

Forord

Denne verdivurderingen er skrevet som en avsluttende semesteroppgave under studieretningen finansiell styring på vår bachelor i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen, våren 2020.

Vi ble tidlig enige om å velge verdsettelse som tema for oppgaven. Vi så på dette som en fin mulighet til å bruke alt vi har lært de siste årene i praksis. Oppgaven har vært til tider vært utfordrende, men har gitt oss nyttig erfaring som vi kan ta med oss videre.

Valget av Mowi ASA som selskap kommer på bakgrunn av at begge har en interesse for oppdrettsnæringen. Oppdrettsnæringen vokst stort de siste årene, og har med det seilet opp som en av favorittene til å ta over for oljenæringa i årene som kommer. Mowi ASA virket som det mest spennende selskapet med sin ledende posisjon i markedet.

Vi vil rette en stor takk til vår veileder Are Oust for gode råd og kyndig veiledning.

Trondheim, april 2020.

Sammendrag

I vår semesteroppgave har vi gjennomført en verdsettelse av lakseoppdrettsselskapet Mowi ASA, heretter kalt Mowi, per. 01.04.2020. Vi har funnet en estimert aksjekurs som vi sammenligner med dagens kurs. Basert på dette vil vi finne ut om aksjeverdien er over- eller underpriset.

Vi har gjennomført en fundamental verdsettelse, hvor vi har utredet en strategisk analyse, en regnskapsanalyse og en finansiell analyse. Den strategiske analysen består av de tre kjente strategimodellene PESTEL, VRIO og SWOT. Disse modellene gir en oversikt over interne og eksterne faktorer, samt kartlegger bedriftens styrker, svakheter, muligheter og trusler. Regnskapsanalysen inneholder kalkulasjoner av historiske regnskapstall som gir oss sentrale nøkkeltall vi kan bruke for å forklare selskapets lønnsomhet, finansiering, likviditet og soliditet.

I den finansielle analysen beregnet vi avkastningskravet på egenkapitalen ved hjelp av CAPM, før vi benyttet WACC til å finne avkastningskravet på totalkapitalen. Videre konstruerte vi et fremtidsregnskap for årene 2019-2023.

Vårt endelig kursestimat er på 148,59 NOK per aksje, per 01.04.2020. Med dagens kurs på 169 NOK per aksje (22.04.2020) tilsier vårt kursmål at selskapet er overpriset.

Abstract

In our semester thesis we have completed a valuation of the salmon farming company Mowi ASA per 01.04.2020. We have found an estimated stock price that we will compare to today's price. Based on this we will look at whether the stock price is over- or undervalued.

We have conducted a fundamental valuation of the company, which includes a strategic analysis, a financial statement analysis and a financial analysis. The strategic analysis consists of three known strategy models called PESTEL, VRIO and SWOT. PESTEL and VRIO cover internal and external factors, while the SWOT-analysis maps strengths, weaknesses, opportunities and threats. The financial statement analysis consists of calculations of historical data to provide us information about Mowi's profitability, financing, liquidity and solidity.

During our financial analysis we calculated the required rate of return on equity by using the CAPM. We needed this to calculate the required rate of return on capital using WACC. Then we moved on to construct a future financial statement for the years 2019-2023.

Our final estimate for a Mowi stock is 148,59 NOK per 01.04.2019. With today's price at 169 NOK per stock our estimates tell us that a Mowi stock is overpriced.

Table of Contents

Forord	1
Sammendrag	2
Abstract	3
Figurliste	6
1 Innledning	1
1.1 Problemstilling.....	1
1.2 Avgrensning.....	1
1.3 Oppbygging	2
2 Bransje og marked	1
2.1 Bransjen	1
2.2 Mowi	2
3 Strategisk analyse	3
3.1 Intern analyse.....	3
3.1.1 VRIO.....	3
3.1.1 Oppsummering	6
3.2 Eksternanalyse.....	7
3.2.1 PESTEL	7
3.2.2 SWOT	12
4 REGNSKAPSANALYSE	14
4.1 Lønnsomhetsanalyse	14
4.1.1 Totalkapitalrentabilitet.....	14
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet	15
4.1.3 DRIFTSMARGIN.....	16
4.1.4 Resultatgrad	17
4.2 Finansiering	18
4.2.1 Likviditetsgrad 1	18
4.2.2 Likviditetsgrad 2	20
4.2.3 Arbeidskapital.....	21
4.2.4 Finansieringsgrad 1.....	23
4.3 Soliditet	25
4.3.1 Gjeldsgrad.....	25
4.3.2 Rentedekningsgraden.....	26
4.3.3 Egenkapitalandel	27
5 Finansiell analyse	30
5.1 Avkastningskrav.....	30
5.2 Kapitalverdimodellen (CAPM).....	30
5.3 Risikofri rente	31
5.4 Markedets risikopremie.....	32
5.5 Egenkapitalbeta	33

5.6 Gjeldskostnad	34
5.7 Totalkapitalmetoden	35
5.8 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)	35
6 Fremtidsprognoser av kontantstrømmer	37
6.1 Lakseprisen.....	37
6.2 Slaktevolum.....	38
6.3 Driftsinntekter	39
6.4 Varekostnad	40
6.5 Lønnskostnader	40
6.6 Andre driftskostnader.....	41
6.7 Avskrivninger og nedskrivninger	42
6.8 Leverandørgjeld.....	42
6.9 Varelager	43
6.10 Kundefordringer	44
6.11 Investeringer	44
7 Verdsettelsen	46
7.1 Fri kontanstrøm	46
7.2 Terminalverdi	46
7.3 Verdsettelse etter DCF-metoden.....	47
8 Konklusjon.....	49
9 Kritikk av oppgaven.....	50
10 Referanseliste	51
Nettkilder	51
Faglitteraturliste.....	53
Årsrapporter	54

Figurliste

Figure 1: Aquastorm.....	4
Figure 2: Samarbeid med Tidal.....	5
Figure 3: Verdikjede Årsrapport (2019)	6
Figure 4: PESTEL	7
Figure 5: Totalkapitalrentabilitet, Mowi ASA, perioden 2014-2018	15
Figure 6: Egenkapitalrentabiliteten før skatt, Mowi ASA, perioden 2014-2018	16
Figure 7: Driftsmargin i %, Mowi ASA, perioden 2014-2018.....	17
Figure 8: Resultatgrad, Mowi ASA, perioden 2014-2018	18
Figure 9: Likviditetsgrad 1, Mowi ASA, perioden 2014-2018	19
Figure 10: Likviditetsgrad 2, Mowi ASA, perioden 2014-2018	21
Figure 11: Arbeidskapital, Mowi ASA, perioden 2014-2018	22
Figure 12: Laksepriser for perioden 2013-2018 (Statistisk sentralbyrå, 2019)	23
Figure 13: Finansieringsgrad 1, Mowi ASA, perioden 2014-2018	24
Figure 14: Gjeldsgrad, Mowi ASA, perioden 2014-2018	26
Figure 15: Rentedekningsgrad, Mowi ASA, perioden 2014-2018	27
Figure 16: Sammenligning egenkapitalandel, perioden 2014-2018.....	28
Figure 17: (Norges Bank, 19. april, 2020)	32
Figure 18: Gjennomsnittlig laksepris, perioden 2014-2020	38

1 Innledning

Oppgaven er en semesteroppgave innen spesialiseringen finansiell styring ved NTNU Handelshøyskolen, våren 2020. Oppgaven er en verdsettelse av lakseoppdrettsselskapet Mowi. Ved hjelp av en fundamental analyse av selskapet forsøker vi å finne verdien av én aksje.

1.1 Problemstilling

En problemstilling skal være spennende, fruktbar og enkel (Jacobsen, 2015). Dette er krav Jacobsen stiller til en god problemstilling. Semesteroppgaven vår er en verdivurdering av selskapet Mowi og kommer derfor med følgende problemstilling:

«Hva er verdien på én aksje i Mowi ASA per 01.04.2020?»

Vi mener at vår problemstilling utfyller kravene Jacobsen tegnet opp for en problemstilling. Den er spennende av den grunn at vi velger et selskap i en næring i vekst, samt at vi ikke vet hvilken estimert aksjeverdi vi ender opp på. Vi anser den som fruktbar, da problemstillingen lar seg undersøke empirisk, samt at analysene våre tilføyer kunnskap. Problemstillingen er enkel i og for seg ved at den er kort og konkret.

1.2 Avgrensning

I oppgaven har vi benyttet oss av tall fra konsernregnskapet til selskapet fra årene 2014-2018. Vi har kun benyttet oss av offentlig tilgjengelig sekundærdata hentet fra internett, faglitteratur og Mowi sine egne årsrapporter. Deler av tallene som kommer frem i oppgaven er basert på våre egne antakelser og estimer.

1.3 Oppbygging

Oppgaven starter med en presentasjon av oppdrettsbransjen og selskapet Mowi, før vi setter i gang med analysedelen. Analysedelen består av den strategiske analysen, regnskapsanalysen og kontantstrømsanalysen.

I strategianalysen forsøker vi å få en oversikt over interne og eksterne faktorer som kan påvirke selskapet. Vi benytter oss av analysene PESTEL, VRIO og SWOT for å kartlegge disse faktorene. I regnskapsanalysen belyser vi selskapets økonomiske utvikling og finansielle situasjon ved å analysere sentrale nøkkeltall. Dette gir oss en oversikt over selskapets lønnsomhet, finansiering, likviditet og soliditet. Alle tall er hentet fra Mowi sine egne årsrapporter og proff.no.

Før vi begynner på kontantstrømsanalysen vil vi finne avkastningskravet på totalkapitalen. Dette krever at vi bestemmer faktorer ulike faktorer som det er knyttet usikkerhet til. Beslutningene rundt faktorene tas basert på prognoser, historisk data og skjønnsmessige vurderinger. Videre konstruerer vi et framtidregnskap for selskapet og neddiskonterer de estimerte fremtidige kontantstrømmene med avkastningskravet vi har kommet frem til. Avslutningsvis vil vi komme med en konklusjon av oppgaven, med etterfølgende kritikk.

2 Bransje og marked

2.1 Bransjen

Fiskeoppdrettsnæringen har blitt en betydelig stor ressurs her i Norge. Fremgangsmåten er først å produsere settefisk (ung laks) i ferskvann, for videre og føre opp laksen i åpne merder i sjøen. Oppdrettsnæringen selger fisk for mer enn 65 milliarder kroner årlig. Her består den atlantiske laksen for den største andelen, og det er det Mowi driver oppdrett av. Den står for hele 94% av alt fiskeoppdrett i Norge. I globalt forstand er det karpefisken i Asia som er den største, og de står for hele 90% av hele verdens fiskeoppdrett. Norges bidrag er på 2.4% målt i kvantum fisk og 5% i målt verdi (tall fra 2017).

I Norge er den vanligste måten å drive oppdrett på via intensive åpne merder. Der er fisken skilt fra det ytre miljøet med not og vann strømmer fritt gjennom. I Norge er det tørrfôr som brukes utelukkende mest i fiskeoppdretten. Tørrfôr blir laget fra vegetabiliske råvarer som for eksempel mel, olje (soya, raps og solsikke) hvete, marine råvarer som for eksempel fiskemel og fiskeolje og slakteavfall som for eksempel mel av kjøtt, bein, lever osv. I tillegg tilsettes det vitaminer, mineraler og medisiner mot fiskesykdommer. For oppdrett av laks tilsettes også fargestoffet Astaxanthin for å få kjøttet til å bli rødere. Dette er fordi oppdrettslaks ikke har tilgang til den naturlige forekomsten som kommer fra krepsdyr som innehar astaxanthin. Effektiviteten for utnyttelsen av føret for laksefiske er langt større enn den er for husdyr.

Den økonomiske betydningen av fiskeoppdrett har blitt stor for Norge og for lokale samfunn langs hele kysten fra Agder i sør og til Finnmark i nord. Det er Nordland og Trøndelag som er de største fylkene målt etter slaktet kvantum av laks etterfulgt av Hordaland. Eksporten av laks og regnbueørret står for en andel av 5,5% av landets eksportinntekter, og er derfor en viktig del av Norges økonomi. Ikke minst er den viktig for det "grønne skiftet" der verden og Norge har større fokus på de globale miljø- og klimautfordringene. Den store økningen av eksport av oppdrettslaks har ført til at Norge har flere ben å stå på i forhold til eksport og ikke bare av olje og gass. Likevel har oppdrettsnæringen en del miljøutfordringer som blant

annet rømming av lakselus som påvirker villaksen negativt, fiskefôr som ikke blir spist og avføring fra fiskene som hoper seg opp under oppdrettsanleggene. Dette påvirker de biologiske forholdene på havbunnen ved disse oppdrettsanleggene.

2.2 Mowi

Mowi er et norsk sjømatelskap med en ledende posisjon i næringen. De driver med hovedsakelig med oppdrett av laks, men bearbeider og distribuerer også annen sjømat.

Mowi-eventyret startet allerede i 1964 da noen få pionerer begynte med fiskeoppdrett i bakgården. Det gikk fem år før den første smolten ble sjøsatt i 1969, og på det tidspunktet går Hydro inn i Mowi med en eierandel på 50%. Året 1971 slakter de sin første laks, og videre opptil 60 tonn laks det året. Dette var 60% av den totale oppdrettsproduksjonen av atlantisk laks i landet det året. Når Hydro senere kjøper opp resten av selskapet i 1985, har selskapet utvidet produksjonen til både Irland, Skottland og Island. I 1992 ble selskapet Pan Fish stiftet som en fortsettelse av Christiania Banks engasjement i næringen. Pan Fish gjorde etter hvert flere store oppkjøp på slutten av 90-tallet, og fikk for en børsnotering i 1997. Selskapet gikk på store tap i 2002 etter at lakseprisen kollapset i 2001. Selskapet brukte noen år på og stable seg på beina igjen og i 2005 var driften profitabel igjen. Videre kjøpte norske John Fredriksen seg mer og mer opp i selskapet og er i dag hovedaksjonær. Sammenslåingen av Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood ble til Marine Harvest Gruppen i 2007. I dag har selskapet tatt tilbake Mowi-navnet fra starten, etter en ny navneendring i 1. januar 2019.

