

Halvor Femdal  
Harald Charnock  
Herman Gran  
Mathias Nesse

## Verdsettelse av Mowi ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Are Oust

April 2023



Halvor Femdal  
Harald Charnock  
Herman Gran  
Mathias Nesse

## **Verdsettelse av Mowi ASA**

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon  
Veileder: Are Oust  
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



## **Forord**

Denne bacheloroppgaven innen profileringen finansiell styring, ble utarbeidet som en avslutning på 7,5 studiepoeng i vår bachelorgrad i Økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim våren 2023.

Utarbeidelsen av oppgaven har gitt oss et helhetlig innblikk i økonomifaget og alt vi har vært igjennom av faglig tyngde de tidligere semestrene på skolen. Arbeidet har gitt oss økt forståelse av økonomiske og finansielle markeder, samt samspillet og viktigheten hvert enkelt element utgjør i den store økonomiske sammenhengen. Oppgaveskrivingen har vært interessant, lærerik og spennende i den forstand at vi har fått utfordret oss og hatt frie tøyler til kritisk tenkning.

Til slutt vil vi takke vår veileder Are Oust for bistand under utarbeidelsen av denne oppgaven. Innsikten, kunnskapen og rådene har gitt oss stort utbytte for egen læring og ferdigstilling av bacheloroppgaven. Oppgaven er utarbeidet av Herman Gran, Halvor Femdal, Mathias Nesse & Harald Charnock.

Trondheim, april 2022

*Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning*

## **Abstract**

The purpose of this thesis is to carry out a valuation of Mowi ASA in addition to estimating the company's stock price pr 31.12.22. The valuation is carried out on the basis of a fundamental valuation based on the company's total capital, in addition to a market-based valuation which bases itself on different multiples. The motivation for the thesis is to carry out a valuation of Mowi in order to make a buy or sell recommendation to stakeholders in the company.

The thesis will first present an analysis of the company in question, Mowi ASA, before moving on to an analysis of the industry in which the company operates in. Secondly, the thesis will complete a strategic analysis to identify the company's potential opportunities and challenges going forward. The external factors affecting the company in question will be made apparent through the use of analysing tools such as the PESTEL to look at macroeconomic factors, before Porters Five Forces will be applied to get a better understanding of the microeconomic factors. Next, the internal aspects of the company will be analysed using the SVIMA-tool to get a better understanding of the company's strength and weaknesses. Based on the external and internal analysis the assignment will present a SWOT-analysis to summarize the results of the strategic analysis. After finishing the strategic analysis, the thesis has concluded that Mowi's competitive advantages lies in their market position, branding and integrated value chain.

In the accounting analysis we will look at Mowi's economic situation based on historical data. The key figures computed in the accounting analysis is profitability, solvency, liquidity, and financing, which are the most central figures in regard to financial management. The accounting analysis shows good numbers for the financial management in Mowi ASA and concludes that the company have a good fundament for further expansion and operations.

Our findings result in a fundamental valuation, based on a required rate of return and forecasts for future cash flows, with an estimated share price as of 31.12.2022 at 159,76 NOK. In addition to a market-based valuation where we arrived at an estimated share price per 31.12.2022 of 207,4 NOK based on estimated multiples. The average of the estimated values gives us a market value of 183,58 NOK per share. The share price at this time was 167,2 NOK pr share which indicates the possibility for an upside of 16,38 NOK or 9,8% increase per share. We therefore recommend the purchase of shares in Mowi ASA on the basis of our analyse carried out in this thesis.

## Sammen drag

Formålet med semesteroppgaven er å verdsette aksjeselskapet Mowi i tillegg til å estimere deres aksjekurs per 31.12.22. Verdsettelsen utføres på bakgrunn av en fundamental verdsettelsesmetode som baserer seg på totalkapitalen, samt en markedsbasert verdsettelse som baserer seg på ulike multipler. Motivasjonen for oppgaven er å gjennomføre en verdsettelse av Mowi for å kunne komme med en kjøps- eller salgsanbefaling til interessenter i selskapet.

Metoden benyttet for å komme frem til en løsning på vår problemstilling er å ta for oss Mowi ASA som selskap og en bransjebeskrivelse. Videre tar vi for oss en strategisk analyse. Den strategiske analysen brukes som verktøy for å avdekke potensielle muligheter og utfordringer selskapet møter. De interne forholdene blir synliggjort gjennom en SVIMA-analyse som tar for seg styrker og svakheter. De eksterne forholdene som vil påvirke selskapet avdekkes gjennom bruken av en PESTEL-analyse og Porters fem konkurransekrefter. De interne og eksterne forholdene oppsummeres i SWOT-analysen. I den strategiske analysen fant vi ut at Mowi sine konkurransefortrinn er deres markedsposisjon, merkevare og integrerte verdikjede.

I regnskapsanalysen tar vi for oss den økonomiske situasjonen selskapet befinner seg i på bakgrunn av historiske data. Nøkkeltallene som er beregnet i regnskapsanalysen er, lønnsomhet, soliditet, likviditet og finansiering, som er de fire mest sentrale forholdene knyttet til økonomistyring. Regnskapsanalysen viser gode tall for økonomistyringen i Mowi og de har et godt grunnlag for videre drift og utvidelse.

Våre funn fremkommer i en fundamental verdsettelse, basert på avkastningskrav og prognoser for fremtidige kontantstrømmer, med en estimerte aksjekurs per 31.12.2022 på 159.76 NOK. I tillegg til en markedsbasert verdsettelse hvor vi kom frem til en estimerte aksjekurs per 31.12.2022 på 207.4 NOK på bakgrunn av estimerte multipler. Snittet av de estimerte verdiene gir oss en markedsverdi på 183.58 NOK per aksje. Aksjekursen på dette tidspunktet var 167.2 NOK. Det er en potensiell økning på 16.38 NOK tilsvarende 9.8% per aksje. Vi anbefaler derfor kjøp av aksjen til Mowi på bakgrunn av våre analyser gjort i denne oppgaven.

