

Petter Oscar Aunaas
Jørgen Skaret Barsøe
Andreas Horten Jespersen
Henrik Bardo Myre

Verdsettelse av MOWI ASA

Bacheloroppgave i finansiell styring (AF3015)

Økonomi og administrasjon

Veileder: Frode Kjærland

Trondheim

April 2022

NTNU

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet

Fakultet for økonomi

NTNU Handelshøyskolen

 **NTNU**
Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne oppgaven er en avslutning på vår bachelorgrad i økonomi og administrasjon, med fordypning i finansiell styring, ved NTNU Handelshøyskolen.

Vi har opplevd prosessen som lærerik, utfordrende, og ikke minst interessant. De ulike grunnfagene vi hadde i løpet av de to første årene av bacheloren har vært svært nyttig gjennom denne prosessen. Dette har gitt grunnlag for å se sammenhenger på tvers av fagområder. Gjennom arbeidsprosessen har vi tilegnet oss et større kunnskapsnivå enn vi hadde før oppstart. Det krever et solid fundament for å kunne gjennomføre en god verdsettelse, og vi er fornøyde med både kunnskapsutbytte og resultat av denne oppgaven.

Avslutningsvis vil vi benytte sjansen til å takke veilederen vår, Frode Kjærland, for gode og raske tilbakemeldinger i løpet av våren.

Trondheim, april 2022

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning

Sammendrag

I denne oppgaven har vi forsøkt å beregne aksjekursen til Mowi ASA ved å bruke diverse analyseverktøy, både strategiske og regnskapsbaserte, for å danne et helhetlig bilde av selskapet. Som problemstillingen reflekterer har vi valgt 03.01.2021 som verdsettelsestidspunkt. Verdsettelsen tar utgangspunkt i fundamentale- og multiplbaserte metoder.

I grove trekk har oppgaven fire deler. Første del tar for seg selskaps- og bransjebeskrivelsen. Her kommer informasjon om Mowi ASA og dets historikk, samt bransjen og noen sentrale konkurrenter frem. Andre del omhandler den strategiske analysen. Her benyttes analyser som PESTEL, Porters Five Forces, SVIMA og SWOT for å belyse styrker, svakheter, muligheter og trusler ved de eksterne og interne forholdene.

I tredje del bruker vi tilgjengelige årsrapporter fra 2016-2020, samt andre sekundærkilder for å utarbeide en regnskapsanalyse. Her ser vi på nøkkeltall som total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet, driftsmargin og egenkapitalandel.

Den siste delen omfatter den fundamentale og markedsbaserte verdsettelsen. I den fundamentale verdsettelsen bruker vi DCF-metoden til å finne pris per aksje. I den markedsbaserte verdsettelsen bruker vi multipler for å komme frem til pris per aksje. Markedsverdien vi kom frem til var kr 242,75 ved bruk av ett terminalledd med DCF-metoden. I forhold til markedsverdien 01.03.2021 (kr 187,35) er det en prosentvis økning på 30%. I den markedsbaserte verdsettelsen kom vi frem til en markedsverdi på ca. 205,18kr ved å ta gjennomsnitt, og dette er i forhold til 01.03.2021 (kr 187,35) en prosentvis økning på 9,52%. Begge verdsettelsene tilsier en kjøpsanbefaling av Mowi ASA.

Abstract

In this thesis, we have tried to calculate the share price of Mowi ASA by using various analysis tools, such as strategic analysis and financial statement analysis, to form an overall picture of the company. As the issue reflects, we have chosen 03.01.2021 as the valuation date. The valuation is based on fundamental and multiple-based methods.

Roughly speaking, the thesis has four parts. The first part deals with the company and industry description. Information about Mowi ASA and its history, as well as the industry and some key competitors is enlightened here. The second part deals with the strategic analysis. Analyzes such as PESTEL, Porter's Five Forces, SVIMA and SWOT are used here to shed light on strengths, weaknesses, opportunities, and threats in the external and internal conditions.

In the third part, we use available annual financial statements from 2016-2020, as well as other secondary sources to prepare a financial statement analysis. Here we look at key metrics such as return on capital, return on equity, gross margin and equity ratio.

The last part includes the fundamental and market-based valuation. In the fundamental valuation, we use the DCF method to find the price per share. In the market-based valuation, we use multiples to estimate a price per share. The market value we estimated was NOK 242.75, using one terminal link with the DCF method. Compared to the market value on 01.03.2021 (NOK 187.35), an increase of 30%. In the market-based valuation, we arrived at a market value of approx. NOK 205.18, and this is compared to 01.03.2021 (NOK 187.35) an increase of 9.52%. Both valuations indicate a buy recommendation of Mowi ASA.

Innholdsfortegnelse

Forord.....	
Sammendrag.....	
Abstract	
Figurer	
Tabeller	
Del 1: Innledning.....	1
1.1 Motivasjon	1
1.2 Problemstilling.....	1
1.3 Avgrensning.....	2
1.4 Oppbygning.....	2
Del 2: Selskaps- og bransjebeskrivelse	3
2.1 Om Mowi ASA.....	3
2.1.1 Historie	4
2.1.2 Mål, strategi og visjon	5
2.1.3 Forretningsområder, markeder og produkter	5
2.1.4 Kursutvikling/ eierstruktur.....	6
2.2 Bransje.....	8
2.2.1 Konkurrenter	9
Del 3: Strategisk analyse	10
3.1 Ekstern analyse: Porters Five Forces	10
3.1.1 Konkurransenintensiteten i bransjen.....	11
3.1.2 Distribusjonens forhandlingsstyrke	12
3.1.3 Trussel om substitusjon	13
3.1.4 Trussel om nyetableringer	13
3.1.5 Leverandørens forhandlingsstyrke	14
3.1.6 Sammendrag av Porters Five Forces	15
3.2 Ekstern analyse: PESTEL-analyse.....	15
3.2.1 Politiske drivere	15
3.2.2 Økonomiske drivere	16
3.3.3 Sosiokulturelle drivere.....	17
3.3.4 Teknologiske drivere	18
3.3.5 Miljømessige drivere.....	20

3.3.6 Juridiske drivere.....	21
3.3 Intern analyse: SVIMA-analyse.....	23
3.3.1 Markedsposisjon	23
3.3.2 Verdikjede og fôrproduksjon	24
3.3.3 Forskning og utvikling.....	25
3.3.4 Oppsummering av SVIMA-analysen	27
3.4 Oppsummering: SWOT	27
Del 4: Regnskapsanalyse.....	28
4.1 Historisk utvikling av resultatregnskapet.....	28
4.2 Sammenligning med konkurrenter og bransje	30
4.3 Nøkkeltall.....	30
4.3.1 Totalkapitalrentabilitet.....	30
4.3.2 Egenkapitalrentabilitet	31
4.3.3 Driftsmargin.....	32
4.3.4 EK-andel	33
Del 5: Avkastningskrav	34
5.1 CAPM.....	34
5.1.1 Risikofri rente.....	34
5.1.2 Beta.....	35
5.1.3 Markedets risikopremie	35
5.2 WACC.....	36
Del 6: Estimering av frie kontantstrømmer.....	37
6.1 Generelt om verdsettelse ved bruk av DCF (Discounted Cash Flow)	37
6.2 Estimering av salgsinntekter.....	37
6.2.1 Inntektsanalyse.....	38
6.2.2 Inntektsestimering.....	38
6.3 Estimering av kostnader.....	39
6.3.1 Varekostnad.....	40
6.3.2 Lønnskostnader	40
6.3.3 Andre driftskostnader og uforutsette utgifter.....	41
6.3.4 Produksjonsavgift.....	42
6.4 Arbeidskapital.....	43
6.5 Investeringer	44
Del 7: Verdsettelse etter DCF-modellen	45
7.1 Verdsettelse	45
7.2 Alternativ verdsettelse	46

Del 8: Markedsbasert verdsettelse.....	49
8.1 Sammenlignbare selskaper	50
8.2 Price to Sales (P/S).....	50
8.3 Price to Book (P/B)	51
8.4 Price to Earnings (P/E)	52
8.5 The Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes	52
8.6 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse	53
 Del 9: Sensitivitetsanalyse	 54
9.1 Sensitivitetsanalyse.....	54
9.2 Diskusjon.....	56
 Del 10: Konklusjon	 57
 Siterte verk	 58

Figurer

Figur 1: Kursutvikling siste 3 år, med utbytte i lilla (EIKON).....	7
Figur 2: Eksport av norsk sjømat (Norges sjømatråd, 2021).....	8
Figur 3: Verdien på norsk sjømateksport (Norges sjømatråd, 2021).....	9
Figur 4: Porters Five Forces (Target Internet, u.d.).....	10
Figur 5: Historisk konkurransebilde	12
Figur 6: Totalkapitalrentabilitet	31
Figur 7: Egenkapitalrentabilitet for Mowi sammenlignet med bransjens gjennomsnitt.....	31
Figur 8: Driftsmargin for Mowi sammenlignet med bransjens gjennomsnitt	32
Figur 9: Egenkapitalandel for Mowi sammenlignet med bransjens gjennomsnitt	33
Figur 10: Best tilpasset linje, varekost.....	40
Figur 11: best tilpasset linje, lønnskostnad.....	41

Tabeller

Tabell 1: Alle eiere med over 1% av aksjene i selskapet (Proff, 2022).....	7
Tabell 2: Sammendrag av Porters Five Forces	15
Tabell 3: Oversikt over SVIMA utfall.....	23
Tabell 4: Konklusjon, utfall av SVIMA-analyse.....	27
Tabell 5: SWOT-analyse	27
Tabell 6: Resultatregnskap Mowi.....	28

Tabell 7: Utvikling driftsinntekter	29
Tabell 8: Kostnadsanalyse	29
Tabell 9: Sammenlikning konkurrenter	30
Tabell 10: Beregning av CAPM	34
Tabell 11: Markedets risikopremie (PriceWaterhouseCoopers, u.d.).....	36
Tabell 12: Beregning av WACC.....	36
Tabell 13: Inntektsavvik	38
Tabell 14: Estimering inntekter	39
Tabell 15: Predikerte varekostnader	40
Tabell 16: Estimering lønnskostnader	41
Tabell 17: Analyse Uventede + Andre kostnader.....	41
Tabell 18: Estimering uventede + andre kostnader	42
Tabell 19: Estimering produksjonsavgift.....	42
Tabell 20: Estimering avskrivninger	43
Tabell 21: Analyse investeringer	45
Tabell 22: Estimering fri kontantstrøm.....	45
Tabell 23: Terminalledd Verdsettelse 1.....	46
Tabell 24: Verdsettelse 1	46
Tabell 25: Estimering vekstfaktor, verdsettelse 2.....	47
Tabell 26: Begrensing Vekstfaktor 1, verdsettelse 2	47
Tabell 27: Terminalledd 1, verdsettelse 2.....	48
Tabell 28: Terminalledd 2, verdsettelse 2.....	48
Tabell 29: Verdsettelse 2	49
Tabell 30: Forkortelser brukt i markedsbasert verdsettelse	49
Tabell 31: Price to sales (DN Investor, u.d.)	50
Tabell 32: Utrekning av verdi for Mowi (P/S)	51
Tabell 33: Price to book (Marketscreener, u.d.)	51
Tabell 34: Utrekning av verdi for Mowi (P/B).....	52
Tabell 35: Price to Earnings (DN Investor, u.d.).....	52
Tabell 36: Utrekning av verdi for Mowi (P/E)	52
Tabell 37: Enterpice value over EBITDA (DN Investor, u.d.).....	53
Tabell 38: Utrekning av verdi for Mowi (EV/EBITDA).....	53
Tabell 39: Oppsummering markedsbasert verdsettelse	53
Tabell 40: Base case sensitivitet slaktevolum og laksepris	54
Tabell 41: Base case sensitivitet WACC og Growth.....	55
Tabell 42: Bull-case sensitivitet slaktevolum og laksepris.....	55
Tabell 43: Bull-case sensitivitet WACC og growth	56

Del 1: Innledning

1.1 Motivasjon

Valget av Mowi ligger mye i den økende etterspørselen etter bærekraftig produksjon av proteiner. Laksenæringen er i vekst, og har et stort potensial for videre vekst i andre markeder. Mowi er en av de største aktørene på Oslo Børs og er størst av de norske oppdrettselskapene. Den blå næringen har en sentral rolle i norsk økonomi, og vil utgjøre en større rolle i fremtiden når oljeinntektene avtar. Størrelse og posisjon har gjort at selskapet er svært attraktivt for oss å verdsette.

Mowi har en sentral rolle både for lokalsamfunn og samfunnet i Norge som helhet. Selskapet står for over 12 000 arbeidsplasser som er spredt over 25 land i hele verden (MOWI, u.d.). Oppdrettsanleggene er spredt over store deler av Norskekysten, og dette er sentrale arbeidsplasser for at små lokalsamfunn skal gå rundt, samt at de betaler produksjonstilskudd til kommunene de befinner seg i.

I andre tilfeller er selskapet ansvarlig for at det oppstår konflikter. Særlig med tanke på arealet som brukes til anlegg, og problemstillinger som oppstår med dette. Anleggene bidrar til forurensing av havområdet rundt, og dette påvirker økosystemet. I tillegg kan det påvirke lokalsamfunn negativt, særlig med tanke på at det har innvirkning på vanlig fiske, reiseliv og folk som bruker naturen.

1.2 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling:

«Hva er Mowi ASA verdt pr 3.1.2021?»

Denne problemstillingen gir opphav til en analyse, der man får en indikasjon på om man bør kjøpe, selge eller holde Mowi ASA aksjen.

1.3 Avgrensning

Oppgaven bygger på tall fra Mowis årsrapporter fra 2016-2020. Lakseprisen innenfor samme tidsramme er også en sentral del av oppgaven. Med rammene som er satt for en verdsettelse, samt tidsrammen som er gitt, så har vi valgt å avgrense oss til sekundærdata. Dette er også normal praksis for analytikere ellers. Dataen som er nødvendig finnes stort sett offentlig, og kildene varierer fra årsrapporter og kvartalsrapporter til nyhetsartikler og andre uavhengige kilder. Sammen med EIKON, som er tilgjengelig gjennom skoledatabasen, gir dette et godt datagrunnlag. Oppdrettsmarkedet er stort, og vi har valgt de mest relevante konkurrentene med tanke på produksjon og størrelse.

1.4 Oppbygning

I del 2 har vi forsøkt å gi en beskrivelse av omgivelsene i markedet. Ved å se på selskapets historie, mål og visjoner gir vi leseren en bedre forståelse av hvilke interne drivere som får selskapet opp og frem. Dette gir også en pekepinn på hvilke strategiske fordeler Mowi har, som følge av konkretiseringen av strategien. I tillegg gir vi en kort introduksjon av noen store utfordrere. Til slutt ser vi på kursutvikling, i tillegg til eierstrukturen i selskapet.

Del 3 omhandler strategisk analyse. For å forsøke å gi et inntrykk av hvilke styrker, svakheter og konkurransefortrinn Mowi har i dag, benytter vi forskjellige strategiske analyseverktøy. Vi starter med å analysere sjømatbransjen ved hjelp av "Porters Five Forces". Videre bruker vi PESTEL-analysen til å analysere eksterne drivkrefter, før vi til slutt ser vi på interne forhold ved hjelp av SVIMA-analysen. Det hele oppsummeres i en SWOT-analyse.

Del 4 er regnskapsanalysen hvor vi bruker regnskapstall for perioden 2015-2020 for å forsøke å danne et bilde av de fundamentale forholdene i bedriften. Dette gir oss et godt bilde på de faktiske verdiene bedriften besitter, og danner grunnlaget for verdsettelsene. I tillegg bruker vi diverse nøkkeltall til å sammenligne Mowi med andre konkurrenter i bransjen.

Del 5 inngår som det første steget av den fundamentale verdsettelsen. Her estimerer vi avkastningskrav basert på kapitalverdimodellen og WACC. Del 6 tar vi for oss det andre steg av den fundamentale verdsettelsen, å lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer. Her

redegjør vi for de antakelsene vi har tatt med bakgrunn i den strategiske analysen, og hvordan dette påvirker faktorer som selskapets vekst, slaktevolum og laksepris. Videre i del 7 gjennomfører vi det siste steget i den fundamentale verdsettelsen. Her bruker vi DCF, eller "Discounted Cash Flow", for å finne pris per aksje. Her har vi brukt to forskjellige metoder, den ene hvor vi benytter ett terminalledd, og den andre hvor vi har benyttet to.

Del 8 tar for seg den markedsbaserte verdsettelsen. Denne har som mål å sammenligne Mowis aksjekurs med andre selskaper for å se hvordan disse prises når man sammenligner forskjellige multipler. Vi ser på fire selskap som alle er notert på Oslo Børs, og som driver med lakseoppdrett. I del 9 gjør vi en sensitivitetsanalyse for å vurdere hvordan aksjekursen kan endre seg hvis underliggende faktorer endrer seg, samt andre hendelser og hvordan disse spiller en rolle. Del 10 konkluderer hele oppgaven. Her besvarer vi problemstillingen som omhandler markedsverdien vi har fått i de ulike analysene, og sammenligner med børsverdien.

Del 2: Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1 Om Mowi ASA

Mowi ASA er både Norges og verdens største oppdrettsselskap basert på slaktevolum. I 2021 har selskapet forespeilet et slaktevolum på 445.000 tonn, hvilket tilsvarer rundt 20% av det globale slaktevolumet. Mowi er en global aktør og har oppdrettsanlegg i land som Norge, Skottland, Canada og Chile for å nevne noen. På kundesiden leverer selskapet varer til markeder over hele verden, fra Asia i øst til Amerika i vest.

Mowis viktigste merkevare er Mowi-laks som ble lansert samtidig med navneendringen i 2018. Laksen har, i likhet med andre Mowi-produkter, vunnet flere priser for blant annet bærekraft. Selskapet i sin helhet kan også sies å være bærekraftig, og topper blant annet Coller FAIRR Protein Index (FAIRR, 2021), en indeks som rangerer verdens største børsnoterte proteinprodusenter på bærekraft.

2.1.1 Historie

Eventyret Mowi startet så tidlig som i 1964 med et fåtall pionerer som begynte med fiskeoppdrett i bakgården. Her skiller Mowi seg fra flere av sine konkurrenter som et av de første selskapene til å fokusere utelukkende på fiskeoppdrett. Selskapet startet under navnet AS Mowi, som en hyllest til en av pionerene, Johan Ernst Mowinckel. I 1969 satte Mowi ut sin første smolt, og selskapet tiltrakk seg oppmerksomhet for innovasjon og nytenking. Samme året kjøpte Norsk Hydro 50% av aksjene i selskapet, og byttet kort tid senere navn til Hydro Seafood.

Det neste tiåret ble Mowi preget av enorm vekst. I 1980, etter flere runder med fusjoner og oppkjøp, oppnådde Norsk Hydro 100% eierskap. 20 år senere solgte Norsk Hydro alle aksjene sine i selskapet til det nederlandske selskapet Marine Harvest. Selskapet var i utgangspunktet britisk, men ble kjøpt opp av det nederlandske selskapet Autreco Aquaculture i 1999. Dette ga det nye selskapet en stor fordel, da Autreco Aquaculture, drev med produksjon av fiskefor. Selskapet nærmet seg altså en helintegrert verdikjede. I 2006 fusjonerte Marine Harvest med de norske oppdrettsselskapene Pan Fish og Fjord Seafood (Disse selskapene eies i stor grad av dagens største aksjonær i Mowi, John Fredriksen og Geveran Trading co LTD) og blir til Marine Harvest gruppen, eller Marine Harvest ASA.