Siden den spede starten i 1964 har MOWI nå vokst seg til å bli det største oppdrettsselskapet i verden med hele 14 537 ansatte. Mowi har inntatt posisjon som global leder ved hjelp av «en god organisk vekst kombinert med oppkjøp og fusjoner».

3 Strategisk analyse

3.1 Intern analyse

Her skal vi foreta en intern analyse av Mowi's ressurser. Målet er å kartlegge bedriftens ressurser for videre å se på om disse kan gi konkurransefordeler. Når vi ser på ressursene i analysen, må vi se på: hva er styrkene og hva er svakhetene, hva det er bedriften besitter av humankapital, kvaliteten på produktene som leveres, hvor imiterbare produktene er og hvordan det produseres og hvordan bedriften er organisert for å utnytte ressursene. Dette må sees i lys av bedriftens interessenter og konkurrenter. Vi har valgt å bruke modellen VRIO siden denne gir en god oversikt over hvilke ressurser bedriften besitter

3.1.1 VRIO

VRIO er en modell som tar for seg de interne ressursene på en oversiktlig og enkel måte ved å se på hvordan og hvorfor en ressurs er en styrke eller svakhet. Den stiller fire spørsmål om en ressurs kan være verdifull (V=Value), sjelden (R=rarity), ikke-imiterbar (I=imitability) og utnyttet (O=organisation). Målet er å oppnå en høy skåre på alle de nevnte punktene.

Bærekraftig

Mowi er ledende innenfor bærekraftighet i laksenæringen og toppe Coller FAIRR Protein index der de rangerer verdens største børsnoterte proteinprodusenter på bærekraft. De rangerer de største kjøtt, meieri og fiskeprodusentene ved å se på ulike faktorer som dyrevelferd, arbeidsrettigheter, bruk av antibiotika og klimagassutslipp (Mowi.no, Bærekraft, 2019). Dette gjør de ved at de har stort fokus på det de kaller for «leading the blue revolution», der de har som mål å være ledende innenfor bærekraftighet i sin næring. Mowi bruker mye penger på forskning for å håndtere utfordringer som rømming og lakselus. I artikkelen fra havforskningsinstituttet står det: «De største risikoene for miljøet innen norsk fiskeoppdrett er også i år lakselus og rømt fisk, men det er også betydelige utfordringer med fiskevelferd og dødelighet. Dette kommer fram i Havforskningsinstituttet

sin årlige risikorapport om norsk fiskeoppdrett» (Havforskningsinstituttet, 2019). Rapporten inneholder bakgrunnsdata for det nye trafikklyssystemet og reguleringen innen produksjonen av oppdrettslaks. Her er fokuset på hvilken effekt lakselus har på villaks og om produksjonsområdet får tilbudt vekst. Avlusning gir utfordringer knyttet til de legemidlene som brukes mot lakselus, både når det gjelder at andre arter blir påvirket og at lusene utvikler resistens slik at behandlingen ikke virker (Hoddevik, B., 2018). Dette kan påvirke veksten i produksjonsområdene og skade nærmiljøene rundt, noe som har ført til at Mowi har satt i gang flere prosjekter for å håndtere utfallet.

Aquastorm

Aquastorm er et prosjekt der de vil flytte merdene ut fra fjordene og ned i havdypet hvor fisken er beskyttet mot lakselus, sykdom og ekstremvær. Dette er det største utviklingsprosjektet til Mowi og de vil investere hele 3,1 milliarder (Aquastorm, 2019). Merdene vil først og fremst holdes 15 meter under havoverflaten, men kan også holdes helt ned til 50 meter dybde hvis værforholdene tilsier det. Anleggene vil være knyttet til land via fordelere på havbunnen slik at foring, luft, lys, strøm og signaler kan styres derfra. Konseptet er fullt automatisert, og en overvåkning følger med på at fisken har det bra og er frisk. Det første Aquastorm-prosjektet skal anleggene plassere opp mot 12 kilometer fra kysten. Mowi vil prøve ut prosjektet først i Roan kommune i Trøndelag (Grindheim, J., 2019).

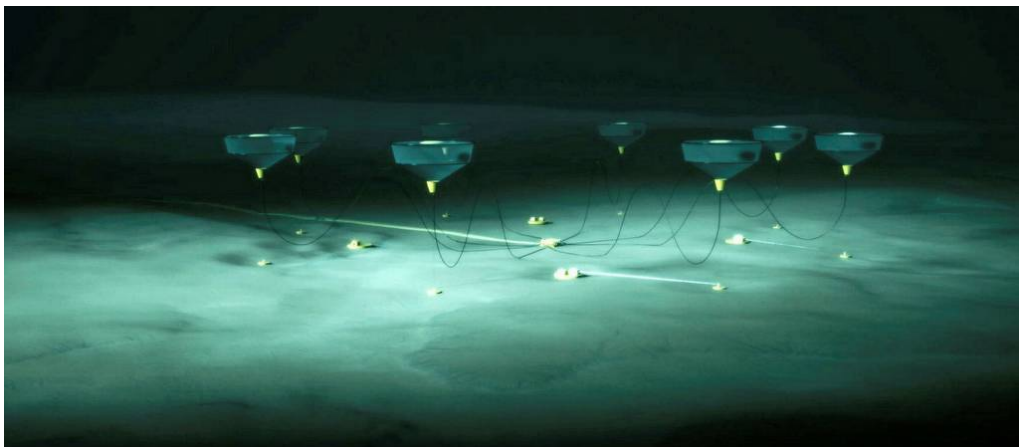


Figure 1: Aquastorm

I tillegg til Aquastorm prosjektet, har Mowi en rekke andre prosjekter på gang for å håndtere de miljømessige utfordringene oppdrettsbransjen har.

Sensorsystem

Her har Mowi de tre siste årene hatt samarbeid med Alphabet X sitt datterselskap Tidal og utviklet et nytt sensorsystem som skal samle inn sanntids-informasjon fra merdene. Dermed kan vektfordeling, foringskontroll og automatisk lusetelling registreres kontinuerlig. Dette gjør de ved å ta i bruk ny kamerateknologi slik at systemet kan oppfatte fiskens atferd, miljøforhold og helse over tid. Denne teknologien skal bidra til at Mowi får mer informasjon knyttet til fiskevelferden, fiskehelsen og foringen av fisken, for så å ta bedre beslutninger angående dette.



Figure 2: Samarbeid med Tidal

Fra avl til mat

Mowi er den eneste i oppdrettsbransjen som driver hele verdikjeden fra avl og foring helt til distribusjon. Dette gir Mowi fordeler og muligheter de andre i bransjen ikke har. Siden de driver alle stegene i verdikjeden, er dette en stor kostnadsbesparelse for Mowi og det er i tillegg vanskelig å kopiere for de andre i oppdrettsbransjen. Samtidig så er risikoen for å være avhengig av andre selskaper borte, de trenger ikke å være bekymret for at leverandører ikke leverer eller krever større summer, eller i verste fall går konkurs.

Tilgangen til informasjon i alle leddene i verdikjeden er også et stort konkurransefortrinn for Mowi og kan bruke dette til å utvikle selskapet videre.



Figure 3: Verdikjede Årsrapport (2019)

Mowi er verdens største innen fiskeoppdrett og driver i land som blant annet Norge, Skottland, Canada, Chile osv. Dermed har Mowi bred geografisk tilhørighet og driver oppdrett av laks i de viktigste områdene i verden. Dette er en fordel siden ingen andre driver i like mange land som Mowi (Mowi årsrapport, 2018)

3.1.1 Oppsummering

Mowi sin største konkurransefordel er uten tvil at de opererer i hele verdikjeden. Ved å bruke VRIO-verktøyet for å analysere, har denne ressursen verdi (V=value). De har kontroll over alle leddene i prosessen og kan dermed lettere samle inn data og drive videre forskning for å håndtere miljøutfordringene oppdrettsbransjen står overfor. Siden dette er som nevnt tidligere en stor utfordring innenfor oppdrettsbransjen og kan til og med skape begrensinger i produksjonen (trafikklyssystemet), har denne ressursen stor verdi. Den er også sjelden (R=rarity) siden de er de eneste i verden som opererer i hele verdikjeden. Hvor imiterbart (I=imitability) dette er, er vanskelig å si, men det som kan være sikkert er at siden de er de eneste i verden som gjør dette så er det ingen tvil om at dette ikke er lett å oppnå. Mowi er organisert (O=organisation) for å utnytte dette maksimalt i den forstand at de har tilgang til enormt med data for å bruke dette videre til forskning for å produsere mest effektivt og «leading the blue revolution».

Som fordel for å drive hele verdikjeden så har de en unik tilgang på informasjon som legger til rette for forskning innenfor alle leddene i verdikjeden. Mowi er ledende innenfor

samarbeidende forskning på havmerdene og sensorsystemet. Dette er ressurser som potensielt kan skape store konkurransefortrinn.

3.2 Eksternanalyse

I en ekstern analyse vil målet være å avdekke ulike makroforhold som kan ha noe å si for bedriftens posisjon i fremtiden. Dette skal gjøre bedriften bedre skodd til å foreta endringer i selskapets kurs og posisjonering. Kort fortalt forsøker man å se på hva slags muligheter og trusler fremtiden kan bringe gjennom en analyse av eksterne faktorer.

3.2.1 PESTEL

PESTEL-analysen gir en oversikt over de ulike eksterne makroforholdene som kan påvirke bransjen. Navnet PESTEL står for disse eksterne faktorene som er politiske (political), økonomiske (economical), sosiokulturelle (social), teknologiske (technological), miljømessige (environmental) og juridiske (legal) faktorer. Analysen er et verktøy for å forstå markedets vekst eller fall, nåværende posisjon, potensial og retning.



Figure 4: PESTEL

Politiske forhold

Mowi, som holder til og eksporterer til ulike deler av verden, blir påvirket av politikk som føres i flere ulike land. Politikerne i Norge har uttrykt et ønske om en fortsatt sterk oppdrettsnæring, selv om utfordringene er mange og store. Et grep som er gjort er at næringen foreløpig ikke beskattes av grunnrenta. I Norge har deltakere i oppdrettsnæringen «sluppet unna» ved å unngå denne skatten. Grunnrenta defineres som «den inntekt man kan få av å eie jord og andre naturherligheter som skog og fjorder». Slik beskatning kommer altså på bakgrunn av at bransjene tjener penger på å benytte seg av samfunnets felles ressurser. Oppdrettsnæringa kan sies å ha vært heldig, ettersom at slik skattepraksis har vært vanlig i andre næringer som olje og vannkraft. Trusselen er at en innføring av beskatning på grunnrente i praksis svekke den norske konkurransevnen og sette investorer på bakfoten.

Et eksempel på hvordan politikk kan skape uro er Norges utdeling av Nobels fredspris i 2010. Norge delte det året ut prisen til Liu Xiaobo, som på den tiden var en kjent kritiker av Kinas kommunistiske parti og regime. Dette førte straks til at det ble lagt sanksjoner mot Norge, og her norsk laks. Kina stoppet importen av norsk laks som førte til en svekket laksenæring. Når forholdet noen år senere begynte å stabilisere seg, valgte Kina nok en gang å kutte importen av laks fra Norge.

Økonomiske forhold

For Mowi er valutakursen, styringsrenten og fiskepriser de viktigste økonomiske faktorene. Styringsrenta på 1,50 % (Norges Bank, Mars 2020) hadde inntil nylig en stigende kurs. Dette kursen ble brått endret når spredningen av viruset Covid-19 var et faktum. Styringsrenta ble først kuttet med 0,50 % 13. mars, før et videre kutt på 0,75 % 20. mars satte den ned til 0,25 %. Den nåværende styringsrenten på 0,25 % kommer av krisen vi er inne i, og hvor lenge den holder seg slik avhenger av lengden på krisen og hvor fort økonomien stabler seg på beina igjen etterpå. Samtidig er det ingen som vet hvordan rentebanen utvikler seg. Det er ikke mange årene siden det ble sett på som utenkelig at renta skulle holde seg så lav som

den har gjort. På kort sikt kan krisen lede til at vi får se negativ rente, brukt av staten som et ledd i stimuleringen av økonomien.

Hvordan styringsrenta utvikler seg har stor betydning for kronekursen, som igjen er en av de økonomiske nøkkelfaktorene til Mowi. Dersom renta i Norge faller i forhold til utenlandsk rente vil interessen for å investere i NOK falle, siden utenlandsk valuta har en høyere avkastning. Når NOK blir mindre attraktiv svekkes kronekursen, noe vi har sett effekten av de siste årene. Videre fører en lav rente til at NOK blir en mer attraktiv valuta å ta opp lån i, men under kriser flykter investorer til mer robuste valutaer. Disse faktorene førte til kronekursens store svekkelse 20. mars 2020. Kronekursen har lenge vært svak, noe som oppdrettsnæringen er godt tjent med. Dette kommer av at en svak krone gir utenlandske kunder større kjøpekraft. Korona-krisen gjør at vi opplever en rekordsvak krone, der euroen på det verste var verdt 12,66 NOK (Norges Bank, 2020). Dette førte til at Norges Bank uttalte i en pressemelding at de vurderte å ta grep, noe som har ført euroen tilbake til 11,19 NOK (Norges Bank, 2020).

Sosiokulturelle forhold

Disse forholdene inkluderer blant annet oppmerksomhet rundt helse, befolkningsvekst, aldersfordeling og fokus på sikkerhet. Fisk har fått en fast plass i eksperters kostholdsråd, og er viden kjent for å ha flere helsefordeler. Helsedirektoratet anbefaler inntak av fisk til middag to til tre dager i uken. Et økt fokus på miljøet kan være med å øke etterspørselen etter sunn og bærekraftig. Dette kan være gunstig for sjømatnæringen ettersom at Co2-utslippene knyttet til fisk er 10 ganger lavere enn utslippene knyttet til produksjon av storfe (Norway Royal Salmon, 2014).

