin hatt en finansieringsgrad mindre enn 1 i perioden 2018 til 2022. Det vil si at bedriftens anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Finansieringsgraden til Mowi indikerer en sterk soliditet. Mowi har lav risiko ettersom de har mindre gjeld å betjene. Det gir videre større fleksibilitet for å ta opp mer gjeld i fremtiden ved eventuelle nye investeringer.

4.3.4 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden måler virksomhetens evne til å betjene gjelden ved bruk av driftsresultatet og er derfor en sentral faktor i vurderingen av deres soliditet. Med en lavere rentedekningsgrad er bedriften mer sårbar for økonomiske utfordringer. Generelt sett bør en bedrift ta sikte på et mål på 3 eller høyere for å ha en sunn og solid struktur (Altinn, 2022).

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



Figur 13 - Rentedekningsgrad

Mowi har en rentedekningsgrad som kan anses som god og ligger godt over 3 i hele 5 års perioden. Vi ser dog at det foreligger et kraftig stup fra 2018 til 2020. Dette kan komme av at Mowi har hatt lavere driftsresultat og en økning av rentebærende gjeld i perioden.

4.4 Oppsummering

Mowi er et solid selskap med en sunn likviditet og en tilfredsstillende finansieringsstruktur. Generelt sett hadde selskapet et svært godt år i 2018. Imidlertid viser regnskapsanalysen til lavere lønnsomhet og likviditet i 2020. Mowi har endret kursen og har i 2021 og 2022 svært

forbedret forholdstall på alle områder. Med en konkurransedyktig driftsmargin og rentabilitet kan vi vurdere lønnsomheten til selskapet som god. Likviditetsgrad 1 og 2 har danset litt i perioden, men er tilfredsstillende og sammen med en sterk arbeidskapital kan vi anse likviditeten som god. Mowi har endret strukturen i løpet av femårs perioden, med en høyere andel gjeld som øker deres finansielle risiko. Likevel har de en god rentedekningsgrad som tilsier at selskapet er solid.

Regnskapsanalysen viser totalt sett til gode tall for Mowi i perioden 2018-2022. Resultatene antyder at vi kan forvente positive kontantstrømmer fra selskapet i fremtiden samt en lavere risiko knyttet til selskapet. Dette vil i helhet kunne øke verdien av selskapet.

5. Avkastningskrav

Et avkastningskrav kan defineres som prisen på bruken av kapital, og reflektere forventet avkastning på investeringer med tilsvarende risiko. For å kunne gjennomføre en fundamental verdsettelse av Mowi er det nødvendig å estimere Mowis avkastningskrav. Avkastningskravet benyttes til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til dagens verdi. Jo høyere avkastningskrav, desto lavere vil nåverdien på de fremtidige kontantstrømmene være. Et høyt avkastningskrav sammenfaller også med en høy risiko, ved at investorene krever kompensasjon for risikable investeringer (Berk & DeMarzo, 2019).

I denne oppgaven tar vi utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM) og den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC) for å beregne henholdsvis egenkapitalkravet og kapitalkostnaden.

5.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

For å kunne estimere WACC er det først nødvendig å beregne egenkapitalens avkastningskrav ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). CAPM består av den risikofrie renten, en egenkapitalbeta og markedets risikopremie.

$$CAPM = r_f + \beta * MP$$

r_f : den risikofrie renten

Beta (β): systematisk risiko knyttet til egenkapitalen i prosjektet

MP: Markedets risikopremie ($r_M - r_f$)

Vi vil i det følgende ta for oss de ulike komponentene i kapitalverdimodellen for å kunne fastslå avkastningskravet til egenkapitalen.

5.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten refererer til avkastningen på en investering som er antatt å være helt uten risiko. Statsobligasjoner med solid kredittverdighet er et godt estimat på risikofri rente. Når en skal velge verdien på den risikofrie renten må også forfallstidspunktet på obligasjonen vurderes. En kortsiktig risikofri rente brukes til å evaluere kortsiktige investeringer, og en langsiktig rente brukes ved vurderingen av en langsiktig investering. Aksjer anses som en langsiktig investering med en ubestemt tidshorisont, og det vil være anbefalt å bruke avkastningen på langsiktige (10 til 30 år) obligasjoner for å fastslå den risikofrie renten (Berk & DeMarzo, 2019). For norske selskaper blir som oftest 10-årige statsobligasjoner brukt til å bestemme den risikofrie renten i avkastningskravet til egenkapitalen (PwC, 2022).

År	Rente
2018	1,88%
2019	1,49%
2020	0,82%
2021	1,40%
2022	2,84%

Tabell 11 - Rente på 10-årige statsobligasjoner (NorgesBank, 2023)

Tabell 12 viser renten på 10-årige statsobligasjoner i perioden 2018-2022. Renten har vært relativt lav frem til 2021, hvor koronapandemien har hatt en stor påvirkning etter 2019. 31. desember 2022 var renten på 10-årlig statsobligasjoner på 3,18% (NorgesBank, 2023). Vi velger å bruke denne verdien på risikofri rente ved videre estimering da denne reflekterer i større grad en normalsituasjon. Verdivurdering av Mowi per 31.12.2022 bør ta utgangspunkt i den risikofrie renten samme dag da den fluktuerer i stor grad fra dag til dag.

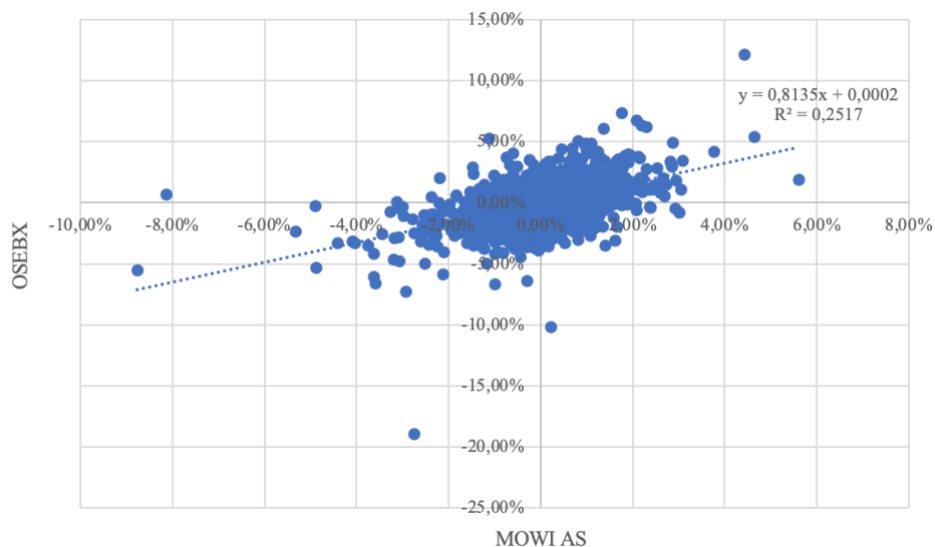
5.1.2 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på bedriftens systematiske risiko, og måler følsomheten til aksjens avkastning i forhold til markedets avkastning. En beta over 1 indikerer at bedriftens aksje er mer volatil og har en høyere systematisk risiko sammenlignet med markedet den opererer i. En

beta-verdi mindre enn 1 viser i motsetning til mindre svingninger i forhold til det generelle markedet (Berk & DeMarzo, 2019)

Vi ønsker å estimere Mowis avkastning på egenkapitalen for å si hvor følsom dens fremtidige avkastning vil være for markedsrisiko. Dette gjøres i praksis ved å analysere aksjens historiske avkastning og følsomhet i forhold til markedet. I de aller fleste tilfeller vil beta holdes relativt stabil over tid, og tilnærmingen vil dermed gi et godt estimat på Mowis fremtidige markedsrisiko (Berk & DeMarzo, 2019).

Vi har valgt å estimere Mowi sin egenkapitalbeta i forhold til markedsindeksen OSEBX. OSEBX er en hovedindeks som viser utviklingen av de 70 største aksjene på Oslo børs, hvorav DNB, Equinor og AKER er blant de største selskapene (AksjeNorge, 2023). Vi bruker daglig data fra en 5 års periode, fra 2018 til 2023, for å estimere betaene for Mowi og deres konkurrenter. En regresjonsanalyse basert på daglig data gir flere datapunkt som følgelig gir et bedre estimat på volatiliteten.



Figur 14 - Regresjonsanalyse beta, data hentet fra Yahoo Finance

Vi finner Mowis beta ved å sammenligne selskapets aksjekursendring opp mot markedets kursendring i en lineær regresjonsanalyse. Figuren over viser en beta på 0,8135 over perioden, samt en varians på 25,17%. Mowi sin egenkapitalbeta angir en positiv korrelasjon med markedet, og forteller oss at når markedets avkastning stiger med 1% vil Mowi sin avkastning forbedres med 0,8135%. Variansen indikerer at modellen har en forklaringskraft på 25,17% (Skovlund, 2020).

Vi har gjort tilsvarende analyse for konkurrenter hvor resultatene er vist i tabell 13 nedenfor.

Selskap	Egenkapitalbeta
MOWI	0,8135
Austevoll	0,9668
Grieg Seafood	0,9365
Salmar	0,7693
Lerøy	0,8916

Tabell 12 - Beta til konkurrenter, data hentet fra Yahoo Finance

Beregningene av beta er basert på selskapenes justerte sluttkurs hentet fra Yahoo Finance. Samtlige selskaper har en positiv korrelasjon med markedet, OSEBX. Vi ser av tabellen at det er SalMar som har minst svingninger i avkastning. Austevoll har høyest egenkapitalbeta blant konkurrentene og vil dermed påvirkes mest av markedsendringer.