I 2012 etablerte selskapet sin egen fôrproduksjon, noe som styrket den integrerte verdikjeden. De siste ti årene har Mowi drevet hyppige oppkjøp og sammenslåinger. I 2013 ble oppdrettsselskapet Morpol en del av gruppen, mens i 2017 ble Gray Aqua Group og Northern Harvest kjøpt opp, og døpt om til Marine Harvest Canada East. Som en divisjon i Marine Harvest Group.

Fra 1. januar 2019 endret Marine Harvest offisielt navn til Mowi (Navneendringen skjedde i 2018, men offisielt 1. januar 2019). Dette ble gjort som en del av selskapets nye merkevarestrategi, for å kommunisere en helintegrert verdikjede, i tillegg til selskapets gründerånd. Samtidig ble det lansert en produktserie med samme navn. I dag er Mowi verdens største oppdrettsselskap. Selskapet driver i hovedsak med oppdrett av laks og ørret, men også kveite og torsk for å nevne noen.

2.1.2 Mål, strategi og visjon

Mowi har en visjon om å «lede den blå revolusjonen». Dette underbygges av selskapets verdier «passion», «change», «share» og «trust». «Den blå revolusjonen» går i korte trekk ut på å gå fra en særlig landbasert matproduksjon, og i større grad få mat fra havet. Ifølge selskapet selv kommer kun 2% av verdens matforsyning fra havet. Dette til tross for at 70% av jordens overflate er dekket av vann, noe som indikerer at det er et enormt potensial for matproduksjon fra havet. Det er allment kjent at produksjon av proteiner i form av sjømat har et mindre CO₂-avtrykk enn landbasert produksjon. Ifølge laksefakta.no (Norges sjømatråd) etterlater produksjon av sjømat i form av fisk, bare 1/5 av CO₂-avtrykket sammenlignet med produksjonen av storfekjøtt (pr kg).

Mowi beskriver målet sitt slik:

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

Det er tydelig at selskapet vektlegger bærekraft og kvalitet i sine produkter, hvilket reflekteres i FAIRR-rankingen, som nevnt innledningsvis. For Mowi som markedsleder er det vanskelig å opprettholde like stor vekst i produksjonen som tidligere, men de har som mål å opprettholde moderat vekst også i fremtiden. Mowi har i en årrekke jobbet mot en helintegret verdikjede, noe som gir lavere produksjonskostnader. Med andre ord kan det virke som at selskapet over tid har hatt som strategi å opparbeide seg stordriftsfordeler, og dermed tilby en bedre pris enn konkurrentene.

2.1.3 Forretningsområder, markeder og produkter

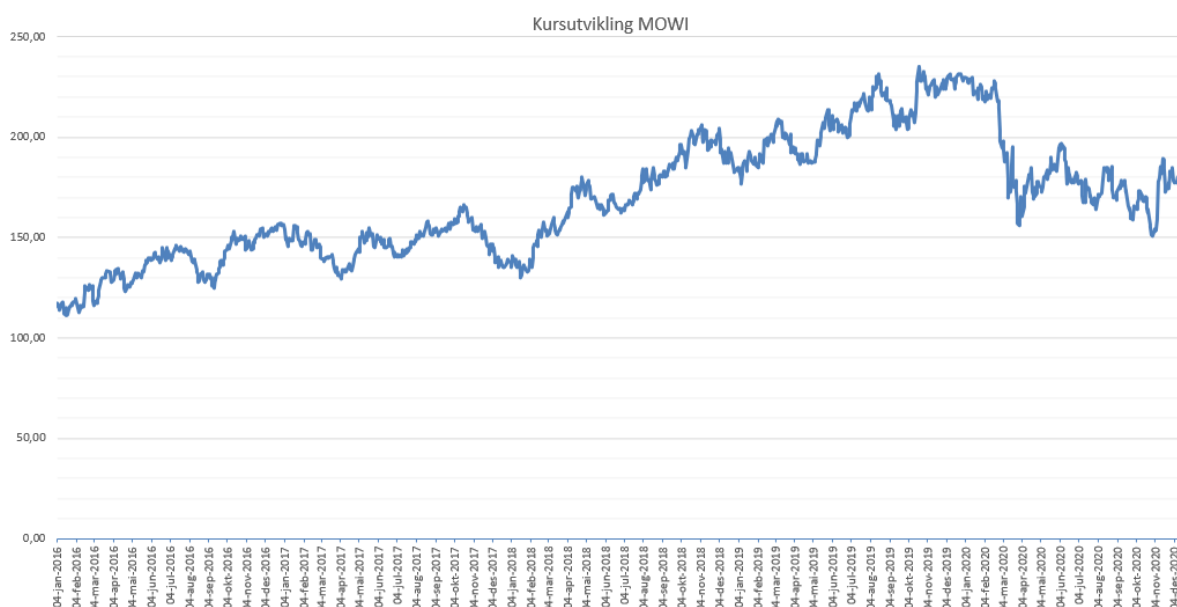
Mowi opptrer innenfor sjømatsektoren, og er derfor vanskelig å dele opp i forskjellige forretningsområder. Mowi har en integrert verdikjede, det vil si at selskapet selv står for alle ledd i produksjonen av sine akvakulturprodukter. Selskapets forretningsområder kan derfor deles inn i de forskjellige leddene i verdikjeden. Alternativt kan selskapet deles inn i divisjoner etter hvilke produkter som produseres, og hvilke markeder de eksporteres til. Vi har valgt å fokusere på sistnevnte.

Mowi eksporterer som tidligere nevnt sine produkter til markeder over hele verden. Selv anser selskapet markedene i Belgia, Canada, Chile, Færøyene, Irland, Nederland, Norge, Polen, Skottland og USA som sine viktigste markeder. Mye av grunnen til at mindre markeder som Færøyene nevnes her er trolig at Mowi selv har fiskeoppdrettsanlegg i landet, og selger til hjemmemarkedet.

I 2020 hadde Mowi et totalt slaktevolum på rundt 2,4 millioner tonn til sammen, hvorav over halvparten ble produsert i Norge. Det resterende ble produsert i Chile, Skottland, Nord Amerika, Australia og Irland. Mowi produserer hovedsakelig laks av typen “Atlantic Salmon”.

2.1.4 Kursutvikling/ eierstruktur


Mowi ASA er notert på Oslo børs under samme ticker, hvor den har vært notert siden 1997, da under navnet Hydro Seafood. Aksjen selges også OTC (Over the Counter) i USA på Mini DAX Futures. Aksjekursen til Mowi har i løpet av det siste året svinget mellom bunnpunkt på 181,76 kr pr aksje og toppunkt på 246,73 kr pr aksje. Dette betyr at toppen har vært 35,75% høyere enn bunnen i perioden. Ved toppen på 246,73 kr pr aksje hadde selskapet en markedsverdi på egenkapitalen tilsvarende 127.586 millioner kroner. Når det kommer til utbytte, har Mowi generelt sett hatt en tradisjon for hyppige utbetalinger. I løpet av 2021 har selskapet delt ut 4,45 kr i utbytte pr. aksje, tilsvarende rundt 15% av selskapets bokførte verdi. Dette tilsvarer en «payout ratio» på omtrent 23,25%.



Figur 1: Kursutvikling siste 3 år, med utbytte i lilla (EIKON)

Per 24.01.2022 er det 517.111.091 utstedte aksjer i Mowi ASA. Alle aksjene i selskapet er av samme aksjeklasse, og har dermed like rettigheter. Den største eieren i Mowi ASA er John Fredriksen-eide Geveran Trading Co Ltd med 14,134% av aksjene i selskapet. Aksjene ble tildelt ved sammenslåingen i 2006. Resterende aksjer er eid av diverse globale investeringsbanker, samt at folketrygdfondet eier ca. 10% av aksjene i selskapet.

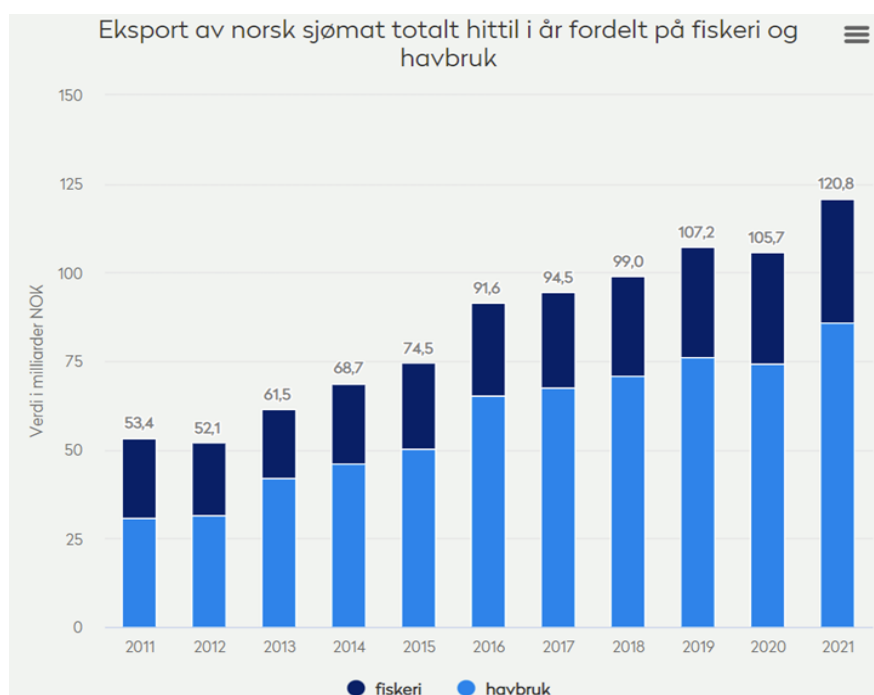
Tabell 1: Alle eiere med over 1% av aksjene i selskapet (Proff, 2022)

Navn	Aksjetype	Ant aksjer	Andel ▲
Geveran Trading Co Ltd		73089287	14,134%
State Street Bank And Trust Comp		65820714	12,729%
 FOLKETRYGDFONDET Org nr 971 525 061		51727162	10,003%
Ubs Switzerland Ag		30491222	5,896%
Jpmorgan Chase Bank, N.A., London		28392295	5,491%
Citibank, N.A.		22293907	4,311%
Clearstream Banking S.A.		20257832	3,918%
J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A.		17562579	3,396%
The Bank Of New York Mellon		16464109	3,184%
The Northern Trust Comp, London Br		15872160	3,069%
Bnp Paribas Securities Services		11234951	2,173%
The Bank Of New York Mellon Sa/Nv		11024821	2,132%
Euroclear Bank S.A./N.V.		10041461	1,942%
Six Sis Ag		7604563	1,471%

2.2 Bransje

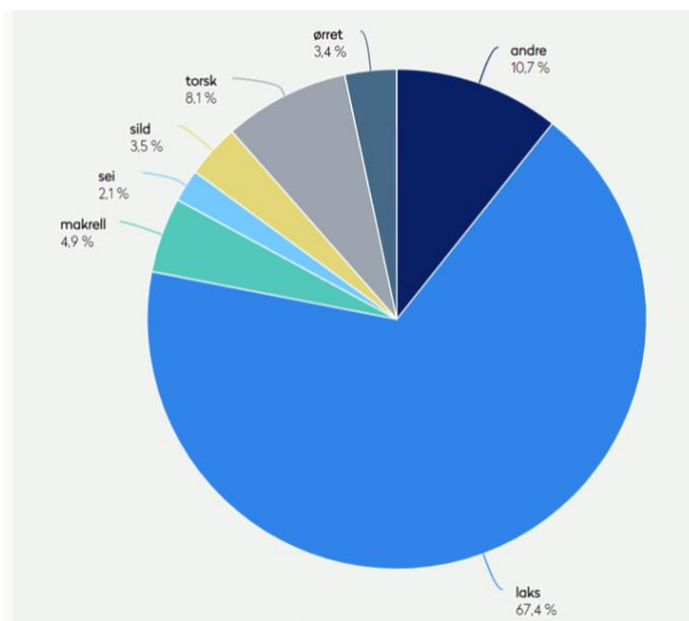
Sjømatsektoren er utbredt, og består av mange ulike aktører innenfor flere fagfelt. Tall fra *The State of World Fisheries and Aquaculture* viser at den globale fiskeproduksjonen utgjorde 179 millioner tonn i 2018 (Food and Agriculture of the United Nations, 2020, p. 18). Av disse var 156 millioner til menneskelig forbruk, noe som tilsvarer 20,5 kg per person. Dette er en økning fra ca. 10 kg på 1960-tallet (Food and Agriculture of the United Nations, 2020, p. 19). Til sammenligning spiste hver person 16 kg gris og 9 kg biff i 2013. Total kjøttkonsum, ekskludert sjømat var 43 kg per person i 2014 (Ritchie & Roser, 2019). Slik vi ser konsumeres sjømat i store mengder, og er stadig økende som matkilde på verdensbasis.

Fiskeindustrien er delt inn i henholdsvis hvitfisk, hval, reker, pelagisk industri, marin ingrediensindustri, og fiskemel og fiskeolje. Videre har man havbruk som i all hovedsak består av laks, men også ørret, kveite, torsk, blåskjell mv. Ved havbruk skjer produksjonen av fisk gjennom akvakultur. Dette innebærer at sjøarealene benyttes (Sjømat Norge, u.d.). Av tabellen nedenfor ser vi hvordan eksportfordelingen mellom havbruk og fiskeri har sett ut de siste årene for Norge.



Figur 2: Eksport av norsk sjømat (Norges sjømatråd, 2021)

Havbruk står for over 70% av den norske verdien på sjømateksport. Av disse utgjør laks rundt 67%. Denne produksjonen av laks kommer i all hovedsak fra Norge, Chile, UK og Canada, men også andre land. Norge er den største tilbyderen, og Chile den nest største tilbyderen. De største importørene finner man i Europa. Europeiske land importerte omtrent 75% av all laks i 2019, og de landene som importerte mest var Polen, Danmark og Frankrike (Steinset, 2020). Norge er som nevnt den største tilbyderen, men mesteparten av laksen som blir eksportert blir bearbeidet andre steder enn i Norge. Kun 16% av oppdrettslaksen blir bearbeidet i Norge (Steinset, 2020).



Figur 3: Verdien på norsk sjømateksport (Norges sjømatråd, 2021)

Selskapene som konkurrerer innenfor oppdrett, er sterkt påvirket av hvordan lakseprisen er. Ved høyere laksepris mottar selskapene mer penger per kilo de selger. Lakseprisen var i 2012 på 32 kroner per kilo, mens den i skrivende stund er på ca. 80 kroner, og skyldes flere faktorer (Fisk.no, 2022). Lakseprisen påvirkes blant annet av produksjonsvolum, etterspørsel og valutakurs (Capia, 2019). Et lavere volum gir mulighet for å selge til en høyere pris, og vice versa. Man ser en sterk sammenheng mellom etterspørsel og tilbud, i tillegg til valutakurs. Lakseprisen vil derfor være dynamisk.

2.2.1 Konkurrenter

Sjømatsektoren preges av mange tilbydere med ulike produkter både nasjonalt og internasjonalt. Mowi konkurrerer først og fremst mot andre oppdrettsselskaper, men andre

store sjømatelskaper vil også kunne ses på som konkurrenter. En konsument vil vurdere ulike fisketyper som alternativer, og ikke kun laks. Derfor er det naturlig at Mowi blir målt opp mot ulike sjømatelskaper, da produktene vil kunne være substitutter.

De største konkurrentene for Mowi vil være: *SalMar*, *Lerøy Seafood*, *Grieg Seafood* og *Bakkafrost*. Alle disse selskapene driver oppdrett av laks, og konkurrerer derfor på samme områder. Mowi er markedsleder innenfor segmentet, men konkurrentene har også betydelige markedsandeler. Det er viktig å nevne at oppdrett av laks er en stor sektor, så disse selskapene er kun et utvalg av konkurrentene. Disse er valgt da de regnes som mest relevante med tanke på størrelse og drift, og er mest sammenlignbare med Mowi (MOWI, 2021, p. 48).

Felles for alle disse selskapene er at de handler på Oslo Børs. Bakkafrost er et selskap fra Færøyene, men Norge og Færøyene er kjent for å distribuere varene til samme markedene. Disse markedene har i hovedsak vært Europa og Asia (MOWI, 2021, p. 40). Flere av disse selskapene har oppdrett i ulike land, slik som blant annet Mowi og Grieg Seafood. Utvalget av konkurrenter som er valgt her, vil bli brukt videre i regnskapsanalysen og den markedsbaserte verdsettelsen til Mowi.

Del 3: Strategisk analyse

3.1 Ekstern analyse: Porters Five Forces



Figur 4: Porters Five Forces (Target Internet, u.d.)

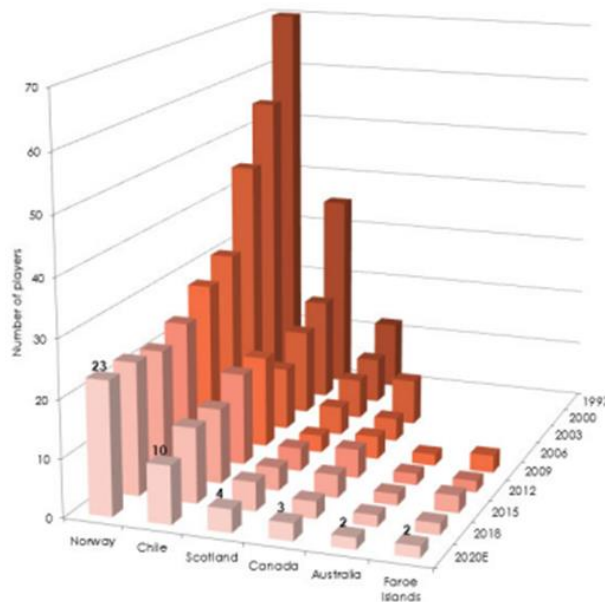
En sentral modell knyttet til bransjeanalyse er Porters Five Forces. Analysen benyttes til å vurdere de ulike faktorene som påvirker selskapets posisjon i bransjen. Her er det søkelys på oppdrettsbransjen, og posisjonen til Mowi. Modellen tar for seg følgende 5 forhold; «trussel om nyetableringer», «distribusjonens forhandlingsstyrke», «trussel om substitusjon», «konkurransenintensiteten i bransjen» og «leverandørens forhandlingsstyrke».

3.1.1 Konkurransenintensiteten i bransjen

Konkurransenintensiteten og rivaliseringen i bransjen avhenger i stor grad av antall selskaper involvert, men også av faktorer som markedsandeler, merkevarer, etterspørsel og utgangsbarrierer. Oppdrettsbransjen i Norge består av rundt 120 selskaper, hvor Mowi er den største aktøren. Her sto Mowi for 1/5 av den totale produksjonen i 2020. Også i Storbritannia var Mowi størst med 1/3 av all produksjon, mens de i Nord-Amerika og Chile var nest- og tredje størst. SalMar, Agrosuper, Cermaq og Lerøy var de selskapene som fulgte Mowi nærmest. Alle utgjorde imidlertid kun rundt ca. 1/3 av oppdrettsvolumet til Mowi (MOWI, 2021, p. 48).

Oppdrettsbransjen i Norge skiller seg litt ut fra de andre tre, ved at man har mange aktører som har begrensede markedsandeler. Mowi har som nevnt 20% markedsandel, mens de to største konkurrentene, SalMar og Lerøy Seafood, har henholdsvis ca. 12% og 11,5% av markedet. De fem største selskapene i Norge utgjør rett i overkant av halve oppdrettsmarkedet i Norge. Til sammenligning utgjør de største selskapene i Storbritannia og Nord-Amerika over 95% av sine respektive markeder. Samtidig er en vesentlig faktor her at oppdrettsvolumet i Norge er mye større enn de andre landene, sett bort fra Chile (MOWI, 2021, p. 48).