# Innholdsfortegnelse

<i>Forord</i> .....	
<i>Abstract</i> .....	
<i>Sammendrag</i> .....	
<i>Figurliste:</i> .....	
<i>Tabelliste:</i> .....	
<b>1 Innledning</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 Motivasjon</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 Problemstilling</b> .....	<b>1</b>
<b>1.3 Avgrensing</b> .....	<b>2</b>
<b>2 Selskaps- og bransjeanalyse av Mowi</b> .....	<b>4</b>
<b>2.1 Selskaps analyse:</b> .....	<b>4</b>
2.1.1 Historisk utvikling .....	4
2.1.2 Misjon, Forretningside, Visjon og Mål .....	7
2.1.3 Aksjekursen .....	9
<b>2.2 Bransjeanalyse av Oppdrettsbransjen</b> .....	<b>10</b>
2.2.1 Laks som matvare .....	10
2.2.2 Havbruksvirksomhet.....	12
2.2.3 Industristruktur.....	14
2.2.4 Historiske priser (OSLO, SEATTLE og MIAMI) .....	17
2.2.5 Fremtidsutsikter .....	18
<b>3 Strategiske analyser</b> .....	<b>20</b>
<b>3.1 Ekstern Analyse</b> .....	<b>21</b>
3.1.1 PESTEL.....	21
3.1.1.1 P – Politiske forhold: .....	21
3.1.1.2 E- Økonomiske Forhold: .....	23
3.1.1.3 S – Sosiokulturelle forhold .....	24
3.1.1.4 T – Teknologiske forhold .....	25
3.1.1.5 E - Miljømessige Forhold.....	26
3.1.1.6 L – Juridiske forhold .....	27
3.1.2 Porters Five Forces.....	29
3.1.2.1 Nyetableringer .....	29
3.1.2.2 Substitutter .....	30



3.1.2.3	<i>Leverandørers forhandlingsmakt</i> .....	31
3.1.2.4	<i>Kunders forhandlingsmakt</i> .....	32
3.1.2.5	<i>Intern Rivalisering</i> .....	33
3.1.2.6	<i>Oppsummering av Porters five forces</i> .....	34
<b>3.2</b>	<b>SVIMA Analyse</b> .....	<b>36</b>
3.2.1	Verdikjeden .....	37
3.2.2	Forskning, utvikling og Innovasjon .....	40
3.2.3	Merkevarer og markedsposisjon .....	41
3.3.4	Oppsummering SVIMA-Analyse .....	42
<b>3.3</b>	<b>SWOT-Analyse</b> .....	<b>43</b>
<b>4</b>	<b>Regnskapsanalyse</b> .....	<b>45</b>
<b>4.1</b>	<b>Lønnsomhet</b> .....	<b>45</b>
4.1.1	Totalkapitalrentabilitet .....	46
4.1.2	Egenkapitalrentabilitet .....	47
4.1.3	Driftsmargin .....	48
<b>4.2</b>	<b>Likviditet</b> .....	<b>49</b>
4.2.1	Likviditetsgrad 1 .....	49
4.2.2	Likviditetsgrad 2 .....	50
<b>4.3</b>	<b>Soliditet</b> .....	<b>52</b>
4.3.1	Egenkapitalandel .....	52
4.3.2	Gjeldsgrad .....	53
4.3.3	Rentedekningsgrad .....	54
<b>4.4</b>	<b>Finansiering</b> .....	<b>55</b>
4.4.1	Finansieringsgrad 1 .....	55
<b>5</b>	<b>Avkastningskrav</b> .....	<b>57</b>
<b>5.1</b>	<b>CAPM</b> .....	<b>57</b>
5.1.1	Risikofri rente .....	57
5.1.2	Markedets risikopremie .....	58
5.1.3	Beta .....	58
5.1.4	CAPM for MOWI .....	60
<b>5.2</b>	<b>WACC</b> .....	<b>61</b>
<b>6</b>	<b>Prognose av fremtidige kontantstrømmer</b> .....	<b>63</b>
<b>6.1</b>	<b>Driftsinntekter</b> .....	<b>64</b>
6.1.1	Laksepris .....	64
6.1.2	Slaktevolum .....	65

6.1.3	Inntektsavvik .....	66
6.1.4	Estimerte driftsinntekter .....	67
<b>6.2</b>	<b>– Driftskostnader .....</b>	<b>67</b>
6.2.1	Varekostnader .....	67
6.2.3	Andre driftskostnader .....	69
6.2.4	Avskrivning og amortisering .....	70
6.2.5	Nedskrivninger .....	71
<b>6.3</b>	<b>Arbeidskapital .....</b>	<b>72</b>
<b>6.4</b>	<b>Investeringer .....</b>	<b>76</b>
<b>6.5</b>	<b>Grunnrenteskatt .....</b>	<b>76</b>
<b>6.6</b>	<b>Estimering av frie kontantstrømmer .....</b>	<b>78</b>
<b>7.</b>	<b><i>Verdsettelse etter DCF-modellen .....</i></b>	<b>80</b>
<b>8.</b>	<b><i>Markedsbasert verdsettelse.....</i></b>	<b>83</b>
8.1	Sammenlignbare selskaper .....	83
8.2	Price to Earnings (P/E) .....	84
8.3	Enterprise Value to Earnings Before Interest and Tax (EV/EBIT) .....	85
8.4	Enterprise value to kilograms (EV/kg).....	87
8.5	Oppsummering av markedsbasert verdsettelse.....	88
<b>9.</b>	<b><i>Sensitivitetsanalyse og diskusjon .....</i></b>	<b>89</b>
9.1	Sensitivitetsanalyse.....	89
9.2	Diskusjon.....	90
<b>10.</b>	<b><i>Konklusjon.....</i></b>	<b>92</b>
<b>Kilder:</b>	<b>.....</b>	<b>94</b>

## **Figurliste:**

### *Del 2: Selskaps- og bransjeanalyse av Mowi*

Figur 2.1 Mowis historie Kilde: Mowi, 2022a

Figur 2.2 Mowis integrerte verdikjede Kilde: Mowi, 2022a

Figur 2.3 The Mowi Way Kilde: Mowi, 2022a

Figur 2.4 Blue Revolution Plan

Figur 2.5 Historisk aksjekurs fra 2018 til 2022 Kilde: Euronext, 2023

Figur 2.6 Globalt protein konsum Kilde: Mowi, 2022c

Figur 2.7 Kart over internasjonal handelsflyt Kilde: Mowi, 2022c

Figur 2.8 Oversikt over slaktevolum i ledende land Kilde: Mowi, 2022c

Figur 2.9 Slaktevolum mellom de største aktørene Kilde: Mowi, 2022c

Figur 2.10 Historisk utvikling rundt antall oppdrettsselskap. Kilde: Mowi, 2022c

Figur 2.11 Sammenheng mellom produksjon og pris Kilde: Finansdepartementet, 2019

Figur 2.12 Sammenheng mellom pris og vekt i tre ulike spotprisindekser. Kilde: Mowi, 2022c

Figur 2.13 Sammensatt årlig vekstrate mellom 2012 og 2026 Kilde: Mowi, 2022c

### *Del 3: Strategiske analyser*

Figur 3.1 Fargekodene Kilde: trafikksystemet

### *Del 4: Regnskapsanalyse*

Figur 4.1 Totalkapitalrentabilitet.