På verdensbasis øker befolkningen, noe som fører til økt etterspørsel etter fisk. Oppdrettsnæringen forventes en betydelig vekst, mye på grunn av de teknologiske fremskrittene som fortsatt kan tas. Til tross for problemene med lus, flukt og utslipp la politikere i 2018 opp til en femdobling av oppdrettsnæringen.

Teknologiske forhold

De miljømessige utfordringene oppdrettsnæringen står ovenfor er allerede presentert. Ny teknologi kan være løsningen på alle problemene, men dette vil ta tid, tid næringen ikke har. Utfordringene har de siste årene fremprovosert et veiskille som innebærer at næringen har begynt å teste ut nye oppskrifter. Tildelingen av vanlige konsesjoner har falt grunnet utfordringene som ses ved havmerkene. Dette har ledet til en intensifert søken innad i bransjen etter ny teknologi. I tillegg har staten tildelt konsesjoner til en billig penge, men med et krav om testing av ny teknologi. Lukkede anlegg, både på land og i sjø er testet ut. Når anlegget er lukket skal de redusere risikoen for både rømming av laks og forekomsten av lakselus. Det er også mulig å ha fisken på land helt til den slaktes, men kunnskapen på hva det vil si for fiskens helse er for liten. Merder til havs er også utforsket, noe som krever mer robust teknologi. Her har teknologi som er benyttet i oljeindustrien kommet godt til hjelp. Hva som ender opp med å bli den nye oppskriften vites ikke i dag, men det skal være helt sikkert at hele bransjen jakter den.

Kunstig intelligens er et verktøy som kommer til å få en sentral rolle i oppdrettsnæringens kamp mot noen av de miljømessige utfordringene. Flere av oppdrettsselskapene har begynt å utforske mulighetene dette kan gi. Mowi er blant selskapene som går foran her og startet som nevnt under VRIO-analysen et samarbeid med Tidal. Her utviklet de systemer som ved hjelp av maskinlæring holder bedre og enklere styr på fisken. Regelverket i dag tilsier at fiskeoppdretterne må løfte 20 fisk opp fra merkene hver dag for å sjekke fisken for lus. I dagens merder svømmer det opptil 200 000 laks rundt, og en sjekk av 20 stykker holder ikke. Med teknologien Mowi utvikler vil de kunne ha en oversikt over alle fisken i hele merden gjennom kamera. Den kjenner igjen fisken, måler vekt, sjekker lus og benyttes til å gi et bedre beslutningsgrunnlag til foringsmengde- og tid. Teknologien gjør det enklere å oppdage at en fisk har rømt, og reduserer tiden til at tiltak settes i gang.

Miljømessige faktorer

I henhold til norsk lov skal oppdrettsnæringa ta hensyn til miljøet og det lokale økosystemet. Utfordringene som er nevnt tidligere er i stor grad knyttet til miljømessige forhold. Det stilles høye krav til at oppdrettsnæringen tar vare på de fjorder og kystsamfunn de opererer

i. Bekjempelsen av lakselus har stor innvirkning på det lokale økosystemet. Utslippene i norske fjorder og kystsamfunn må minimeres, og derav kravene om bærekraft. Stortinget har gitt flere fjorder og vassdrag i Norge særskilt beskyttelse i senere tid. Denne beskyttelsen har betydd at etablering av nye anlegg er uaktuelt og at kravene til rømnings- og sykdomskontroll på anleggene som allerede finnes der ble høyere.

Pågående forskning ser på følgene av rømning av laks og avhengig av funn kan det medføre strengere reguleringer. Kunnskap vi allerede besitter viser at dersom rømt oppdrettslaks finner veien opp i vassdragene kan de gjøre stor skade. Laksen på påvirke villaksens genetiske mangfold, samt spre fiskesykdommer som holder til på oppdrettsanlegget. Dette er noen av grunnene til at næringen har satt seg en nullvisjon som har vist seg å være vanskeligere å oppnå enn først antatt.

Juridiske faktorer

Loven stiller strenge krav til at driften skjer på en miljømessig forsvarlig måte. Dette medfører krav til miljøovervåking, opprydning, beskyttelse av områder og tiltak for å fjerne fisk som rømmer. Det finnes en rekke forskrifter i Matloven, Akvakulturloven og Forurensningsloven som stiller krav til oppdrettsnæringen både når det gjelder drift og miljøpåvirkning. Fiskeridirektoratet, Mattilsynet, Kystverket, NVE og fylkesmannen har alle forskjellige tilsynsoppgaver.

Oppdrett er en konsesjonsbasert næring, det vil si at det behøves en tillatelse fra myndighetene for å produsere fisk. Økning av produksjon skjer gjennom å øke antallet konsesjoner, og for å oppnå dette er man nødt til å søke. Nærings- og fiskeridepartementet bestemmer antall konsesjoner som skal tildeles. De siste årene har fokuset på å minske miljøavtrykket til oppdrettsnæringen stått høyt, noe som har ført til at nye konsesjoner deles ut med et krav om økt bærekraft. Siden tildelingen av konsesjonene er søknadsbasert har dette har gitt næringen incentiver til å nettopp minske miljøavtrykket sitt, samt å teste ut ny teknologi.

3.2.2 SWOT

SWOT-analysen (strengths, weaknesses, opportunities, threats) er analyse som brukes av bedrifter for å identifisere styrker, svakheter, muligheter og trusler. Mye av det som faller inn under SWOT-analysen er allerede nevnt i øvrige analyser.

- o Styrker: karakteristikk ved bedriften som gir de en fordel over andre
- o Svakheter: karakteristikk ved bedriften som gir de en ulempe i forhold til andre
- o Muligheter: elementer bedriften kan bruke til sin fordel
- o Trusler: elementer som kan forårsake problemer for bedriften

Styrker

Mowi operer i hele verdikjeden ble hevet frem som en stor konkurransefordel. Dette begrunnes med den mengden med informasjon de kontrollerer, som de selv kan analysere og bruke til sin fordel. De er heller ikke avhengige av ulike mellomaktører, noe som fører til at alle midler kommer tilbake i konsernet.

Mowi er en norsk aktør med hovedkontor i Bergen, men har oppdrettsanlegg i flere ulike land. Irland, Skottland, Canada, Færøyene og Chile har alle land hvor Mowi har oppdrettsanlegg. Dette gir selskapet en geografisk spredning som kan anses som fordelaktig når det gjelder risk management. Mowi er verdens største oppdrettselskap og produserer mellom 25-30% av det totale markedet på laks og ørret.

Svakheter

Det viser seg at det er vanskelig å oppnå varige konkurransefortrinn ovenfor konkurrentene, ettersom de er kjappe til å etterligne. Regjeringen legger til rette for videre vekst og teknologisk utvikling, men dette gjelder hele bransjen. Dette kan vi se fra det ene

konsesjonstilbudet, hvor regjeringen legger gode rammer for innovasjon, men med et krav om at eventuelle løsninger og utviklinger skal deles med resten av bransjen.

Lakselus er en utfordring bransjen er nødt til å løse. For Mowi sin del gjelder ikke dette bare i Norge, da de også har anlegg også i utlandet. Etter at laksesykdommen infeksjons lakseanemi (ILA) dukket opp sør i Chile ble Mowi anklaget for å ha tatt med sykdommen fra Norge. Virusene spredde seg kjapt og førte til at konsernet solgte flere anlegg og sa opp over 1000 ansatte. En talsmann for Mowi fortalte pressen at forbruket av antibiotika i Chile var for høyt og at merdene hadde stått for nær hverandre, noe som økte farten til spredningen.

Muligheter

Oppdrettsnæringen ses på som en mulig arvtaker til oljenæringens dominans, og det er ikke uten grunn. Oppdrett peker seg ut som den eneste næringen som fortsatt kan oppnå stor vekst på kort tid innen sjømatnæringen. Om forholdene blir lagt til rette kan oppdrett vokse med det økende matbehovet til verdens befolkning. Videre kan utvikling av ny teknologi redde næringen fra utfordringene den har, samtidig som effektiviteten i produksjonen øker.

Trusler

Som alle andre selskaper, må Mowi forholde seg til en rekke trusler. Lakseprisen har de siste årene vært stabil, men næringen har tidligere opplevd en kollaps i lakseprisen. En slik hendelse vil fjerne store deler av marginen selskapet har og slå seg ut på bunnlinjen. Det vi tidligere har referert til som oljeskatten er noe hele bransjen frykter. Innføringen av en slik skatt vil legge en stor demper på overskuddet til Mowi, som igjen vil føre færre midler til investeringer. Samtidig blir miljøkravene strengere og strengere, noe som krever nettopp investeringer i teknologi og forskning. Det faktum at næringen står overfor disse utfordringene er kanskje noe av grunnen til at innføringen av grunnrentebeskatningen så langt har uteblitt.

4 REGNSKAPSANALYSE

Under denne delen vil vi gjennomføre en analyse for å få et innblikk i en Mowi økonomiske situasjon. Vi benytter oss av tall og opplysninger som er hentet fra Mowi sine årsregnskap i perioden 2014-2018.

Vi baserer regnskapsanalysen vår på nøkkeltall hentet fra følgende analyser:

- Lønnsomhet
- Finansiering
- Likviditet
- Soliditet

Vi ser på utviklingen i perioden fra 2014 til 2018. Vi mener at denne tidshorisonten gir et ryddig og oversiktlig bilde av selskapets utvikling over tid, uten en altfor stor mengde data.

4.1 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhetsanalysen forteller om bedriftens evne til å skape overskudd. Lønnsomhet er en viktig faktor for at eiere og investorer skal være interesserte i å skyte inn ny egenkapital i selskapet. Vi har plukket ut 4 nøkkeltall som vi skal se nærmere på.

4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten måler en bedrifts avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften. Den gir et bilde på hvor effektiv bedriften har vært i forvaltningen av ressursene, uavhengig av finansieringen. Formelen er som følger:

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

	2014(NOK)	2015(NOK)	2016(€)	2017(€)	2018(€)
Totalkapitalrentabilitet	10,3%	8,0 %	20,6%	12,6%	19,5%

Tabell 4.1.1: Totalkapitalrentabilitet, Mowi ASA, perioden 2014-2018

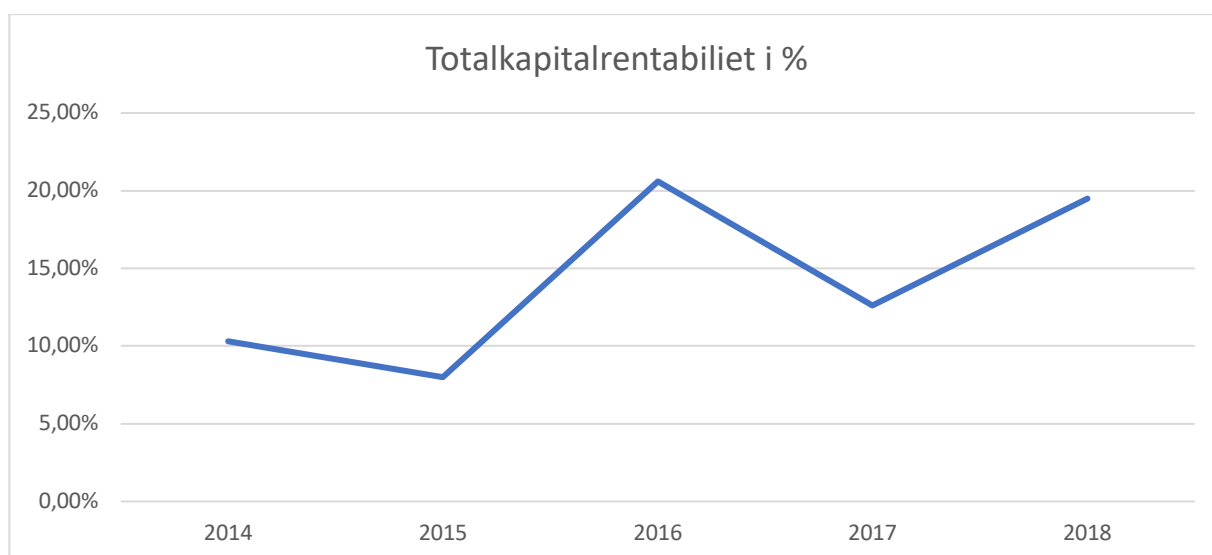


Figure 5: Totalkapitalrentabilitet, Mowi ASA, perioden 2014-2018

Som figuren viser har Mowi sin totalkapitalrentabilitet vært oppe på nærmere 20% ved to anledninger de siste to årene, hvor den også befinner seg nå.

4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på eiernes investerte kapital i bedriften. Investorer vil ofte bruke denne faktoren til å sammenligne med andre selskapet. Vi har valgt å se på egenkapitalrentabiliteten etter skatt.

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

	2014(NOK)	2015(NOK)	2016(€)	2017(€)	2018(€)
Egenkapitalrentabilitet	9,6 %	13,6 %	36,7 %	23,9 %	28,2 %

Tabell 4.1.2: Egenkapitalrentabilitet, Mowi ASA, perioden 2014-2018



Figure 6: Egenkapitalrentabiliteten før skatt, Mowi ASA, perioden 2014-2018

Figuren ovenfor viser hvordan egenkapitalrentabiliteten varierer mye fra år til år. Dette skyldes i stor grad svingningene på lakseprisen. Den største økningen forekommer i perioden 2015- 2016. Gjennomsnittlig laksepris økte med 46% det året, noe som selvsagt gir store utslag i inntektene til selskapet. Dette viser seg igjen på egenkapitalrentabiliteten.