Av figuren nedenfor ser man hvordan konkurransebildet har vært historisk sett i de ulike oppdrettslandene (MOWI, 2021, p. 49). Det vært en markant nedgang i antall selskaper i alle landene og da særlig Norge og Chile. Vi ser at det historisk sett har vært mange små aktører, og fortsatt er en del aktører, da særlig i Norge. I Norge er det totalt 90 selskaper når man teller med datterselskaper. De ti største selskapene i Norge utgjør imidlertid over 2/3 av bransjen, og det vil derfor være mest relevant å se på de store selskapene når man ser på rivaliseringen i bransjen (MOWI, 2021, pp. 48-49).



Figur 5: Historisk konkurransebilde

Selskapene som konkurrerer i bransjen leverer relativt likt på produktkvalitet, noe som skyldes ulike reguleringer og krav. Det stilles store krav til produksjonsprosessen, og selskapene må forholde seg til lisenser og krav fra myndighetene. Dette gjør at kvaliteten på råvaren ikke er så ulik for de store selskapene. Oppdrettsbransjen er videre kjent for å være begrenset på tilbudssiden, noe som skyldes reguleringer og biologiske forhold. Etterspørselen har historisk sett vært høy, men fikk en knekk på grunn av Coronapandemien. Etterspørselen forventes å øke mer i takt med normal vekst, gitt mindre restriksjoner på grunn av pandemien. Etterspørselen er forventet å øke med 6-7% årlig, og tilbudet er ikke forventet å øke i like stor grad. Prisen etter laks er også forventet å kunne øke, noe som medfører høy profitt hos aktørene i markedet. Ut fra dette må rivaliseringen blant aktørene i bransjen vurderes som svak. (MOWI, 2021, pp. 26-28, 41, 49, 59, 80-91)

3.1.2 Distribusjonens forhandlingsstyrke

For Mowi vil distribusjonens forhandlingsstyrke dreie seg om hvilken forhandlingskraft kundene har. Som nevnt tidligere er etterspørselen etter laks høy, og er fortsatt ventet å øke. Samtidig øker ikke tilbudet i samme grad som etterspørselen, og kundenes forhandlingsstyrke må ses på som lav. Produksjonen i Norge leverer til Europa og Asia, Chile leverer til USA, Asia og Sør-Amerika, Canada leverer til USA og Skottland leverer til Storbritannia og Frankrike. Ut ifra dette, samt relativt få store aktører, har ikke kundene all verdens valgmuligheter. Når man i tillegg ser på laks som et homogent produkt, hvor man konkurrerer

i større grad på kvantum enn pris, vil kundenes forhandlingsstyrke derfor regnes som svak (MOWI, 2021, pp. 40-43).

3.1.3 Trussel om substitusjon

Substitutter innebærer at det er andre produkter som tilfredsstiller de samme behovene for kunden, slik som laks gjør. Laks er kjent for å være sunn mat, med høyt proteinnivå og omega-3, i tillegg til mineraler og vitaminer (MOWI, 2021, p. 19). Substitutter til laks kan i første rekke være annen fet fisk, slik som sild, makrell, og ørret (Krogh, 2016). Mowi har selv produksjon av de fleste aktuelle typene fisk, så dette kan ikke sees på som en reell trussel for deres del. Samtidig vil Mowi og de andre største oppdrettselskapene kunne tilpasse seg endringer, hvis det plutselig skulle skje en etterspørselsforandring i markedet. Derfor er denne trusselen lav.

En annen form for substitusjon kommer i form av andre proteinkilder og omega-3 kilder. Her er naturlige proteinkilder kylling, svin og okse, mens omega-3 kan tas ved kosttilskudd slik som tran (MOWI, 2021, p. 8). I 2020 var imidlertid fisk den største proteinkilden, og miljøhensyn og kostholdsråd gjør at trusselen mot fisk fra andre proteinkilder ikke er altfor stor. Helsedirektoratet anbefaler å spise fiske 2-3 dager i uken, og det anbefales at fisken er fet, slik som laks (Krogh, 2016). Laks kan imidlertid subsidieres med annen type fet fisk, og man kan spise alternativ proteinkilder som suppleres med omega 3-tilskudd eller lignede.

Trusselen om substitusjon vurderes derfor som middels.

3.1.4 Trussel om nyetableringer

Som følge av biologiske forhold, blir oppdrettslaks kun produsert i noen land, og her er man avhengig av lisenser fra myndighetene for å kunne drive med oppdrett. Disse lisensene begrenser den maksimale produksjonen i bransjen, og vil derfor påvirke mulighetene for nyetableringer (MOWI, 2021, pp. 80-91). Videre er det naturlig å se på etableringskostnadene i bransjen. Den største kostnaden knyttet til oppdrett er fiskefor (MOWI, 2021, p. 60). Fra 2010 til 2016 har fôr-kostnaden økt med 50%, noe som påvirker lønnsomheten for eventuelle nykommere negativt (Iversen, et al., 2019, p. 14). De etablerte blir også påvirket, men disse har allerede en kontantstrøm som gjør de bedre rustet.

Selve produksjonssirkelen tar rundt 3 år, og er relativt kompleks med mange ulike steg. Dette fører til at bransjen er kapitalintensiv og volatil (MOWI, 2021, pp. 51, 59). Her vil det være vanskeligere for nye bedrifter, da de store og etablerte har god erfaring fra markedet og stordriftsfordeler i form av produksjonsutstyr. De etablerte har fått senket produksjonskostnadene og fått ny og bedre teknologi. Denne teknologien gjør også de største bedre rustet mot risikofaktorer knyttet til lakselus og andre sykdommer. For både nye og gamle kreves det store investeringer på dette feltet slik at sykdommer kan unngås. Dette er selvsagt vanskeligere for nykommere enn de etablerte (MOWI, 2021, p. 93).

En annen faktor som gjør det vanskelig for eventuelle nykommere her i Norge er en ny avgift på produksjonen av laks. Denne avgiften er satt på 0,4 kroner per kg produsert, og vil senke lønnsomheten i bransjen (MOWI, 2021, p. 81). Dette vil skape en barriere for mulige nykommere som vurderer å etablere seg. Lønnsomheten vil bli svekket, og det blir mindre attraktivt å gå inn i markedet. I tillegg er kapitalkravet i bransjen høy. Summen av dette gjør at trusselen om potensielle nykommere vurderes som lav.

3.1.5 Leverandørens forhandlingsstyrke

Den største kostnaden knyttet til oppdrett for selskapene er som nevnt fôrkostnaden. Lenge var det en trio, nemlig Skretting, EWOS og BioMar som regjerte i fôrmarkedet (Berge, 2016). De siste årene har det derimot kommet flere aktører, og særlig viktig er Mowi sin egen fôrproduksjon. Nå er det Mowi Fish Feed og de tre overnevnte som kontrollerer store deler av dette markedet (MOWI, 2021, p. 65). Det at Mowi har lyktes med sitt eget for har svekket leverandørens forhandlingsstyrke når det kommer til produksjon av for. Andre store selskaper kan bli motivert av Mowi til å starte selv. For Mowi vil derfor leverandørene ha lav/ingen forhandlingsstyrke knyttet til fiskefôr.

De mest sentrale ingrediensene i fiskefôr er fiskemel og soya (Berge, 2016). Her finnes det en del tilbydere, og forhandlingsstyrken vil ikke ses på som høy. Selv om råvareprisene har blitt dyrere de siste årene, henger dette sammen med inflasjon og verdensøkonomien ellers. Det forskes stadig vekk på nye måter å produsere fiskefôr på, og det er ikke utenkelig at denne produksjonen endres (Witzøe, 2019). Et annet sentralt poeng er at innsatsfaktorene ikke nødvendigvis er de største, og derfor blir ikke forhandlingsstyrken hos leverandørene stor.

3.1.6 Sammendrag av Porters Five Forces

Tabell 2: Sammendrag av Porters Five Forces

Porters Five Forces	Svak	Middels	Sterk
Rivalisering i bransjen	X		
Distribusjonens forhandlingsstyrke	X		
Trussel om substitusjon		X	
Trussel om nyetablering	X		
Leverandørens forhandlingsstyrke	X		

3.2 Ekstern analyse: PESTEL-analyse

3.2.1 Politiske drivere

Oppdrettsnæringen har i senere tid vært utsatt for handelsbarrierer fra flere hold. Ettersom næringen er avhengig av eksport, er slike tilfeller kritisk. I 2014 stengte Russland grensene for import av norsk laks og ørret. Dette var grunnet vestlige sanksjoner mot Russland etter annekteringen av Krim-halvøya. Frem til 2019 ble det derimot eksportert via Hviterussland der det ble bearbeidet (Jensen, 2020). I 2020 stengte Russland for blant annet chilensk laks fra Mowi. Per dags dato er det kun tre aktører tilhørende Austevoll Seafood som i Norge har tillatelse til å eksportere til Russland via bearbeiding i Hviterussland og Kasakhstan (Korban, 2020). Oppdrettsnæringen har ikke blitt like hardt rammet av sanksjonene som først antatt, takket være økende global etterspørsel.

I 2010 ga den norske Nobelkomite fredsprisen til den kinesiske menneskerettighetsaktivisten Liu Xiaobo. Dette medførte at Kina innførte restriksjoner på import av laks fra Norge. Selv om det kinesiske markedet ikke utgjorde en stor del i 2010, så er dette et marked som ikke er fullt utnyttet. Dette gjorde mulig, fremtidig vekst vanskeligere. Norge mistet dermed 94% av det kinesiske markedet til andre land. I 2016 ble forholdet mellom landene mer stabilisert og

lakseeksporten til Kina har tatt seg opp. I dag er dette ett av markedene i størst vekst, og etter importen fra Chile stupte i 2021, har Norge igjen tatt over store deler av den kinesiske markedsandelen. Dette understreker viktigheten av politikk når det kommer til eksport. Mowi har derimot oppdrettsanleggene sine spredt over flere land, og er dermed noe mindre utsatt for handelsbarrierer på denne måten. (Jensen, 2021)

Oppdrettsnæringen har jevnt over et positivt rykte hos den norske befolkningen, da dette er vår nest største eksportvare etter oljen. Det er derimot ikke sjeldent at det er demonstrasjoner mot oppdrettsnæringen her til lands. Ofte omhandler dette lokasjonene som brukes, og nye som skal opprettes. Dette knyttes ofte til miljøpåvirkningen. Også i de andre landene der Mowi opererer er det demonstrasjoner mot oppdrettsnæringen. Blant annet i Skottland, der næringen får motstand fra interessegrupper med et kritisk syn på lakseoppdrett. I denne sammenhengen vises det til konflikten med den lokale fiskerinæringen og annen bruk av kystsonen. I Canada og Chile er den største delen av demonstrasjonene knyttet til den negative miljøpåvirkningen og dyrevelferden. Det pekes særlig på antibiotikabruk og sykdom hos fisken. (Knudsen, 2019)

3.2.2 Økonomiske drivere

Mowi er sårbar for endringer i skattepolitikken som føres i de forskjellige landene hvor Mowi opererer. På generell basis kan man si at lakseoppdrett er ansett å være en grønn og bærekraftig bransje, noe som ofte betyr gunstige driftsvilkår. I Norge har det vært foreslått grunnrenteskatt på havbruksnæringen for å sikre staten og vertskommunene inntekter fra næringen. Forslaget ble nedstemt i 2020, men det ble vedtatt en produksjonsavgift på 40 øre per kilo laks produsert, med virkning fra 01.01.21. Denne avgiften vil påvirke Mowis resultater i fremtiden. Avgiften skal føres etterskuddsvis, slik at første innbetaling kommer i januar 2022. Ifølge Mowis egen presentasjon fra 2021 ble det i 2020 produsert 262 000 tonn laks i Norge som vil påvirkes av avgiften. Gitt at produksjonen holdes stabil, vil dette utgjøre omtrent 100 000 000kr. (KPMG, 2021)

Selskapets inntekter vil også variere i takt med lakseprisen, som i all hovedsak bestemmes etter tilbudet av, og etterspørselen etter laks i markedet. Pareto har estimert en gjennomsnittlig laksepris på 64 kr i 2023 (Fishpool, 2022), noe som er i tråd med den utviklingen vi har sett de siste årene. I tillegg ser vi at etterspørselen er på vei opp etter fallet i sammenheng med Covid-19. Pandemien tvang markedet til å tenke nytt, og gjerne digitalt.

Dette har ført til at digital bestilling av laks har økt kraftig i Asia, ifølge Norges sjømatråd (Norsk sjømatråd, 2021). Denne utviklingen vil bidra til å styrke etterspørselen i fremtiden, og dermed sikre en håndterbar laksepris. I januar 2022 eksporterte Norge 26% mer sjømat sammenlignet med samme tidspunkt i fjor (Norsk sjømatråd, 2022), noe som underbygger påstanden om økt global etterspørsel.

Som følge av Covid-19-pandemien opplevde mange land at sentralbankene satte styringsrentene ned mot null prosent. I Norge fikk vi over en lengre periode nullrente, noe som ga svært gunstige investeringsforhold. En økning i renten vil bety at fremtidig vekst vil bli dyrere for Mowi fordi det blir mer kostbart å ta opp nye lån. Norges Bank varsler at neste renteheving kan komme allerede i mars 2022, noe som vil gi en styringsrente over 0,5%, slik det ser ut i dag (Knudsen & Brunborg, 2022). I skrivende stund har regjeringen Gahr Støre fjernet de fleste tiltak mot Covid. Dette betyr at en renteheving er svært sannsynlig.

En økt rente vil føre til en styrking av kronkursen. Dette kommer av at en økt norsk rente gjør det mer gunstig for utenlandske aktører å spare i Norge. Den økte etterspørselen vil føre til en styrking av kronen. Dette er ugunstig for Norske eksportbedrifter, da varene blir dyrere i utlandet. For Mowi vil dette bety at sjømaten som eksporteres til utlandet vil selge dårligere grunnet lavere etterspørsel. Vi ser derimot at flere av verdens land ønsker å heve det generelle rentenivået etter lang tid med lavere renter. Dette kan motvirke denne effekten. Likevel vil økte renter føre til økte kostnader for husholdningene. Kombinert med økende inflasjon vil dette gi konsumentene dårligere kjøpekraft, noe som kan være med å påvirke etterspørselen etter sjømat negativt.

3.3.3 Sosiokulturelle drivere

I dag ser vi en stor økning i antallet mennesker som lever som veganere og vegetarianere. Ifølge en undersøkelse fra "Ipsos" har andelen i Norge økt fra 4% til 8% siden 2019 (Sørnes, 2021). I tillegg sier 23% at de forsøker å begrense kjøttinntaket. Dette må sees i sammenheng med miljøbevegelsen og fokuset rundt en bærekraftig livsstil. Ifølge en artikkel fra "Yougov" har 20% av alle mennesker født mellom 1980-2000 prøvd en vegetariansk diett for å redusere eget klimaavtrykk (Ballard & Bruce, 2020). Dette viser at en livsstilsendring hvor menneskeheten er mere avhengig av et vegetabilsk kosthold vil være en trussel for fiskerinæringen i fremtiden.

Likevel vil sjømat være en viktig proteinkilde i lang tid fremover, i tillegg til en av få naturlige kilder til Omega-3. Vi lever i en verden hvor befolkningstallet fortsatt øker, noe som gjør at kampen om å produsere det billigste og beste proteinet lever i beste velgående. Sammenlignet med storfe har laks omtrent like mye protein per 100g, men et betydelig lavere klimaavtrykk (Mowi ASA, u.d.). Tar man dette i betraktning kan fisk tilfredsstillende de stadig økende miljøkravene fra konsumentene, samtidig som det opprettholder anbefalt proteininntak.

Basert på kostholdsrad fra HelseNorge anbefales det å spise fisk 3-4 dager i uken (HelseNorge, 2021). Dette viser at fisk og sjømat bør være en stor del av menneskers matvaner, og kan erstatte rødt kjøtt over tid. Problemet vil være å tilpasse sjømaten, som i dag er å regne som en råvare, til forbrukernes handlingsmønster.

3.3.4 Teknologiske drivere

Teknologi er kritisk i de fleste næringer, og oppdrettsnæringen er relativt sett en ny næring. Forskning og utvikling er svært viktig for å utvikle næringen i en bærekraftig retning. Teknologit utviklingen innebærer at det blir åpnet for nye produksjonsformer og at nye områder kan brukes. Endringer i betingelsene for produksjonen kan gi mange muligheter. I 2019 ble det investert 6,49 milliarder kroner på marin-, fiskeri- og havbruksforskning, noe som vil komme alle i næringen til gode. «Fiskehelse, ernæring, bærekraftig fôr, kvalitet, teknologiske muligheter, marked og gode samfunnsløsninger, uavhengig av art og teknologiløsning» er tematikk som er listet som sentrale av regjeringen. Norge er en viktig bidrags giver til EU når det kommer til kunnskap og forskning innenfor den blå sektoren. (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021, p. 23)

Produksjon av eget fôr er noe Mowi verdsetter høyt. Mowi Feed ble etablert i 2013, og skal sørge for at Mowi skal bli selvforsynt med fôr. Investering og forskning innenfor dette området er viktig for en mer miljøvennlig og bærekraftig del av bransjen. Dette er ikke bare kostnadsnyttig, men i tillegg er det bra for laksestammen. Ved egen produksjon kan fôret tilpasses laksestammen, og dermed gi et bedre sluttprodukt. «Mowi kommer til å fortsette sitt omfattende forskningsarbeid for å finne nye, effektive og bærekraftige fôringredienser» (Kyst, 2021). Mowi har allerede dekket de europeiske oppdrettsanleggene med fôr, og målet er å være fullstendig selvforsynt. (MOWI, u.d.)

Digitalisering og automatisering er sentralt for at et selskap skal videreutvikles og lykkes i fremtiden. Mowi 4.0 Smart Farming er det nyeste innenfor teknologiske løsninger. Systemet er blockchain-basert og skal ta i bruk maskinlæring for å bedre produktivitet og redusere kostnader, i tillegg til å forbedre fiskevelferd og bærekraft. Innen 2025 skal det være implementert og operativt. Systemet skal overvåke fisken ved hjelp av avansert bildeteknologi, sensorer, IoT, bildegjenkjenning, stordata og analyse. Målet er å kunne overvåke biomasse, omfanget av lus, autonom fôring og fiskevelferd. Systemet vil bli bedre over tid ettersom det lærer av tidligere erfaringer. En stor aktør som Mowi vil kunne utnytte storskalafordelen bedre ved å bruke en slik teknologi (Kyst, 2021). Digitaliseringen vil også påvirke prosesseringen og distribusjonen. I store deler av Mowi sin verdikjede krever det mye arbeidskraft i prosesseringen, og automatiseringen vil redusere kostnader i form av lønn, og i mange tilfeller også kvaliteten. (MOWI, u.d.)

En trussel for oppdrettsnæringen er landbasert oppdrett, i tillegg til havbasert oppdrett. De høye lakseprisene over tid har ført til en større satsing på ikke-konvensjonelt oppdrett. Landbasert oppdrett har lenge vært en god teori, men dette har vist seg å være vanskeligere i praksis. De produksjonstekniske utfordringene er annerledes enn tradisjonelt oppdrett. I et tilfelle der disse teknologiene lykkes vil det ikke være over for oppdrettsnæringen i det norske markedet, men den tradisjonelle oppdrettsnæringen vil miste store markedsandeler på verdensbasis.