Figur 4.2 Egenkapitalrentabilitet.

Figur 4.3 Driftsmargin.

Figur 4.4 Likviditetsgrad 1.

Figur 4.5 Likviditetsgrad 2.

Figur 4.6 Egenkapitalandel.

Figur 4.7 Gjeldsgrad.

Figur 4.8 Rentedeckningsgrad.

Figur 4.9 Finansieringsgrad 1.

*Del 5: Avkastningskrav*

Figur 5.1 Scatterplot kursendringer

*Del 6: Prognose av fremtidige kontantstrømmer*

Figur 6.1 Formel for terminalverdi

## **Tabelliste:**

### *Del 3: Strategiske analyser*

Tabell 3.1 - Oppsummering av Porters fem krefter

Tabell 3.2 - 5 Dimensjoner

Tabell 3.3 - Fremstilling av SVIMA og ulikeutfall basert på ressursens egenskaper

Tabell 3.4 - Oppsummering SVIMA

### *Del 4: Regnskapsanalyse*

Tabell 4.1 - Totalkapitalrentabilitet.

Tabell 4.2 - Egenkapitalrentabilitet.

Tabell 4.3 - Driftsmargin.

Tabell 4.4 - Likviditetsgrad 1.

Tabell 4.5 - Likviditetsgrad 2.

Tabell 4.6 - Egenkapitalandel.

Tabell 4.7 - Gjeldsgrad.

Tabell 4.8 - Rentedekningsgrad.

Tabell 4.9 - Finansieringsgrad 1.

### *Del 5: Avkastningskrav*

Tabell 5.1 Markedets risikopremie

Tabell 5.2 Beta

Tabell 5.3 egenkapitalandel og gjeldsandel

Tabell 5.4 Gjennomsnittlig gjeldsrente

### *Del 6: Prognose av fremtidige kontantstrømmer*

Tabell 6.1 – Estimerte laksepriser kvartalsvis fra Fishpool

Tabell 6.2 – Gjennomsnittlig andel slaktevolum per kvartal 2018-2022

Tabell 6.3 – Estimerte laksepriser ved vektet gjennomsnitt

Tabell 6.4 – Gjennomsnittlig vekst slaktevolum

Tabell 6.5 - Slaktevolum estimert

Tabell 6.6 – Gjennomsnittlig inntektsavvik

Tabell 6.7 – Estimerte driftsinntekter

Tabell 6.8 - Gjennomsnittlig andel varekostnad

Tabell 6.9 - Estimerte varekostnader

Tabell 6.10 – Gjennomsnittlig andel lønnskostnader

Tabell 6.11 - Estimerte lønnskostnader

Tabell 6.12 – Gjennomsnittlig andel andre driftskostnader

Tabell 6.13 - Andre driftskostnader estimert

Tabell 6.14 - Gjennomsnittlig vekst avskrivning og amortisering

Tabell 6.15 - Avskrivning og amortisering estimert

Tabell 6.16 – Nedskrivninger

Tabell 6.17 - Nedskrivninger estimert

Tabell 6.18 – Gjennomsnittlig andel kundefordringer fordelt på driftsinntekter

Tabell 6.19 – Estimering av kundefordringer

Tabell 6.20 – Gjennomsnittlig andel varelager fordelt på varekostnad

Tabell 6.21 – Estimering av varelager

Tabell 6.22 – Gjennomsnittlig andel av leverandørgjeld fordelt på varekostnad

Tabell 6.23 – Estimering av leverandørgjeld

Tabell 6.24 – Estimert endring i arbeidskapital

Tabell 6.25 – Gjennomsnittlige investeringer

Tabell 6.26 – Estimerte investeringer

Tabell 6.27 – Grunnrenteskatt estimert

Tabell 6.28 – Gjennomsnittlig andel norsk EBIT

Tabell 6.29 – Estimerte frie kontantstrømmer

#### Del 7: Verdssettelse etter DCF-modellen

Tabell 7.1 – Totaloversikt, verdssettelse etter DCF-modellen

#### Del 8: Markedsbasert verdssettelse

Tabell 8.1 - Multipler

Tabell 8.2 - P/E ratio

Tabell 8.3 - Estimert aksjeverdi, Mowi, basert på P/E

Tabell 8.4 – EV/EBIT multippel

Tabell 8.5 - Estimert aksjeverdi, Mowi, basert på EV/EBIT

Tabell 8.6 – EV/kg multippel

Tabell 8.7 – Estimert aksjeverdi, Mowi, basert på EV/kg

Tabell 8.8 – Estimert aksjeverdi Mowi basert på gjennomsnittlige multipler

#### Del 9: Sensitivitetsanalyse og diskusjon

Tabell 9.1 - Sensitivitetsanalyse

# 1 Innledning

## 1.1 Motivasjon

Den norske havbruksernæringen har de senere årene vokst til å bli en svært viktig del av den norske verdiskapingen, hvor ernæringen har vokst til å bli Norges nest største eksportnæring. Norge er per i dag den største oppdrett og eksportøren av atlantisk laks og regnbueørret, og besitter dermed en viktig rolle i arbeidet mot en mer bærekraftig matproduksjon.

Oppdrettsnæringen i Norge er i dag i en fase hvor nye reguleringer og krav fra både befolkningen og regjeringen er i ferd med å implementeres. Endringer som eksempelvis introduksjonen av grunnrenteskatt på havbruk og trender knyttet til bærekraftige og miljøbevisste løsninger, vil i stor grad være med på å forme havbruksernæringen fremover. Oppdrettsbransjen ble valgt for å ta sikte på å avdekke hvordan fremtidsutsiktene for en av Norges viktigste ernæringer vil endre seg i de kommende årene.