4.1.3 DRIFTSMARGIN

Driftsmarginen er forholdet mellom driftsresultat og omsetning. Det kan sies at jo høyere driftsmarginen er, jo mer tjener bedriften per omsatt krone.

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

	2014(NOK)	2015(NOK)	2016(€)	2017(€)	2018(€)
Driftsmargin i %	14,2%	11,1%	28,2%	13,3%	24,3%

Tabell 4.1.3: Driftsmargin i %, Mowi ASA, perioden 2014-2018

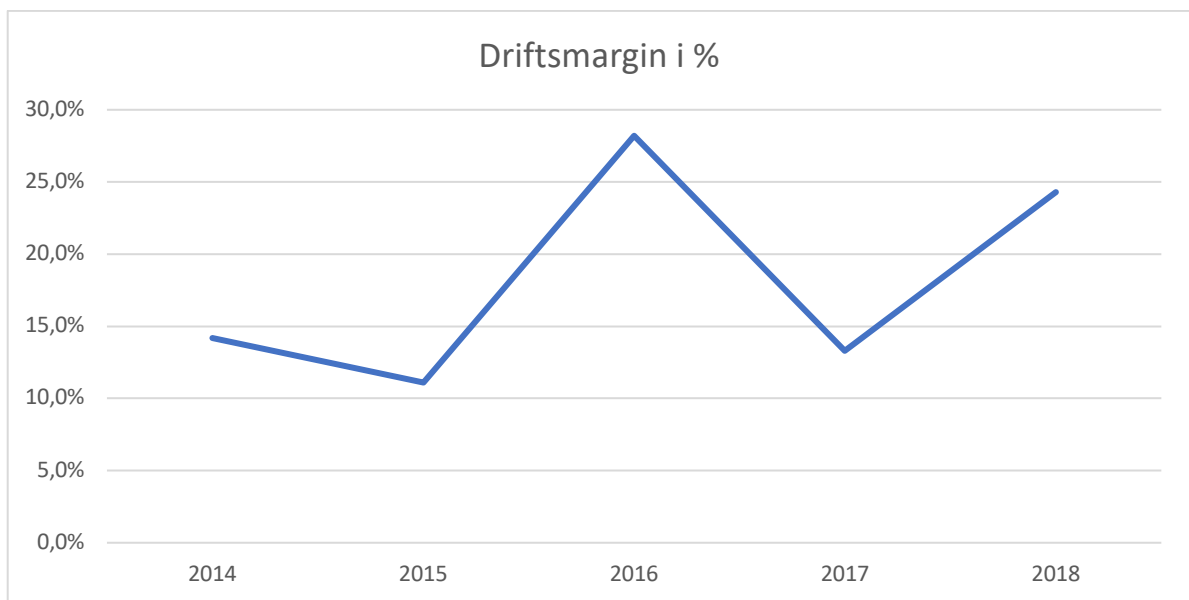


Figure 7: Driftsmargin i %, Mowi ASA, perioden 2014-2018

Av figuren over ser vi at driftsmarginen varierer en del fra år til år, men har holdt seg over 10% de siste fem årene. Driftsmarginen er også et nøkkeltall i stor grad lar seg påvirke av lakseprisens svingninger.

4.1.4 Resultatgrad

Resultatgraden viser hvor stor andel av hver omsatt krone som bidrar til driftsresultatet.

$$\text{Resultatgrad} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

	2014(NOK)	2015(NOK)	2016(EUR)	2017(EUR)	2018(EUR)
Resultatgrad	14,3%	11,1%	28,2%	15,1%	24,3%

Tabell 4.1.4: Resultatgrad, Mowi ASA, perioden 2014-2018

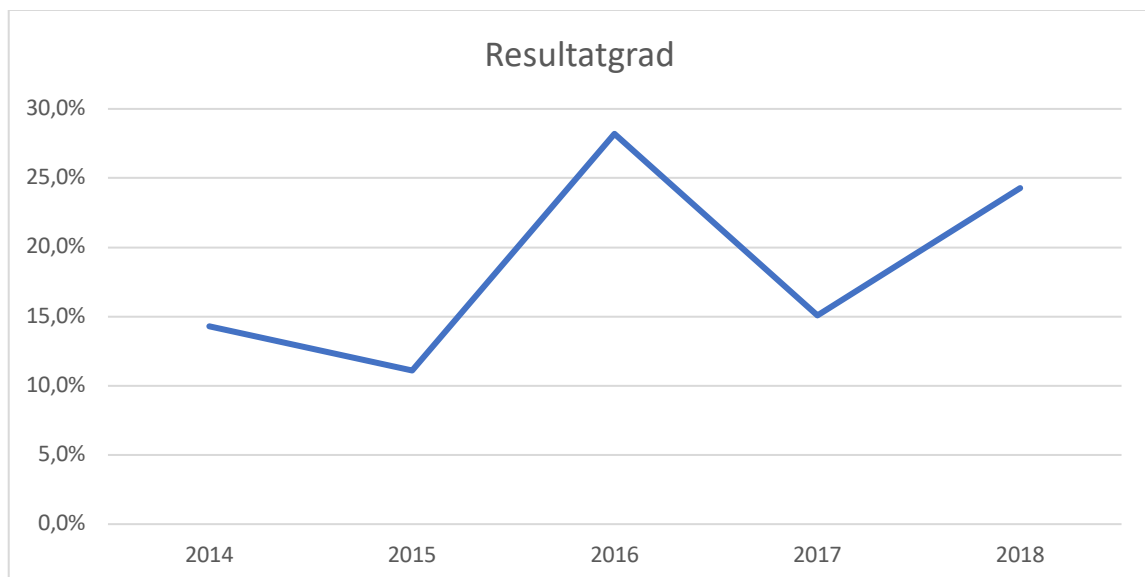


Figure 8: Resultatgrad, Mowi ASA, perioden 2014-2018

4.2 Finansiering

4.2.1 Likviditetsgrad 1

For å analysere regnskapet bruker vi en 4 års tidshorisont fra 2014 til 2018. Ved likviditetsanalysen skal vi se bedriftens betalingsevne. Ved likviditetsgrad 1 er formelen som følger:

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

Der er omløpsmidler er eiendeler som forbruker, selges eller kan gjøres til likvide midler relativt raskt (laksen i merdene, salg av fôr) Kortsiktig gjeld er gjeld med løpetid under 1 år). Nøkkeltallet viser virksomhetens evne til å betale kortsiktig gjeld inkludert at varebeholdningen kan bli solgt og brukt for å dekke den kortsiktige gjelden. En verdi over 1 bør bedriften ha og en verdi over 2 sies å være bra for bedriften for å kunne dekke den kortsiktige gjelden med omløpsmidlene (Visma *Likviditetsgrad 1*).

	2014(NOK)	2015 (NOK)	2016 (EUR)	2017(EUR)	2018(EUR)
Omløpsmidler	18 312 000	19 777 000	2 555 000	2 163 000	2 587 000
Kortsiktig gjeld	5 684 000	5 909 000	843 000	800 000	699 000
Likviditetsgrad 1	3,2	3,3	3,0	2,7	3,7

Tabell 4.2.1: Likviditetsgrad 1, Mowi ASA, perioden 2014-2018



Figure 9: Likviditetsgrad 1, Mowi ASA, perioden 2014-2018

Slik tabellen og grafen viser så ser vi at likviditetsgraden er over 3 i alle årene og helt opp til 3,7 i 2018. Dette er veldig gode verdier og betalingsevnen til Mowi på kortsiktig forpliktelse er veldig bra.

4.2.2 Likviditetsgrad 2

I likviditetsgrad 2 trekker vi fra varelageret og derfor representerer dette nøkkeltallet de aller mest likvide omløpsmidlene. Det kan være f.eks. kassebeholdningen, bankinnskudd og kundefordringer. Når denne verdien er lik 1, så dekker de mest likvide omløpsmidlene akkurat den kortsiktige gjelden og er derfor nedre grense for hva som er akseptabel likviditetsgrad (Roksvaag. A 2015 Regnskapsanalyse). Formelen er som følger

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

	2014(NOK)	2015(NOK)	2016(EUR)	2017(EUR)	2018(EUR)
Omløpsmidler - varelageret	5 897 000	6 172 000	733 000	655 000	742 000
Kortsiktig gjeld	5 684 000	5 909 000	843 000	800 000	699 000
Likviditetsgrad 1	1,04	1,04	0,87	0,82	1,06

Tabell 4.2.3: Likviditetsgrad 2, Mowi ASA, perioden 2014-2018



Figure 10: Likviditetsgrad 2, Mowi ASA, perioden 2014-2018

Som vi ser av grafen og tabellen så er likviditetsgraden over 1 i 2014, 2015 og 2018. Dette er akseptabel verdi da det er <1. Men i årene 2016 og 2017 så ser vi at Mowi har dårlig betalingsevne ifølge likviditetsgrad 2 fordi denne er under 1. Hvis vi sammenligner med likviditetsgrad 1 så konkluderte vi med at de har god likviditet i alle årene fra 2014 til 2018 forutsatt at varelageret ble regnet med som likvide midler. Når vi trakk fra varelageret i likviditetsgrad 2 så vi at Mowi ikke hadde noe god likviditet i årene 2016 og 2017.

4.2.3 Arbeidskapital

Arbeidskapital benyttes for å angi likviditet og soliditet, formelen er som følger:

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

Tallene i 2016-2018 er i euro og er omgjort til NOK med kurs= 10.00 31.12.18, kurs= 9.890 31.12.17 og kurs=9.030 31.12.16 (Toll.no Valutakurser)

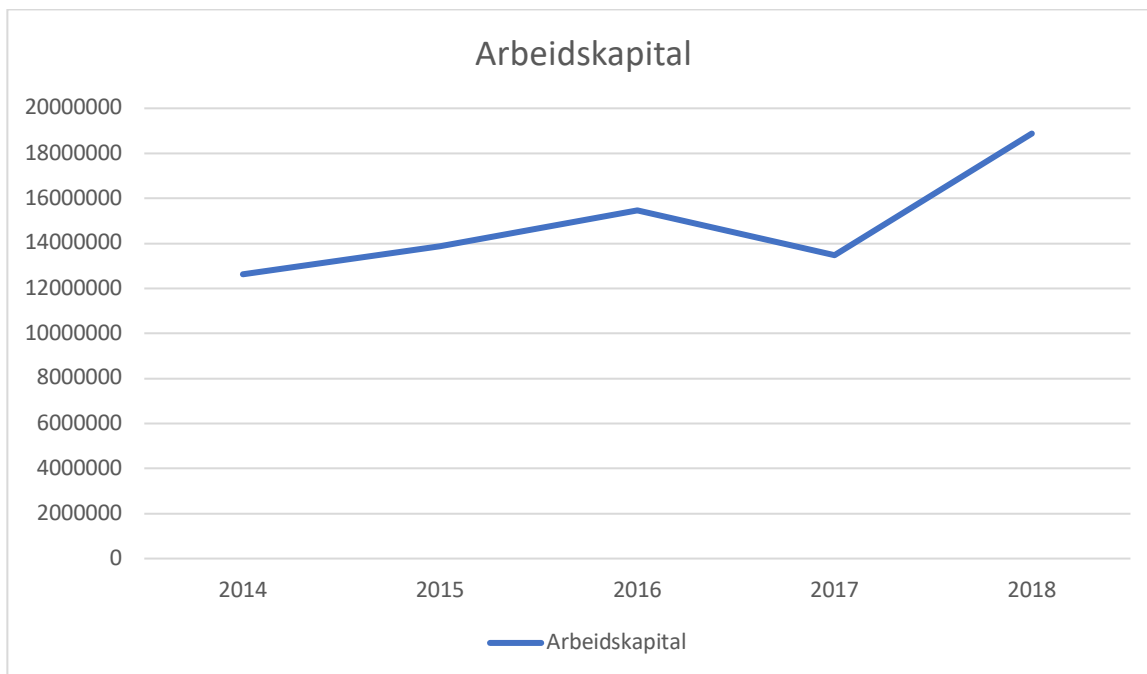
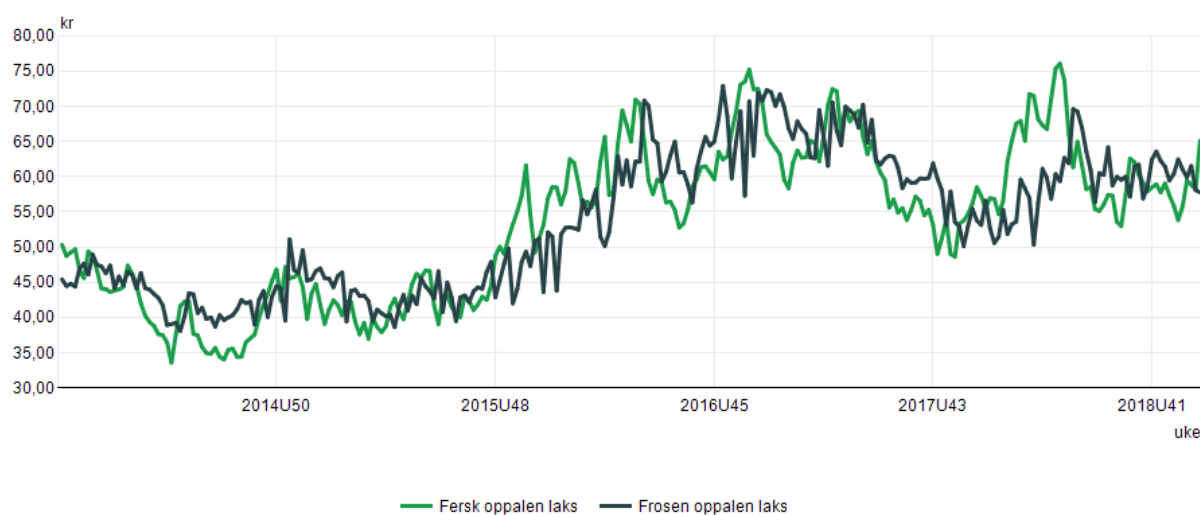


Figure 11: Arbeidskapital, Mowi ASA, perioden 2014-2018

Minstekravet for arbeidskapitalen er null, $AK > 0$. Arbeidskapital er kapital som et foretak trenger for å finansiere løpende utgifter og den bør derfor være positiv (Roksvaag. A 2015 *Regnskapsanalyse*) Når vi ser på grafen så ser vi at den er over 0 i hele perioden. Fra 2014-2016 så ser vi en økt arbeidskapital, for deretter et fall fra 2016-2017 for så en økning igjen i 2018 med størst arbeidskapital på 18 880 000, dermed kan de bruke dette på å betale ned på langsiktig gjeld eller andre formål. Hvis vi ser på grafen og tabellen nedenfor så ser vi at lakseprisen har samsvar for hvor god arbeidskapitalen er. I 2014 var lakseprisen på 46.84 kr/kg og vi ser at her er arbeidskapitalen på den laveste. I 2016 økte lakseprisen til 59.63 kr/kg og arbeidskapitalen økte samtidig. Deretter gikk lakseprisen litt ned igjen i 2017 for så å gå opp igjen i 2018.