I Kina utforskes mulighetene for både havrigger og landbaserte oppdrettsanlegg. Dersom man lykkes med den landbaserte teknologien, vil det kunne produseres laks praktisk talt overalt. Dette medfører at man slipper store importeringskostnader, og får kutt i tidsbruk fra produksjon til konsum i mange land. I tillegg vil det være bedre for den helsemessige situasjonen til fisken, da lakselusa ikke vil trives like godt. Det som taler mot landbasert oppdrett, er at det er svært energikrevende. Havet utgjør store deler av jordens areal, og om man klarer å produsere laks på noe av disse områdene, vil det redusere miljøpåvirkningen som oppdrettsanlegg har på fjorder. Dette vil tillate større biomasser, ettersom det er dypere sjøområder og dermed større område å spre forurensningen på. Investeringene dette medfører er store, men dette kan bli lønnsomt på sikt ettersom produksjonsvolumet blir større. Bemanningen og logistikken som på et slikt anlegg vil være noe likt oljenæringen, ettersom anlegget vil være offshore.

3.3.5 Miljømessige drivere

Et av miljøproblemene verdenssamfunnet må ta stilling til i fremtiden er den økende vannmangelen. Ifølge World Water Development Report fra 2018 lever 50% av verdens befolkning i områder som opplever vannmangel minst en måned i året (UNESCO World Water Assessment Programme, 2018). Vannmangel er tett knyttet til global oppvarming, og det vil derfor være nødvendig å se på forbruket ved produksjon av 1 kg protein. Produksjon av storfe er den store synderen, hvor det går med i overkant av 15 000 L vann. Kylling og linser ligger mellom 4000 og 6000 L vann. Laks derimot, bruker ikke ferskvann i det hele tatt. Selv om dette er selvsagt, viser det at produksjonen ikke belaster vannforsyningen, og kan derfor økes i takt med verdens proteinbehov. (Lindahl, 2022)

De økende miljøhensynene tvinger Mowi og bransjen til å tenke nytt ved at de utfordres til å ha høyere utnyttelsesgrad av råvaren, endre sammensetningen av fôr og minimere transportbehovet blant annet. Hovedtyngden av utslippene i fiskerinæringen kommer fra fôrproduksjonen, som betyr at man kan redusere utslippene ved å justere biproduktene som fôret består av (Laksefakta, 2021).

Rømt oppdrettslaks er et stort problem for økosystemet i havet rundt. Oppdrettslaksen er avlet slik at den skal produsere mest mulig kjøtt, og er ikke egnet til å overleve på egen hånd. Det er observert rømt laks i enkelte elver hvor villaksen gyter, noe som kan bety at den naturlige bestanden av villaks blir genetisk påvirket av rømlingene. Ifølge en rapport fra Mowi er det flere områder i Norge hvor det er stor risiko for at dette kan skje. (MOWI, 2021, p. 32)

Avføring fra fisk og fôr som ikke spises faller ned og samler seg på havbunnen. Normalt er ikke dette et problem, men i oppdrettsmerder vil denne oppsamlingen bli svært konsentrert. Dette kan føre til at havbunnen under dør som følge av mangel på oksygen. Dette er dog ansett som en reversibel effekt, da nedfallet fra fiskeproduksjonen er nedbrytbart materiale. Fiskeoppdretterne er pålagt å overvåke havbunnen under merdene slik at man vet hvordan det står til. I tillegg er det mulig å flytte på merdene, slik at man fordeler byrden over større areal. (MOWI, 2021, p. 32)

3.3.6 Juridiske drivere

Oppdrettsnæringen blir regulert av blant annet akvakulturloven. Lovens formål er at den “skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten, jf. §1 Akvakulturloven. Norsk oppdrettsnæring er konsesjonsbasert. Det vil si at det kreves tillatelse for å kunne etablere seg som en aktør innenfor oppdrettsnæringen. Regjeringen bruker dette tiltaket for å kontrollere- og oppnå en bærekraftig vekst. Konsesjonene gjør at det blir vanskeligere for nye aktører å etablere seg, men også vanskelig for de allerede etablerte aktørene å ekspandere. Det er et stort press fra politisk hold om at oppdrettsnæringen skal være bærekraftig.

Trafikklyssystemet er et tiltak innført av myndighetene for å opprettholde bærekraftig vekst i oppdrettsnæringen. Systemet definerer om et oppdrettsanlegg innenfor inndelte soner skal få ekspandere, opprettholde-, eller kutte produksjon. Dette er basert på hvor mye lakselus villaksen har. Slik det kommer frem av navnet, er dette systemet basert på tre ulike farger. I grønne soner tillates det 6% vekst i produksjon, i en slik sone vil det være gode forutsetninger for å ekspandere, og lakselusen er ikke et problem. I gule soner er det ingen endring i produksjon. Her er det for mye lakselus til å kunne øke produksjon, men ikke såpass utbredt at man må redusere. I røde soner er lakselusen såpass utbredt at man må redusere produksjonen med 6% i et forsøk på å få kontroll på situasjonen. Norge er delt inn 13 ulike geografiske områder når det gjelder oppdrett. I 2020 var ni områder grønne, to område gule og to områder røde. (MOWI, 2021, p. 81)

Den nye regjeringen ønsker å innføre tiltak som legger til rette for forutsigbar, regulert og bærekraftig vekst. Ett av tiltakene som er vurdert er å videreutvikle trafikklyssystemet slik at det inneholder flere miljøfaktorer, og utvikle en strategi som forhindrer rømming av fisk. Et annet viktig punkt er at regjeringen vil gjøre fremtidige oppdrettstillatelser tidsbegrensede. Trafikklyset revideres annet hvert år, og regulerer vekst. Det meste av reguleringen skjer fortløpende gjennom regler og forskrifter som håndheves av ulike instanser. Næringen reguleres av blant annet akvakulturloven og forurensningsloven. Utslipp og håndtering av avfall blir regulert i forurensningsloven. Konsesjoner som blir gitt av statsforvalteren kan endres eller fjernes dersom det blir endring i situasjonen der konsesjonen ble gitt. Miljølovgivningen i bransjen reguleres av akvakulturloven. (Jensen, 2021)

Et begrep som ofte brukes for å omtale mengden fisk som til enhver tid kan befinne seg på en lokasjon er maksimalt tillatt biomasse (MTB). Dette blir fastsatt basert på hvor oppdrettsanlegget befinner seg, samt hvordan miljøsituasjonen er på stedet. Grensen på hvor mange fisk som kan befinne seg i hver enkelt merd blir også satt med tanke på antall fisk som rømmer ved ulykker på anlegget. Miljøpåvirkningen blir regulert av de ulike organene som er tidligere nevnt, samt gjennom internkontrollforskriften som sier at de ulike aktørene er pålagt å overvåke egne miljøforhold i driften.

I Skottland deles det ikke ut én formell lisens, men man trenger medhold fra fire ulike instanser for å sette opp et oppdrettsanlegg. Da trenger man planleggings-, havbruks-, miljø- og produksjonslisens. MTB er også et viktig element i Skottland, og dette bedømmes ut fra miljømessige forhold. Den øvre grensen for antall tonn MTB på lokalitetsnivå i Skottland er i utgangspunktet 2 500 tonn. Ulike geografiske lokasjoner, og karakteristikk ved dette avgjør hvor stor MTB kan være. Dette har ført til at oppdrettsanlegg kan ha en grense på over 2 500 tonn MTB, så lenge det er i henhold til de miljømessige faktorene. (MOWI, 2021, p. 85)

Oppdrett i Canada har ulike reguleringer avhengig av det geografiske området det befinner seg i. For å operere et oppdrettsanlegg trenger man medhold fra provinser og/eller føderalt nivå. Lovgivningen i Canada er ikke lik for alle provinsene, hvilket gjør det mer komplekst når det kommer til regler. Det canadiske systemet er også konsesjonsbasert, slik som det norske. Disse er hovedsakelig ettårige, men fornyes rutinemessig. Den vanlige fordelingen, avhengig av lokalitet, er én konsesjon bestående av MTB mellom 300 og 3 000 tonn. I likhet med Norge er det rapporteringskrav fra de ulike aktørene. (MOWI, 2021, p. 88)

Historisk sett har det vært et mye mindre regulert oppdrettsmarked i Chile enn nasjonene tidligere nevnt. Dette har ført til sykdomsutbrudd, biologiske utfordringer og høy antibiotikabruk. Det har vært høy vekst i produksjon i landet. Chile har derimot ikke villaks og har dermed ikke de samme utfordringene når det kommer til lakselus slik som i Norge. Restriksjonene her ligger i biomasse, lokalitet og krav av drift. Produksjon og vekst bestemmes av den samlede prestasjonen av fiskens helse, rømninger og andre tap, lus og lusebehandlinger i tillegg til antibiotikabehandlinger. En positiv samlet vurdering vil resultere i at anlegget kan øke produksjon med 9%, 6% eller 3% ved neste avling, avhengig av hvor positiv vurderingen er. En negativ vurdering vil være -9%, -6% eller -3% avhengig av hvor negativ vurderingen er. (MOWI, 2021, p. 87)

3.3 Intern analyse: SVIMA-analyse

Et sentralt verktøy for å evaluere konkurransefortrinn er SVIMA-analysen. Denne analysen kartlegger selskapets konkurransefortrinn med deres interne ressurser som grunnlag. Målet for enhver bedrift er å skape varige konkurransefortrinn. Bokstavene i SVIMA står for: S - Sjelden, V - Viktig, I – Ikke-imiterbar, M - Mobilisert og A - Appropriert. For å oppnå varige konkurransefortrinn må alle disse karakteristikene være oppfylt. Videre kommer det i en utfallsmatrise nedenfor:

Tabell 3: Oversikt over SVIMA utfall

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

3.3.1 Markedsposisjon

Mowi er verdens største lakseoppdretter, men en vurdering om markedsposisjon gir grunnlag for konkurransefortrinn er derimot vanskeligere. Størrelsen gir Mowi lavere kostnader i form av storskalafordeler, men i seg selv gir den ingen flere konkurransefordeler.

Sjelden: Størrelsen er vanskelig å kopiere, fordi næringen er konsesjonsbasert, og dermed kreves det mange konsesjoner for å ekspandere til et såpass stort selskap. Den vil derfor kunne anses som sjelden.

Viktig: Mowi optimaliserer produksjon og kostnader i de ulike landene selskapet opererer, og dette er en omfattende prosess for et stort selskap. For et lite selskap vil det derimot være enklere å optimalisere. Det er mindre forhold, og dermed også færre faktorer å ta hensyn til.

Som en konsekvens av dette viser det seg i flere tilfeller at driftsmarginene hos små oppdrettsaktører er lavere enn hos store. Dette er hovedargumentet for at størrelsen ikke er viktig. Store aktører får derimot mer pressmiddel i kontraktsforhandlinger og lignende enn det små gjør. I tillegg til dette blir det større muligheter for forskning og utvikling, og enklere implementering av dette. Som konklusjon veier størrelsesfordelene mer enn driftsmarginene og dermed er markedsposisjon er viktig.

Ikke-imiterbar: Nye muligheter for produksjon, slik som landbasert oppdrett og havbasert oppdrett gjør det mulig å ekspandere uten å måtte oppnå markedsandeler ved hjelp av konsesjoner. Dette gir andre selskaper mulighet til å ekspandere. Dette gjør markedsandelen til Mowi imiterbar.

Mobilisert: Størrelsen er mobilisert både når det kommer til forhandlingskraft til leverandører og kunder, og ved driften. Vi kan derfor si at den er mobilisert.

Appropriert: Lakseprisen er universell for hele bransjen, og dermed blir ikke fordelene ved stordriftsfordelene til gunst for kunden, men heller aktørene som produserer. Det kan derfor konkluderes med at Mowi har appropriert markedsposisjonen.

3.3.2 Verdikjede og fôrproduksjon

Mowi har en full vertikal integrasjon, hvilket gir kvalitetssikring i alle ledd og effektiv utnyttelse av ressurser. I 2012 etablerte Mowi underselskapet Mowi Feed, hvilket sikrer tilgang på fôr på de europeiske oppdrettsanleggene. I oppdrettsprosessen er det fôr som er den største enkeltkostnaden, og en egen produksjon av dette sikrer kvalitet og er viktig for å optimalisere produksjon. Dersom Mowi klarer å oppnå en pris på egen fôrproduksjon under markedspris, så vil dette være et konkurransefortrinn.

Sjelden: Mowi er den eneste aktøren som er (delvis) selvforsynt når det kommer til fôr. De andre aktørene kjøper fôr fra eksterne aktører til markedspris. Det vil si at produksjonen er sjelden.

Viktig: Prisen satt av de eksterne fôrprodusentene settes med grunnlag i produksjonskostnad. I tillegg til disse kostnadene vil fraktkostnad også være en betydelig del. Mowi slipper deler

av denne fraktkostnaden ved å produsere selv. Kostnadsreduksjonen ved å produsere selv vil dermed kunne sies å være viktig med tanke på lønnsomhet, og er et konkurransefortrinn.

Ikke-imiterbar: Mange av Mowis konkurrenter har muligheten til å produsere sitt eget fôr, men for mange blir det ikke et lønnsomt alternativ. En av hovedgrunnene til at Mowi har mulighet til å produsere sitt eget fôr er mengdekravet. Mowi er som sagt det største oppdrettsselskapet, og for å kunne replisere lønnsomheten ved fôrproduksjon måtte andre selskap hatt et mye større behov. Det er mulig for konkurrentene å imitere, men det krever en stor del kapital og investeringen medfører også en risiko som mange mindre aktører ikke er villige til å ta. Fra børsmeldingen om egen fôrproduksjon tok det tre år før fabrikkene i Norge var ferdig. Det er nærliggende å anta at andre aktører også vil bruke en del tid på å få på plass samme investering.

Mobilisert: Oppstarten og byggingen av Mowi Feed medførte store investeringskostnader. Mowi rapporterer at fôrproduksjonen har vært lønnsom, og at det er forventet ekspansjon og videre utvikling av anleggene. Dermed kan det konkluderes med at fôrproduksjonen er mobilisert.

Appropriert: Ettersom produksjonen ble sett på som lønnsom fra starten, vil det være naturlig å anta at Mowi oppnår de økonomiske fordelene ved produksjon, og at den dermed er appropriert.

3.3.3 Forskning og utvikling

En bransje i konstant endring krever ressurser med søkelys på forskning og utvikling. Dette gir et behov for kompetanse og kunnskap på området. Mowi har posisjon som markedsleder når det kommer til størrelse, og dermed har de større ressurser til å utvikle bedre og nye løsninger. Dette er også nødvendig for å beholde denne posisjonen. Det som blir spørsmålet i en SVIMA-analyse er om kompetansen innenfor forskning og utvikling fører til konkurransefortrinn for Mowi.

Sjelden: Grunnlaget for forskning og utvikling er sterkt hos Mowi, grunnet den enorme størrelsen sammenlignet med konkurrentene. Dette gir et sterkt kapitalgrunnlag, og dermed også kompetanse. Den største konkurrenten, som er SalMar med InnovaMar, er sammen med

Mowi den aktøren som bidrar til størst utvikling i bransjen. Det er derfor naturlig å konkludere med at ressursen er sjelden.

Viktig: Optimalisering av laksens helse, samt produksjon, er viktig for å drive bransjen fremover og bidrar til mer bærekraftige løsninger. Reduksjon av rømminger, lakselus og sykdommer er alle viktige tiltak for å bidra til en mer bærekraftig produksjon av laks. Eksempler på slik optimalisering er Mowi 4.0 som tidligere nevnt skal bruke maskinlæring til å bedre flere områder. Denne ressursen karakteriseres som viktig, fordi Mowi må opprettholde utviklingen for å beholde posisjonen som markedsleder.

Ikke-imiterbar: Forskning er en stor kostnad for aktører. Det er ofte at investeringen i forskning ikke gir en økning i økonomisk verdi umiddelbart. Dette er en del av risikovurderingen som en bedrift tar når den velger å investere i FoU. Det er i tillegg vanskelig å beholde teknologien som utvikles for seg selv, og mange vil benytte muligheten til å kopiere om teknologien viser seg å være verdifull. Dermed er FoU imiterbar, selv om det krever stor kapitalbinding.

Mobilisert: FoU er en kontinuerlig prosess, der det alltid vil være prosjekter i utvikling. Mange blir aldri mobilisert. Ressursen blir karakterisert som mobilisert, da de prosjektene som blir ferdig utviklet blir tatt i bruk fortløpende dersom de tilfører verdi.

Appropriert: En stor del av forskningen i Norge, særlig knyttet til blå næring, får statlig støtte. Ett av kriteriene for dette er at resultater og kunnskap som følge av forskningen deles med andre aktører. Mange aktører får, som tidligere nevnt, dermed muligheten til å kopiere teknologien om den er profitabel. Siden Mowi har en bred og god forskningsavdeling vil ikke all forskningen være støttet av forskningsaktører, og det vil følgelig ikke være grunnlag for å dele all informasjonen. Når kun noen av forskningsprosjektene må deles med bransjen vil det fremdeles konkluderes med at Mowi approprierer FoU.

3.3.4 Oppsummering av SVIMA-analysen

Tabell 4: Konklusjon, utfall av SVIMA-analyse

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Markedsposisjon	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Fôrproduksjon	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
FoU	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

3.4 Oppsummering: SWOT

Den siste delen av den strategiske analysen er en SWOT-analyse, som i all hovedsak er en oppsummering av den strategiske delen. Denne brukes for å få en helhetlig oversikt over Mowis styrker (strengths), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats).

Tabell 5: SWOT-analyse

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> • Markedsposisjon • Størrelse • Diversifisert geografi • Integrert verdikjede • Viktighet for lokalbefolkning • Bærekraft 	<ul style="list-style-type: none"> • Reguleringer fra myndigheter gir begrensninger for vekst • Rømninger
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> • Helsetrend og befolkningsvekst • Etterspørselsvekst • Forskning og utvikling • Fôrproduksjon 	<ul style="list-style-type: none"> • Miljøskepsis • Sykdommer og fiskevelferd • Handelsbarrierer • Produksjonsavgift og grunnrenteskatt • Andre proteinkilder og kosthold • Utradisjonelle oppdrettsformer

Avslutningsvis fra den strategiske analysen, kan vi oppsummere med at Mowis styrker er flere enn svakhetene. Det er i stor del markedsposisjon og størrelse som er kilden til de fleste av styrkene. Mulighetene har stamme i FoU, samt globale trender. Svakhetene stammer i politikk som begrenser veksten, samt til dels utfordringer ved den bærekraftige driften. Det siste punktet gjelder i stor del truslene også, der skepsis og velferden hos fisken er én utfordring, skatter og avgifter er en annen, i tillegg til FoU med tanke på utradisjonelle oppdrettsformer.