Innen oppdrettsernæringen er Mowi den største aktøren med en omtrentlig markedsandel på 20% ifølge selskapet årsrapport fra 2021 (Mowi, 2022a). Mowi er følgelig en av de viktigste aktørene innenfor bransjen, og deres økte satsning på bærekraftige løsninger vil være av stor betydning når bransjen starter sin “omstilling” for å møte de nye kravene fra myndigheter og allmenheten. Selskapet er også notert på blant annet Oslo Børs, noe som gjør innhenting av regnskapsmessig informasjon både mer pålitelig og effektiv. Mowi ASA er valgt på den bakgrunn av å kunne få ett bedre innblikk i hvordan en av Norges viktigste ernæringer vil endre seg i takt med en stadig endrende verden.

Basert på Mowis svært relevante posisjon innenfor oppdrettsernæringen, samt deres økende satsning på bærekraftige løsninger gjør selskapet svært attraktivt som subjekt for avhandlingen. Gjennom en analyse av Mowi ASA tar avhandlingen sikte på å danne en pekepinn på hvordan både selskapet og bransjen vil utvikle seg fremover.

## 1.2 Problemstilling

Oppgavens problemstilling som vil analyseres er som følger:

*Hva er markedsverdien per aksje i Mowi ASA pr 31.12.2022 ?*



### **1.3 Avgrensning**

Oppgaven har tatt sikte på å benytte sekundær og primærkilder fra tidsrommet 2018-2022, for å gjøre relevante beregninger i arbeidet mot å svare på oppgavens problemstilling. Oppgaven baserer seg på offentlig informasjon i form av årsrapporter, nyhetsartikler og lignende publikasjoner. Med hensyn til tid og omfang er det foretatt metodistiske avgrensninger knyttet til enkelte aspekter ved verdsettelsen av Mowi ASA. Avgrensningene som er gjort i oppgaven fremstilles mer utfyllende i neste avsnitt. Hvor dette er av relevans vil oppgaven poengtere og argumentere for de forutsetninger og avgrensninger som er gjennomført.

### **1.4 Oppbygging**

I del 2 av oppgaven vil avhandlingen ta for seg en selskaps og bransjebeskrivelse av Mowi ASA og oppdrettsbransjen. Kapittelet tar sikte på å danne ett grunnlag for videre analyse av strategiske og regnskapsmessige.

I avhandlingens tredje kapittel benyttes faktagrunnlaget i del 2 for å gjennomføre en strategisk analyse av Mowi ASA. Det vil gjennomføres eksterne analyser av selskapet med hensyn på makroøkonomiske faktorer i form av en PESTEL analyse, før en analyse av mikroforhold i bransjen vil belyses gjennom Porters Five Forces. Etter de eksterne analysene er gjennomført vil avhandlingen gjennomføre en intern-analyse av selskapet gjennom bruken av en SVIMA-analyse. Analysene i oppgavens tredje kapittel vil så brukes for å danne en oppsummerende SWOT-analyse hvor selskapets svakheter, styrker, muligheter og trusler fremlegges.

I del 4 tar vi for oss en regnskapsanalyse basert på historiske regnskapstall fra de siste 5 årene, 2018-2022. Vi beregner ulike nøkkeltall for å kunne si noe om selskapets lønnsomhet, finansiering, soliditet, og likviditet. Dette gjør vi for å belyse selskapets økonomiske utvikling og situasjon, som vi videre kan bruke til å indikere Mowis fremtidige utvikling. Del 5 estimerer Mowis WACC som senere skal brukes i DCF-modellen for å verdsette selskapet. Før vi kan komme frem til dette tallet beregner vi CAPM, risikofri rente, markedets risikopremie og beta.

Prognosen av fremtidige kontantstrømmer fremkommer i del 6. Den perioden som predikeres er fra 2023 til og med 2026. I del 7 beregnes fundamentalverdien basert på tidligere beregninger i regnskapsanalysen, estimeringen av fremtidige kontantstrømmer og avkastningskravet til totalkapitalen.

Den markedsbaserte verdsettelse av MOWI finner vi i del 8. En markedsbasert verdsettelse verdsetter Mowi basert på sammenlignbare selskapers verdsettelse i markedet. I del 9 gjennomføres en sensitivitetsanalyse og en diskusjon om hvor sensitiv Mowi sin egenkapital er ved en endring i avkastningskravet eller vekstraten.

Problemstillingen besvares i del 10. Her vil vi konkludere med hva selskapet er verdt basert på våre tidligere analyser og verdien på børs.