5.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er en tilleggskomponent som tar hensyn til markedsrisikoen knyttet til investeringen, og er beregnet som differansen mellom den forventede avkastningen til markedsporteføljen og den risikofrie renten. Det vil ikke være mulig å redusere markedsrisiko ved å diversifisere investeringer og investoren kompenseres dermed for denne type risiko. Vi vil benytte oss av den historiske risikopremien som et estimat på den fremtidige risikopremien (Berk & DeMarzo, 2019)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vektet snitt	5,2 %	5,2 %	4,9 %	5,0 %	5,0 %	4,9 %	4,8 %	4,8 %	4,9%
Median	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0%
Kvartil 1	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5%
Kvartil 3	5,5 %	6,0 %	5,5 %	5,4 %	5,1 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0%

Tabell 13 - Markedsrisikopremie i det norske markedet (PwC, 2022)

Som en ser av tabell 14 har markedsrisikopremien vært stabil i perioden 2014 til 2022. Medianen på markedets risikopremie er uendret og ligger på 5% i 2022. Vi vil videre i oppgaven benytte oss av en risikopremie på 5% for å estimere egenkapitalavkastningen (PwC, 2022).

5.1.4 CAPM

Vi har nå beregnet verdier for alle komponentene som inngår i kapitalverdimodellen, og får følgelig et avkastningskrav på 7,25%.

$$r_E = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

$$r_E = 3,18\% + 0,8135 * 5\% = 7,25\%$$

5.2 Avkastningskravet til gjeld

5.2.1 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden referer til kostnaden knyttet til å betjene gjeld. Vi finner gjeldskostnaden ved å dividere rentekostnaden med rentebærende gjeld. Vi vil bruke gjennomsnittet av rentekostnadene i perioden 2018-2019 til å fastslå gjeldskostnaden som anvendes ved videre estimering av kapitalkostnaden. Tabellen under viser lite svingninger i perioden og gjennomsnittsmålet er derfor et godt estimat.

	2018	2019	2020	2021	2022
Rentekostnader	50	70,2	63	59	52,6
Rentebærende gjeld	1142,5	1465,8	1565,5	1358,9	1725,8
Gjeldskostnad %	4,38%	4,79%	4,02%	4,34%	3,05%
Gjennomsnittlig gjeldskostnad					
%	4,12%				

Tabell 14 - Gjeldskostnad for Mowi

5.3 Avkastningskravet til totalkapitalen

5.3.1 Egenkapitalandel og gjeldsandel

For å kunne vekte gjennomsnittlig kostnad av egenkapital og gjeld, må vi finne Mowi's egenkapitalandel og gjeldsandel basert på deres markedsverdi. Markedsverdien av egenkapitalen finner en ved å multiplisere aksjeprisen med antall utstedte aksjer per 31.12.2022. Markedsverdien av netto gjeld blir erstattet med bokførte verdier funnet i balansen fra Mowis årsrapport (Berk & DeMarzo, 2019).

Akjespris i kroner	165,53
Aksepris i euro	15,78
Antall utstedte aksjer	517 111 091
Markedsverdi av EK (millioner euro)	8 160

Tabell 15 - Markedsverdi gjeld

Den justerte sluttkursen per 30.12.2022 var 165,53 som tilsvarer 15,78 euro (Yahoo, 2023). Mowi har på samme tidspunkt totalt 517 111 091 utstedte aksjer (Mowi, 2022b). Markedsverdien av egenkapitalen blir følgelig på 8 160 millioner euro. Fra Mowis årsrapport finner vi verdien på bokført gjeld lik 3 844,1 millioner euro.

Egenkapital- og gjeldsandel	
Egenkapital	8 160
Gjeld	3 844,1
Totalkapital	12 004
Eandel	67,98%
Gandel	32,02%

Tabell 16 - Egenkapital og gjeldsandel

Vi beregner gjeldsandelen ved å dividere gjeld med totalkapitalen, og egenkapitalandel ved å dele egenkapital på totalkapital.

5.3.2 Skattesats

Den norske selskapsskatten er på 22% og skal beregnes på bedriftens ordinære resultat (NHO, u.å.). Virksomhetens rentekostnader vil derfor medføre en lavere skattekostnad og det er viktig å ha med denne skattebesparelsen i beregningen av avkastningskravet til totalkapitalen. Vi har valgt å bruke den generelle selskapsskatten i WACC uten påvirkning av grunnrenteskatten. Dette kommer av at grunnrenteskatten er innført for å beskatte de selskapene som tjener på fellesskapets ressurser (Lea & Bøe, 2022). Vi antar derfor at det blir feil å anvende denne ekstra satsen i WACC da den ikke gjelder finanskostnader, men heller naturressurser.

5.3.3 WACC

WACC står for «weighted average cost of capital» og er et vektet gjennomsnitt av selskapets kapitalkostnad. Her samles kostnadene for egenkapitalen og gjelden, og vektet i henhold til

selskapets finansielle struktur. WACC reflekterer den gjennomsnittlige risikoen for alle selskapets investeringer (Berk & DeMarzo, 2019).

$$WACC = 67,98\% * 7,25\% + 32,02\% * 4,12\% * (1 - 22\%) = \mathbf{5,96\%}$$

Ved bruk av WACC får vi et totalavkastningskrav på 5,96%. Avkastningen indikerer en lav risiko for selskapets totale investeringer.

5.3.4 Terminalledd

Verdien av Mowi skal baseres på selskapets fremtidige kontantstrømmer. Utover den eksplisitte perioden antas det en stabil gjennomsnittlig vekst for å få med “alle” fremtidige kontantstrømmer. Gordon’s formel for uendelig vekst anvendes for å finne alle disse fremtidige kontantstrømmene. Formelen ser slik ut:

$$P = \frac{FCF_{2026} \cdot (1 + g)}{(r - g)}$$

Her representerer FCF kontantstrømmen i 2026 som divideres med WACC (r) justert for den antatte stabile veksten (g). Den langsiktige veksten er vanligvis basert på selskapets forventede vekst i inntekter (Berk & DeMarzo, 2019). Hvordan setter man g og hvor høy vekst er det rimelig å anta for Mowi? Norges Bank setter inflasjonsmålet til 2% og det er derfor rimelig å anta at Mowi minimum ønsker samme årlige vekst (Norges Bank, 2020). Laks er et sunt og relativt bærekraftig produkt som antagelig vil få økt etterspørsel grunnet økt befolkningsvekst. Det er også store muligheter for havbasert lakseoppdrett med tanke på at lite av havet er utnyttet.

Lakseoppdrett er imidlertid en svært regulert bransje hvor det kreves konsesjoner og rettigheter for å kunne utvikle virksomheten eller starte noe nytt. Det er derfor vanskelig å anta en sterk vekst for Mowi fremover. Konkurransen vil også være med på å forhindre profitable bedrifter fra å kunne opprettholde sin historiske vekstrate (Mishkin & Eakins, 2018). Tilsvarende har grunnrenteskatten en stor påvirkning på kontantstrømmen til selskapet og vil være med på å bremse utviklingen. Vi har derfor valgt å sette vekstfaktor g til 1,5%.

Terminalleddet vil derfor bli seende slik ut, frem til prognose av kontantstrøm:

$$P = \frac{FCF_{2026} \cdot 1,015}{5,96\% - 1,5\%}$$

6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Som det fremgår i den strategiske analysen, har Mowi gunstige forhold for positiv vekst. Det ligger til rette for økt etterspørsel som følge av helsemessige hensyn, en økende befolkning og økende fokus på bærekraftige valg. På tross av dette, kan tilbudet av oppdrettslaks bli begrenset på grunn av krav om konsesjoner og oppdrettstillatelser i bransjen. Slike begrensninger vil kunne ha en dempende effekt på den ønskede veksten.

Vi bruker videre DCF-metoden for å verdsette Mowi. Med utgangspunkt i forholdene diskutert i den strategiske analysen samt en analyse av historiske tall vil vi forta en prognostisering av Mowis fremtidige kontantstrømmer. Vi finner Mowis nåverdi ved å neddiskontere de estimerte kontantstrømmene med avkastningskravet på 5,96%. Det er alltid en grad av usikkerhet knyttet til slike prognoser. Risikoen vil variere fra bransje til bransje og fra bedrift til bedrift. For Mowi vil laksepriser, valuta, biologiske prosesser og sjøvannstemperaturene være de viktigste risikofaktorene (SEB, 2022).

6.1 Driftsinntekter

For å estimere de fremtidige driftsinntektene har vi tatt utgangspunkt i forventet laksepris og forventet slaktevolum i periodene fremover. Hovedinntekten til Mowi er salg av laks og vi bruker derfor dette som grunnlag for å beregne forventede inntekter. Videre har vi regnet ut avvik fra virkelige driftsinntekter til beregnet driftsinntekter og funnet det gjennomsnittlige avviket for den eksplisitte perioden. Vi anvendte deretter denne faktoren for å estimere fremtidige inntekter.