Del 4: Regnskapsanalyse

Tabell 6: Resultatregnskap Mowi

	2020	2019	2018	2017	2016
Driftsinntekter	3 760,2	4 135,6	3 811,9	3 649,4	3 510,2
Driftskostnader (før avskrivninger)	3 238,6	3 231,5	2 733,1	3 014,2	2 376,5
Avskrivninger	338,1	287,1	153,4	150,3	142,5
Driftsresultat	183,5	617,0	925,4	484,9	991,2
Driftsmargin	4,9 %	14,9 %	24,3 %	13,3 %	28,2 %
Netto finans	-62,9	-9,6	-193,2	37,7	-232,0
Resultat før skatt	120,6	607,4	732,2	522,6	759,2
Skatt	1,4	131,2	165,0	59,0	219,9
Resultat etter skatt	119,2	476,2	567,2	463,6	539,3
Resultatmargin	3,2 %	11,5 %	14,9 %	12,7 %	15,4 %
<i>Tall oppgitt i millioner euro</i>					

4.1 Historisk utvikling av resultatregnskapet

Tabellen over viser forenklete regnskapstall for Mowi de siste 6 årene. Omsetningen er generelt høy, og har en positiv trend over tid. Med høyere omsetning følger også høyere driftskostnader, som tabellen viser. Tabellen viser også et avvik fra den generelle trenden, fra 2019 til 2020, hvor vi har en nedgang i driftsinntekter. Kostnadene i 2020 har likevel ikke vært betydelig lavere enn året før. Dette resulterer i at 2020 er det eneste året som ikke har tosifret resultat- og driftsmargin de siste seks årene. Bakgrunnen for det unormalt svake året skyldes Korona-pandemien. Dette skyldes hovedsakelig at resultanter og lignende hadde

begrenset økonomisk aktivitet dette året, og dermed begrenset innkjøp av Mowis produkter. Det er likevel positivt at selskapet til tross for et svakt år endte med overskudd.

Tabell 7: Utvikling driftsinntekter

	2020	2019	2018	2017	2016
Driftsinntekter	3 760,2	4 135,6	3 811,9	3 649,4	3 510,2
Endring fra året før	-9,1 %	8,5 %	4,5 %	4,0 %	
<i>Tall oppgitt i millioner euro</i>					

Tabellen over understreker trenden i utviklingen av driftsinntekter, og som nevnt ser vi at 2020 er det eneste året med negativ trend. Vi ser også at selskapet raskt har hentet seg inn igjen.

Tabell 8: Kostnadsanalyse

	2020	2019	2018	2017	2016
Varekost	1 970,4	1 982,8	1 812,2	1 688,5	1 782,2
Endring fra året før	-0,6 %	9,4 %	7,3 %	-5,3 %	
"Overheads"	462,8	421,7	443,4	423,1	349,6
Lønn produksjon m.m.	558,5	563,5	505,0	477,9	440,0
Total lønn	1 021,3	985,2	948,4	901,0	789,6
Endring fra året før	3,7 %	3,9 %	5,3 %	14,1 %	
Avskrivninger	338,1	287,1	153,4	150,3	142,5
Endring fra året før	17,8 %	87,2 %	2,1 %	5,5 %	
Andre driftskostnader	90,5	161,0	153,7	11,8	230,4
Endring fra året før	-43,8 %	4,7 %	1202,5 %	-94,9 %	
Uventede kostnader	178,2	151,2	-135,7	446,6	363,1
Sum driftsrelaterede kost	3 598,5	3 567,3	2 932,0	3 198,2	3 307,8
Endring fra året før	0,9 %	21,7 %	-8,3 %	-3,3 %	
<i>Tall oppgitt i millioner euro</i>					

Tabellen over viser de forskjellige kostnadene selskapet har hatt de foregående 6 regnskapsårene. Generelt sett har kostnadene en naturlig utvikling i forhold til driftsinntektene fra forrige tabell, særlig varekostnaden. En annen viktig årsak til nedgangen er at selskapet både i 2020 og 2019 hadde uventede kostnader på over 100 millioner euro. Posten uventede kostnader varierer stort fra år til år. Dette kommer av at de forskjellige årene preges av ulike forhold særegne for det aktuelle året, både på selskapsnivå og på makronivå. Eksempelvis er de uventede inntektene i år 2018 en konsekvens av at biologiske eiendeler skal verdsettes til "fair value" altså virkelig verdi, ihht. IAS 41.24.

4.2 Sammenlikning med konkurrenter og bransje

Tabell 9: Sammenlikning konkurrenter

Tall fra 2020	Mowi	Salmar	Lerøy (Austevoll)	Bakkafrost	Grieg Seafood
Inntekter, total	3 760,2	1291,2	1995,9	625,2	448,2
Prosent av driftsinntekter	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Varekost	2 112,9	587	1110,7	263,0	175,6
Prosent av driftsinntekter	56,2 %	45,5 %	55,6 %	42,1 %	39,2 %
Sum lønn	1095,10	131,90	307,20	135,72	152,10
Prosent av driftsinntekter	29,1 %	10,2 %	15,4 %	21,7 %	33,9 %
Tall oppgitt i millioner euro					

Tabellen viser en sammenlikning av kostnader i forhold til driftsinntekter hos Mowi og konkurrentene nevnt i kapittel 2.2.1 om konkurrenter. Det er urovekkende at Mowis lønnsutgifter er svært store i forhold til driftsinntektene. Mowis varekostnad er derimot sammenlignbar med de konkurrentene som ligner mest, SalMar (SalMar, 2021) og Lerøy (Lerøy, 2021). Disse to, samt Bakkafrost (Bakkafrost, 2021) og Grieg Seafood (Seafood, 2021) er de selskapene vi mener er de mest sammenliknbare med Mowi. Regnskapstallene er hentet fra selskapenes respektive årsrapporter fra 2020.

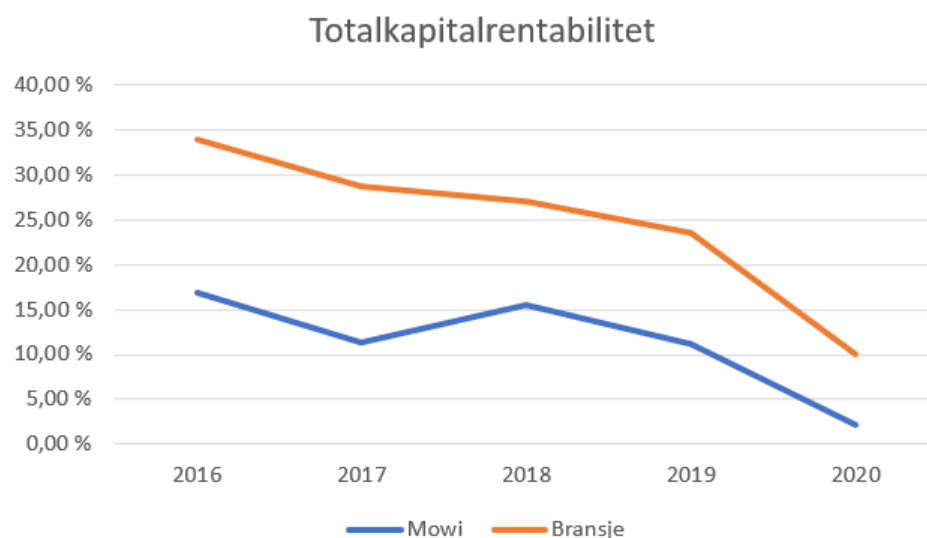
4.3 Nøkkeltall

Andre del av regnskapsanalysen er en nøkkeltallsanalyse, hvor vi sammenlikner ulike nøkkeltall for Mowi med oppdrettsbransjen i Norge generelt. Tallene for oppdrettsbransjen er hentet fra Fiskedirektoratet (Fiskedirektoratet, 2021) mens tallene for Mowi er hentet fra årsrapporter via EIKON. I likhet med konkurrentsammenlikningen under «historiske regnskapstall» har vi også her brukt tall fra 2016 til 2020. Nøkkeltall er et viktig analyseverktøy for å enkelt kunne sammenligne blant annet lønnsomhet, soliditet og likviditet hos forskjellige selskaper. Vi vil i vår analyse benytte oss av nøkkeltallene total kapitalrentabilitet og driftsmargin for å vurdere lønnsomhet, samt EK-andel og likviditetsgrad 1 for å vurdere soliditet og likviditet.

4.3.1 Total kapitalrentabilitet

Total kapitalrentabilitet sier noe om hvor bra resultatet til en bedrift er i forhold til den totale kapitalen selskapet besitter, og forteller altså noe om hvor godt bedriften klarer å utnytte tilgjengelige midler. Formelen er som følger:

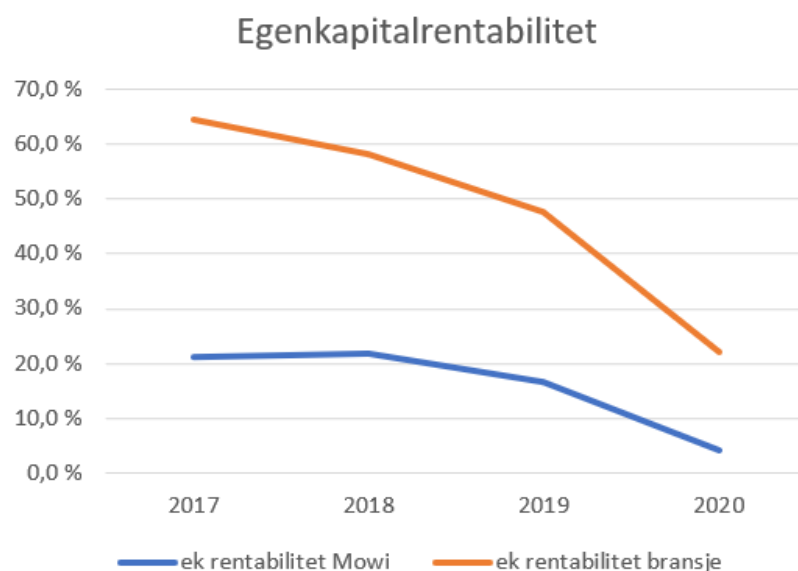
$$\text{totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{årsresultat}}{\text{gjennomsnittlig totalkapital}}$$



Figur 6: Totalkapitalrentabilitet

Som vi ser av grafen over har det vært en generell negativ trend for oppdrettsnæringen de siste 5 årene, en trend Mowi også har fulgt. I tillegg forsterkes den negative trenden ytterligere i 2020 på grunn av pandemien. Likevel har Mowi tilsynelatende en betydelig dårligere totalkapitalrentabilitet enn bransjen, noe som er urovekkende. Årsakene er sammensatt, men blant annet gjør Mowis store totalkapital at det stilles større krav til årsresultat.

4.3.2 Egenkapitalrentabilitet



Figur 7: Egenkapitalrentabilitet for Mowi sammenlignet med bransjens gjennomsnitt

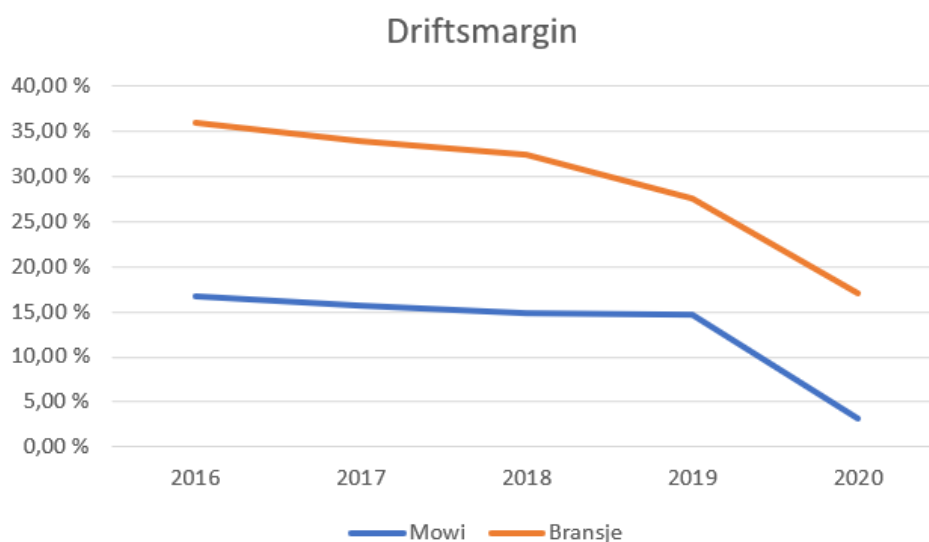
$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Oppdrettsnæringen er på generell basis lønnsom, også dersom vi ser på egenkapitalrentabilitet, og særlig dersom vi ser bort fra korona-året 2020. Det er likevel en nedgående trend, både for Mowi og bransjen generelt. En av grunnene til at Mowi ser ut til å være særlig svak i forhold til bransjen kan være at Mowi har en høyere egenkapitalandel. Dette fører til at trenden vi ser i totalkapitalrentabiliteten blir forsterket.

4.3.3 Driftsmargin

Driftsmargin er i likhet med totalkapitalrentabilitet et nøkkeltall som kan si noe om hvor bra resultatet er. Forskjellen er at driftsmargin ser på driftsresultatet i forhold til den totale omsetningen/inntektene. Formelen er som følger:

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{driftresultat}}{\text{totale inntekter/omsetning}}$$



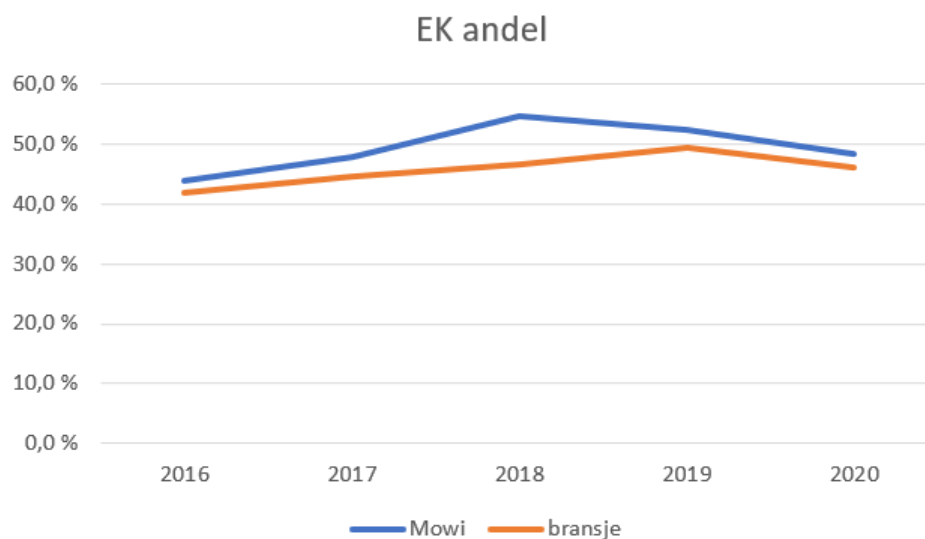
Figur 8: Driftsmargin for Mowi sammenlignet med bransjens gjennomsnitt

Som vi ser på tabellen over er det den samme trenden som vi ser på totalkapitalrentabiliteten, hvor det er en negativ trend de siste 5 årene. Mowi har generelt sett en betydelig dårligere driftsmargin enn bransjesnittet. Grafen viser at driftsmarginen er høyere enn totalkapitalrentabilitet, da driftsmargin ikke tar hensyn til «ikke-driftsrelaterte kostnader».

4.3.4 EK-andel

Ek-andel er et nøkkeltall som forteller noe om hvor stor del av totalkapitalen som er egenkapital. Nøkkeltallet forteller oss i hovedsak noe om kapitalstrukturen i selskapet, men brukes også som et mål på soliditet, altså evnen til å tåle tap. Formelen er som følger

$$EK - andel = \frac{Egenkapital}{Totalkapital}$$



Figur 9: Egenkapitalandel for Mowi sammenlignet med bransjens gjennomsnitt

Som grafen over viser har Mowi en relativt lik kapitalstruktur som resten av bransjen, men likevel noen prosentpoeng høyere. En EK-andel på rundt 50% kan sies å være sunt, da dette for det første vitner om en god soliditet, men også fordi en viss andel lånefinansiering anses som sunt.

Del 5: Avkastningskrav

5.1 CAPM

CAPM, eller "Capital Asset Pricing Model", brukes til å regne ut egenkapitalens avkastningskrav. Formelen, og utregningen av CAPM er som følger (Kenton, 2022):

Tabell 10: Beregning av CAPM

CAPM	
$Re = rf + \beta(Rm - rf)$	
Forkortelse	Forklaring
Re	Avkastningskrav til EK
Rf	Risikofri rente
β	Beta
Rm	Forventet avkastning til markedet
INPUT	
Rf	1,7 %
β	0,78
Markedets risikopremie	5 %
Re =	5,6 %

5.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er et mål på hva avkastningen hadde vært dersom man investerte pengene sine helt risikofritt, gjerne i statsobligasjoner. Vi har valgt å bruke norske statsobligasjoner med 10 års varighet som sammenligningsgrunnlag fordi Mowi er notert på den norske hovedindeksen. Den 03.01.2021 var risikofri rente på 1,745% (Trading Economics, 2022). Dette målet kommer vi til å bruke videre i oppgaven.

5.1.2 Beta

Beta er et mål som viser i hvilken grad en aksje korrelerer med en indeks. Dersom en aksje har en beta på én vil det være perfekt korrelasjon. Den viser også den systematiske risikoen i markedet som følge av fluktuasjoner i indeksen. Dette er risiko man ikke får diversifisert bort. Formelen for beta er som følger (Kenton, 2021):

$$\frac{CoV(\text{marked}, \text{aksje})}{Var(\text{marked})}$$

Vi valgte å bruke et femårig intervall, fra 2016 til og med 2020, for å beregne beta. Det ble gjennomført en regresjonsanalyse, og vi kom fram til at Mowis beta ligger på 0,78. Dette betyr at aksjen er mindre volatil enn indeksen vi sammenligner med.

5.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom den forventede avkastningen i markedsporteføljen og den risikofrie renten. Dette er den avkastningen man bør forvente å få ved å påta seg mer risiko. Markedets risikopremie øker i takt med den systematiske risikoen. PWC, eller Price Waterhouse Coopers, er et stort kompetansehus som årlig analyserer markedspremien i det norske markedet i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening. De har kommet frem til at premien bør ligge på 4.8% eller 5.0%, avhengig av om man bruker henholdsvis vektet gjennomsnitt eller median. Vi velger å bruke mediantallet på 5% i beregningen, da vi ser at det har holdt seg mest stabilt i regnskapsperioden som analyseres. (PriceWaterhouseCoopers, u.d.)

Tabell 11: Markedets risikopremie (PriceWaterhouseCoopers, u.d.)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Vektet snitt	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,2 %	4,9 %	5,0 %	5,0 %	4,9 %	4,8 %	4,8 %
Median	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Kvartil 1	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Kvartil 3	5,5 %	5,5 %	5,5 %	6,0 %	5,5 %	5,4 %	5,1 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %

5.2 WACC

WACC, eller Weighted Average Cost of Capital er den gjennomsnittlige kapitalkostnaden til et selskap. Utregningen er et vektet gjennomsnitt av andelen gjeld og egenkapital i selskapet. Formelen og utregningen er som følger:

Tabell 12: Beregning av WACC

WACC	
$((E/V)*Re)+((D/V)*Rd*(1-T))$	
Forkortelse	Forklaring
E/V	Equity over value
Re	Avkastningskrav til EK
D/V	Debt over value
Rd	Cost of debt
INPUT	
E/V	48,4 %
Re	5,6 %
D/V	51,6 %
Rd	4,0 %
Skattesats	0,22
WACC =	4,3 %

Del 6: Estimering av frie kontantstrømmer

6.1 Generelt om verdsettelse ved bruk av DCF (Discounted Cash Flow)

Ved verdsetting av selskap er totalkapitalmodellen et viktig verktøy. Modellen går ut på å estimere fremtidige kontantstrømmer (cash flow) i et gitt tidsintervall frem i tid, for så å neddiskontere disse for å finne dagens verdi av de fremtidige kontantstrømmene. For å neddiskontere kontantstrømmene benytter vi avkastningskravet på totalkapitalen, altså WACC som beregnet i forrige kapittel. For å beregne kontantstrømmer må vi først estimere et driftsresultat, for så å korrigere for transaksjoner som ikke påvirker resultatet direkte. Eksempelvis endring i arbeidskapital og andre investeringer.