## **2 Selskaps- og bransjeanalyse av Mowi**

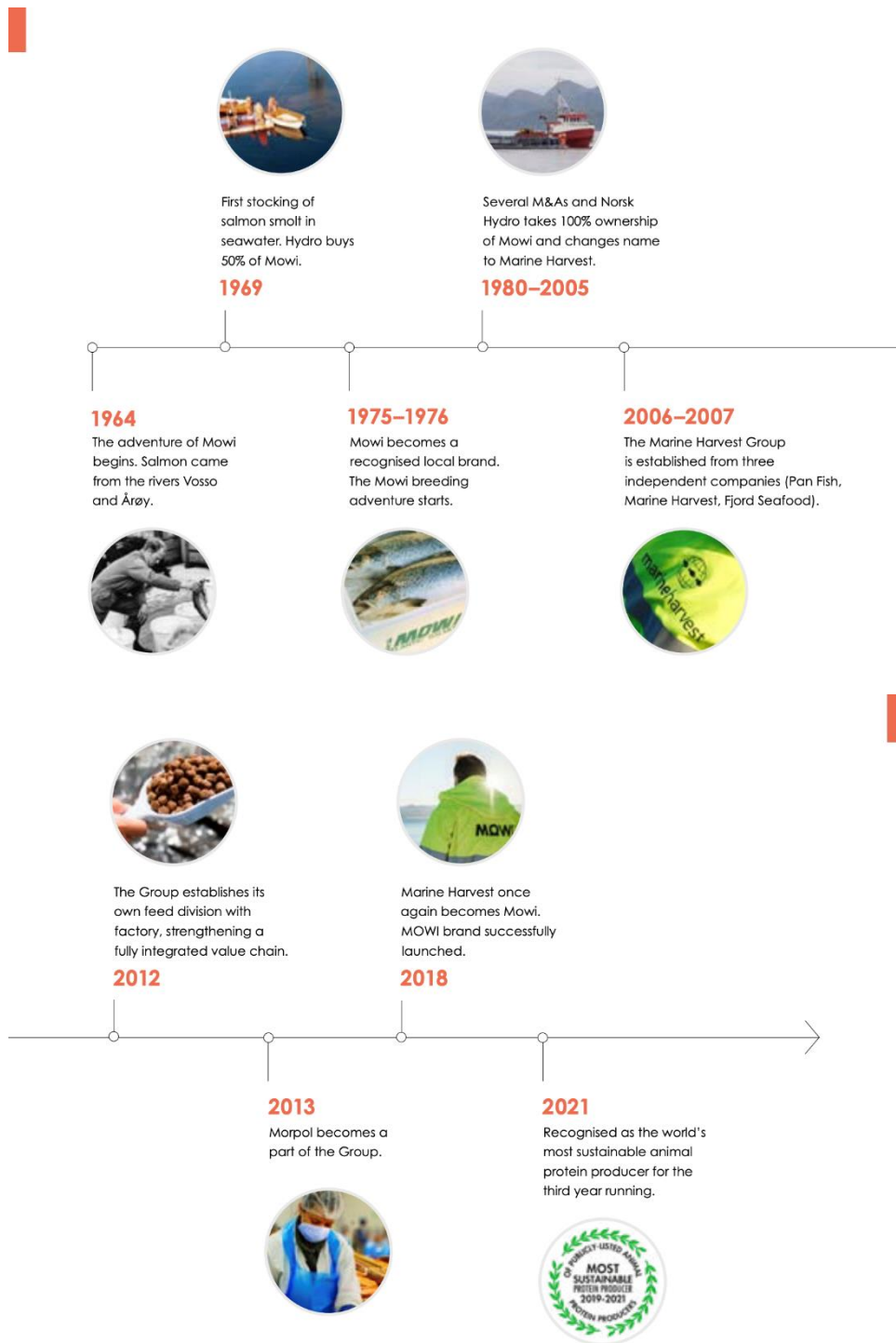
I avhandlingens andre kapittel presenteres selskapet som skal verdsettes, Mowi. Videre følger en presentasjon av havbruksvirksomhet som bransje. Innholdet som fremlegges i kapittelet vil benyttes som grunnlag for videre analyse av selskapets muligheter og utfordringer i bransjen samt internt i selskapet.

### **2.1 Selskaps analyse:**

Mowi ASA, tidligere kjent under navnet “Marine Harvest” er ett av verdens største sjømatsselskaper og er den ledende produsenten av atlantisk laks i verden. Selskapet har en fullt integrert verdikjede og er ett multinasjonalt nettverk av oppdrettssamarbeid som strekker seg over 25 ulike land (Nordnet, 2023). Mowi leverer sitt produkt til over 70 ulike land, og hadde et slaktevolum i 2021 på sirka 465 600 tonn med laks, noe som tilsvarer en omtrentlig markedsandel på 20% i henhold til selskapets egne estimater. Mowi har sitt hovedkontor i Bergen og har i dag omtrentlig 11 800 ansatte spredt utover tre sektorer, fôr, oppdrett, markedsføring og salg (Mowi, 2022c). Selskapet er i dag notert på Oslo Børs samt på New York Stock Exchange.

#### **2.1.1 Historisk utvikling**

Mowis historie begynner i 1964 og har etter den tid endret seg drastisk i både størrelse og form gjennom en kombinasjon av organisk vekst og selskapsrettslige endringer. Mowis historie er preget av en rekke fusjoner og oppkjøp og oppsummeres i stor grad i figur 2.1 hentet fra Mowis hjemmeside.



Figur 2.1 Mowis historie Kilde: Mowi, 2022a

Veien fra selskapets noe beskjedene opprettelse i 1964 til en av verdens ledende aktører innenfor sjømatproduksjon kommer som tidligere nevnt som et resultat av organisk vekst, men også selskapsrettslige endringer. Allerede i 1969 da den første smolten sjøsettes anskaffer Norsk Hydro ASA 50% av Mowi, før de 11 år senere i 1980 tilegner seg 100% eierrett av selskapet og endrer navn til “Marine Harvest”. Videre følger en periode preget av

flere fusjoner og oppkjøp som resulterer i opprettelsen av “Marine Harvest Group (MHG)” i 2006 etter ett samarbeid mellom Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood. I 2013 innlemmes Morpol i MHG, og i 2017 kjøpes både Gray Aqua Group og Northern Harvest som sammen danner “Harvest Canada East”. I 2018 bestemmer selskapet seg for å gå tilbake til sine røtter og skifter navn tilbake til MOWI.

Som Figur 2.1 illustrerer er ikke Mowis historie utelukkende ett produkt av endringer i konsernstruktur og ekstern finansiering, disse endringene må følgelig ses i sammenheng med Mowis interne utvikling og satsning. Da Norsk Hydro ASA anskaffet 50% av eierretten i Mowi i 1969 startet eventyret for Mowi for fullt. Investeringen samt Norsk Hydro ASA som samarbeidspartner gjorde det mulig for Mowi og utvikle sitt produkt og visjon. Denne satsningen har resultert i en fullt integrert verdikjede hvor selskapet er til stede i alle leddene i produksjonen (For, oppdrett, markedsføring og salg). Verdikjeden illustreres i Figur 2.2.