	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	3 812	4 136	3 760	4 202	4 941
Laksepris	6,33	6,01	5,20	5,74	8,25
Slaktevolum (Harvest Volume GWT)	375 237	435 904	439 829	465 600	463 635
Beregnet driftsinntekt	2 375	2 620	2 287	2 673	3 825
Avvik	1 437	1 516	1 473	1 530	1 116
Avvik i %	60,48%	57,86%	64,41%	57,24%	29,17%
Gjennomsnittlig avvik	53,83%				

Tabell 17- Avvik fra virkelige driftsinntekter til beregnet driftsinntekter

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Slaktevolum (Harvest Volume GWT)	370 346	375 237	435 904	439 829	465 600	463 635
Vekst		1,32%	16,17%	0,90%	5,86%	-0,42%
Gjennomsnittlig vekst	4,77%					

Tabell 18- Gjennomsnittlig vekst i slaktevolum

Forventet slaktevolum har vi valgt å basere på den gjennomsnittlige veksten i slaktevolum de siste fem årene. Tabell 19 viser at den gjennomsnittlige veksten ligger på 4,77%, men med store variasjoner fra år til år. Dette kan mulig anses som litt høyt i forhold til at bransjen er svært strengt regulert og det er kanskje ikke rimelig at Mowi vil opprettholde en slik vekst med begrensninger i form av konsesjoner. Som nevnt i den strategiske analysen er en viktig risikofaktor den forurensningen oppdrettsmerder kan påføre lokale økosystem, med blant annet utslipp av kjemikalier fra legemidler. Med et økende bærekrafts fokus i samfunnet vil slike risikoer bremse mulig utvikling og vekst.

I Mowis rapport for fjerde kvartal 2022 er det blitt estimert et “all time high” slaktevolum for 2023 på 484 000 tonn (Mowi, 2023). Vi har tatt utgangspunkt i dette for å sette estimert slaktevolum i 2023, men for de neste tre årene anvender vi en vekst på 3,75%. Dette er gjennomsnittet av den historiske veksten (4,77%), men justert for våre antakelser om begrensninger av bransjen og mulig utvikling.

	2023E	2024E	2025E	2026E
Forventet laksepris	8,50	7,50	7,11	7,11
Estimert slaktevolum	484000	502150	520981	540517
Estimerte salgsinntekter	4113	3766	3704	3843
Avvik (salgsinntekt*53,83%)	2214	2027	1994	2069
Estimerte driftsinntekter	6327	5794	5698	5912

Tabell 19- Estimerte driftsinntekter

Tabellen over viser hvordan vi har kommet frem til estimerte driftsinntekter. Fish Pool oppdaterer hver handledag deres forventning i lakseprisen og vi har tatt utgangspunkt i disse forward prisene for å estimere Mowis driftsinntekt (Fish Pool, 2023). Fish Pool har kun publisert deres antakelser for de neste tre årene, og vi har derfor satt lakseprisen i 2026 til samme verdi som i 2025.

6.2 Driftskostnader

6.2.1 Varekostnader

Det er rimelig å anta at varekostnadene vil i stor grad påvirkes av endringene i driftsinntektene. For å beregne fremtidige varekostnader, beregner vi derfor varekostnadene som en andel av driftsinntekten i perioden fra 2018 til 2022. Som en ser av tabell 21 får vi en gjennomsnittlig andel på 49,1% i perioden. Mowi hadde i 2022 en sterk forbedring av driftsresultat som skyldes en effektivisering av ytelse i alle segmenter (Mowi, 2023). Vi ser denne forbedringen av den lavere andel varekostnad for 2022. Vi velger likevel å anvende den gjennomsnittlige satsen på 49,1% for å utøve litt forsiktighet i estimatet.

	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	3 812	4 136	3 760	4 202	4 941
Varekostnader	1665,8	2110,3	2116,0	2071,7	2233,6
Andel varekostnader	43,70%	51,03%	56,27%	49,30%	45,21%
Gjennomsnittlig andel	49,10%				

Tabell 20 - Gjennomsnittlig andel varekostnader av driftsinntekter

Vi estimerer fremtidige varekostnader med utgangspunkt i de tidligere estimerte driftsinntektene og den gjennomsnittlige andelen varekostnader.

	2023E	2024E	2025E	2026E
Estimerte driftsinntekter	6327	5794	5698	5912
Gjennomsnittlig andel varekostnader	49,10%	49,10%	49,10%	49,10%
Estimerte varekostnader	3107	2845	2798	2903

Tabell 21 - Estimerte varekostnader

6.2.2 Lønnskostnader

For å estimere fremtidige lønnskostnader benytter vi oss av en tilnærming som baserer seg på den gjennomsnittlige andelen av lønnskostnader i forhold til selskapets driftsinntekter. Det er i likhet med varekostnadene rimelig å anta at lønnskostnadene vil ha en korrelasjon med selskapets driftsinntekter.

	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	3 812	4 136	3 760	4 202	4 941
Lønnskostnader	505	563,5	558,5	568,3	612,6
Andel lønnskostnader	13,25%	13,63%	14,85%	13,52%	12,40%
Gjennomsnittlig andel	13,53%				

Tabell 22 - Gjennomsnittlig andel lønnskostnader av driftsinntekter

Av tabell 23 ser man en relativt stabil trend i andelen av lønnskostnader i forhold til driftsinntektene, og en gjennomsnittlig andel på 13,53% kan dermed anses som et godt estimat på beregning av fremtidige lønnskostnader.

	2023E	2024E	2025E	2026E
Estimerte driftsinntekter	6327	5794	5698	5912
Gjennomsnittlig andel lønnskostnader	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%
Estimerte lønnskostnader	856	784	771	800

Tabell 23- Estimerte lønnskostnader

Det vil kunne være periodevise avvik da en eventuell ny investering vil kreve rekruttering av flere ansatte og følgelig høyere lønnskostnader. Vi antar likevel at andelen vil jevnes ut grunnet høyere fremtidige kontantstrømmer som et resultat av avkastninger på nytt prosjekt.

6.2.3. Avskrivninger og Amortiseringer

For å estimere forventede avskrivninger og amortiseringer, tar vi utgangspunkt i deres historiske andel av driftsinntektene. Avskrivninger og amortiseringer er regnskapsmessige kostnader som ikke direkte påvirker bedriftens kontantstrømmer, men reduserer bedriftens skattepliktige resultat. Avskrivninger reflekterer tapet i verdi ved varige driftsmidler, mens amortiseringer viser til verditap ved immaterielle eierdeler slik som goodwill. Avskrivninger vil øke som en følge av nye investeringer og det vil følgelig føre til en større fremtidig skattefordel.

	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	3 812	4 136	3 760	4 202	4 941
Avskrivninger og amortiseringer	153,4	287,1	338,1	373,2	386,6
Andel avskr. og amort.	4,02%	6,94%	8,99%	8,88%	7,82%
Gjennomsnittlig andel	7,33%				

Tabell 24 - gjennomsnittlig andel avskrivninger og amortiseringer av driftsinntekter

Den gjennomsnittlige andel av avskrivninger og amortiseringer over perioden er 7,33%. Vi bruker de tidligere estimerte driftsinntektene til å estimere fremtidige avskrivninger og amortiseringer basert på den gjennomsnittlige prosentandelen.

	2023E	2024E	2025E	2026E
Estimerte driftsinntekter	6327	5794	5698	5912
Gjennomsnittlig andel avskr. og amort.	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%
Estimerte avskrivninger og amortiseringer	464	425	418	434

Tabell 25 - Estimerte avskrivninger og amortiseringer

6.2.4 Nedskrivninger

Nedskrivninger kan være mer sporadiske og følger i mindre grad et fast mønster sammenlignet med postene vi har sett på tidligere. Fra 2018 til 2022 varierer størrelsen på nedskrivningene fra 4,5 til så høyt som 74,8. En slik spredning vil gjøre det vanskeligere å forutsi hvor store nedskrivningen vil være de fremtidige årene. Vi finner gjennomsnittlig nedskrivninger fra perioden og setter deretter denne verdien som estimat for nedskrivninger i de kommende årene. Ved bruk av gjennomsnittet av tidligere nedskrivninger inkluderer man ble år med lave og store nedskrivninger, og fordeler dette mer jevnt utover prognoseperioden.

	2018	2019	2020	2021	2022
Nedskrivninger	11	4,5	18,1	74,8	59,5
Gjennomsnitt	33,58				

	2023E	2024E	2025E	2026E
Estimerte nedskrivninger	33,58	33,58	33,58	33,58

Tabell 26 - Estimerte nedskrivninger

6.2.5 Andre kostnader

Andre kostnader er en samling av de resterende kostnadene som inngår i driftsresultatet, men som ikke har en naturlig inndeling. Her inngår blant annet restruktureringskostnader og andre driftskostnader. Disse er selvfølgelig ganske ulike hvert år og hver for seg, men vi ser en relativt lik andel i forhold til driftsinntektene når vi samler de inn i andre kostnader. Tabellen under viser den gjennomsnittlige andelen andre kostnader utgjør i forhold til driftsinntekter og vi anvender dette forholdet for å estimere kostnadene for de neste fire årene.

	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	3 812	4 136	3 760	4 202	4 941
Andre kostnader	551,2	553,2	546,1	511,9	594,8
Andel kostnader	14,46%	13,38%	14,52%	12,18%	12,04%
Gjennomsnittlig andel	13,32%				

Tabell 27 - Gjennomsnittlig andre kostnader av driftsinntekter

De to siste årene kan vi observere en synkende trend i andel andre kostnader, men vi velger å anvende gjennomsnittet og ikke utvikling for å være litt forsiktig i prognosene. Tabell 29 under viser våre estimat for fremtidige andre kostnader.