Kontantstrømmer brukes da dette forteller noe om selskapets likviditet, og dermed mulighet til å gjøre flere investeringer eller betale utbytte. Det er likevel begrenset hvor langt frem i tid man kan prediktere kontantstrømmer, da det over tid vil bli for mye usikkerhet knyttet til antakelser og prediksjoner. Det benyttes heller et terminalledd. Terminalleddet forutsetter en evig vekst i kontantstrømmer, og et fast avkastningskrav til totalkapitalen. Summen av de neddiskonterte kontantstrømmene (DCF) og terminalleddet blir selskapets anslåtte verdi.

Terminalleddet beregnes slik:

$$\text{Terminalledd: } \frac{\text{Cash flow terminalåret}}{WACC\text{-vekstrate}}$$

Regnskapstallene er hentet fra selskapets egne årsrapporter gjennom programmet EIKON. Historiske laksepriser er hentet fra Fishpool, mens estimer for fremtidige laksepriser er hentet fra Fishpool og Pareto Securities. Historisk utvikling i laksetterspørsel, samt anslag på fremtidig etterspørsel er hentet fra "Salmon Farming Industry Handbook 2021" av Mowi.

6.2 Estimering av salgsinntekter

For å unngå at en for stor del av selskapets verdi havner i terminalleddet, har vi valgt å estimere kontantstrøm for de neste 8 årene, fra og med 2021 til og med 2028. De to viktigste faktorene for Mowis inntekter er laksepris og slaktevolum. Disse to faktorene blir derfor to grunnsteinene i vår analyse. Estimaten og antakelsene som gjøres underbygges blant annet

av funnene våre i den strategiske analysen, dette kommer vi nærmere inn på for de enkelte antakelsene.

6.2.1 Inntektsanalyse

For å best kunne estimere fremtidige kontantstrømmer er det naturlig å starte med å analysere inntekter for tidligere år. På samme måte som i regnskapsanalysen har vi valgt å benytte regnskaper for de fem foregående årene.

Mowis salgsinntekter kommer ikke utelukkende fra salg av laks, men laks er utvilsomt selskapets største inntektskilde. For å ta hensyn til selskapets andre inntektskilder gjennomfører vi en analyse av selskapets totale inntekter sammenliknet med inntektene som kommer utelukkende fra salg av laks. Analysen går ut på å beregne inntektsavvikene for hvert enkelt år. Dette vil si at vi finner ut hvor stor andel av selskapets totale driftsinntekter som kommer fra andre kilder enn laks. Deretter beregner vi gjennomsnittet av inntektsavviket fra de forskjellige årene. Dette gjennomsnittet bruker vi som estimat for fremtidige inntektsavvik. Tabellen under viser beregningen.

Tabell 13: Inntektsavvik

	2016	2017	2018	2019	2020
Slaktevolum	380 621	370 346	375 237	436 000	440 000
Laksepris (euro)	6,72	6,31	6,19	5,99	5,3
Totale inntekter	3 510,2	3 649,4	3 811,9	4 135,6	3 760,2
Inntekter fra laks	2 557,77	2 336,88	2 322,72	2 611,64	2 332,00
Inntektsavvik	37,24 %	56,17 %	64,11 %	58,35 %	61,24 %
Gjennomsnittlig inntektsavvik		55,42 %			

6.2.2 Inntektsestimering

Neste steg er å prediktere/estimere fremtidige salgsinntekter. Som tidligere nevnt er slaktevolum og laksepris grunnsteinene for Mowis inntekter. For å estimere salgsinntekter har vi basert oss på Mowis "Salmon Farming Industry Handbook 2021", hvor det kommer frem at global etterspørsel etter laks er forventet å øke med 4% årlig i perioden 2021-2024. Med bakgrunn i dette, samt industriens konkurransesituasjon og selskapets sterke og lite truede posisjon i markedet, mener vi det er naturlig at selskapets slaktevolum skal følge samme trend (MOWI, 2021, p. 21). Dette kan underbygges med Mowis egen satsning på forproduksjon og forventet bransjeutvikling, kommentert i den strategiske analysen.

Historisk sett har etterspørselen etter laks alltid vært økende, og har totalt økt med 509% siden 1995. Dette gir en gjennomsnittlig årlig økning på 7%. I perioden 2011-2020 har den årlige økningen vært noe lavere, på 6% årlig. Trenden er altså at den årlige økningen i etterspørsel, prosentvis, synker. Dette støttes av estimatet på at 4% årlig økning frem til 2024. Perioden 2024-2028 har vi likevel ikke noe anslag for. Med bakgrunn i trenden om en gradvis lavere prosentvis etterspørsel, velger vi å anta 4% årlig økning også i perioden 2024-2026. Deretter reduserer vi årlig økning i etterspørsel til 3% i perioden 2026-2028. (MOWI, 2021, p. 21)

Når det gjelder laksepris er det muligens knyttet mer usikkerhet til utviklingen. Også her finnes det analyser, men disse strekker seg også bare frem til år 2024. Meglerhuset Pareto Securities har anslått en laksepris på ca. 6,4 euro i både 2021 og 2022 (Johannessen, 2018), mens Fishpool har et høyere estimat på nærmere 8 euro pr kg i perioden. Vi velger å benytte oss av det laveste estimatet. I perioden 2022-2024 er det bare Fishpool som har estimater, på henholdsvis 6,59 euro/kg i 2023 og 6,14 i 2024 (Fishpool, 2022). De videre årene finnes det foreløpig ingen troverdige estimater for. Her benytter vi oss av en nøktern estimering av laksepris i perioden 2024-2028, hvor vi antar at lakseprisen vil stabilisere seg på 6 euro/kg. Estimeringen av totale salgsinntekter i perioden blir da som vist under.

Tabell 14: Estimering inntekter

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Slaktevolum (p)	457 600	475 904	494 940	514 738	535 327	556 740	573 443	590 646
Vekst i slaktevolum (p)	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	3 %	3 %
Laksepris (p)	6,4	6,4	6,59	6,14	6,1	6	6	6
Inntekter fra laks (p)	2 928,64	3 045,79	3 261,66	3 160,49	3 265,50	3 340,44	3 440,66	3 543,88
gjen. Inntektsavvik	55,42 %	55,42 %	55,42 %	55,42 %	55,42 %	55,42 %	55,42 %	55,42 %
Salgsinntekt (p)	4 551,76	4 733,83	5 069,34	4 912,11	5 075,31	5 191,79	5 347,55	5 507,97

6.3 Estimering av kostnader

Når det kommer til selskapets kostnader vil det naturligvis være korrelasjon mellom selskapets slaktevolum og driftskostnadene som følger med. I fremtiden vil det, som beskrevet i den strategiske analysen, være gode muligheter for at det kommer ny forskning som virker kostnadsbesparende. I tillegg til dette er størrelsen og den helintegreerte verdikjeden viktig for å implementere forskningen, og dermed også få kostnadsbesparende tiltak satt i verk. Det er uforutsigbart med faktorer slik som lakselus og annen sykdom, og dette påvirker kostnadene forskjellig fra år til år.

6.3.1 Varekostnad

Av alle kostnadene selskapet har er det intuitivt at varekostnadene er de som tettest skal korrelere med slaktevolumet til selskapet. Dette ser også ut til å stemme. For å estimere varekostnadene i perioden 2020-2028 tar vi utgangspunkt i varekostnadene i de foregående 5 årene (2016-2020). For å finne den generelle trenden i varekostnader plotter vi inn kostnadene for de forskjellige årene i et diagram. Vi finner så funksjonen som best beskriver trenden. Funksjonen for varekostnader blir som følger:

$$67.07x + 1646.01$$

Figur 10: Best tilpasset linje, varekost

Som vi ser viser funksjonen en trend der varekostnader øker med 67,07 (millioner euro) pr år, hvilket er utgangspunktet vårt når vi skal prediktere fremtidige varekostnader. I perioden 2016-2020 var det likevel en årlig økning på 6% i global etterspørsel etter laks, hvilket ikke er prediktert å fortsette i perioden 2021-2028. I intervallet 2021-2026 har vi forutsatt en årlig vekst på 4% i slaktevolum, hvilket er en reduksjon på 33,33% fra perioden 2016-2020. Dette vil naturligvis også svekke trenden i varekostnader, og vi antar at den svekkes i like stor grad. Årlig prediktert stigning i varekostnader i perioden 2020-2026 blir da $67,07 * 0,6667 = 44,71$ i året. For perioden 2027-2028 har vi prediktert en årlig økning i slaktevolum på 3%, hvilket er en nedgang på 25% fra året før. Økning i varekostnadene reduseres da også med 25%. I perioden 2027-2028 blir årlig økning i varekostnader altså $44,71 * 0,75 = 33,54$ predikterte varekostnader i perioden blir da som vist under.

Tabell 15: Predikterte varekostnader

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Varekostnad	2 021,1	2 065,8	2 110,5	2 155,2	2 199,9	2 244,6	2 278,2	2 345,2

6.3.2 Lønnskostnader

Når det kommer til lønnskostnader, benytter vi samme fremgangsmåte. Vi plotter inn lønnskostnadene for perioden i et diagram og får en fordeling med følgende funksjon som best beskriver trenden.

54.76x + 764.82

Figur 11: best tilpasset linje, lønnskostnad

Som funksjonen viser er trenden for lønnskostnader at kostnadene øker med 54,76 (millioner euro) i perioden. På samme måte som med varekostnadene var veksten i global etterspørsel i perioden på ca. 6% årlig, mens vi i perioden 2021-2026 antar en nedgang til 4% årlig, altså en reduksjon på 33,33%. Denne nedgangen påvirker lønnskostnader på samme måte som varekostnadene. Årlig økning i lønnskostnader i perioden 2021-2026 blir da $54,76 * 0,6667 = 36,51$. I perioden 2027-2028 blir det igjen en reduksjon på 25% fra 4% til 3% årlig økning i slaktevolum. For kostnadene blir det da også en reduksjon på 25%, kostnadene i 2027 og 2028 øker da med $36,51 * 0,75 = 27,38$ pr år. Lønnskostnadene i perioden 2021-2028 blir da som vist under.

Tabell 16: Estimering lønnskostnader

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lønnskostnad	1 075,1	1 111,6	1 148,1	1 184,6	1 221,2	1 257,7	1 285,0	1 312,4

6.3.3 Andre driftskostnader og uforutsette utgifter

Andre driftskostnader og uforutsette utgifter vil være vanskelig å estimere. Dette skyldes at de ikke følger noe klart mønster, og vil variere stort fra år til år. Uforutsette utgifter kan være knyttet til sykdommer slik som lakselus, ekstremvær, logistikkproblemer, politiske vedtak, geopolitikk, m.m. Her vil det kunne være mange faktorer som spiller inn som nevnt i den strategiske analysen.

Tabell 17: Analyse Uventede + Andre kostnader

	2020	2019	2018	2017	2016	gjennomsnitt
Uventede kostnader + andre driftskostnader	268,7	312,2	18,0	458,4	593,5	330,2

På grunn av volatiliteten og uforutsigbarheten knyttet til disse kostnadene blir det vanskelig/feil å lage en funksjon for å beskrive en trend, da det ikke er noen tydelig trend. Den beste måten da å estimere disse kostnadene for den gitte perioden blir da å finne gjennomsnittet fra de foregående årene, for så å øke denne med en gitt sats i den predikterte perioden 2021-2028. Gjennomsnittet ligger som illustrert på 330,2 (millioner euro) i året. For

stigningen bruker vi samme faktor som slaktevolum, altså 4% årlig i perioden 2021-2026, og 3% i perioden 2027-2028. Predikerte kostnader blir da seende slik ut for perioden.

Tabell 18: Estimering uventede + andre kostnader

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Andre kostnader	343,4	357,1	371,4	386,2	401,7	417,8	430,3	443,2

6.3.4 Produksjonsavgift

I Norge er det fra 2021 vedtatt en særegen produksjonsavgift for fiskeoppdrettsnæringen. Avgiften er satt til 0,4 kroner pr. kg slaktet (MOWI, 2021, p. 81), hvilket tilsvarer 0,037771 € med en valutakurs på 10,59. Denne avgiften er bare i Norge, og utløses derfor ikke på hele selskapets slaktevolum. Per 2020 slaktet selskapet 56,2% av totalt slaktevolum i Norge, denne raten forutsetter vi også fremover i vår prediksjon. Denne avgiften beregner vi ved å ta totalt slaktevolum, multiplisere med % produsert i Norge og avgiftssatsen. Beregningen blir slik.

Sats (euro) Pr. KG	0,037771
% produsert i Norge	56,2 %

Tabell 19: Estimering produksjonsavgift

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Produksjonsavgift Norge	9,7	10,1	10,5	10,9	11,4	11,8	12,2	12,5

6.3.5 Avskrivninger

Når det kommer til selskapets avskrivningskostnader påvirker ikke disse kontantstrømmen direkte, da avskrivningskostnader ikke er transaksjoner i seg selv. Likevel er avskrivninger betydelige kostnader i selskapets resultatberegning, og påvirker derfor skattekostnaden, hvilket påvirker kontantstrømmen.

Avskrivninger beregnes på bakgrunn av avskrivbare eiendeler. For enkelhetens skyld har vi tatt utgangspunkt i alle eiendeler ved beregninger. Vi har da tatt utgangspunkt i avskrivning og bokførte eiendeler i perioden 2016-2020, for så å finne den prosentvise avskrivningssatsen i forhold til eiendeler. Deretter finner vi en gjennomsnittlig avskrivningssats for de foregående årene, som vi bruker som standard i årene 2021-2028.

Selskapet har også historisk sett hatt en utbetalingsrate på ca. 15% av bokførte verdier. For å beregne balansen for hvert år har vi tatt forrige års inngående balanse + driftsresultat etter skatt, for så å gange dette med 0,85 (1-0,15) altså 1 - anslått utbyttebetaling. Etter at vi har funnet anslått inngående balanse for selskapet ganger vi denne med gjennomsnittlig avskrivningssats i perioden 2016-2020 for å finne anslåtte avskrivninger. Beregningene av driftsresultat foregående år og avskrivninger blir som vist under. (Regnskapstallene for 2020, som avskrivningene i 2021 er basert på ligger i kapittel 4 om regnskap).

Tabell 20: Estimering avskrivninger

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Inntekter	4 551,8	4 733,8	5 069,3	4 912,1	5 075,3	5 191,8	5 347,5	5 508,0
Varekostnad	2 021,1	2 065,8	2 110,5	2 155,2	2 199,9	2 244,6	2 278,2	2 345,2
Lønnskostnad	1 075,1	1 111,6	1 148,1	1 184,6	1 221,2	1 257,7	1 285,0	1 312,4
Produksjonsavgift Norge	9,7	10,1	10,5	10,9	11,4	11,8	12,2	12,5
Andre kostnader	343,4	357,1	371,4	386,2	401,7	417,8	430,3	443,2
Avskrivninger	220,0	231,3	244,5	265,3	272,7	281,8	290,2	300,6
Driftsresultat	882,5	957,9	1 184,4	909,8	968,4	978,2	1 051,7	1 093,9
Skatt (22%)	194,2	210,7	260,6	200,2	213,1	215,2	231,4	240,7
Resultat e. skatt	688,4	747,2	923,8	709,7	755,4	763,0	820,3	853,3

	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (p)	2022 (p)	2023 (p)	2024 (p)	2025 (p)	2026 (p)	2027 (p)	2028 (p)
IB balanse	4810,4	4330,3	5145,1	5840,1	5846,1	5 467,6	5 749,9	6 076,6	6 594,0	6 779,9	7 004,1	7 213,4	7 473,3
Avskrivninger	142,50	150,30	153,40	287,10	338,10	219,95	231,31	244,45	265,26	272,74	281,76	290,18	300,64
Avskrivninger i % av	3,0 %	3,5 %	3,0 %	4,9 %	5,8 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Gjennomsnittlig %	4,0 %												

6.4 Arbeidskapital

Videre for å kunne estimere kontantstrømmene må vi estimere den framtidige endringen i arbeidskapital. Dette gjøres ved å se på endringene i kundefordringer, varelager og leverandørgjeld. For kundefordringene estimeres disse ved å se på hvor stor andel kundefordringene utgjør av driftsinntektene i perioden 2016-2020. Videre regnes det ut en gjennomsnittlig andel som disse utgjør, og som benyttes ved estimering av kontantstrømmene.

Kundefordringer	2016	2017	2018	2019	2020
Kundefordringer	498	477,6	493,3	504,8	454
Driftsinntekter	3 510,20	3 649,40	3 811,90	4 135,60	3 760,20
Kundefordringer/Driftsinntekter	14,19 %	13,09 %	12,94 %	12,21 %	12,07 %
Gjennomsnittlig andel	12,90 %				

Varelager og leverandørgjeld vil bli estimert ved å beregne hvor stor andel de utgjør av varekostnaden i samme periode som kundefordringene. Også her blir gjennomsnittlig andel brukt til å estimere framtidig endring i arbeidskapitalen.

Varelager	2016	2017	2018	2019	2020
Varelager	248,1	306,8	285,5	320,6	334,2
Varekostnad	1 782,20	1 688,50	1 812,20	1 982,80	1 970,40
Varelager/Varekostnad	13,92 %	18,17 %	15,75 %	16,17 %	16,96 %
Gjennomsnittlig andel	16,20 %				

Leverandørgjeld	2016	2017	2018	2019	2020
Leverandørgjeld	275,5	280,9	280,2	296,8	316,5
Varekostnad	1 782,20	1 688,50	1 812,20	1 982,80	1 970,40
Leverandørgjeld/Varekostnad	15,46 %	16,64 %	15,46 %	14,97 %	16,06 %
Gjennomsnittlig andel	15,72 %				

Ved å benytte de tre gjennomsnittlige andelene, og estimert driftsinntekter og varekostnad, finner vi estimert endring i arbeidskapitalen.

Estimert endring i AK	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kundefordringer	454	587,14	610,62	653,89	633,62	654,67	669,69	689,78	710,48
Endring i kundefordringer	50,8	-133,14	-23,48	-43,28	20,28	-21,05	-15,03	-20,08	-20,70
Varelager	334,2	327,32	334,56	341,80	349,04	356,28	363,51	368,96	379,81
Endring i varelager	-13,6	6,88	-7,24	-7,24	-7,24	-7,24	-7,24	-5,44	-10,85
Leverandørgjeld	316,5	317,67	324,69	331,72	338,74	345,77	352,80	358,08	368,61
Endring i leverandørgjeld	-19,7	-1,17	-7,03	-7,03	-7,03	-7,03	-7,03	-5,28	-10,53
Endring arbeidskapital	17,5	-127,43	-37,74	-57,54	6,01	-35,32	-29,29	-30,81	-42,08

6.5 Investeringer

Vi har nå tatt hensyn til alle faktorer som påvirker kontantstrømmen. Neste steg blir da å anslå hvor stor del av denne kontantstrømmen selskapet bruker til reinvestering. Etter at vi har tatt hensyn til dette sitter vi igjen med en fri kontantstrøm som vi igjen skal diskontere ned. For å estimere investeringer benytter vi oss av samme fremgangsmåte som tidligere. Vi analyserer perioden 2016-2020, og finner ut hvor stor del av fri kontantstrøm fra drift som reinvesteres årlig. Deretter regner vi et gjennomsnitt, som vi bruker for å anslå fremtidige investeringer. Beregninger blir slik.