03024: Eksport av oppalen laks, etter varegruppe og uke. Kilopris (kr).



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figure 12: Laksepriser for perioden 2013-2018 (Statistisk sentralbyrå, 2019)

År	2014U50	2015U48	2016U45	2017U43	2018U41
Kr/kg fersk laks	46.84kr/kg	48.79kr/kg	59.63kr/kg	53.17kr/kg	58.17kr/kg

Tabell 4.2.3: Laksepriser for perioden 2014-2018 (Statistisk sentralbyrå, 2020)

I 2014 var lakseprisen på 46.84 kr/kg og vi ser at her at arbeidskapitalen er på den laveste. I 2016 økte lakseprisen til 59.63 kr/kg og arbeidskapitalen økte samtidig. Deretter gikk lakseprisen litt ned igjen i 2017 for så å gå opp igjen i 2018 til 58.17 kr/kg. I forhold til at grafen økte vesentlig fra 2017-2018 for arbeidskapitalen skyldes at de økte omløpsmidlene fra 2017 til 2018 og den kortsiktige gjelden var lavere, samt at Euroen gikk opp (Statistisk sentralbyrå, 2020)

4.2.4 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 måler i hvor stor grad de langsiktige eiendelene, altså anleggsmidlene er finansiert med langsiktig kapital (langsiktig gjeld og egenkapital). Formelen er som følger:

$$\text{Finansieringsgrad} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig gjeld} + \text{Egenkapital}} * 100$$

Hvis finansieringsgraden er høyere enn 100%, vil det si at selskapet har finansiert deler av de langsiktige eiendeler med kortsiktig kapital, noe som ikke er positivt og kan skape betalingsproblemer for bedriften. Derfor bør finansieringsgraden være lavere enn 100% (Haglandfinans.no *Finansieringsgrad 1*).

År	2014	2015	2016	2017	2018
Finansieringsgrad 1	60%	60%	57%	61%	58%

Tabell 4.2.4: Totalkapitalrentabilitet, Mowi ASA, perioden 2014-2018

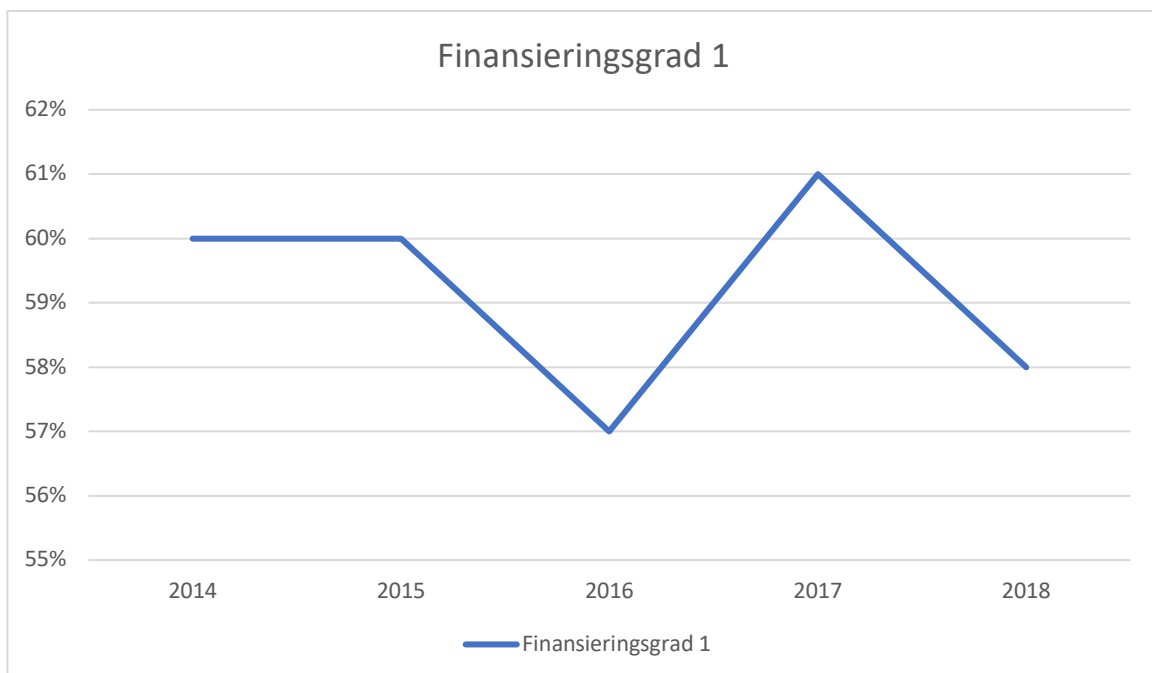


Figure 13: Finansieringsgrad 1, Mowi ASA, perioden 2014-2018

Som vi ser av grafen og tabellen så ser vi at finansieringsgraden er under 100% i alle årene som er veldig positivt. Anleggsmidlene er dermed finansiert med langsiktig kapital, noe som Mowi bør fortsette med. Dette er sunne tall for Mowi.

4.3 Soliditet

Soliditeten i et selskap viser selskapet langsiktige evne til å betale og viser dermed hvor godt en virksomhet tåler tap. Jo større andel egenkapital som finansieres selskapet, jo bedre er soliditeten. Dermed skal vi her se på blant annet gjeldsgraden, rentedekningsgraden og egenkapitalandelen for å si om hvor god soliditeten til Mowi er (*Visma Soliditet*).

4.3.1 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser hvor mye av eiendelene er finansiert med gjeld i forhold til egenkapitalen og vises her i prosent. Formelen er som følger:

$$Gjeldsgrad = \frac{Sum\ gjeld}{Egenkapital}$$

År	2014	2015	2016	2017	2018
Gjeldsgrad	1.51	1.21	1.32	0.87	0.79

Tabell 4.3.1: Gjeldsgrad, Mowi ASA, perioden 2014-2018

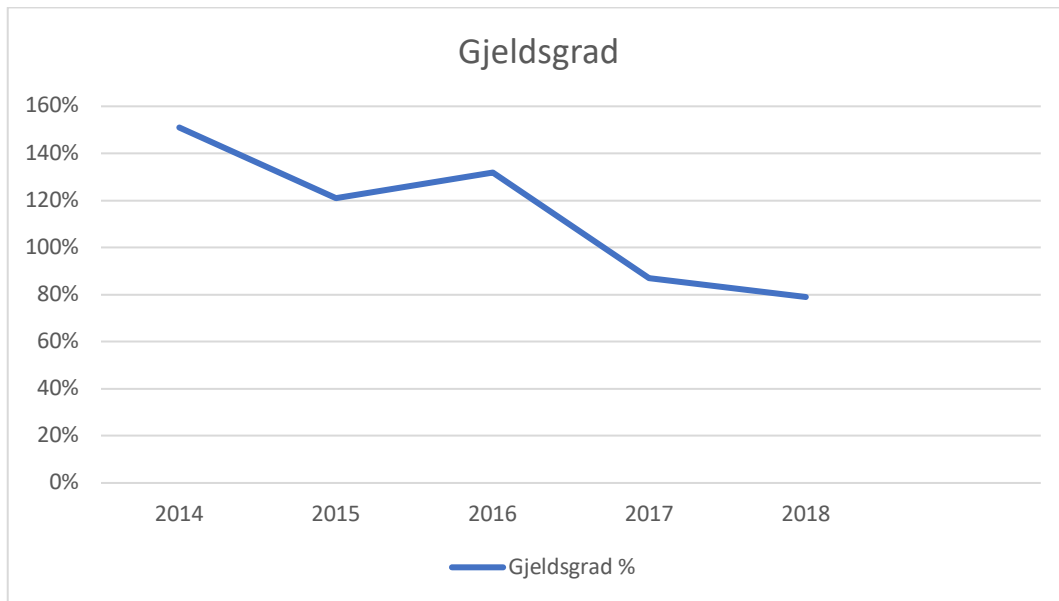


Figure 14: Gjeldsgrad, Mowi ASA, perioden 2014-2018

Her ser vi av grafen og tabellen at gjeldsgraden er synkende fra 2014 til 2018. Jo høyere gjelda i selskapet er, jo høyere nøkkeltall får vi og jo mer gjeld selskapet bruker til å finansiere, desto høyere er risikoen. Siden de fleste selskaper vanligvis har mer gjeld enn egenkapital, så er en gjeldsgrad under 2 bra. Gjeldsgraden for Mowi var størst i 2014 på 1.51 og lavest i 2018 på 0.79 som er et klart sunnhetstegn (Visma *Gjeldsgrad*).

4.3.2 Rentedeckningsgraden

Rentedeckningsgraden er et mål på bedriftens evne til å betale sine renteforpliktelser.

Formelen er som følger:

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Rentekostnad}}{\text{Rentekostnad}}$$

År	2014	2015	2016	2017	2018
Rentedeckningsgraden	3.73	6.37	16.81	12.13	15.64

Tabell 4.3.2: Rentedeckningsgrad, Mowi ASA, perioden 2014-2018

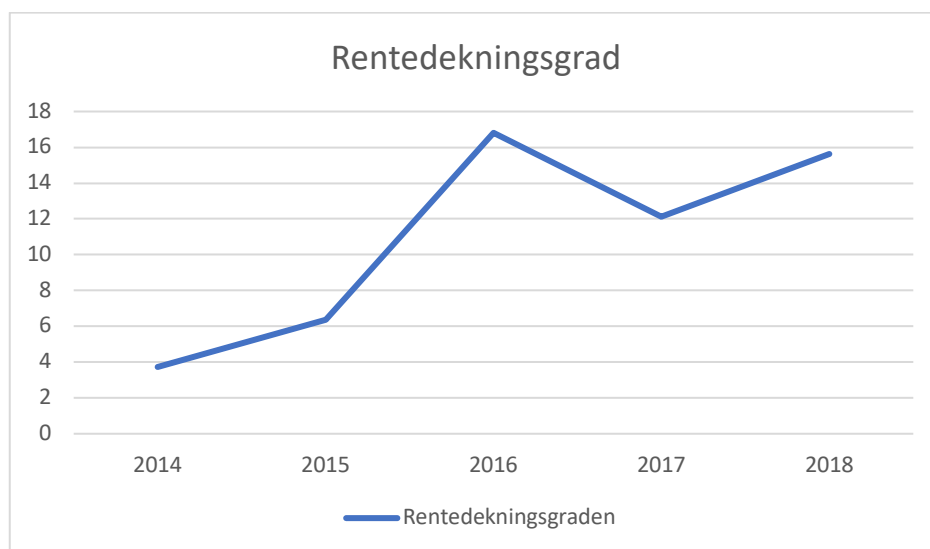


Figure 15: Rentedeckningsgrad, Mowi ASA, perioden 2014-2018

Dette nøkkeltallet viser bedriftens overskudd i forhold til renteforpliktelser og evnen til å tåle økte renteforpliktelser sett opp mot lønnsomhetsnivået. En rentedeckningsgrad over 3 bør selskapet ha. Som vi ser på grafen og tabellen så ser vi at rentedeckningsgraden er over 3 i alle de år, og størst i 2016 på 16,81. Vi ser også at det er en økende rentedeckningsgrad fra 2014 til 2018 som er veldig positivt for Mowi (Visma.no, 2020).