	2023E	2024E	2025E	2026E
Estimerte driftsinntekter	6327	5794	5698	5912
Gjennomsnittlig andel kostnader	13,32%	13,32%	13,32%	13,32%
Estimerte andre kostnader	843	771	759	787

Tabell 28 - Estimerte andre kostnader

6.4 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital er omløpsmidler trukket fra kortsiktig gjeld og en økning i arbeidskapital vil medføre en lavere kontantstrøm til totalkapitalen. Det er derfor viktig å justere fri kontantstrøm for bundet arbeidskapital i selskapet. Vi har nedenfor sett på Mowis historiske utvikling i arbeidskapital og vil anvende den gjennomsnittlige andelen for prognosen av de fire neste årene. Vi antar at bundet arbeidskapital vil ha en sammenheng med driftsinntektene da det ofte svinger i forhold til produksjonsnivået.

	2018	2019	2020	2021	2022
Omløpsmidler	2587,1	2629,6	2448,8	2717,6	3488,7
Kortsiktig gjeld	699,1	776,3	719,5	972,8	1267,4
Arbeidskapital	1888	1853,3	1729,3	1744,8	2221,3
Endring arbeidskapital	524,70	-34,70	-124,00	15,50	476,50
Driftsinntekter	3 812	4 136	3 760	4 202	4 941
Andel arbeidskapital (delt på driftsinntekter)	49,53%	44,81%	45,99%	41,52%	44,96%
Gjennomsnittlig andel	45,36%				

Tabell 29 – Gjennomsnittlig andel bundet arbeidskapital av driftsinntekter

	2023E	2024E	2025E	2026E
Estimerte driftsinntekter	6327	5794	5698	5912
Estimert arbeidskapital	2870	2628	2585	2682
Endring arbeidskapital	649	-242	-43	97

Tabell 30 – Estimert endring i arbeidskapital

Tabellene over viser både svingninger i arbeidskapitalen for de siste fem årene og de neste fire. Likevel er andelen arbeidskapital i forhold til driftsinntekter relativt stabil rundt 45,36%. Vi tenker derfor at dette er et godt mål på fremtidig bundet arbeidskapital.

6.5 Investeringer

For å estimere fremtidige netto investeringer tar vi utgangspunkt i den historiske andelen netto investeringer i forhold til driftsinntekter. Netto investeringer er differansen mellom kjøp og salg av anleggsmidler, og vi henter disse verdiene fra Mowis årsrapporter. Av tabell 32 ser man at netto investeringer har historisk sett utgjort 7,27% av driftsinntektene, og vi tar utgangspunkt i dette estimatet for å predikere fremtidige investeringsbeløp.

	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	3 812	4 136	3 760	4 202	4 941
Netto investeringer	339,7	286,1	308,8	240,2	325,9
Andel investeringer	8,91%	6,92%	8,21%	5,72%	6,60%
Gjennomsnittlig andel	7,27%				

Tabell 31 - Gjennomsnittlig andel netto investeringer av driftsinntekter

Grunnrenteskatten vil som nevnt tidligere ha stor påvirkning på Mowis kontantstrøm og vil følgelig redusere deres investeringskapasitet. Mowi har nevnt at alle investeringer langs den norske kysten skal settes på vent for å beskytte deres kontantstrømmer (SEB, 2022). I henhold til Mowis rapport fra fjerde kvartal 2022 ser vi at investeringer for 2023 er budsjettert til 370 millioner euro (Mowi, 2023). På bakgrunn av denne informasjonen velger vi å sette investeringene i 2023 til 370 og vi nedjusterer estimatet for fremtidige investeringer til 6%.

	2023E	2024E	2025E	2026E
Estimerte driftsinntekter	6327	5794	5698	5912
Gjennomsnittlig andel	-	6%	6%	6%
Estimerte netto investeringer	370	348	342	355

Tabell 32 - Estimerte netto investeringer

6.6 Skattesats

Vi har valgt å ta utgangspunkt i den generelle skattesatsen for norske selskaper på 22% i beregning av skattekostnad. Som nevnt i den strategiske analysen vil grunnrenteskatt ha en virkning fra 1.januar 2023, men den vil ikke bli vedtatt før et godt stykke ut i året. Regelverket vil ha stor innvirkning på Mowis fremtidige kontantstrømmer ved at skatten reduserer Mowis ordinære resultat. Et lavere overskudd vil videre minske deres muligheter til å betale utbytte til investorer og det kan resultere i en mindre attraktiv aksje. Mowi har allerede bestemt seg for å sette alle investeringer langs norskekysten på vent for å beskytte deres kontantstrømmer (SEB, 2022). Grunnrenteskatten innføres kun på laks som er slaktet i Norge. Vi legger derfor til en ekstra sats ut ifra hvor stor andel av totalt slaktet volum som er fra Norge.

	2018	2019	2020	2021	2022
Norge	230427	236880	262016	273204	293719
Totalt	375237	435904	439829	465600	463635
Andel Norge	61,41%	54,34%	59,57%	58,68%	63,35%
Gjennomsnittlig andel Norge	59,47%				
Grunnrenteskatt	40,00%				
Grunnrenteskatt på Mowis resultat	23,79%				
Selskapsskatt	22,00%				
Total skattesats	45,79%				

Tabell 33 - Estimert skattesats for Mowi

Tabellen over viser utviklingen i andel slaktet volum de siste fem årene hvor gjennomsnittet er 59,47%. Vi antar derfor videre at Mowi vil opprettholde den samme andelen slaktet laks i Norge i fremtiden. Mowis grunnrenteskatt på 23,79% er beregnet på bakgrunn av at grunnrenteskatten skal beregnes på 59,47% av resultatet. Vi er innforstått med at resultatets inntekter har opphav i mer enn bare slaktet volum, men dette utgjør den største delen av selskapets inntekter. Det er derfor mest hensiktsmessig å beregne grunnrenteskatten på denne måten. Mowis totale skattesats beregner vi derfor til å være 45,79%, summen av grunnrenteskatten og selskapsskatten.

6.7 Frie kontantstrømmer

Etter estimering av de fremtidige inntektene og kostnadene kommer vi frem til disse frie kontantstrømmene:

WACC	5,96%				
Estimert fri kontantstrøm	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Driftsinntekter	4 941	6327	5794	5698	5912
- Varekostnader	2233,6	3107	2845	2798	2903
- Lønnskostnader	612,6	856	784	771	800
- Andre driftskostnader	594,8	843	771	759	787
= EBITDA	1 500	1522	1393	1371	1422
- Avskrivninger og amortiseringer	386,6	464	425	418	434
- Nedskrivninger	59,5	33,58	33,58	33,58	33,58
= EBIT (Operasjonelt driftsresultat)	1 053,7	1024	935	919	955
- Skatt (45,79%)	231,8	469	428	421	437
= Driftsresultat etter skatt	821,9	555	507	498	518
+ Avskrivninger og amortiseringer	386,6	464	425	418	434
+ Nedskrivninger	59,5	33,58	33,58	33,58	33,58
- Endring arbeidskapital	476,5	649	-242	-43	97
- Investeringer	325,9	370	377	370	384
= Fri kontantstrøm	465,6	34	831	623	504

Tabell 34 - Estimerte frie kontantstrømmer

Viktige momenter å merke er at i 2022 har vi anvendt den generelle selskapsskatten på 22%, siden grunnrenteskatten enda ikke er innført. 2022 er kun med som en referanse for de neste årene og inngår ikke i sum nåverdi. I 2023E kommer vi frem til en relativt lav fri kontantstrøm. Dette kommer hovedsakelig av den høye økningen i skatt og en høy positiv endring i arbeidskapital. Videre års kontantstrømmer henter seg inn på et sterkere nivå.

7. Fundamental verdsettelse

Vi anvender her de frie kontantstrømmene vi estimerte i forrige del og neddiskonterer de med hensyn på WACC, 5,96%. Tabell 36 viser utregningen:

	2023E	2024E	2025E	2026E
Fri kontantstrøm	34	831	623	504
Nåverdi av fri kontantstrøm	32	740	523	399
Sum nåverdi	1695			

Tabell 35 – Nåverdi av prognostiserte fremtidige kontantstrømmer

Terminalledd	
Fri kontantstrøm 2026E	504
g	1,50%
r	5,96%
Verdi	11 459
Nåverdi	9 090

Tabell 36 – Nåverdi av terminalleddet

Verdien av Mowis aksje	
Sum nåverdi fri kontantstrøm	1 695
+ Nåverdi terminalledd	9 090
= Sum millioner euro (EV)	10 785
- Markedsverdi gjeld	3 844
= Sum euro	6 940 845 729
Antall utstedte aksjer	517 111 091
Pris per aksje (euro)	13,42
Pris per aksje (NOK)	140,80

Tabell 37- Pris per aksje per 31.12.2022.

Terminalleddet er beregnet på den estimerte frie kontantstrømmen i 2026 justert for vår antatte vekst på 1,5% og vektet avkastningskrav på 5,96%. Vi ender dermed med en total enterprise value på 10 785 millioner euro. Det vi ønsker å finne er verdien av aksjen og den skal gjenspeile Mowis evne til å generere inntekt til investorene. Vi må derfor trekke fra markedsverdien av gjeld for å finne den totale verdien av alle selskapets aksjer.

Etter å ha gjennomført en fundamental analyse kommer vi frem til at Mowis aksje er verdt 140,80kr per 31.12.2022. Dette er lavere enn dagens faktiske kurs på 165,53kr og vi vil derfor anta at aksjen er overpriset.