Tabell 21: Analyse investeringer

	2016	2017	2018	2019	2020
Netto Investeringer	211,6	254,9	346,2	292,7	315,8
Fri cashflow fra drift	693,2	632,4	620,9	759,0	502,7
% av fri cashflow Investert	30,53 %	40,31 %	55,76 %	38,56 %	62,82 %
Gjennomsnittlig invest %	45,59 %				

Som vi ser av tabellen er gjennomsnittlig investeringsandel av fri kontantstrøm fra drift på 45,59% i perioden 2016-2020.

Del 7: Verdsettelse etter DCF-modellen

Vi har i forrige kapittel redegjort for våre antakelser, utregninger og estimater for inntekter, kostnader og transaksjoner i perioden 2021-2028. Når vi legger alle disse sammen, får vi en estimert fri kontantstrøm for de aktuelle årene. Den ser da slik ut.

Tabell 22: Estimering fri kontantstrøm

	WACC		4,32 %						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Inntekter	4 551,8	4 733,8	5 069,3	4 912,1	5 075,3	5 191,8	5 347,5	5 508,0	
Varekostnad	2 021,1	2 065,8	2 110,5	2 155,2	2 199,9	2 244,6	2 278,2	2 345,2	
Lønnskostnad	1 075,1	1 111,6	1 148,1	1 184,6	1 221,2	1 257,7	1 285,0	1 312,4	
Produksjonsavgift Norge	9,7	10,1	10,5	10,9	11,4	11,8	12,2	12,5	
Andre kostnader	343,4	357,1	371,4	386,2	401,7	417,8	430,3	443,2	
Avskrivninger	220,0	231,3	244,5	265,3	272,7	281,8	290,2	300,6	
Driftresultat	882,5	957,9	1 184,4	909,8	968,4	978,2	1 051,7	1 093,9	
Skatt (22%)	194,2	210,7	260,6	200,2	213,1	215,2	231,4	240,7	
Resultat e. skatt	688,4	747,2	923,8	709,7	755,4	763,0	820,3	853,3	
Avskrivninger	220,0	231,3	244,5	265,3	272,7	281,8	290,2	300,6	
Endring arb.kap	-127,4	-37,7	-57,5	6,0	-35,0	-29,3	-30,8	-42,1	
Investeringer	444,6	525,0	625,2	538,5	550,0	561,1	597,8	616,7	
Fri cashflow	336,3	415,7	485,5	442,4	443,2	454,3	481,9	495,2	
DCF	322,4	382,0	427,7	373,6	358,7	352,5	358,4	353,0	
Sum	2 928,3								

Når det gjelder verdsettelsen har vi benyttet to ulike “fremgangsmåter”, som vi skal forklare nærmere i delkapitlene under.

7.1 Verdsettelse

Den første fremgangsmåten vi har benyttet er ved bruk av et enkelt terminalledd. Her bruker vi kontantstrømmen i år 2028 som utgangspunkt, og benytter oss av Gordons formel for å beregne nåverdien av en uendelig kontantstrøm med en gitt vekstrate. Dette terminalleddet

diskonteres igjen med 8 år og med avkastningskravet til totalkapitalen, ned til dagens verdi. Som vekstrate har vi i denne fremgangsmåten benyttet 1,5%. Vekstraten er ment for å gjenspeile et konservativt estimat for inflasjon, og tar utgangspunkt i inflasjonsmålet til Norges Bank på ca. 2% årlig (Norges-Bank, 2022). Realveksten til selskapet skal altså være på ca. 0%. Terminalleddet blir da seende slik ut.

Tabell 23: Terminalledd Verdsettelse 1

Terminalledd	
g	1,50 %
WACC	4,32 %
Gordons	12 518,59
Diskontert	8 925,13

Med et slik terminalledd blir verdsettelsen pr aksje som følger:

Tabell 24: Verdsettelse 1

Sum DCF	2 938,1
Terminalledd	8 925,13
Sum (millioner euro)	11 863,23
Sum (euro)	11 863 230 000,00
Aksjer	517 111 091,00
Pris pr aksje (euro)	22,94

Med en eurokurs på 10,59 tilsvarer dette en aksjekurs på ca. 242,75 kroner.

7.2 Alternativ verdsettelse

Vi har i den forrige verdsettelsen benyttet et konservativt mål for selskapets vekst i all fremtid. I denne alternative verdsettelsen skal vi benytte et mer optimistisk estimat for selskapets vekst i de første 10 årene etter endt kontantstrømprediksjon, altså perioden 2029-2039.

For å beregne selskapets vekst de neste 10 årene etter årene vi predikterer kontantstrøm for ser vi på den prosentvise utviklingen i fri kontantstrøm og balanseført verdi av eiendeler for de predikterte årene 2021-2028. Denne utviklingen ser da slik ut:

Tabell 25: Estimering vekstfaktor, verdsettelse 2

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	snitt	vektning
Fri cash	336,3	415,7	485,5	442,4	443,2	454,3	481,9	495,2		
Økning %	-33 %	24 %	17 %	-9 %	0 %	3 %	6 %	3 %	1,2 %	3
Balanse	5 467,6	5 749,9	6 076,6	6 594,0	6 779,9	7 004,1	7 213,4	7 473,3		
Økning %	-6 %	5 %	6 %	9 %	3 %	3 %	3 %	4 %	3,2 %	1
									gjen g	1,73 %

Vi regner en gjennomsnittlig årlig økning i balanse og fri kontantstrøm, og regner så igjen gjennomsnittet av disse for å finne et anslag på årlig vekst. Etersom vekst i kontantstrømmen er viktigere enn vekst i balanse vektet disse med $\frac{3}{4}$ på kontantstrøm og $\frac{1}{4}$ på balanse. Dette estimerer blir da på 1,73%.

Tabell 26: Begrensing Vekstfaktor 1, verdsettelse 2

Gordons med $g = 1,73\%$	13 634,89
Diskontert med 10 år	8 932,56

Vi regner en gjennomsnittlig årlig økning i balanse og fri kontantstrøm, og regner så igjen gjennomsnittet av disse for å finne et anslag på årlig vekst. Dette estimatet blir da på 1,73%. Vi finner så verdien av en kontantstrøm med denne vekstraten i 10 år, perioden 2029-2038. For å gjøre dette regner vi først kontantstrømmen i all fremtid, så trekker vi fra den samme summen neddiskontert med 10 år, for å finne differansen (De to verdiene er beregnet i tabellen ovenfor). Denne blir på 4 702,33. For å beregne nåverdien av dette neddiskonterer vi verdien med avkastningskravet til totalkapitalen i 8 år for å finne dagens verdi. Vi kaller dette for terminalledd 1, og beregningen blir som vist under.

Tabell 27: Terminalledd 1, verdsettelse 2

Terminalledd 1	
g	1,73 %
n	10
WACC	4,32 %
Gordons	4702,33
Diskontert	3352,53

Etter perioden 2029-2038 benytter vi oss igjen av en årlig vekst på 1,5%, tilsvarende et nøkternt anslag for årlig inflasjon. Altså en realvekst på ca. 0% årlig. Vi må også anslå kontantstrømmen i året 2038, og dette gjør vi ved å ta estimert kontantstrøm i år 2028 og øke denne med gjennomsnittlig årlig økning i kontantstrøm for den predikterte perioden 2021-2028. Den gjennomsnittlige økningen i perioden er på 1,2% årlig, og utregningen blir da $495,2 \cdot (1+0,012)^{10} = 560,16$. Denne verdien neddiskonteres igjen med avkastningskravet til totalkapitalen i 18 år for å finne dagens verdi. Dette kaller vi for terminalledd 2, og beregningen blir slik.

Tabell 28: Terminalledd 2, verdsettelse 2

Terminalledd 2	
g	1,50 %
n	->
WACC	4,32 %
Fri cashflow 2028 (p)	560,16
Gordons	19 863,84
Diskontert	9 277,84

Beregningen av verdi pr aksje ved bruk av en slik fremgangsmåte blir da som beregnet under.

Tabell 29: Verdsettelse 2

Sum DCF	2 928,29
Terminalledd 1	3 352,53
Terminalledd 2	9 277,84
Sum (Millioner euro)	15 558,66
Sum (euro)	15 558 662 640,27
Aksjer	517 111 091,00
Pris pr aksje	30,09

Beregningen gir en verdsettelse på 30,09 euro pr aksje, hvilket med en eurokurs på 10,59 tilsvarer en verdi på 318,65 kroner.

Del 8: Markedsbasert verdsettelse

Markedsbasert verdsettelse er en metode for å verdsette et selskap, basert på markedsverdien av andre lignende selskap. For å finne Mowi sin markedsbaserte verdi vil følgende multipler bli brukt:

Tabell 30: Forkortelser brukt i markedsbasert verdsettelse

Forkortelse	Navn	Formel
P/S	Price to Sales	$\frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Sales Value per Share}}$ eller $\frac{\text{Total Market Capitalization}}{\text{Total Sales}}$
P/B	Price to Book Value	$\frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}$
P/E	Price to Earnings	$\frac{\text{Share Price}}{\text{Earnings per Share}}$
EV/EBITDA	The enterprise value to earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization	$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization}}$

- $\text{Enterprise value} = \text{Market Capitalization} + \text{Market Value of Debt} - \text{Cash and Equivalents}$

8.1 Sammenlignbare selskaper

For å gjennomføre en komparativ analyse for MOWI har vi valgt å se på multiplene til lignende selskaper.

Selskaper som ligner på MOWI vil i all hovedsak være selskaper som driver med lakseoppdrett. Selskaper som er valgt for denne analysen er SalMar, Lerøy Seafood Group, Grieg Seafood og Bakkafrost. Disse blir brukt som sammenligningsgrunnlag mot MOWI da alle selskapene driver med oppdrett av laks og alle er børsnotert på Oslo Børs. Dette vil derfor gi pålitelige multipler som er relevante ovenfor hverandre. Videre vil selskapene i stor grad være utsatt for de samme makroøkonomiske forholdene som nevnt tidlig. For de markedsbaserte tallene i 2020 er det særlig forhold knyttet til coronaviruset som påvirker noen av tallene.

8.2 Price to Sales (P/S)

P/S er en ratio som bestemmer hvor mye markedet priser hver krone selskapet tjener. Av tabellen nedenfor ser vi hvordan markedet priser inntjeningen til MOWI og de sammenlignbare selskapene i 2020 (Zakamulin, 2020). Vi ser at MOWI har en P/S på 2.69, noe som er litt under gjennomsnittet. Man ser at SalMar drar opp snittet ganske mye. Dette skyldes at SalMar og for så vidt Bakkafrost har gode marginer som svinger mindre enn de øvrige selskapene. SalMar er også kjent for å få godt betalt per kg laks de selger.

Tabell 31: Price to sales (DN Investor, u.d.)

2020	MOWI	Salmar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood	Bakkafrost	Snitt
P/S	2,69	5,04	1,89	2,4	4,43	3,29

Videre vil vi beregne et estimat til aksjeverdien for MOWI ved å bruke gjennomsnittlig P/S for de utvalgte selskapene i bransjen. Tabellen ovenfor viser at verdien per aksje for MOWI er på 23,92 EUR. Gitt en europris på 10,59 ved utgangen av 2020, tilsvarer dette en pris på 253,31 NOK per aksje (Tolletaten, u.d.). Mowi sin aksjepris ved børs slutt i 2020 var på 187,35, og man ser at verdien beregnet ved P/S er mye høyere enn aksjeprisen var på samme tidspunkt. I prosent tilsvarer dette en økning på 34%, og tyder på at aksjen var underpriset i markedet, gitt denne parameteren.

Tabell 32: Utregning av verdi for Mowi (P/S)

P/S	Sum
Multipel	3,29
x Inntekt (EUR million)	3760,2
= Total verdi for MOWI	12371,058
/ Antall aksjer	517,111
= Verdi per aksje (EUR)	23,92340909

8.3 Price to Book (P/B)

Price to Book Value brukes til å sammenligne selskapets markedsverdi sammenlignet med selskapets egenkapital. Multiplisen man kommer fram til sier noe om hvor mange ganger selskapets egenkapital du betaler (Zakamulin, 2019). Mowi har en P/B på 3,49 noe som er over gjennomsnittet i bransjen. SalMar trekker snittet opp en god del, og skiller seg ut fra resten med en P/B på 5,79. Dette skyldes at de har markant lavere egenkapital enn Mowi, og derfor får en mye høyere multiplis.

Tabell 33: Price to book (Marketscreener, u.d.)

2020	MOWI	Salmar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood	Bakkafrost	Snitt
P/B	3,49	5,79	2,15	2,18	2,94	3,31

For å beregne et estimat av aksjeprisen til Mowi ved bruk av P/B brukes gjennomsnittet til de utvalgte selskapene. Ved å multiplisere multiplisen med selskapet egenkapital delt på antall aksjer, fikk vi et estimat. Verdien vi kom fram til er på 17,69 euro gitt tabellen nedenfor. Ved å bruke samme eurokurs som tidligere (10,59) tilsvarer dette en aksjepris på 187,36. Dette estimatet treffer nesten nøyaktig samme pris som aksjen sto i på dette tidspunktet (187,35). Ut ifra P/B kan man derfor konkludere med at Mowi er rettferdig priset.

Tabell 34: Utrekning av verdi for Mowi (P/B)

P/B	Sum
Multipel	3,31
x Selskapets egenkapital (EUR million)	2764,1
= Total verdi for MOWI	9149,171
/ Antall aksjer	517,111
= Verdi per aksje (EUR)	17,69285705

8.4 Price to Earnings (P/E)

Pris to Earnings måler verdien til en bedrift ved å dele markedsverdien til selskapet på årsresultatet. Multiplere sier noe om inntjeningen man forventer i framtiden og hvordan veksten til selskapet vil være (Zakamulin, 2019). Vi ser at snittet her ligger på 33,97.

Tabell 35: Price to Earnings (DN Investor, u.d.)

2020	MOWI	Salmar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood	Bakkafrost	Snitt
P/E	30,79	28,51	23,71	46,36	40,48	33,97

Mowi hadde et årsresultat i 2020 som var på 119,1 millioner euro, kontra 476,3 i 2019. Dette gjør at P/E-verdien blir veldig lav i 2020. Av den grunn regnes ikke P/E multiplere som relevant i år 2020 for MOWI, og vil ikke bli brukt i beregningen videre.

Tabell 36: Utrekning av verdi for Mowi (P/E)

P/E	2020
Multipel	33,97
x Årsresultat	119,1
= Verdi egenkapital	4045,827
/ Antall aksjer	517,111
= Verdi per aksje (EUR)	7,823904345

8.5 The Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes

Enterprise Value måler selskapsverdien til et selskap og regnes ut ved å ta markedsverdien av selskapet + total gjeld – kontantbeholdningen. EV/EBITDA er en ratio som bestemmer

verdien til et selskap (Zakamulin, 2020). Vi ser at snittet her er 17,75. Mowi befinner seg litt under snittet og har kun Grieg Seafood under seg.

Tabell 37: Enterprise value over EBITDA (DN Investor, u.d.)

2020	MOWI	Salmar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood	Bakkafrost	Snitt
EV/EBITDA	14,64	22,35135135	13,10526316	17,74785802	20,88888889	17,74614

Videre benyttes snittet til å beregne et estimat på aksjeprisen til Mowi. Ved å finne Enterprise Value trukket fra gjeld, får man egenkapitalen. Ved å dele denne på antall aksjer får man en verdi per aksje på 16,51 euro. Dette tilsvarer på dette tidspunktet en verdi på 174,87 NOK. Ut ifra dette kan det tyde på at aksjen var underpriset gitt EV/EBITDA-multippelen.

Tabell 38: Utregning av verdi for Mowi (EV/EBITDA)

EV/EBIT	Sum
Multippel	17,75
x EBITDA (EUR million)	521,6
= EV	9258,4
- Netto finansiell gjeld	719,5
= Egenkapital	8538,9
/ Antall aksjer	517,111
= Verdi per aksje (EUR)	16,5127023

8.6 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse

For å få best mulig estimat av Mowi sin aksjepris, benytter vi oss av et gjennomsnitt av multiplene vi har brukt. P/E ga et dårlig estimat, noe som skyldes at salgsinntektene i 2020 var kraftig redusert som følge av koronapandemien. Derfor vil ikke P/E bli brukt i beregningen av gjennomsnittet. Oppsummeringen vil være både i euro og norske kroner (NOK).

Tabell 39: Oppsummering markedsbasert verdsettelse

Multipel	Estimert aksjeverdi (Euro)	Estimert aksjeverdi (NOK)
P/S	23,92	253,31
P/B	17,69	187,36
EV/EBIT	16,51	174,87
Gjennomsnitt	19,37333333	205,18

Av tabellen ser vi at multiplene gir ganske forskjellige verdier. P/B treffer aksjeprisen veldig bra, mens P/S bommer mest. Gitt gjennomsnittet vi har beregnet på 205,18 NOK kan dette tyde på at aksjeprisen til Mowi (187,35) var underpriset 01.03.2021.

Del 9: Sensitivitetsanalyse

9.1 Sensitivitetsanalyse

For å underbygge vår analyse, gjennomfører vi en sensitivitetsanalyse. Denne brukes til å si noe om hvordan de forskjellige usikkerhetsfaktorene påvirker verdien til Mowi. Vi fokuserer i denne delen på slaktevolum, laksepris, vekstraten og WACC. Ut fra disse faktorene ser vi på hvordan endringer i disse påvirker vår base-case, og vår bull-case. Vi har valgt å bruke trinnvise endringer på 5% hvor å se hvordan aksjekursen reagerer på disse endringene. 0,95 innebærer en nedgang på 5%, 1,05 en oppgang på 5%, osv. Alle prisene er i euro.

Tabell 40: Base case sensitivitet slaktevolum og laksepris

Base case	Slaktevolum					
	22,92	0,90	0,95	1,00	1,05	1,10
Laksepris	0,9	11,92	12,84	13,77	14,71	15,66
	0,95	16,38	17,36	18,34	19,34	20,35
	1	20,85	21,88	22,92	23,98	25,05
	1,05	25,31	26,40	27,50	28,61	29,74
	1,1	29,78	30,92	32,08	33,25	34,44

Av tabellen ovenfor ser vi hvordan variablene laksepris og slaktevolum påvirker aksjekursen. Slaktevolum og laksepris 1 = kursen på 22,92, gitt vår DCF. Vi ser at lakseprisen påvirker verdien på aksjekursen mest, noe som har en sammenheng med at en økning/reduksjon i lakseprisen påvirker inntekten til selskapet. En økning på 5% i lakseprisen, øker aksjekursen med hele 17,6%. Dette tyder på at aksjeprisen blir påvirket av lakseprisen i stor grad.

Tabellen nedenfor viser hvordan variablene WACC og vekstraten påvirker aksjekursen i vår base-case. Dagens aksjekurs finner man hvor vekstraten og WACC begge er lik 1. Når vekstraten øker, økes også aksjekursen som forventet. Samme gjelder WACC. Hvis denne

reduseres, øker aksjekursen og vice versa. En endring i WACC påvirker i større grad enn vekstraten.