4.3.3 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egenkapital. Formelen er som følger:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * 100$$

År	2014	2015	2016	2017	2018
----	------	------	------	------	------

Egenkapitalandel Mowi	39.8%	45.2%	43.0%	53.5%	56.0%
Salmar ASA	50.7%	47.8%	49.9%	59.3%	60.4%
Lerøy Seafood Group ASA	54.4%	54.8%	53.7%	56.4%	60.4%

Tabell 4.3.3: Sammenligning egenkapitalandel, Mowi ASA, perioden 2014-2018

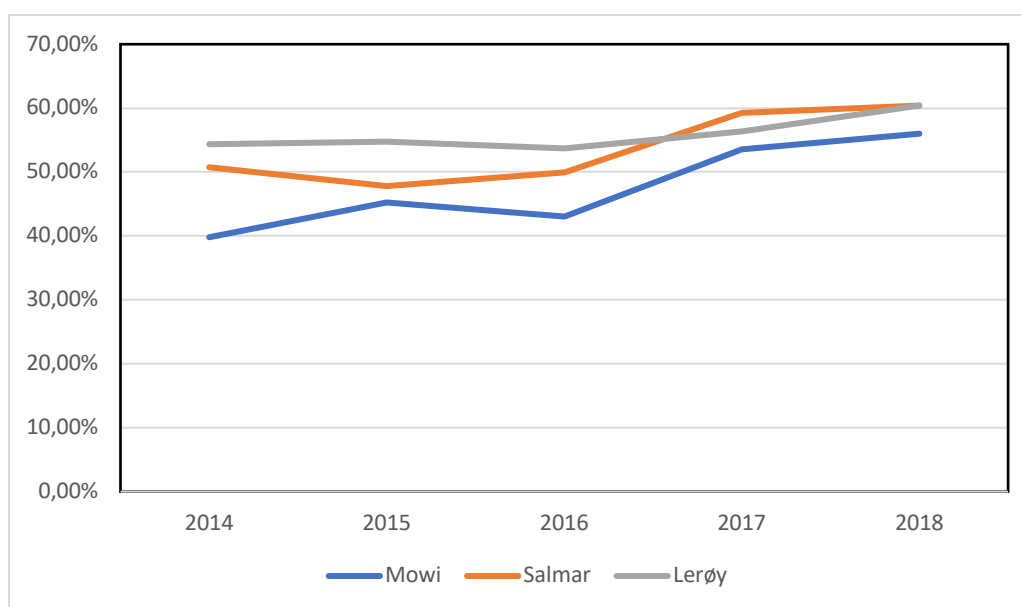


Figure 16: Sammenligning egenkapitalandel, perioden 2014-2018

For å se på om egenkapitalandelen er bra, bør den sees opp imot andre bedrifter i samme bransje. Derfor har vi her tatt med Salmar ASA og Lerøy Seafood Group ASA. Vi ser tydelig at Mowi her har en økende egenkapitalandel fra 2014 på 39,8% til 56% i 2018. Dette er positivt da dette resultatet er en indikator på langsiktig stabilitet, hvor mye selskapet er avhengig av finansiering fra sine aksjonærer. I sammenligning med Salmar og Lerøy har Mowi den minste egenkapitalandelen i samtlige år fra 2014 til 2018. Allikevel er den ikke dårlig siden den minste verdien i 2014 er på 39,8% , men sett opp i mot konkurrentene i bransjen er den ikke ledende. Dette kan skyldes Mowi sin store satsing på å lede «the blue revolution» og bruker mye penger/tar opp lån for å komme frem til bærekraftige løsninger som de senere skal høste fra (*Visma Egenkapitalandel*).

Hvis vi ser på alle regnskapstallene i forhold til lakseprisen så er det en sterk korrelasjon mellom flere av nøkkeltallene og lakseprisen. Dette betyr at bransjen er veldig avhengig av hvordan lakseprisen endrer seg. Fra 2014U50 var lakseprisen 46.84 kr/kg, og i 2018U41 var lakseprisen på 57.18 kr/kg, dermed så vi en positiv tendens i regnskapsanalysen.

5 Finansiell analyse

5.1 Avkastningskrav

Avkastningskravet står svært sentralt i en verdivurdering ettersom den forteller hvilken avkastning en investor kan forvente seg med risiko, inflasjon og tidsforløp tatt i betraktning. Et selskap sitt fokus ligger i å skape merverdi for eierne, noe som betyr at avkastningen til en investering må være høyere enn selve avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2016). I dette kapitlet skal vi derfor beregne avkastningskravet på totalkapitalen. Dette gjør vi ved hjelp av WACC-modellen, som vi forklare nærmere. Før vi kan begynne må vi først finne avkastningskravet til egenkapitalen.

5.2 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Avkastningskravet til egenkapitalen finner vi gjennom kapitalverdimodellen, også kalt Capital Asset Pricing Model. Modellen beskriver forholdet mellom risiko og forventet avkastning. Investorer forventer å bli kompensert for både risiko og tidsverdien av pengene, noe modellen tar hensyn til. Formelen vi skal bruke er som følger:

$$E(R) = R_F + (E(R_M) - R_F) * \beta$$

$E(R)$ = avkastningskravet til egenkapitalen

R_F = risikofri rente etter skatt

$E(R_M)$ = forventet avkastning for markedsporteføljen

$$(E(R_M) - R_F) = \text{markedets risikopremie}$$

$$\beta = \text{selskapets egenkapitalbeta}$$

5.3 Risikofri rente

Den risikofrie renten er avkastningen en investor kan oppnå ved å gjøre en investering i noe risikofritt. Investeringsprosjekter til bedriftene inneholder som regel en form for risiko, noe som gjør at en slik investering må gi bedre avkastningen enn den risikofrie renten. Renten til en tiårig statsobligasjon blir brukt som et eksempel på risikofri rente. Denne renta følger styringsrentens bevegelser, som igjen bestemmes av sentralbankene.

PwC gjennomførte i 2019 en undersøkelse hvor de blant annet fikk svar på hva analytikere og økonomer bruker som den risikofri rente. Undersøkelsen, som ble gjort i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF), viste at 34% brukte den 10-årige statsobligasjonen (PwC, 2019). Vi bruker derfor den 10-årige statsobligasjonen som risikofri rente. På grunn av store endringer den siste tiden tiåringen falt til 0,68% (Norges Bank, 2020). Dette kommer av usikkerheten rundt den økonomiske situasjonen og framtidsutsikter. I vårt forsøk på å forutse hvordan den 10-årige statsobligasjonen vil utvikle seg, mener vi at vi bør se på Norges Bank sine prognoser for rentebanen.

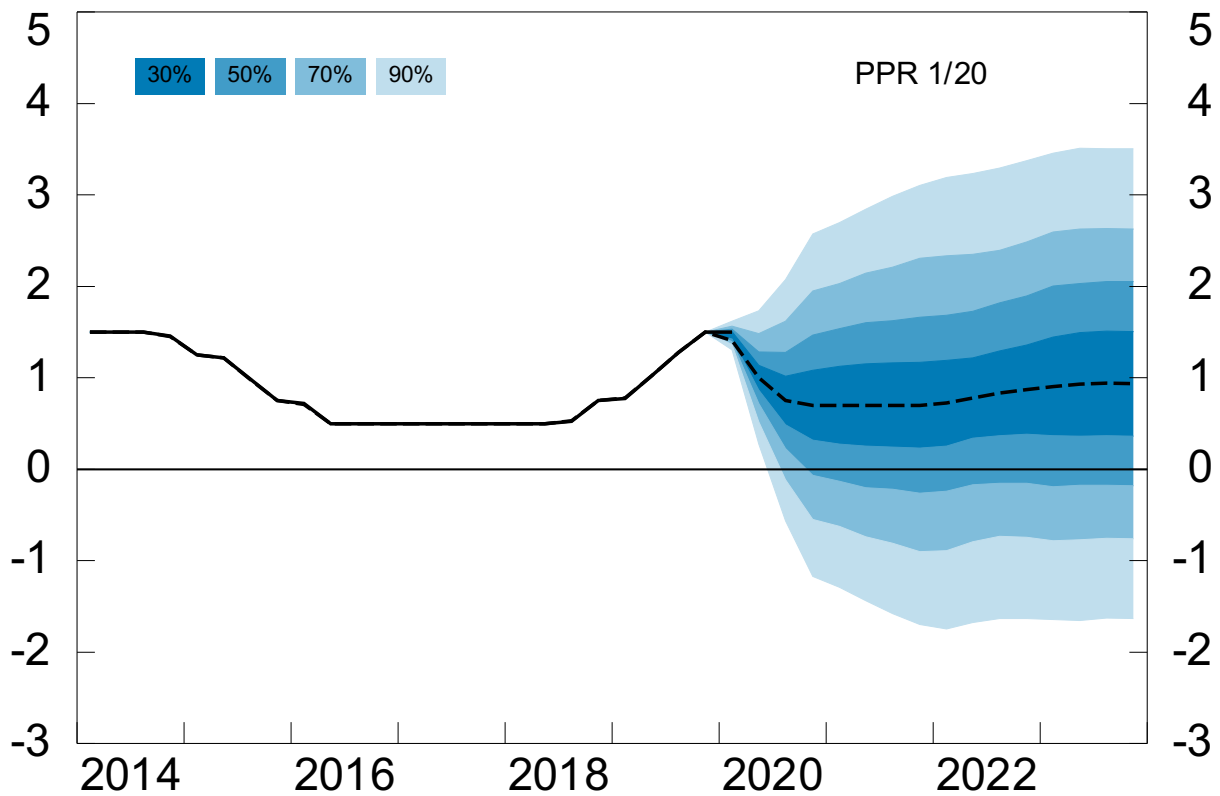


Figure 17: (Norges Bank, 19. april, 2020)

Som vi ser av figuren viser den styringsrenten sitt fall og hvordan den vil jobbe seg opp mot 1% i 2024. Basert på PwC sin undersøkelse og Norges Banks sine prognoser for rentebanen velger vi å sette den risikofrie renten på 0,90%.

5.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom forventet avkastning og risikofri rente. Markedets risikopremie er altså premien man får for å investere i markedet fremfor risikofri rente.

PwC sin undersøkelse viser også at respondentene i NFF mener at markedets risikopremie er på 5%. Blant respondentene mener 47% at en endring i risikofri rente vil endre deres syn på markedets risikopremie. Videre spørres disse hva de mener utfallet på risikopremien blir dersom det forekommer en økning i risikofri rente. Svarene viser at respondentene er

splittet. 46% mener dette vil redusere risikopremien, mens resterende 54% mener dette vil øke den (PwC, 2019).

På tross av funnene i denne undersøkelsen og at premien tilsynelatende har ligget rundt 5% en stund, mener vi at premien skal økes noe. Dette kommer av at sammenhengen mellom redusert risikofri rente skal tilsi at markedets risikopremie øker. Valget vårt faller på bakgrunn av dette på at markedets risikopremie er 6% for alle perioder.

5.5 Egenkapitalbeta

Beta er et mål for den markedsrelaterte risikoen. Betaen gir uttrykk for hvor volatil en investering vil være i forhold til markedet. Gjennomsnittlig betaverdien til hele markedet ligger på 1, noe som betyr at dersom betaen til en aksje er lik 1 vil den svinge med markedet. Hvis betaverdien er høyere enn 1 betyr det større risiko og forventet avkastning enn det bestemte markedet. Hvis betaverdien derimot er mindre enn 1, vil risiko og forventet avkastning være lavere enn markedet.

Beta til et selskap kan finnes ved å løse denne formelen:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians mellom selskap og markedet}}{\text{Varians i markedet}}$$

Vi har forsøkt å se hva statistiske byråer har satt betaverdien til, og satt sammen et lite utvalg. Analyseselskapene Infront Analytics og FactSet, hvor sistnevnte leverer nøkkeltall til Dagens Næringsliv, finner at Mowi har en 1-årig beta på 0,59. Yahoo Finance har funnet en månedlig 5-årig beta på 0,32 på selskapet. Disse betaverdiene anser vi som alt for lave for en så syklisk aksje. Vi har bestemt oss for at vi vil finne en mer riktig beta ved å gjøre en

skjønnsmessig vurdering. Dette gjør vi basert på vår vurdering av oppdrettsnæringens volatilitet, samt innspill fra veileder.

Den nye betaværdien til Mowi blir dermed 1,25.

Nå har vi alle tallene vi trenger, så ved å legge disse inn i CAPM finner vi at avkastningskravet til egenkapitalen er som følger:

$$E(R) = 0,90\% + 6\% * 1,25 = \mathbf{8,4\%}$$

5.6 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden til et selskap betegnes som gjennomsnittet av rentekostnadene på gjelden de siste årene.

	2014(NOK)	2015(NOK)	2016(EUR)	2017(EUR)	2018(EUR)
Netto rentebærende gjeld	9267,9	9592,1	890,0	831,9	1037,2
Rentekostnad	544,6	409,4	48,0	47,0	50,0
Rente på gjeld	5,88%	4,27	5,39	5,65%	4,82%
Gjennomsnittlig gjeldsrente	5,20%				

Tabell 5.6: Gjennomsnittlig gjeldsrente Mowi (2014-2018)

Tallene er hentet fra Mowi ASA sine egne årsrapporter for årene 2014-2018. Som vi ser av tabellen over har gjeldsrenta falt noe det siste året, men dette kan være en uregelmessighet. Vi forholder oss derfor til den gjennomsnittlige gjeldsrenten vi har beregnet.

5.7 Totalkapitalmetoden

Når vi skal finne avkastningskravet på totalkapitalen benytter vi oss av Weighted average cost of capital (WACC). Denne metoden kalkulerer selskapets totalkapitalkostnad på en slik måte at hver kapitalkategori er proporsjonalt vektet. Formelen forløper seg slik:

$$R_{TK} = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - t)$$

Notasjonsforklaring:

R_e = Avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt

R_d = Effektiv lånerente etter skatt

t = Skattesats

E = Markedsverdi egenkapital

D = Markedsverdi gjeld

Ved hjelp av CAPM har vi funnet et estimert avkastningskrav på egenkapitalen på 8,4%.

5.8 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Totalkapital}} = \frac{2\,266\,000}{5\,145\,000} \approx 44,04\%$$

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{EK}}{\text{Totalkapital}} = \frac{2\,879\,000}{5\,145\,000} \approx 55,96\%$$

Avkastningskrav EK = 8,4%

Gjeldsrente = 5,20%

Marginal skattesats = 22%

Vi har alle tallene vi trenger for å beregne WACC. Avkastningskravet på egenkapitalen fant vi nettopp. Lånerenten er den gjennomsnittlige gjeldsrenten vi regnet ut tidligere. Vi legger til grunn en marginal skattesats på 22% i henhold til offentlig informasjon (Regjeringen, 2020).

Vi fyller tallene inn i formelen og får:

$$\text{Avkastningskravet til TK} = 8,4\% * 44,04\% + 5,2\% * 55,96\% * (1 - 0,22) = \mathbf{5,97\%}$$

Dette blir neddiskonteringsraten vi bruker i kontantstrømmen.