8. Markedsbasert verdsettelse

For å få en annen indikasjon på Mowis verdi, verdsetter vi selskapet ved å se lignende markedsaktørers verdi. Vi velger å sammenligne Mowi med tidligere nevnte konkurrenter; SalMar, Lerøy, Grieg og Austevoll og benytter multiplene P/E, EV/EBIT og EV/Kg. Tallene vil gi en indikasjon på om aksjen til Mowi er over- eller underpriset, i sammenligning med sine konkurrenter. Alle tall brukt i verdsettelsen er hentet fra Eikons database.

Forkortelse	Navn	Formel
P/E	Price to Earnings	$\frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}}$
EV/EBIT	Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes	$\frac{\text{Markedsverdi av sysselsatt kapital}}{\text{Driftsresultat}}$
EV/kg	Enterprise Value to Kilograms	$\frac{\text{Markedsverdi av sysselsatt kapital}}{\text{Ki log ram}}$

Tabell 38- Forkortelser, navn og formler på multipler

8.1 Price to Earnings (P/E)

Multipelen Price to Earnings (P/E) er et mål som indikerer hvor mye markedet er villig til å betale for 1 krone av fortjenesten til et selskap og brukes til å anslå selskapets aksjeverdi. Det er forventet at selskap i samme bransje har lignende langsiktige PE-forhold. Verdien av et selskaps aksjer kan bli funnet ved å multiplisere gjennomsnittlig PE målt i bransjen, med forventet fortjeneste per aksje (Eakins & Mishkin, 2018).

I våre beregninger finner vi at Mowi har en multipl på 13,9, som er godt over gjennomsnittet på 10,3. Dette skyldes at aksjens markedsverdi er betydelig høyere enn selskapets årsresultat.

2022	Mowi	SalMar	Lerøy	Grieg	Austevoll
P/E	13,6	13,9	11,3	7,7	8,3
Gjennomsnitt	10,3				

Tabell 39 - P/E multipler

Nedenfor har vi estimert Mowis aksjeverdi ved å ta gjennomsnittet til de sammenlignbare konkurrentene, med unntak av Mowi. Tabell 41 viser en verdi per aksjer på 125,6 NOK. Dette er 31,7% lavere enn den faktiske kursen 31.12.2022 på 165,5. Forskjellen tyder på at aksjen er overpriset.

P/E	Sum
Multipel	10,32
x Årsresultat (MNOK)	6 292,3
= Verdi egenkapital	64 925,5
/ Antall aksjer	517,1
= Verdi per aksje (NOK)	125,6

Tabell 40- Estimert av aksjeverdi ved bruk av P/E multipler.

8.2 Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes (EV/EBIT)

Videre beregner vi EV/EBIT, som sammenligner selskapets konsernverdi med driftsresultatet. Multipelen er en god indikator på verdien til et selskap og er en målestokk for om selskapets aksje er over- eller underpriset i forhold til lignende aksjer i markedet (CFI, 2022).

Tabell 42 indikerer at SalMar har høyest konsernverdi med god margin sammenlignet med konkurrentene. Dette skyldes SalMars høye markedsverdi. Mowi plasseres på en tredjeplass, kun 0,37% bak Lerøy. Likevel er Mowi over gjennomsnittet på 9,83, da Grieg og Austevoll trekker ned snittet betraktelig.

2022	Mowi	SalMar	Lerøy	Grieg	Austevoll
EV / EBIT (euro)	10,34	19,30	10,71	4,07	5,23
Gjennomsnitt	9,83				

Tabell 41- EV/EBIT multipler.

Mowis estimerte aksjeverdi endte opp på 13,63 euro, noe som tilsvarer 155,02 NOK. Sammenlignet med det faktiske aksjeprisen, er EV/EBIT er mer riktig estimat sammenlignet med P/E multipelen. Likevel antyder EV/EBIT at aksjen er overpriset.

EV / EBIT	Sum
Multipel	9,83
x EBIT (euro)	1 054 000 000,00
= EV	10 357 177 607,72
- Netto finansiell gjeld	3 309 500 000,00
= Verdi egenkapital	7 047 677 607,72
/ Antal aksjer	517 111 091,00
= Verdi per aksje	13,63

Tabell 42 - Estimat av aksjeverdi ved bruk av EV/EBIT multipel.

8.3 Enterprise Value to Kilograms (EV/Kg)

EV/Kg, i likhet med overnevnte multipler, viser til selskaps verdi. Til forskjell fra P/E og EV/EBIT fordeler EV/kg konsernverdien på antall kilo i slaktevolum for inneværende år. Multipelen er en indikasjon på om aksjen er over- eller underpriset, samt eksponeringen per krone investert i per kilo laks. Lav EV/kg indikerer en billig aksje, mens en høy EV/kg indikerer at aksjen er dyr (Berge, 2013).

Tabell 44 viser at SalMar, i likhet med tidligere, innehar høyest verdi. Deretter finner vi Mowi med en EV/Kg på 23 511, etterfulgt av Lerøy med små marginer. Mowi befinner seg over gjennomsnittet på 20 692 EV/Kg.

2022	Mowi	SalMar	Lerøy	Grieg	Austevoll
EV	10 900 690 815,88	7 574 992 193,80	4 032 869 772,58	791 604 144,16	1 959 545 396,10
Slaktevolum kg	463 635,00	193 700,00	174 629,00	84 697,00	174 629,00
EV/Kg	23 511,36	39 106,83	23 093,93	9 346,31	11 221,19
Snitt	20 692,06				

Tabell 43 - EV/Kg multipler.

Videre finner vi Mowis aksjeverdi, da ved bruk av EV/kg multipelen. Estimert verdi per aksje er på 12,15 euro, som tilsvarer 138,19 NOK. Ut ifra dette, kan Mowis aksjekurs igjen betraktes som overpriset.

EV / EBIT	Sum
Multippel	20 692,06
x EBIT (EUR)	463 635,00
= EV	9 593 564 768,26
- Netto finansiell gjeld	3 309 500 000,00
= Verdi egenkapital	6 284 064 768,26
/ Antal aksjer	517 111 091,00
= Verdi per aksje	12,15

Tabell 44 – Verdi per aksje

8.4 Oppsummering

Som vist i tabell 46, utgjorde gjennomsnittet av multiplene en estimert aksjeverdi på 139,60 NOK. Alle multiplene indikerer at aksjen til Mowi er overpriset i markedet, da den faktiske aksjeprisen per 31.12.2022 var på 165,5. Dette utgjør en differanse på 18,55% høyere enn multiplenes gjennomsnitt.

Multippel	Estimert aksjeverdi Mowi
P/E	125,6
EV/EBIT	155,02
EV/kg	138,19
Gjennomsnitt	139,6

Tabell 45- Estimert aksjeverdi ved bruk av multipler

9. Sensitivitetsanalyse og diskusjon

Det er flere usikkerheter knyttet til vår fundamentale verdsettelse av Mowi ASA. Ved å utarbeide en sensitivitetsanalyse vil vi tydelig se hvordan endringer i ulike faktorer påvirker verdien av selskapet. Vi har tatt ulike antakelser både ved estimering av avkastningskrav samt ved prognostisering av fremtidige kontantstrømmer. I det følgende vil vi derfor se på hvordan variabler som avkastningskrav, vekst og laksepris vil kunne påvirke Mowi sin aksjekurs.

9.1 Sensitivitetsanalyse av avkastningskrav og vekst

Tabellen nedenfor viser hvordan endringer i WACC og vekstfaktor g påvirker aksjekursen til Mowi. Vi har valgt å gjennomføre en sensitivitetsanalyse av disse verdiene fordi de inngår i

terminalleddet og WACC er diskonteringsrenten. Terminalleddet utgjør en stor andel av de frie kontantstrømmene og er derfor en betydelig faktor i utregningen av aksjekursen. Det markerte området er spennet vi antar at aksjekursen vil ligge på, og her inngår også den faktiske aksjekursen på 165,53kr.

		Vekstfaktor g						
		0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
WACC	4,46%	190,73	208,19	228,36	251,93	279,86	313,46	354,67
	4,96%	158,71	171,96	186,99	204,20	224,08	247,32	274,85
	5,46%	133,48	143,85	155,44	168,50	183,32	200,28	219,88
	5,96%	113,09	121,39	130,58	140,80	152,23	165,10	179,71
	6,46%	96,26	103,04	110,48	118,67	127,73	137,81	149,08
	6,96%	82,13	87,77	93,90	100,59	107,93	116,00	124,94
	7,46%	70,10	74,85	79,98	85,54	91,58	98,18	105,42

Tabell 46 - Sensitivitetsanalyse av avkastningskrav og vekst

WACC og g er grunnleggende elementer for verdien av de diskonterte kontantstrømmene. Endringer i disse variablene vil kunne utgjøre store endringer i aksjekursen. WACC består både av avkastningskravet til egenkapitalen og til gjelden, og disse verdiene har vi selv satt. Det kan være estimeringsfeil på for eksempel utregningen av beta eller i markedsverdien av gjeld. Det er derfor viktig å se hvor stor påvirkning små endringer i avkastningskravet til totalkapitalen har for aksjekursen. Ved en økning på 0,5 prosentpoeng i avkastningskravet, fra 5,96% til 6,46%, reduseres aksjekursen med 15,7%, fra 140,80 til 118,67. Dette viser at minimale endringer i WACC medfører store konsekvenser for kursmålet, og vi må derfor være litt kritisk til den fundamentale analysen.