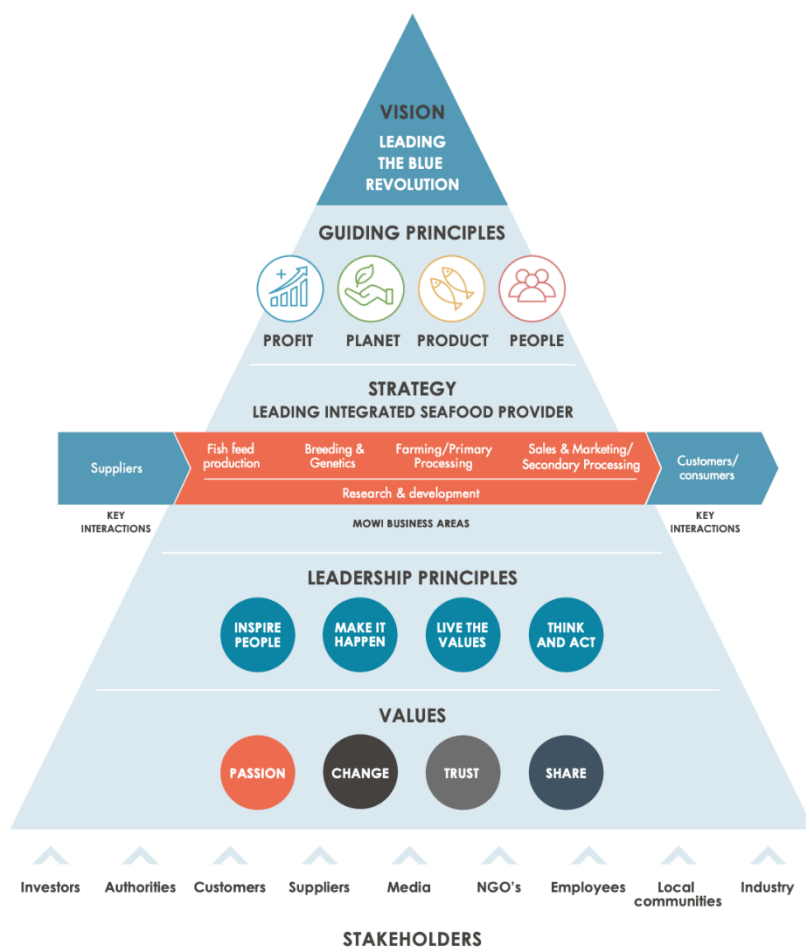
### **MOWI'S integrated value chain**

**FEEDING   BREEDING   SMOLT   FARMING   HARVESTING   PROCESSING   PRODUCTS AND CUSTOMERS**

*Figur 2.2 Mowis integrerte verdikjede Kilde: Mowi, 2022a*

Investeringen i egen verdikjede illustreres i figur 2.1 hvor det ble opprettet egen forings fabrikk i 2012. Av selskapets årsrapport i 2021 fremgår det at MOWI har en selvforsyningsgrad på 95% i det europeiske markedet knyttet til fôr. De to største fôringsfabrikkene i Europa befinner seg i Norge og Skottland, hvor den norske fabrikk sto for 358 769 tonn og fabrikk i Skottland stod for en produksjon på 123 133 tonn.

Når selskapet i 2018 skifter navn til MOWI lanseres også “MOWI” som merkevare. Lanseringen markerer starten på “dagens MOWI” hvor ett økt fokus på bærekraft og fremtidsrettede løsninger står i fokus. I 2021 kunngjøres MOWI som verdens mest bærekraftige produsent av dyre proteiner for tredje år på rad. Mowis merkevare må ses i sammenheng med hva selskapet omtaler som “The Mowi Way” som kombinerer selskapets visjon, verdier, strategi, ledelse og veiledende verdier (Mowi, 2022a). Figur 2.3 under illustrerer “The Mowi Way”.



Figur 2.3 The Mowi Way Kilde: Mowi, 2022a

### 2.1.2 Misjon, Forretningside, Visjon og Mål

Selskapets visjon er “Leading the Blue Revolution” og tar sikte på å “utnytte havpotensialet på en måte som respekterer planeten” (Mowi, 2023c). For å kunne realisere sin visjon har Mowi utarbeidet en plan for å kunne “lead the Blue Revolution”. Denne planen reflekterer selskapets misjon som baserer seg på deres bærbare strategi om å kunne utnytte havpotensialet for sikre sjøoppdrett som en bærekraftig og sunn matkilde for nåværende og fremtidige generasjoner (Mowi, 2020). Selskapets misjon og visjon baserer seg på globale trender som oppnevnes i Mowis strategi plan.

## Global Trends & Mowi's Leading the Blue Revolution Plan



### Population growth

The world's population is expected to grow to almost 10 billion by 2050. (UN, 2019)



### Growing middle class

Middle class is rising as a result of fast income growth in emerging countries. (UN, 2019)



### Climate change

Concerns about climate change are influencing dietary choices. Increased consumption of fish can reduce global GHG emissions and improve human health. (Ocean panel, 2019)



### Fisheries fully- or over exploited

Supply of wild fish has limited growth potential as fish stocks fished within biologically sustainable levels are decreasing. (FAO: 2018)



### We live longer

By 2050, one in six people in the world will be over age 65 (16%), up from one in 11 in 2019 (9%). (UN, 2019)

### Sustainable seafood production

Sustainable growth of seafood production and consumption will play a significant role in reducing global GHG emissions while at the same time improving people's health. It's a win-win: for people and for the planet.

Figur 2.4 Blue Revolution Plan Kilde: Mowi, 2020

I møte med de globale trendene listet i figur 2.4 har Mowi utarbeidet sitt overordnede mål for bedriften, nemlig å produsere sunn og kvalitetshøy mat fra havet på en bærekraftig måte for en stadig voksende befolkning. Gjennom dette målet argumenterer Mowi for at de vil oppnå langsiktig lønnsomhet, samtidig som de arbeider i samsvar med sin bærbare strategi.

Selskapets strategi kombinerer selskapets, mål, visjon, forretningside og misjon. Denne kombinasjonen reflekteres i selskapets integrerte verdikjede. Som er resultat av en fullt integrert verdiskapningskjede kan Mowi fokusere på både bærekraft og lønnsomhet i alle ledd i produksjonen, helt fra fôring til konsumentens tallerken. Den integrerte verdikjeden tillater Mowi og kunne jobbe mot å realisere sin visjon og misjon innenfor de tidligere nevnte sektorene fôr, oppdrett, salg og markedsføring (Mowi, 2020).

### 2.1.3 Aksjekursen

For å kunne få en bedre forståelse av selskapets verdi i dag, og følgelig svare på avhandlingens problemstilling, er det hensiktsmessig å foreta en undersøkelse av den historiske kursutviklingen til Mowi. Av figur 2.5 under fremgår kursutviklingen til Mowi i tidsperioden 01.01.2018 à 31.12.2022.



Figur 2.5 Historisk aksjekurs fra 2018 til 2022 Kilde: Euronext, 2023

I løpet av de siste fem årene har aksjekursen endret seg fra 136,23 (02.01.2018) til 167 (29.12.2022). Av figur 2.5 fremgår ett bilde av en volatil aksjekurs som til tider kan ha store utfall i begge retninger. Store kursendringer i børsverdien til Mowi gjenspeiler den volatile oppdrettsbransjen hvor en rekke faktorer påvirker kursen. Valutakursen i Norge påvirker lakseindustrien i stor grad da nesten all norsk laks eksporteres til utlandet og kan føre til både økt og svekket tilbud og etterspørsel av laks (Kunnskapsbanken for Nord-Norge, 2019). Av figur 2.5 fremgår det at det er det spesielt to hendelser som har gitt stort utslag i Mowis børsverdi, henholdsvis koronakrisen i mars 2020 og introduksjonen av grunnrenteskatten på havbruk i slutten av september 2022. Faktorer som påvirker kursverdien kommenteres videre i avhandlingens tredje del samt under påfølgende bransjeanalyse.