6 Fremtidsprognoser av kontantstrømmer

Her skal vi ta for oss fremtidsprognosene til Mowi ved hjelp av kontantstrømmer. Dette gjøres ved hjelp av det vi kaller for «Discounted Cash flows (DCF)» og finner fremtidige kontantstrømmer og neddiskontere disse. Dette gjør vi for å komme frem til en estimert verdi av selskapet. Vi skal først ta for oss de ulike postene i resultatregnskapet og finne fram til en fremtidig kontantstrøm fra og med 2019 til 2023. For 2019 bruker vi noen faktiske tall da dette var tilgjengelig. Ved hjelp av dette skal vi se på historiske tall fra de siste 5 årene 2014-2018 for å bygge opp estimatene. Denne fremgangsmåten/modellen har noen klare svakheter, blant annet at nåverdien av kontantstrømmen vil være avhengig av fremtidsprognosene i de ulike postene, avkastningskravet og rentenivået. Derfor bør konklusjonen være i betraktning av faktorene. Til å starte med skal vi finne en estimert verdi av driftsinntektene. Da er det to faktorer som påvirker denne veldig, og det er lakseprisen og slaktet volum. I årene 2016-2018 er det regnet med de samme kursene som er oppgitt tidligere i oppgaven.

6.1 Lakseprisen

For å se på estimert forwardpris ved lakseprisen benytter vi oss av fishpool sine estimater. Historisk sett har lakseprisen hatt en gjennomsnittlig økende trend de siste årene fra 2014 på 40,30 kr/kg til jan. 2020 på 77,11 kr/kg. Siden vi per dags dato (20.04.2020) er i en verdenskrise når det gjelder viruset Covid-19 har dett påvirket oppdrettsbransjen og Mowi. Lakseprisen er nå ned igjen på 53,99 (april. 2020). Dette skyldes at etterspørselen verden over går ned, import og eksport av matvarer har gått kraftig ned. Spesielt eksporten til Kina har påvirket lakseprisen siden mesteparten av laks som selges til Kina blir spist ute på restauranter (E24.no, 2020). Pris avhenger av forholdet mellom tilbud og etterspørsel, og siden etterspørselen har fått et negativt skift, vil prisen synke allikevel om tilbudet er på samme nivå. Siden krisen også er nådd i Norge, har nok tilbudssiden også fått et negativt skift.

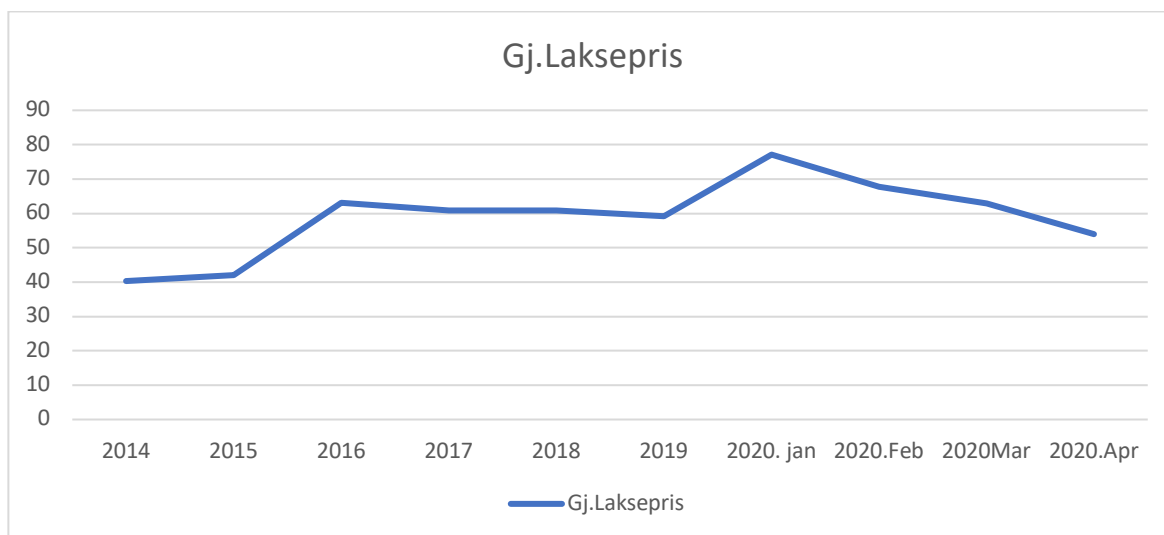


Figure 18: Gjennomsnittlig laksepris, perioden 2014-2020

Siden vi allerede har tall fra 2019 og 2020 (3 måneder) når det gjelder laksepris, så bruker vi den virkelige verdien av gjennomsnittlig laksepris. Ifølge fishpool sine estimater, er dette deres estimerte forwardpriser på lakseprisen (20.04.2020). I tillegg har vi valgt ut ifra estimatene å sette lakseprisen for den samme i 2023 som i 2022 siden denne ikke er oppgitt i fishpool sine estimater.

Laksepris	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Estimert forwardpris	59,15	65,43	58,70	59,80	59,80

Tabell 6.1: Laksepris, Mowi ASA, perioden 2019e-2023e

6.2 Slaktevolum

Ifølge årsrapporten i 2019 forteller Mowi at de har slaktet 435 905 kg laks totalt i 2019 og 375 237 kg i 2018. For å ta høyde for den økonomiske krisen vi er i dag velger vi å se på hvor mye eksporten har falt i år for å estimere volum av slaktet laks ut ifra det. I tillegg bør vi ta høyde for at denne nedgangen vil stoppe og flate ut og kanskje øke igjen når krisen er over. I fra uke 11 til uke 12 i 2020 har eksporten gått ned til 14,9% og regner dermed slaktet volum i forhold til denne nedgangen (Fiskeribladet 2020 *Nedgang i eksport*). Siden det er vanskelig å spå hvor lenge denne pandemien kommer til å vare, hvordan dette påvirker eksporten og slaktet volum i Mowi setter vi slaktet volum lik i 2020 i de resterende årene.

År	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Slaktet volum	375 847	435 904	370 954	370 954	370 954	370 954

Tabell 6.2: Slaktevolum, Mowi ASA, perioden 2019e-2023e

6.3 Driftsinntekter

Her tar vi først for oss de historiske tallene i driftsinntekter, laksepris og slaktet volum for deretter å kunne estimere de fremtidige driftsinntektene. I tillegg multipliserer vi et faktortall (gjennomsnittlige avviket mellom driftsinntektene og laksepris x slaktet volum fra årene 2013-2018). Bruker de samme euro-kursene som når vi regnet ut arbeidskapitalen i regnskapsanalysen.

Salgsavvik	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	25 531 000	27 881 000	31 695 300	36 088 610	38 120 000
Laksepris	40,30	42,09	63,13	60,88	60,79
Slaktet volum(tonn)	418 873	420 148	380 621	370 346	375 847
Laksepris x volum	16 880 582	17 684 029	24 028 604	22 546 664	22 847 739
Avvik	51,24%	57,66%	31,91%	60,06%	66,84%
Gjennomsnittlig avvik	53,54%				

Tabell 6.3.1: Salgsavvik, Mowi ASA, perioden 2014-2018

Driftsinntekter	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Laksepris NOK/kg	59,15	65,43	58,70	59,80	59,80
Slaktet volum (tonn)	435 904	370 954	370 954	370 954	370 954
Laksepris x volum	25 783 722	24 271 520	21 775 000	22 183 049	22 183 049
Faktortall	1,5354	1,5354	1,5354	1,5354	1,5354
Estimert Driftsinntekter	39 588327	37 266 492	33 433 335	34 059 853	34 059 853

Tabell 6.3.2: Driftsinntekter, Mowi ASA, perioden 2019e-2023e

6.4 Varekostnad

For å regne ut estimater til de fremtidige varekostnadene, baserer vi oss på de historiske tall for driftsinntektene og varekostnadene. Dermed kan vi finne ut i gjennomsnitt hvor stor andel varekostnadene er i forhold til driftsinntektene. Vi kom frem til at varekostnaden representerer i snitt 51,69% av driftsinntektene.

Varekostnad	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	25 531 000	27 881 000	31 695 300	36 088 610	38 120 000
Varekostnad	14 164 000	15 775 000	13 590 150	20 066 810	18 120 000
Varekostnad/inntekter	55,48%	56,58%	42,88%	55,60%	47,53%
Gjennomsnitt	51,61%				

Varekostnad	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter	39 588 327	37 266 492	33 433 335	34 059 853	34 059 853
Estimert Varekostnad	20 431 536	19 233 237	17 254 944	17 578 290	17 578 290

Tabeller: Varekostnad, Mowi ASA, perioden 2014-2018 og 2019e-2023e

6.5 Lønnskostnader

For å beregne de fremtidige lønnskostnadene, bruker vi her også de historiske tallene fra driftsinntekter og lønnskostnader for å se hvor stor andel lønnskostnadene er i forhold til driftsinntektene. Dermed kan vi beregne de fremtidige lønnskostnadene basert på den gjennomsnittlige andelen lønnskostnadene er i forhold til driftsinntektene. Vi kom frem til at lønnskostnadene i gjennomsnitt er 13,26% i forhold til driftsinntektene.

Lønn	2014	2015	2016	2017	2018
Lønnskostnader	3 321 000	3 826 000	3 973 200	4 727 420	5 050 000
Driftsinntekter	25 531 000	27 881 000	31 695 300	36 088 610	38 120 000
Lønnskostnader/inntekter	13,01%	13,72%	12,54%	13,10%	13,25%
Gjennomsnitt	13,12%				

Lønn	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter	39 588 327	37 266 492	33 433 335	34 059 853	34 059 853
Estimerte lønnskostnader	5 193 989	4 889 364	4 386 454	4 468 653	4 468 653

Tabeller 6.5: Lønnskostnader, Mowi ASA, perioden 2014-2018 og 2019e-2023e

6.6 Andre driftskostnader

Her vil vi også estimere de fremtidige andre driftskostnader i utgangspunkt i driftsinntektene. Her kom vi frem til at andre driftskostnader er i snitt 11,67% andel i forhold til driftsinntektene.

Andre driftskostnader	2014	2015	2016	2017	2018
Andre driftskostnader	3 422 000	3 874 000	3 738 420	3 995 560	5 520 000
Driftsinntekter	25 531 000	27 881 000	31 695 300	36 088 610	38 120 000
Andel av driftsinntekter	13,40%	13,89%	11,79%	11,07%	14,48%
Gjennomsnitt	12,93%				

Andre driftskostnader	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter	39 588 327	37 266 492	33 433 335	34 059 853	34 059 853
Estimert Andre driftskostnader	5 118 771	4 818 557	4 322 930	4 403 939	4 403 939

Tabeller 6.6: Andre driftskostnader, Mowi ASA, perioden 2014-2018 og 2019e-2023e

6.7 Avskrivninger og nedskrivninger

Avskrivninger berøre ikke direkte kontantstrømmen siden det ikke er noen form for innbetalinger og utbetalinger, men den virker inn på skatten og derfor må vi ta hensyn til dette. Her kom vi frem til at avskrivning og nedskrivning er på 4,88% i forhold til driftsinntektene.

Avskrivning og nedskrivning	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	25 531 000	27 881 000	31 695 300	36 088 610	38 120 000
Avskrivning og nedskrivning	991 000	1 313 000	1 444 800	2 502 170	1 640 000
Avskrivning/Driftsinntekter	3,88%	4,71%	4,56%	6,93%	4,30%
Gjennomsnitt	4,88%				

Avskrivning og nedskrivning	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter	39 588 327	37 266 492	33 433 335	34 059 853	34 059 853
e.Avskrivning og nedskrivning	1 931 910	1 818 605	1 631 547	1 662 121	1 662 121

Tabeller 6.7: Avskrivning og nedskrivning, Mowi ASA, perioden 2014-2018 og 2019e-2023e

6.8 Leverandørgjeld

Leverandørgjelden bruker vi varekostnaden til å finne den gjennomsnittlige andelen for å kunne estimere hvordan de fremtidige leverandørgjeldene blir. Her kom vi frem til et gjennomsnitt på 12,34% av varekostnaden.

Leverandørgjeld	2014	2015	2016	2017	2018
Leverandørgjeld	2 039 000	2 380 000	2 492 280	2 779 090	0
Varekostnad	14 164 000	15 775 000	13 590 150	20 066 810	18 120 000
Andel av varekostnad	14,40%	15,09%	18,34%	13,85%	0%
Gjennomsnitt	12,34%				

Leverandørgjeld	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Varekostnad		20 183 326	18 999 585	17 045 325	17 354 743	17 354 743
Leverandørgjeld (12,34%)		2 490 622	2 344 549	2 103 393	2 141 575	2 141 575
Endring Lev. Gjeld	(2 779 090)	2 490 622	(146 073)	(241 156)	48 182	0

Tabeller 6.8: Leverandørgjeld, Mowi ASA, perioden 2014-2018 og 2019e-2023e

6.9 Varelager

Når vi skal estimere de fremtidige verdiene av varelageret, blir det fornuftig å bruke her driftsinntektene for å finne gjennomsnittlig andel. Her trekker vi fra (146 000) fra 2018 under Endr. Behold. Varer under tilvirk./ferdige, resten av årene er null. Gjennomsnittlig andel ble her på 47,05%.

Varelager	2014	2015	2016	2017	2018
Varelager	12 415 000	13 605 000	16 452 660	14 914 120	16 990 000
Driftsinntekter	25 531 000	27 881 000	31 695 300	36 088 610	38 120 000
Andel Varelager	48,63%	48,80%	51,91%	41,33%	44,57%
Gjennomsnitt	47,05%				
Endring varelager		1 190 000	2 847 660	(1 538 540)	2 075 880

Endring Varelager	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter	39 588 327	37 266 492	33 433 335	34 059 853	34 059 853
Beholdning varelager	18 626 308	17 533 884	15 730 384	16 025 161	16 025 161
Endring varelager	1 636 308	(1 092 424)	(1 803 500)	294 777	0

Tabeller 6.9: Varelager, Mowi ASA, perioden 2014-2018 og 2019e-2023e

6.10 Kundefordringer

Her vil vi også bruke driftsinntektene for å finne estimatene for de fremtidige kundefordringene. Vi fikk her at kundefordringer har en gjennomsnittlig andel på 13,5% i forhold til driftsinntektene.