I fastsettelsen av vekstfaktor g foreligger det store usikkerheter. Det er i praksis nesten umulig å forutsi hva selskapets vekst vil bli i all fremtid og her er det mange elementer som påvirker. Vi er inne i en tid med høy inflasjon og en stadig økende rente. Dette er med på å begrense veksten i investeringer og følgelig også veksten i virksomheter. Grunnrenteskatten vil som nevnt også sette en begrensning på kontantstrømmene og muligheten til utvikling av Mowi. Likevel er lakseoppdrett en lukrativ bransje som vi antar vil ha en stigende etterspørsel i samsvar med økende befolkningsvekst. Alle disse momentene, med flere, vil påvirke g og heretter markedsverdien av Mowi.

9.2 Sensitivitetsanalyse av risikofri rente og Beta

Videre vil vi se på hvordan endringer i den risikofrie renten og betaen påvirker aksjekursen. Disse variablene er sentrale elementer i avkastningskravet og vi velger å se de i sammenheng av hverandre. Vi har tidligere sett at den risikofrie renten har økt fra 0,82% under koronapandemien til 3,18% i 2022. Til tross for at renten er tilbake til et normalt nivå, er det stor usikkerhet knyttet til videre utvikling av rentene i markedet. Vi har i vår verdsettelse valgt å anvende 10-årslige obligasjoner som utgangspunkt for den risikofrie renten i Mowis avkastningskrav. Denne tilnærmingen er basert på en antakelse om at kjøp av aksjer hovedsakelig er en langsiktig investering. Det er imidlertid verdt å påpeke at dette ikke nødvendigvis vil være tilfelle for samtlige av Mowis investorer. Den risikofrie renten vil avhenge av alle investorenes tidshorisont, og dette er ikke mulig å fastsette.

Beta vil også ha usikkerheter knyttet til beregninger og valg av markedsindeks. Vi har beregnet Mowis egenkapitalbeta ut ifra daglig data fra en 5 års periode. Frekvensen av datainnsamlingen vil være av betydning for egenkapitalbetaen. Daglig data vil gi en mer nøyaktig betaverdi, men kan på en annen side føre til større volatilitet i estimatet. Markedsindeksen benytter i beregningen vil også ha en påvirkning på Mowis beta. Som nevnt tidligere opererer Mowis både nasjonalt og internasjonalt, og har derfor flere internasjonale konkurrenter som ikke inngår i OSEBX. Mowis historiske utvikling i aksjekursen kan derfor også sammenlignes med en global indeks, som ville resultert i en annen beta-verdi.

		Beta						
		0,50	0,60	0,70	0,81	0,90	1,00	1,10
Risikofri rente	2%	220,76	210,86	201,49	189,21	184,19	176,19	168,57
	2,50%	193,08	184,74	176,82	166,42	162,08	155,22	148,68
	3%	170,08	162,94	156,13	147,20	143,40	137,45	131,75
	3,18%	162,72	155,95	149,48	140,80	137,37	131,69	126,25
	3,50%	150,65	144,46	138,54	130,78	127,41	122,18	117,16
	4%	134,04	128,61	123,39	116,58	113,56	108,93	104,47
	4,50%	119,66	114,85	110,22	104,17	101,46	97,31	93,32

Tabell 47- Sensitivitetsanalyse av risikofri rente og Beta

En økning i beta vil føre til en økning i selskapets risiko, da det indikerer at selskapets aksje er mer følsom ovenfor markedssvingninger. Det vil følgelig føre til et høyere avkastningskrav og en lavere nåverdi av fremtidige kontantstrømmer. Tilsvarende vil en høyere risikofri rente

resultere i lavere nåverdier samt en lavere aksjekurs. Vi ser av tabell 48 at aksjekursen er mer sensitiv til endringer i den risikofrie renten sammenlignet med endringer i betaverdien.

9.3 Sensitivitetsanalyse av laksepriser

Et siste moment som har stor innvirkning på Mowis fremtidige frie kontantstrømmer er utviklingen i lakseprisen. Vi har tatt utgangspunkt i forward priser fra FishPool, men kursen har historisk sett vært nokså volatil. Det er derfor viktig å se hvor sensitiv aksjekursen er i forhold til estimert laksepris.

Endring laksepris	Aksjekurs	Endring aksjekurs
-15,0%	114,31	-18,81%
-12,5%	118,72	-15,68%
-10,0%	123,14	-12,54%
-7,5%	127,55	-9,41%
-5,0%	131,97	-6,27%
-2,5%	136,38	-3,14%
0,0%	140,80	0,00%
2,5%	145,22	3,14%
5,0%	149,63	6,27%
7,5%	154,05	9,41%
10,0%	158,46	12,54%
12,5%	162,88	15,68%
15,0%	167,29	18,81%

Tabell 48 - Sensitivitetsanalyse av laksepriser

Tabellen over viser hvor mye aksjekursen endres ved en prosentvis endring i lakseprisen. Vi ser at en endring i laksepris medfører en enda høyere endring i aksjeverdien og den har derfor en stor betydning for Mowis markedsverdi. Under korona registrerte vi nesten en halvering av lakseprisen og det er derfor ikke usannsynlig at endringer helt opp i 15 prosent kan skje i fremtiden. På grunn av usikkerheter i estimert laksepris vil det derfor også foreligge relativt stor usikkerhet rundt estimert aksjeverdi.

10. Konklusjon

Hensikten med denne oppgaven har vært å besvare problemstillingen “Hva er Mowi ASA verdt per 31.12.2022?”.

Ved å utføre ulike strategiske analyser av både de interne og eksterne forhold i Mowi, har vi tilegnet oss et solid grunnlag for å gjennomføre en fundamental og markedsbasert verdsettelse. Gjennom de strategiske analysene har vi identifisert Mowis styrker og konkurransefortrinn, der selskapets markedsrett, integrerte verdikjede og merkevare er spesielt aktuelle. Det er tydelig at de strenge reguleringene innenfor markedet er en svakhet for oppdrettsnæringen generelt, da kravet om konsesjoner gjør det vanskelig for vekst. Videre har analysene gitt oss en forståelse av hvilke faktorer som vil kunne påvirke Mowis fremtidige suksess i form av både muligheter og trusler. Innføringen av grunnrenteskatten samt problemer og reguleringer relatert til miljø og bærekraft er betydelige trusler for selskapet, mens den økende befolkningsveksten samt teknologiske nyvinninger er muligheter som burde utnyttes.

Den fundamentale verdsettelsen, med bakgrunn i regnskapsanalysen, ga oss en aksjekurs på 140,80kr ved bruk av et estimert totalavkastningskrav på 5,96%. Vi vektet denne verdien likt med resultatet av den markedsbaserte verdsettelsen, som ga en kurs på 139,60kr, og vår endelig beregnede aksjekurs ble 140,20kr. Dette tilsvarer en markedsverdi på 72 498 974 948kr. Den faktiske kursen per 30.12.2022 er 165,53kr, Vi konkluderer derfor med at Mowis aksje er overpriset.

11. Referanser

- AksjeNorge. (2022, 19. januar). *Bli kjent med sjømatsektoren*. Hentet fra:
<https://aksjenorge.no/aktuelt/2022/01/19/fisk22/> (23.02.23)
- AksjeNorge. (2023, 6. februar). Største selskaper på Oslo Børs. Hentet fra AksjeNorge:
<https://aksjenorge.no/aktuelt/2023/02/06/storste-selskaper-pa-oslo-bors/> (20.02.23)
- Akvakulturloven. (2006). *Lov om akvakultur* (LOV-2005-06-17-79). Lovdata. Hentet fra:
<https://mowi.com/blog/the-blue-revolution-plan/> (16.02.23)
- Almedal, S. S., Brennmoen, M. (2022, 3. mars). Spår økte kostnader i oppdrett.
Finansavisen. Hentet fra:
https://www.finansavisen.no/nyheter/sjomat/2022/03/03/7830035/spar-okte-kostnader-i-oppdrett?zeph_r_sso_ott=JwJidI (16.02.23)
- Altinn. (2022, 24.november). Last ned dokumentmaler. Hentet fra Altinn:
https://www.altinn.no/globalassets/dokumentmaler/okonomiske_nokkeltall.doc
- Austevoll Seafood ASA. (u.å.). *About us*. Hentet fra:
<https://www.auss.no/overview/about/> (27.02.23)
- BDO. (2022, 5. oktober). Grunnrenteskatten på havbruk. *BDO*.
Hentet fra: <https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/grunnrenteskatt-paa-havbruk>
(23.03.23)
- Berg, T. (2017). *Grunnleggende Økonomistyring*. Cappelen Damm Akademisk.
- Berge, A. (2013, 11. mars). Mest laks for pengene. *iLaks*. Hentet fra:
<https://ilaks.no/mest-laks-for-pengene/> (16.03.23)
- Berge, A. (2020, 5. mars). Mowi følger Starbucks i merkevareratsing. *iLaks*. Hentet fra:
<https://ilaks.no/mowi-folger-starbucks-i-merkevareratsing/> (27.02.23)
- Berge, A. (2021, 24. mars). Når kommer effekten av Mowis satsning på egen merkevare.
iLaks. Hentet fra: <https://ilaks.no/nar-kommer-effekten-av-mowis-merkevare/>
(21.03.23)
- Berk, Jonathan, and Peter DeMarzo. *Corporate Finance, Global Edition*, Pearson Education, Limited, 2019. ProQuest Ebook Central:
<http://ebookcentral.proquest.com/lib/bond/detail.action?>
- CFI. (2022, 12. desember). *EV/EBIT Ratio*. Hentet fra:
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/ev-ebit-ratio/> (16.03.23)
- Det kongelige nærings- og fiskeridepartement. (2022, 15. juli). Mowi AS - Vedtak om