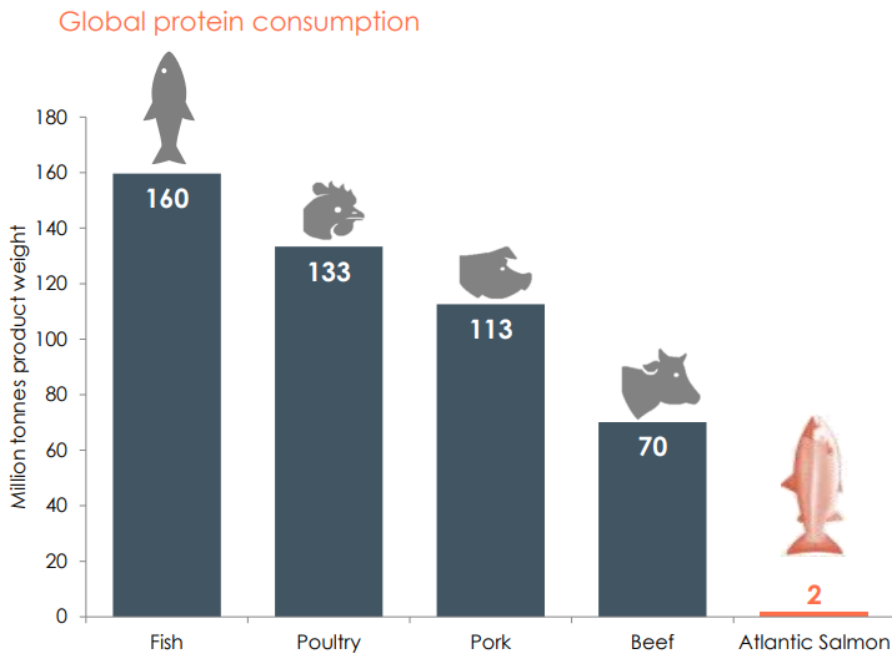
## **2.2 Bransjeanalyse av Oppdrettsbransjen**

I følgende kapittel vil avhandlingen presentere laks som produkt, dens etterspørsel og tilbud, samt oppdrettsbransjen i sin helhet.

Oppdrettsbransjen har i senere år vokst enormt innenfor ulike former for sjøoppdrett. Ifølge en rapport av NORCE utgjør sjømatleverandørenes verdiskapning ca. 1% av verdiskapingen i fastlands Norge, selv om sektoren utgjør mindre enn 1% av sysselsettingen i Norge (Blomgren, A., Et al., 2021). I løpet av året 2022 eksporterte Norge 2,9 millioner tonn med sjømat for ca. 151,4 milliarder kroner, noe som tilsvarer en økning på 25% sett opp mot fjorårets rekordhøye tall (Norges Sjømatråd, 2023). Sett i lys av industriens svært høye effektivitet og lønnsomhet er det følgelig svært mange aktører som ønsker å behandle markedet. Den mest lukrative eksportvaren knyttet til sjøoppdrett er lakseindustrien, som i 2022 stod for over 100 av de tidligere nevnte 151,4 milliardene (Norges Sjømatråd, 2023). For å kunne forstå hva som gjør lakseindustrien så lukrativ er det hensiktsmessig å foreta en analyse av produktet i seg selv, laks.

### **2.2.1 Laks som matvare**

I 2019 konsumerte mennesket i gjennomsnitt ca. 710 kg med mat. Av dette utgjorde om lag 66 kg kjøtt. Siden 1960 har andelen kjøtt i dietten fordoblet seg. Behovet for produksjon av animalsk protein vil trolig være økende da FN spår at folketallet i 2050 vil være om lag 9,7 milliarder. I dag er 70 % av jordens overflate dekket av vann, og havet er uten tvil jordas største matfat. Av figur 2.6 fremgår det at det er fisk som troner øverst over det totale inntaket av animalsk protein, men utgjør likevel kun om lag 7 % av vårt årlige inntak av proteiner. Dersom tall fra FN og FAO fremstiller et representativt bilde av årlig konsum, vil behovet for proteininntak øke med omtrent 28 %, noe som tilsvarer en vekt på 133 millioner tonn. FN spår likevel at behovet i verste fall kan dobles (Mowi, 2022c).



Figur 2.6 Globalt protein konsum Kilde: Mowi, 2022c

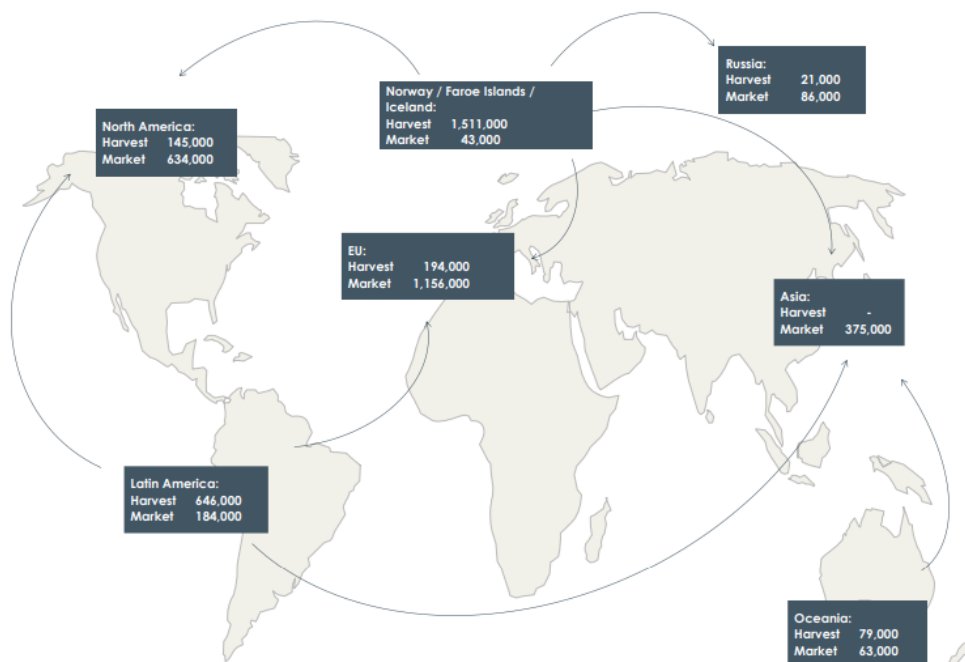
Figur 2.6 viser også at atlantisk laks kun står for 2 millioner tonn av globalt konsum i 2021. Dette utgjør en svært liten del av det globale inntaket av protein. Likevel er det store muligheter for ekspansjon. Over de siste tiårene har tilbudet av fisk økt både globalt og per innbygger. Grunnet akvakulturens industrialisering har fisk av forskjellige arter blitt tilgjengelig også i områder med begrenset tilgang til havets ressurser. Næringen vokser i dag i et høyere tempo enn befolkningen, og allerede i 2016 var oppdrett hovedkilden til direkte konsum av fisk for mennesker. Produksjonen er ventet å øke med 12% fra 2020 til 2029, samtidig som befolkningen er forventet å øke med 9%. Innen 2029 er årlig konsum per innbygger forventet å være 21,4 kg, i motsetning til 9,9 kg som var gjennomsnittet i 1960 (Mowi, 2022c).