Kundefordringer	2014	2015	2016	2017	2018
Kundefordringer	3 360 000	3 936 000	4 496 940	4 727 420	4 930 000
Driftsinntekter	25 531 000	27 881 000	31 695 300	36 088 610	38 120 000
Andel Kundefordring	13,16%	14,12%	14,19%	13,10%	12,93%
Gjennomsnitt	13,5%				

Kundefordringer	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Driftsinntekter	39 588 327	37 266 492	33 433 335	34 059 853	34 059 853
Kundefordringer	5 344 424	5 030 976	4 513 500	4 598 080	4 598 080
Endring kundefordringer	414 424	(313 448)	(517 476)	84 580	0

Tabeller 6.10: Kundefordringer, Mowi ASA, perioden 2014-2018 og 2019e-2023e

6.11 Investeringer

Når vi skal beregne de fremtidige investeringene ser vi her også i forhold til driftsinntektene. Dermed som ved mange av de andre bruker vi dette til å beregne gjennomsnittlig andel investeringer er i forhold til driftsinntektene. Vi velger her å bruke Capital Expenditures som netto investeringer og fant dette i Mowi sin årsrapport fra 2018 og har brukt de samme Euro kursene som tidligere.

Investeringer	2014	2015	2016	2017	2018
---------------	------	------	------	------	------

Driftsinntekter	25 531 000 000	27 881 000 000	31 695 300 000	36 088 610 000	38 120 000 000
Netto investeringer	1 711 700 000	2 022 875 700	1 798 776 000	2 472 500 000	3 400 000 000
Andel investeringer	6,70%	7,26%	5,68%	6,85%	8,92%
Gjennomsnitt	7,08%				

Investeringer	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	39 588 327	37 266 492	33 433 335	34 059 853	34 059 853
Estimerte Netto investeringer	2 802 854	2 638 468	2 367 080	2 411 438	2 411 438

Tabeller 6.11: Investeringer, Mowi ASA, perioden 2014-2018 og 2019-2023

7 Verdsettelsen

7.1 Fri kontanstrøm

	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	39 588 327	37 266 492	33 433 335	34 059 853	34 059 853
Varekostnad	20 431 536	19 233 237	17 254 944	17 578 290	17 578 290
Andre driftskostnader	5 118 771	4 818 557	4 322 930	4 403 939	4 403 939
Lønnskostnad	5 193 989	4 889 364	4 386 454	4 468 653	4 468 653
Avskrivninger og nedskrivninger	1 931 910	1 818 605	1 631 547	1 662 121	1 662 121
Driftsresultat	6 912 121	6 506 729	5 837 460	5 946 850	5 946 850
Skatt (22%)	1 520 667	1 431 480	1 284 241	1 308 307	1 308 307
Driftsresultat etter skatt	5 391 454	5 075 249	4 553 219	4 638 543	4 638 543
Avskrivninger og nedskrivninger	1 931 910	1 818 605	1 631 547	1 662 121	1 662 121
Endring varebeholdning	1 636 308	-1 092 424	-1 803 500	294 777	0
Endring i kundefordringer	414 424	-313 448	-517 476	84 580	0
Endring i leverandørgjeld	2 490 622	-146 073	-241 156	48 182	0
Kontanstrøm fra drift	11 864 718	5 341 909	3 622 634	6 462 903	6 300 664
Investeringer	2 802 854	2 638 468	2 367 080	2 411 438	2 411 438
FCF	9 061 864	2 703 441	1 255 554	4 051 465	3 889 226

Tabell 7.1: Prognose kontantstrøm, Mowi ASA, perioden 2019-2023

7.2 Terminalverdi

Ved beregning av terminalverdien, har vi valgt å bruke Gordons formel. Formelen er som følger:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF}{r - g}$$

Denne formelen legger stor vekt på verdien av vekstfaktoren g , så store variasjoner i denne kan gi store utslag. Derfor velger vi å bruke det langsiktige inflasjonsmålet for pengepolitikken som et utgangspunkt som er «nær 2%». Ut ifra at vi er inne i en dårlig økonomisk periode grunnet pandemien, mener vi det er fornuftig å sette den ned til 1,75. Når vi regner på terminalverdi så snakker vi om «evig tid». Så økonomien vil nok gå tilbake til normalen etter denne krisen også.

7.3 Verdssettelse etter DCF-metoden

WACC	5,97%					
g	1,75%					
År	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalverdi
Fri kontanstrøm	9 061 864	2 703 441	1 255 554	4 051 465	3 889 226	92 161 754
Diskonteringsfaktor	1.0597	1,1230	1,1900	1,2610	1,3363	1,3363
Nåverdi	8 551 348	2 407 338	1 055 087	3 212 898	2 910 444	68 967 862
Sum Nåverdi	84 485 577					

Tabell 7.3: Verdssettelse, Mowi ASA, perioden 2019-2023

Vi får her altså en virksomhetsverdi på kroner 84 485 577 000 med de forutsetningene vi har tatt. Videre kan vi nå trekke fra total gjeld slik at vi får estimerte verdi på egenkapitalen. Den totale gjelden fant vi fra Mowi's årsrapport i 2019 som var på 7 648 651 010.

Verdi EK = 84 485 577 000 – 7 648 651 010 = 76 836 925 990 kr er verdien av EK.

Nå når vi har verdien av egenkapitalen, kan vi bruke denne til å finne frem til et estimert kursmål. For å finne frem til denne må vi dele på antall utestående aksjer.

$$Kurs = \frac{76\,836\,925\,990}{517\,111\,091} = 148,59 \text{ NOK}$$

Dette er 12,08% under dagens aksjekurs på 169 NOK (22.04.2020). Ifølge våre estimater er Mowi overpriset. Siden markedet svinger veldig per dags dato, er ikke dette langt fra det børsen sier Mowi er verdt. Denne fremgangsmåten har som sagt tidligere flere svakheter blant annet vekstfaktoren som variere veldig på ulike avkastningskrav og den fremtidige lakseprisen. Dette tatt i betraktning og hvis vi ser det i lys av pandemien og den økonomiske krisen vi er inne i så er det vanskelig å få til korrekte estimater da markedet svinger mye.

8 Konklusjon

Vi har i denne oppgaven utført en verdsettelse av selskapet Mowi. Vi har beregnet et avkastningskrav på totalkapitalen som benyttet til å neddiskontere fremtidige estimerte kontantstrømmer. Det er knyttet stor usikkerhet til tallene vi har benyttet, da noen av de er basert på våre egne antakelser.

Vi fant på bakgrunn av våre analyser en estimert aksjekurs for Mowi på 148,59 NOK per aksje.

Ut ifra dagens kurs (22.04.2020) på 169 NOK per aksje har vi kommet frem til at aksjen er overpriset. I strategianalysen fikk vi innsyn i Mowi sin posisjon i oppdrettsnæringen, og vi fant ut at selskapet er blant de som satser hardest på å løse utfordringene næringen står ovenfor. Markedsutsiktene for laksebransjen ser i våre øyne usikker ut. Utfordringene oppdrettsnæringen står foran store. Underveis i den strategiske analysen fant vi flere miljømessige krav som skaper problemer. Samtidig er lakseprisen høy, kronekursen rekordsvak og korona-epidemien vil sette en demper for produksjonsvolumet. Vi mener derfor at kursen vi har kommet frem til kan gjenspeile en realistisk aksjekurs.

9 Kritikk av oppgaven

I denne oppgaven har vi funnet aksjekursen til Mowi basert på fremtidige kontantstrømmer. Et hvert forsøk på å forutse fremtiden er knyttet til usikkerhet, og tallene de fremtidige kontantstrømmene baserer seg på er intet unntak.

Hvordan lakseprisen, valutakursen og vekst i næringen utvikler seg fremover er det ingen som vet. Det vi vet er at små endringer i nevnte faktorer kan gjøre store utslag i inntektene til selskapet. I analysen har vi benyttet oss av historiske data, noe som kan være misvisende. Dette kommer av at utviklingen i tidligere kontantstrømmer ikke nødvendigvis vil gjenspeiles i de fremtidige.

Det er også verdt å nevne at avkastningskravet er regnet ut med faktorer som er basert på antagelser. Vi trekker frem blant annet risikofri rente, markedets risikopremie og betaverdien som faktorer det er knyttet særlig usikkerhet til. I våre estimater har alle disse tre faktorene endret seg betydelig som et følge av korona-epidemien. Tallene vi kom frem til baserer seg på prognoser og framtidsutsikter, men er ingen som helst måte fasit.

Det kan også rettes kritikk mot at vi ikke vært i kontakt med Mowi, og dermed kun har benyttet oss av sekundærkilder. Mye som kommer frem i oppgaven baserer seg også på vår egen oppfatning av sekundærdata, noe som kan skape et skeivt bilde.

10 Referanseliste

Nettkilder

Knutsen, Camilla. (2020), *Åpner for vekst i fiskeoppdrett på 23000 tonn*, e24.no, hentet 30.02.2020

<https://e24.no/naeringsliv/i/EWg1B2/aapner-for-vekst-i-fiskeoppdrett-paa-23000-tonn>

Laksefakta.no (2018), *Norske regler for miljø og oppdrett*, hentet 20.02.2020

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

Hempel, Erik. (2019), *Blir det nok fisk i fremtiden*, norskfisk.no, hentet 27.02.2020

<https://norskfisk.no/2019/06/28/blir-det-fisk-nok-i-fremtiden/>

Helsedirektoratet (2018), *Kostråd om fisk og sjømat*, helsenorge.no, hentet 18.03.2020

<https://helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere>

Mowi.no/blog (2019), *Mowi til topps i bærekraftskåring*, hentet 13.03.2020

<https://mowi.com/no/blog/2019/09/05/mowi-til-toppers-i-baerekraftskaring/>

Mowi.no/blog (2019), *Mowi samarbeider med innovasjonsselskap*, henter 13.03.2020

<https://mowi.com/no/blog/2020/03/03/mowi-samarbeider-med-x-alphabet-sitt-innovasjons-selskap-om-a-gjore-havbruk-mer-baerekraftig/>

Hoddevik, B., (2018) *Lus og rømt oppdrettsfisk er de største miljøutfordringene*, hi.no,

hentet 16.03.2020 <https://www.hi.no/hi/nyheter/2018/februar/lus-og-romt-oppdrettsfisk-er-de-storste-miljoutfordringene>

Proff.no, (2020) *Nøkkeltall forklaringer og formler*, hentet 10.03.2020

<http://innsikt.proff.no/hjelp-og-tips/nokkeltall-forklaringer-og-formler/>

Toll.no, (2020) *Valutakurser*, hentet 10.04.2020

<https://www.toll.no/no/verktoy/valutakurser/History?SelectedExchangeRate=EUR>

Roksvaag, A., (2015) *Regnskapsanalyse*, issuu.no, hentet 10.04.2020:

<https://issuu.com/arilidr/docs/modul3tema1>

Visma.no, (2020), *Nøkkeltallsrapport*, hentet 10.03.2020

https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-summary.htm

Grindheim, J., (2019) *Aquastorm*, fiskeribladet.no, hentet 25.03.2020

<https://fiskeribladet.no/teknisk/nyheter/?artikkel=66572>

Statistisk sentralbyrå, (2020) *Laksepriser*, hentet 01.04.2020

<https://www.ssb.no/statbank/table/03024/chartViewLine/>

Proff.no,

<https://www.proff.no/nokkeltall/mowi-asa/stadsbygd/akvakultur/IF34BJT000M/>

Tennøe, Tore. (2012), *Norsk lakseoppdrett ved et veiskille*, teknologiradet.no, hentet 26.02.2020

<https://teknologiradet.no/norsk-lakseoppdrett-ved-et-veiskille/>

Fishpool (2020) *Forward prices*, fishpool.eu, hentet 30.03.2020

<http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

Knudsen, C., (2020) *Mowi permitterer fabrikkansatte i Kina*, e24.no, hentet 25.03.2020

<https://e24.no/naeringsliv/i/4qJz59/coronaviruset-mowi-permitterer-alle-fabrikkansatte-i-kina>

Nygård, A., (2020) *Nedgang eksport*, fiskeribladet.no, hentet 28.03.2020

<https://fiskeribladet.no/nyheter/?artikkel=72154>

E24.no (2020), *Nå skal Mowi bruke maskinlæring og kunstig intelligens til å overvåke havbruk*, *sysla.no* 20.03.2020

<https://sysla.no/fisk/a/6j7jvW/na-skal-mowi-bruke-maskinlring-og-kunstig-intelligens-til-a-overvake-havbruk>

PwC (2019), *Risikopremien i det norske markedet*, hentet 06.03.2020

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>

Norges Bank (2020), *Statsobligasjoner daglige noteringer*, hentet 06.03.2020

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

Norges Bank (2020), *Styringsrenta*, hentet 06.03.2020

<https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Sander, K., (2019) *Vrio-analyse*, *estudie.no*, hentet 01.04.2020

<https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/>

Faglitteraturliste

Boye, K. & Keeping, D., 2018. *Finansielle emner 15. utg.*, Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Kaldestad, Y., & Møller, B (2016) *Verdivurdering – teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2. utg. Bergen: Fagbokforlaget

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D., (2015) *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. (6th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

Jacobsen, D.I., 2015. *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: innføring i samfunnsvitenskapelig metode* 3. utg., Oslo: Cappelen Damm akademisk.

Erichsen, M. Solberg, F. Og Stiklestad, T., 2015 *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. Bergen: Fagbokforlaget.

Årsrapporter

Mowi (2015), Annual report 2014, Mowi ASA

Mowi (2016), Annual report 2015, Mowi ASA

Mowi (2017), Annual report 2016, Mowi ASA

Mowi (2018), Annual report 2017, Mowi ASA

Mowi (2019), Annual report 2018, Mowi ASA