- opphevelse av vedtak om avslag på søknad om utviklingstillatelse til konseptet. AquaStorm. *Det kongelige nærings- og fiskeridepartement*. Hentet fra: <file:///Users/sofie/Downloads/Mowi-ASA-AquaStorm-svar-p%C3%A5-klage.pdf> (16.02.23)
- DigitalNorway. (2021, 20. januar). *Hvilke eksterne drivkrefter påvirker bedriften? Slik gjør dere en PESTEL-analyse*. Hentet fra: <https://digitalnorway.com/pestel-analyse/> (28.03.23)
- Dokument nr. 3:9 (2011-2012). *Riksrevisjonens undersøkelse av havbruksforvaltningen*. Riksrevisjonen. Hentet fra: https://www.stortinget.no/globalassets/pdf/dokumentserien/2011-2012/dokumentbase_3_9_2011_2012.pdf (16.02.23)
- Eakins, S.G., Mishkin, F.S. (2018). *Financial Markets and Institutions*. (9. utg.). Pearson Eikon. (2023) Refinitiv Eikon. [nettbasert]. Hentet fra: Abonnementstjeneste (02.02.2023)
- E24. (2015, 15. september). Norsk lakseeksport til Kina: Gikk fra 90% av markedet til 15 laks i juni. *E24*. Hentet fra: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/0nBbAJ/norsk-lakseeksport-til-kina-gikk-fra-90-av-markedet-til-15-laks-i-juni> (16.02.23)
- E24. (2019, 7. januar). Sjømatrådet: Norsk laksenæring har tapt 20 milliarder på utestengelsen fra Russland. *E24*. Hentet fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/9vrzM9/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-russland> (16.02.23)
- Fagerbakke, C. (2020, 6. februar). Dette er trafikklyssystemet. *Havforskningsinstituttet*. Hentet fra: <https://www.hi.no/hi/nyheter/2020/februar/trafikklys> (21.03.23)
- Fish Pool. (2023, 24. februar). Price History. Hentet fra fishpool: <https://fishpool.eu/price-history/> (16.02.23)
- Fiskeridirektoratet. (u.å.a). *Biomasse*. Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse> (21.03.23)
- Fiskeridirektoratet. (u.å.b). *Grønne tillatelser*. Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser> (21.03.23)

- Fiskeridirektoratet. (u.å.c). *Kapasitetsjustering / trafikklyssystemet*. Hentet fra:
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen%C2%A0%C2%A0> (16.02.23)
- Fiskeridirektoratet. (u.å.d). *Tildelingsprosessen*. Hentet fra:
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
(16.02.23)
- Fiskeridirektoratet. (2019, 30. april). Mowi AS – avslag på søknad om utviklingstillatelser – AquaStorm. *Fiskeridirektoratet*. Hentet fra:
[https://www.fiskeridir.no/media/Files/akvakultur/tildeling-og-tillatelser/saertillatelser/utviklingstillatelser/avslag/Mowi%20AS%20%20avslag%20p%C3%A5%20s%C3%B8knad%20om%20utviklingstillatelser%20-%20AquaStorm%20\(L\)\(2965456\).pdf](https://www.fiskeridir.no/media/Files/akvakultur/tildeling-og-tillatelser/saertillatelser/utviklingstillatelser/avslag/Mowi%20AS%20%20avslag%20p%C3%A5%20s%C3%B8knad%20om%20utviklingstillatelser%20-%20AquaStorm%20(L)(2965456).pdf) (16.02.23)
- Fiskeridirektoratet. (2022, 25. mai). *Økt salg av oppdrettsfisk i 2021*. Hentet fra:
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2022/okt-salg-av-oppdrettsfisk-i-2021>
- Furuset, A. (2020, 2. september). SalMar-eier i null i fjor- men nå øker salget. *DN*. Hentet fra: <https://www.dn.no/havbruk/laks/salma/bremnes-seashore/salma-eier-i-null-i-fjor-men-na-okker-salget/2-1-867120> (21.03.23)
- Grieg Seafood. (u.å.). *About us*. Hentet fra: <https://griegseafood.com/about-us> (02.02.23)
- Havforskningsinstituttet. (2021, 1. januar). *Tema: Landbaserte oppdrettsanlegg/lukkede anlegg*. Hentet fra: <https://www.hi.no/hi/temasider/akvakultur/landbaserte-oppdrettsanlegg-lukkede-anlegg> (21.03.23)
- Helsedirektoratet. (2016, 24. oktober). *Kostrådene*. Hentet fra:
<https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer/kostrad-for-befolkningen#varierte-kosthold> (14.02.23)
- Hopland, S., Jordheim, H. M. (2022, 17. februar). Coop vant dagligvarehandelen 2022 – Rema taper ytterligere terreng. *E24*. Hentet fra:
<https://e24.no/naeringsliv/i/Jx2xyJ/coop-vant-dagligvarekampen-2021-rema-taper-ytterligere-terreng> (21.03.23)
- Husø, J. (2022, 23. februar). Markant auke i eksportprisen for fersk laks. Hentet fra SSB:
<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/eksport-av-laks/artikler/markant-auke-i-eksportprisen-for-fersk-laks-20220223> (14.02.23)
- iLaks. (2020, 6. mai). Verdens største avlusningsfartøy til Mowi Nord. *iLaks*. Hentet fra:
<https://ilaks.no/verdens-storste-avlusningsfartoy-til-mowi-nord/> (21.03.23)

- iLaks. (2021, 18. februar). Landbasert oppdrett. Hva er “på land?”. *iLaks*. Hentet fra: <https://ilaks.no/landbasert-oppdrett-hva-er-pa-land/> (21.03.23)
- iLaks. (2022, 6.september). Rekordprisen for laksen i år, men hvordan går det neste år?. *iLaks*. Hentet fra: <https://ilaks.no/rekordpriser-for-laksen-i-ar-men-hvordan-gar-det-neste-ar/> (16.02.23)
- Iversen, A. (2020, 31. januar). Norsk laks er gigasuksess – men kan den bli enda større?. *Qualidriff*. Hentet fra: <https://qualidiff.no/2020/01/30/norsk-laks-er-en-gigasuksess-men-kan-den-bli-enda-storre/> (21.03.23)
- Jensen, B. (2022, 14. Juni). Sjømat Norge: Ukraina-krigen viser at Norge bør utvikle egen produksjon av råvarer til fiskefor. *IntraFish*. Hentet fra: <https://www.intrafish.no/market/sjomat-norge-ukraina-krigen-viser-at-norge-bor-utvikle-egen-produksjon-av-ravarer-til-fiskefor-r/2-1-1236912> (21.03.23)
- Jensen, P.M. (2018, 14. november). Ringen er sluttet for Marine Harvest. Les historien bak Mowi- navnet. *Kyst*. Hentet fra: <https://www.kyst.no/marine-harvest-mowi/ringen-er-sluttet-for-marine-harvest-les-historien-bak-mowi-navnet/588947#:~:text=9> (16.02.23)
- Knudsen, C. (2020, 26. august). Mowi-sjefen om historisk kronesvekkelse; -Vi fikk ikke være med på reisen. *Bergens Tidende*. Hentet fra: <https://www.bt.no/nyheter/okonomi/i/2GRJnR/mowi-sjefen-om-historisk-kronesvekkelse-vi-fikk-ikke-vaere-med-paa-reisen> (16.02.23)
- Kyst. (2021, 3. mars). Disse områdene vil Mowi satse på fremover – tror de kan produsere mye mer på dagens tillatelser. *Kyst*. Hentet fra: <https://www.kyst.no/mowivekst/disse-omradene-vil-mowi-satse-pa-fremover-tror-de-kan-produsere-mye-mer-pa-dagens-tillatelser/181982> (21.03.23)
- Kyst. (2022, 5. januar). Tidens beste år for norsk sjømateksport: -Laks var i særklasse. *Kyst.no*. Hentet fra: <https://www.kyst.no/eksport-norges-sjomatrad-okonomi-og-marked/tidens-beste-ar-for-norsk-sjomateksport-laks-var-i-saerklasse/636602> (07.02.23)
- Laksetildelingsforskriften. (2005). *Forskrift om tillatelse til akvakultur for laks, ørret og regnbueørret*. (FOR-2022-11-07-1926). Lovdata. Hentet fra: <https://lovdata.no/dokument/SFO/forskrift/2004-12-22-1798> (21.03.23)
- Lande, B., Johansson, L. & Breili, T.N. (2021). *Utviklingen i norsk kosthold*. Helsedirektoratet. (IS-3020). Hentet fra:

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 (21.03.23)

Lande, B., Johansson, L. & Breili, T.N. (2022). *Utviklingen i norsk kosthold*.

Helsedirektoratet.

(IS-3054). https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/utviklingen-i-norsk-kosthold/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202022%20-%20Kortversjon.pdf/_attachment/inline/b8079b0a-fefe-4627-8e96-bd979c061555:e22da8590506739c4d215cfd628cfaaa3b2dbc8/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202022%20-%20Kortversjon.pdf (08.02.23)

Lea, A., & Bøe, E. (2022, 3. oktober). Rapport: Norge vil bli eneste land med grunnrenteskatt på havbruk. Hentet fra E24:

<https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/eJEKLIK/rapport-norge-vil-bli-eneste-land-med-grunnrenteskatt-paa-havbruk> (20.03.23)

Lerøy. (u.å.a). *Om oss*.