Tabell 41: Base case sensitivitet WACC og Growth

Base case	Growth					
WACC	22,92	0,90	0,95	1,00	1,05	1,10
	0,90	26,26	26,89	27,55	28,26	29,01
	0,95	23,98	24,50	25,04	25,61	26,22
	1,00	22,05	22,48	22,92	23,39	23,89
	1,05	20,39	20,75	21,12	21,51	21,93
	1,10	18,95	19,25	19,57	19,90	20,25

Nedenfor ser vi hvordan de 4 variablene påvirker vår bull-case. Også her gir WACC større utslag enn vekstraten. En økning i WACC på 5% reduserer aksjekursen med ca. 9%. En økning i vekstraten på 5% øker aksjekursen minimalt. Ved variablene laksepris og slaktevolum ser vi at kursen svinger mye. En økning i slaktevolum øker aksjekursen markant. En endring i laksepris påvirker ikke i like stor grad som slaktevolumet, men bull-caset er sensitiv for endringer i både lakseprisen og slaktevolumet.

Vekstfaktoren i bull-caset er beregnet i perioden 29-38. Denne beregnes på bakgrunn av gjennomsnittlig vekst i kontantstrøm og balanse i perioden 21-28. De negative tallene man ser i den nederste tabellen oppstår fordi vekstfaktoren blir større enn hva WACC er. Dette vet man at i praktisk ikke er mulig, og er derfor ikke relevant her.

Tabell 42: Bull-case sensitivitet slaktevolum og laksepris

Bull case	Slaktevolum					
Laksepris	30,09	0,90	0,95	1,00	1,05	1,10
	0,9	10,31	15,85	23,52	35,99	118,35
	0,95	11,94	17,94	26,52	42,31	-64,65
	1	13,79	20,31	30,09	52,78	7,94
	1,05	15,87	23,02	34,54	79,97	24,20
	1,10	18,25	26,19	40,63	-985,92	33,19

Tabell 43: Bull-case sensitivitet WACC og growth

Bull case	Growth					
WACC	30,09	0,90	0,95	1,00	1,05	1,10
	0,9	34,90	35,55	36,25	36,99	37,78
	0,95	31,81	32,34	32,91	33,50	34,14
	1	29,18	29,62	30,09	30,58	31,10
	1,05	26,93	27,29	27,68	28,09	28,52
	1,10	24,97	25,28	25,60	25,94	26,30

9.2 Diskusjon

Slik sensitivitetsanalysen har vist er det en rekke faktorer som kan påvirke aksjekursen og kontantstrømmen til Mowi. Markedene Mowi opererer innenfor er utsatt for konjunktursvingninger, logistikkproblemer, miljøpolitikk og pandemier blant annet.

Koronapandemien i 2020 skapte utfordringer for en rekke bransjer, og laksebransjen ble også hardt rammet. Nedstengte restauranter, mindre reising og logistikkutfordringer sørget for lavere inntjening for lakseselskapene. Inntjeningen til Mowi gikk markant ned i 2020 sammenlignet med foregående år, noe vi også så på P/E-multippelen. Siden 2020 har ting bedret seg med tanke på pandemien, og inntjeningen til Mowi har tatt seg opp igjen. Pandemier og nedstengninger kan derimot blusse opp igjen, og er en risikofaktor for Mowi og andre lakseselskaper.

Videre har det også blusset opp en krigssituasjon i Europa og verden. Krigen i Ukraina mot Russland skaper usikkerhet rundt verdensøkonomien, og påvirker mange bransjer. Norske lakseselskaper har i mange år hatt Russland som en del av sitt marked, noe som ikke lenger er aktuelt (MOWI, 2021, p. 40). Hvordan EU velger å forholde seg til hva Russland foretar seg er for tiden usikkert, og skaper et uklart verdensbilde. Med renter som er forventet å øke, stigende inflasjon, dyre råvarepriser, og høye dieselpriiser går forbrukerne en usikker tid i møte. Dette gjør at man kvier seg for å bruke penger og blir mer forsiktig. Dette vil igjen ramme Mowi og andre selskaper, som risikerer at inntektene framover blir lavere.

Et annet sentralt poeng er politiske vedtak. Politiske vedtak knyttet til miljø vil ha stor betydning for Mowi og andre oppdrettsselskaper. I 2020 vedtok de som nevnt en

produksjonsavgift for oppdrettsselskapene, og det er ikke utenkelig at flere slike avgifter/reguleringer kan komme i framtiden. Muligheten for landbasert oppdrett kan være et faresignal for oppdrettsselskapene, hvis myndighetene ønsker mer av denne formen istedenfor. Mowi må derfor hele tiden være obs på mulige miljøtiltak og vedtak som kan bli iverksatt.

Dette er kun noen av risikofaktorene knyttet til oppdrett og da spesifikt Mowi. Dette gjør at det er vanskelig å estimere framtidige kontantstrømmer. Uforutsette ting, slik som Ukraina-krigen, kan oppstå, og gjør det vanskelig å predikere kontantstrømmen. Vår analyse av Mowi vil derfor være en grov estimering, da det er nærmest umulig å spå framtiden.

Kontantstrømmen vil avhenge av hvordan lakseprisen utvikler seg, slaktevolum, mm. Som vist i sensitivitetsanalysen. Hvordan etterspørselen, kronekursen, renter, avgifter, osv. Utvikler seg er veldig usikkert og vil påvirke hvordan Mowis utvikling blir.

Del 10: Konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å finne markedsverdien til Mowi ASA, gjengitt i problemstillingen «*Hva er Mowi ASA verdt pr 3.1.2021?*». Av dette skulle vi komme med en kjøps-, hold- eller salgsanbefaling.

Vi har gjennomført en strategisk analyse, der vi analyserte oss frem til at størrelsen som Mowi har bygd opp er den største fordel sammenlignet med sine konkurrenter. Den integrerte verdikjeden gir størst fordel, da Mowi gjør seg uavhengig av mange andre aktører. Noen av de største truslene for Mowi er miljøpåvirkning, fiskevelferd og skepsis relatert til dette. I tillegg til offentlige reguleringer, politikk og andre oppdrettsalternativer.

Regnskapsanalysen viser gode resultater, men Mowi har en dårligere total kapitalrentabilitet enn bransjen fordi Mowis store total kapital gjør at det stilles større krav til årsresultat.

Resultatet av den fundamentale verdsettelsen var en markedsverdi på ca. kr 242,75 ved bruk av ett terminalledd. I forhold til markedsverdien 03.01.2021 (kr 187,35) er det en prosentvis økning på 30%. I den markedsbaserte verdsettelsen kom vi frem til en markedsverdi på ca. 205,18kr ved å ta gjennomsnitt, og dette er i forhold til 03.01.2021 (kr 187,35) en prosentvis økning på 9,52%. Begge verdsettelsene tilsier en kjøpsanbefaling av Mowi ASA.

Siterte verk

Bakkafrost, 2021. *BAKKAFROST ANNUAL REPORT 2020*, s.l.: Bakkafrost.

Ballard, J. & Bruce, G., 2020. *One in five millennials has changed their diet to reduce their impact on the planet*. [Internett]

Available at: <https://today.yougov.com/topics/consumer/articles-reports/2020/01/23/millennials-diet-climate-change-environment-poll>

[Funnet 23 Mars 2022].

Berge, 2016. *Rett i fôret*. [Internett]

Available at: <https://ilaksp-15246.egil-osl.servebolt.cloud/rett-i-foret/>

[Funnet 29 mars 2022].

Capia, 2019. *Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig?*. [Internett]

Available at: <https://www.kbnn.no/artikkel/hvorfor-har-lakseprisen-okt-sa-kraftig>

[Funnet 29 mars 2022].

DN Investor, 2022. *MOWI*. [Internett]

Available at: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S137/MOWI/MOWI>

[Funnet 25 Mars 2022].

DN Investor, u.d. *BAKKAFROST*. [Internett]

Available at: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S205/BAKKA/BAKKAFROST>

DN Investor, u.d. *Grieg Seafood*. [Internett]

Available at: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S163/GSF/GRIEGSEAFOOD>

DN Investor, u.d. *Lerøy Seafood Group*. [Internett]

Available at: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S140/LSG/LER%C3%98YSEAFOODGROUP>

DN Investor, u.d. *MOWI*. [Internett]

Available at: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S137/MOWI/MOWI>

DN Investor, u.d. *SALMAR*. [Internett]

Available at: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S84/SALM/SALMAR>

FAIRR, 2021. *Company Ranking*. [Internett]

Available at: https://www.fairr.org/index/company-ranking/?fbclid=IwAR3zEL3AznsE_PBXhSCofpoVJ_J_AyKj5S9uhEW7bbXCLRdFsd3N8RPGYb8

[Funnet 5 April 2022].

Fishpool, 2022. *FishPool*. [Internett]

Available at: <https://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/?fbclid=IwAR2mbcfnQ8DrWeQ6gj-7JTu-bQNF0dzLPTLNE4I9N8WHIxNnhaFXMC13u7g>

Fisk.no, 2022. *Laksepriser*. [Internett]

Available at: <https://fisk.no/emne/laksepriser>

[Funnet 29 mars 2022].

Fiskedirektoratet, 2021. *Lønnsomhetsundersøkelse for produksjon av laks og regnbueørret - matfiskproduksjon*, s.l.: Fiskedirektoratet.

Food and Agriculture of the United Nations, 2020. *The state of world fisheries and aquaculture*.

[Internett]

Available at: <https://www.fao.org/3/ca9229en/ca9229en.pdf>

[Funnet 16 februar 2022].

HelseNorge, 2021. *Kostråd om fisk og annen sjømat*. [Internett]

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

[Funnet 25 Mars 2022].

Iversen, et al., 2019. *Kostnadsutvikling og forståelse av drivkrefter i norsk lakseoppdrett*. [Internett]

Available at:

file:///C:/Users/andre/Downloads/Sluttrapport_%20Kostnadsutvikling%20og%20forst%C3%83%C2%A5else%20av%20drivkrefter%20i%20norsk%20lakseoppdrett.PDF

[Funnet 29 mars 2022].

Jensen, B.-A., 2020. *Intrafish*. [Internett]

Available at: <https://www.intrafish.no/nyheter/russland-apner-for-norsk-laks-via-hviterussland/2-1-882223>

[Funnet 25 Mars 2022].

Jensen, B.-A., 2021. *Intrafish*. [Internett]

Available at: <https://www.intrafish.no/nyheter/norsk-laks-har-igjen-storst-markedsandel-i-kina/2-1-983418>

[Funnet 25 Mars 2022].

Jensen, P. M., 2021. *Kyst*. [Internett]

Available at: <https://www.kyst.no/article/hurdalsplattformen-klar-slik-blir-havbrukspolitikken/>

[Funnet 25 Mars 2022].

Johannessen, C.-E. K., 2018. *Pareto Securities*. [Internett]

Available at: <https://www.paretosec.no/aksjeanalyser/arkiv/venter-hoeye-laksepriser-lenge-2>

Kenton, W., 2021. *Beta*. [Internett]

Available at: <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>

[Funnet 23 Mars 2022].

Kenton, W., 2022. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. [Internett]

Available at: <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>

[Funnet 22 Mars 2022].

Knudsen, C., 2019. *E24*. [Internett]

Available at: <https://e24.no/naeringsliv/i/jdxQv0/mowi-forbereder-seg-paa-krise-i-chile>

[Funnet 25 Mars 2022].

Knudsen, C. & Brunborg, I., 2022. *Norges bank holder renten i ro, varsler heving i mars*. [Internett]
Available at: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/347mxA/norges-bank-holder-renten-i-ro-varsler-heving-i-mars?fbclid=IwAR1dUispZnTU1ct7mvO8OYxJI4xMczAjz-s6lUm6LW3bIbOJcD-WHP-XqhU>

[Funnet 22 Februar 2022].

Korban, D., 2020. *Intrafish*. [Internett]

Available at: <https://www.intrafish.no/nyheter/17-februar-stenger-russland-ogsa-for-mowi-laks/2-1-748789>

[Funnet 25 Mars 2022].

KPMG, 2021. *Beskatning av havbruk*. [Internett]

Available at: <https://verdtavite.kpmg.no/beskatning-av-havbruk/?s>

[Funnet 22 Februar 2022].

Krogh, 2016. *Feit fisk er mer enn laks*. [Internett]

Available at: <https://bramat.no/kosthold/matvarer/2329-feit-fisk-er-mer-enn-laks>

[Funnet 29 mars 2022].

Kyst, 2021. *Kyst*. [Internett]

Available at: <https://www.kyst.no/article/disse-omraadene-vil-mowi-satse-paa-fremover-tror-de-kan-produsere-mye-mer-paa-dagens-tillatelser/>

[Funnet 25 Mars 2022].

Laksefakta, 2021. *Slik påvirker laksen klimautslippene*. [Internett]

Available at: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/hvordan-pavirker-oppdrettslaksen-klimautslippene/>

[Funnet 24 Februar 2022].

Lerøy, 2021. *Annual report*, s.l.: Lerøy.

Lindahl, H., 2022. *Sjekk hvilken mat som er best for miljøet*. [Internett]

Available at: <https://www.framtiden.no/gronne-tips/mat/sjekk-hvilken-mat-som-er-best-for-miljoet.html>

[Funnet 7 Mars 2022].

Marketscreener, u.d. *Bakkafrost financials*. [Internett]

Available at: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/BAKKAFROST-6103708/financials/>

Marketscreener, u.d. *Grieg Seafood ASA financials*. [Internett]

Available at: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/GRIEG-SEAFOOD-ASA-1413163/financials/>

Marketscreener, u.d. *Leroy Seafood Group ASA financials*. [Internett]

Available at: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/LEROY-SEAFOOD-GROUP-ASA-1413194/financials/>

Marketscreener, u.d. *Mowi ASA financials*. [Internett]

Available at: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/MOWI-ASA-52035183/financials/>

Marketscreener, u.d. *Salmar ASA financials*. [Internett]

Available at: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/SALMAR-ASA-1413264/financials/>

MOWI ASA, 2017. *Annual report 2016*, Sandviken, Bergen: Mowi ASA.

MOWI ASA, 2018. *Annual report 2017*, Sandviken, Bergen: Mowi ASA.

MOWI ASA, 2019. *Annual report 2018*, Sandviken, Bergen: MOWI ASA.

MOWI ASA, 2020. *Annual report 2019*, Sandviken, Bergen: Mowi ASA.

Mowi ASA, 2020. *Salmon Farming Industry Handbook 2020*, Bergen: Mowi ASA.

MOWI ASA, 2021. *Annual report 2020*, Sandviken, Bergen: Mowi ASA.

Mowi ASA, u.d. *Laks er bra for deg*. [Internett]

Available at: <https://mowi.com/no/blog/2019/03/11/salmon-is-good-for-you/>

[Funnet 25 Mars 2022].

MOWI, 2021. *Salmon Farming Industry Handbook*. [Internett]

Available at: [https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/05/Salmon-Industry-Handbook-2021.pdf?fbclid=IwAR2OBH8UAFYSiqc1CrXBmW-](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/05/Salmon-Industry-Handbook-2021.pdf?fbclid=IwAR2OBH8UAFYSiqc1CrXBmW-Y77KaWkrKG2L2RD8FGr088z9p5RdRC13IFog)

[Y77KaWkrKG2L2RD8FGr088z9p5RdRC13IFog](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/05/Salmon-Industry-Handbook-2021.pdf?fbclid=IwAR2OBH8UAFYSiqc1CrXBmW-Y77KaWkrKG2L2RD8FGr088z9p5RdRC13IFog)

[Funnet 25 Mars 2022].

MOWI, u.d. *MOWI - About*. [Internett]

Available at: <https://mowi.com/about/>

[Funnet 25 Mars 2022].

MOWI, u.d. *MOWI - MOWI 4.0*. [Internett]

Available at: <https://mowi.com/blog/mowi-4-0/>

[Funnet 25 Mars 2022].

MOWI, u.d. *MOWI - Sustainability*. [Internett]

Available at: <https://mowi.com/sustainability/mowi-feed/>

[Funnet 25 Mars 2022].

Nærings- og fiskeridepartementet, 2021. *Et hav av muligheter*, Oslo: Nærings- og fiskeridepartementet.

Norges sjømatråd, 2021. *Nøkkeltall - seafood.no*. [Internett]

Available at: <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>

[Funnet 6 april 2022].

Norges-Bank, 2022. *Norges Bank*. [Internett]

Available at: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>

Norsk sjømatråd, 2021. *Slik påvirket pandemien det globale laksemarkedet*. [Internett]

Available at: <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/slik-pavirket-pandemien-det-globale-laksemarkedet/>

[Funnet 23 Februar 2021].

Norsk sjømatråd, 2022. *Rekordstart for sjømateksporten i 2022*. [Internett]
Available at: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/rekordstart-for-sjomateksporten-i-2022/>
[Funnet 23 Februar 2022].

PriceWaterhouseCoopers, u.d. *Risikopremien i det norske markedet i 2021*. [Internett]
Available at: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
[Funnet 23 Mars 2022].

Proff, 2022. *Proff*. [Internett]
Available at: <https://www.proff.no/aksjonærer/bedrift/mowi-asa/964118191>
[Funnet 5 April 2022].

Ritchie & Roser, 2019. *Meat and Dairy production*. [Internett]
Available at: <https://ourworldindata.org/meat-production>
[Funnet 29 mars 2022].

SalMar, 2021. *Annual report*, s.l.: SalMar.

Sørnes, A. J., 2021. *Antall vegetarianere i Norge doblet på et år*. [Internett]
Available at: <https://bymag.no/2021/04/antall-vegetarianere-i-norge-doblet-pa-et-ar>
[Funnet 25 Mars 2022].

Seafood, G., 2021. *Annual report*, s.l.: Grieg Seafood.

Sjømat Norge, u.d. *Dette er norsk sjømat*. [Internett]
Available at: <https://sjomatnorge.no/dette-er-norsk-sjomat/>
[Funnet 29 mars 2022].

Steinset, 2020. *Oppdrettslaks til heile verda*. [Internett]
Available at: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/oppdrettslaks-til-heile-verda>
[Funnet 16 februar 2022].

Target Internet, u.d. *Target Internet - MICHAEL PORTER'S 5 FORCES EXPLAINED*. [Internett]
Available at: <https://www.targetinternet.com/michael-porters-5-forces-explained-a-marketers-guide/#>
[Funnet 5 April 2022].

Tolletaten, u.d. *Historiske valutakurser*. [Internett]
Available at: <https://www.toll.no/no/verktoy/valutakurser/History?SelectedExchangeRate=EUR>

Trading Economics, 2022. *Norge - Tiåring statsobligasjon*. [Internett]
Available at: <https://no.tradingeconomics.com/norway/government-bond-yield>
[Funnet 29 Mars 2022].

UNESCO World Water Assessment Programme, 2018. *The United Nations world water development report 2018: nature-based solutions for water*, Paris: UNESCO.

Witzøe, 2019. - *Vårt samarbeid med soyaindustrien en viktig pådriver for å sikre rett fokus og fortsatt bærekraftig utvikling*. [Internett]
Available at: <https://ilaks.no/vart-samarbeid-med-soyaindustrien-en-viktig-padrivere-for-a-sikre-rett->

fokus-og-fortsatt-baerekraftig-utvikling/

[Funnet 29 mars 2022].

Zakamulin, 2019. *Hvordan bruke P/E Ratio*. [Internett]

Available at: <https://www.nordnet.no/blogg/hvordan-bruke-p-e-ratio/>

Zakamulin, 2019. *P/B Ratio*. [Internett]

Available at: <https://www.nordnet.no/blogg/p-b-ratio/#comments>

Zakamulin, 2020. *Enterprice value og EV/EBITDA*. [Internett]

Available at: <https://www.nordnet.no/blogg/enterprice-value-og-ev-ebitda/>

Zakamulin, 2020. *Price to Sales ratio (P/S)*. [Internett]

Available at: <https://www.nordnet.no/blogg/price-to-sales-ratio-p-s/>