Hentet fra: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/> (22.03.23)

Lerøy. (u.å.b). *Vår historie*. Hentet fra:

<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/historikk/> (22.03.23)

Lerøy. (u.å.c). *Verdikjeden*.

Hentet fra: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/verdikjeden/> (22.03.23)

Mattilsynet. (2021, 25. juni). *Ny lakselusforskrift*. Hentet

fra: https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/ny_lakselusforskrift.25694 (16.02.23)

Mattilsynet. (2016, 9. september). *Fakta om lakselus og lakselusbekjempelse*. Hentet fra:

https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/fakta_om_lakselus_og_lakselusbekjempelse.23766 (16.02.23)

Maurset, I. M. (2018). *Lakseprisens effekt på norske havbruksleverandører*.

[Masteroppgave].

Høgskolen i Molde. Hentet fra: https://himolde.brage.unit.no/himolde-xmlui/bitstream/handle/11250/2570645/master_maurset.pdf?sequence=1&isAllowedy (16.02.23)

- Miljødirektoratet. (u.å.). *Akvakultur*. Hentet fra:
<https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/> (21.03.23)
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2018). *Financial Markets and Institutions*. Pearson Education.
- Misund, B. (2023, 21. januar). *Fiskeoppdrett*. Hentet fra: <https://snl.no/fiskeoppdrett> (22.02.23)
- Mossige & Vorren. (2021). *Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av MOWI ASA* [Masteroppgave]. Norges Handelshøyskole. Hentet fra:
<https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/2767924/masterthesis.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (21.03.23)
- Mowi. (2019b, 8. mai). *Vil oppdrette laks i dypet*. Mowi. Hentet fra:
<https://mowi.com/no/blog/2019/05/08/vil-oppdrette-laks-i-dypet/> (16.02.23)
- Mowi. (2019c, 13. desember). *The Blue Revolution Plan*. Mowi. Hentet fra:
<https://mowi.com/blog/the-blue-revolution-plan/> (16.02.23)
- Norges bank. (u.å.). Norges bank. Hentet fra Statslån - Generiske Renter:
<https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?frequency=B&startdate=2022-03-23&stopdate=2023-03-23> (14.02.23)
- Mowi. (2021a). *Integrated Annual Report 2020*. Hentet fra: https://mowi.com/wp-content/uploads/2021/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2020.pdf
- Mowi. (2022b). *Integrated Annual Report 2022*. Hentet fra:
https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi_Annual_Report_2021.pdf
- Mowi. (2023). *Integrated Annual Report 2022*. Hentet fra: <https://mowi.com/wp-content/uploads/2023/03/Mowi-Integrated-Annual-Report-2022.pdf>
- Mowi. (2019a). *Salmon Farming Industry Handbook 2019*. Hentet fra:
<https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2019/06/Salmon-Industry-Handbook-2019.pdf>
- Mowi. (2020). *Salmon Farming Industry Handbook 2020*. Hentet fra:
<https://mowi.com/it/wp-content/uploads/sites/16/2020/06/Mowi-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2020.pdf>
- Mowi. (2021b). *Salmon Farming Industry Handbook 2021*. Hentet fra:
<https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/05/Salmon-Industry-Handbook-2021.pdf>

- Mowi. (2022a). *Salmon Farming Industry Handbook 2022*. Hentet fra: <https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/07/2022-Salmon-Industry-Handbook-1.pdf>
- Mowi. (u.å.a). *Bærekraftig laks til verden*. Henter fra: <https://mowi.com/no/om-oss/> (23.03.23)
- Mowi. (u.å.b). *Laks er bra for deg*. Hentet fra: <https://mowi.com/no/blog/2019/03/11/salmon-is-good-for-you/>
- Mowi. (u.å.c) *Sunn og velsmakende sjømat*. Hentet fra: <https://mowi.com/no/laks/> (23.02.23)
- Mowi. (u.å.d). *Mowi collaborates with X, Aplabeth's innovation engine, to make salmon farming more sustainable*. Hentet fra: <https://mowi.com/blog/mowi-collaborates-with-x-alphabets-innovation-engine-to-make-salmon-farming-more-sustainable/> (23.03.23)
- Mowi. (u.å.e). *Mowi 4.0*. Hentet fra: <https://mowi.com/blog/mowi-4-0/> (23.03.23)
- NHO. (u.å.). *Selskapsskatt*. Hentet fra: <https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/> (20.3.23)
- Norges Bank. (2020, 2. april). *Inflasjon*. Hentet fra Norges-bank: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/> (23.02.23)
- Norges Sjømatråd. (2021, 25. mai). *Norsk laks – verden mest populære fisk*. Seafood.no <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norsk-laks-verdens-mest-populare-fisk/>
- Norges Sjømatråd. (2021, 6. september). *Slik påvirket pandemien det globale laksemarkedet*. Seafood.no Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/slik-pavirket-pandemien-det-globale-laksemarkedet/> (16.02.23)
- Norges Sjømatråd. (2022, 24. mars). *Norsk sjømateksport til Ukraina, Russland og Den eurasiske økonomiske union*. Seafood.no. Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norsk-sjomateksport-til-ukraina-russland-og-den-eurasiske-okonomiske-union/> (16.02.23)
- Norges Sjømatråd. (2023, 4. januar). *Norge eksporterte sjømat for 151,4 milliarder kroner i 2022*. Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norge-eksporterte-sjomat-for-1514-milliarder-kroner-i-2022/> (22.02.23)
- NorgesGruppen. (u.å.). *Egen merkevare – venn eller fiende?* Hentet fra: <https://www.norgesgruppen.no/presse/artiklar/forbruker-i-fokus/emv-egne-merkevarer--venn-eller-fiende/> (21.03.23)
- NOU 2019: 18. (2019). *Skattlegging av havbruksvirksomhet*. Finansdepartementet. Hentet

- fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-201918/id2676239/?ch=5> (16.02.23)
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2022, 7. juni). *Fargeleggingen i trafikklyssystemet i havbruk er klar*. Regjeringen. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/fargelegging-i-trafikklyssystemet-i-havbruk/id2917698/> (28.03.23)
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2021). *Et hav av muligheter – regjeringens havbruksstrategi*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/contentassets/e430ad7a314e4039a90829fcd84c012a/no/pdfs/et-hav-av-muligheter.pdf> (14.02.23)
- Pedersen, A. O. (u.å.). *Finansregnskap med analyse*. Hentet fra statsforvalteren: https://www.statsforvalteren.no/contentassets/279ed08ba7bd4a35a936b83f234603e/finansregnskap_analyse-pedersen-nkk.pdf (21.02.23)
- PwC. (2022). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra PwC: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf> (20.03.23)
- Regjeringen. (2021, 11. oktober). *Norsk havbruksnæring*. *Regjeringen*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/> (28.03.23)
- Regjeringen. (2021, 21. oktober). *Norsk havbruksnæring*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/> (23.03.23)
- Regjeringen. (2022, 28. september) *Grunnrenteskatt på havbruk*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/> (16.02.23)
- Regjeringen. (2022, 28. september). *Overskuddene fra naturressursene skal fordeles bedre*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/overskuddene-fra-naturressursene-skal-fordeles-bedre/id2929123/> (16.02.23)
- SalMar. (u.å.a) *Historie*. Hentet fra: <https://www.salmar.no/historie/> (21.03.23)
- SalMar (u.å.b). *Offshore fish farming*. Hentet fra: <https://www.salmar.no/en/offshore-fish-farming-a-new-era/>
- Sander, K. (2023, 17. januar). *SVIMA / VRIO – analyse (ressursanalyse)*. Estudie. Hentet fra: <https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/> (21.03.23)
- SEB. (2022). *Equity Research Mowi ASA*. SEB.
- Skovlund, E. (2020, 26. oktober). *Enkel linær regresjon*. Hentet fra Tidsskriftet:

<https://tidsskriftet.no/2020/10/medisin-og-tall/enkel-lineaer-regresjon> (07.03.23)

Soltveit, T. (2020, 3. mars). Runde to med fisk i havfarmen viser svært gode resultater.

Kyst.no. Hentet fra:

<https://www.kyst.no/atle-eide-ocean-farm-salmar/runde-to-med-fisk-i-havfarmen-viser-svaert-gode-resultater/165106> (21.03.23)

Stangeland, S. (2013, 4. juli). *Laksen puster kyllingen i nakken*. Hentet fra:

<https://forskning.no/universitetet-i-stavanger-fisk-partner/laksen-puster-kyllingen-i-nakken/623138> 07.03.23)

Steinseth, T. A. (2020, 18. mai). *Oppdrettslaks til heile verda*. SSB. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/oppdrettslaks-til-heile-verda> (21.03.23)

Verdt å vite. (2018, 18. januar). *Beskatning av havbruk*. Hentet fra:

<https://verdtavite.kpmg.no/beskatning-av-havbruk/?s> (16.02.23)

Yahoo finance. (2023). Mowi ASA (MOWI.OL). Hentet fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/MOWI.OL/history?p=MOWI.OL> (07.03.23)

Ytreberg, R. (2018, 12. desember). Havforsker: En halv kilo dritt og slam per kilo laks. *DN*.

Hentet fra: <https://www.dn.no/havbruk/laks/lakseoppdrett/havforskningsinstituttet/-havforsker-en-halv-kilo-dritt-og-slam-per-kilo-laks/2-1-498915?fbclid=IwAR2C0-cbbN3WWCaJUMdI3IXLqIs2nKhk38M33hPngRT5XZ3xC9ECcuVlmTs> (16.02.23)