Så å si all atlantisk laks som er tilgjengelig på verdensmarkedet kommer i dag fra oppdrett. Selv om andelen virker relativt liten, passerte atlantisk laks i 2020 atlantisk torsk, som nesten utelukkende fanges på havet, og ble nummer 4 over mest høstet/fanget fisk. Sammenlignet med mange andre arter fisk og sjømat, er næringen rundt oppdrett av atlantisk laks kommet betraktelig lengre knyttet til industrialisering. Det er viktig å legge til at sjøbasert oppdrett av atlantisk laks også er blant artene fra havet med minst risk relatert til akvakulturen (Mowi, 2022c).

FAO uttaler i sin rapport, *The State of World Fisheries and Aquaculture (SOFIA)* fra 2022, at oppdrettsbransjen er ventet å øke med 24 % til en total produksjon på 202 millioner tonn frem til 2030. Årsaken til dette vil være akvakulturens fremskritt, da produksjonen innen denne næringen er ventet å bryte 100 millioner tonn innen 2027. Likevel legger FAO stor vekt på bærekraftig produksjon og ekspansjon da behovet for mat vil øke betraktelig det neste ti-året. For å oppnå dette vil det være essensielt med et effektivt regelverk som bidrar til økt satsning innen teknologi, investeringer, samtidig som man jobber for å ikke skade miljøet. FAO håper at dette vil bidra til å øke produksjonen med 35 til 40 % innen 2030 (Food and Agriculture Organization of UN, 2022).

Sammenlignet med andre former for animalsk matproduksjon er laks blant artene som krever minst

### 2.2.2 Havbruksvirksomhet



Figur 2.7 Kart over internasjonal handelsflyt Kilde: Mowi, 2022c

Av figur 2.7 ser vi de ulike regionene som laks høstes og eksporteres til. Historisk sett har konsummarkedene for de ulike produksjonsområdene vært:

Norge - Europa og Asia

Chile – USA, Sør-Amerika og Asia

Canada – USA

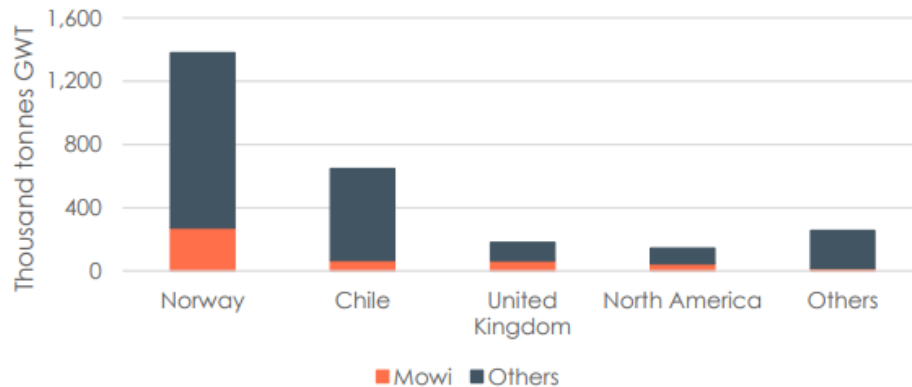
Skottland – Storbritannia og USA

Oppdrettet laksefisk er en tilnærmet global handelsvare. Produksjon fra Chile og Europa selges i nesten alle verdensdeler, mens produksjonen i Nord-Amerika selges i hjemmemarkedet. Den delen av produksjonen i Australia og New Zealand som ikke går til konsum i hjemlandet, går i hovedsak til Japan. Sør-Amerika er foreløpig forsynt av chilensk produksjon. Laks er et relativt homogent produkt, der man forventer rimelig like priser mellom tilsvarende produkter fra ulike land. At lakseprodusenter fra flere land selger inn i de fleste markeder, tyder på at det er sterke muligheter for bytte mellom landene. Dette betyr at konkurransesituasjonen i stor grad er avhengig av produksjonskostnadene og fraktkostnadene til hvert marked (Finansdepartementet, 2019).

Også ulike offentlige reguleringer er avgjørende for vekstmulighetene. I Skottland er tilgangen og størrelsen på lokaliteter begrenset av lovverket. På vestkysten av Canada er veksten begrenset av motstanders negative holdning til oppdrett, som gjør det politisk vanskelig å få til vekst. Denne utfordringen er ikke til stede i like stor grad på østkysten av Canada. I Chile har man tillatelse til å produsere vesentlig mer enn dagens produksjonsnivå. Her er veksten mer begrenset av at man i eksisterende oppdrettsområder kan se ut til å nærme seg en grense for hva som er bærekraftig produksjon. Lenger sør i Chile er det gode vekstmuligheter, men manglende infrastruktur. På Færøyene er det en forståelse mellom myndigheter og næringen om at det ikke er mye rom for vekst. I dagens situasjon begrenses veksten i Norge av lusesituasjonen, men det er likevel ingen av disse konkurrentlandene som har et vekstpotensial som det man kan se for seg i Norge, om lusesituasjonen blir annerledes. Samtidig er konvensjonell produksjon av oppdrettslaks i ferd med å vokse blant annet på Island og i Tasmania (Finansdepartementet, 2019).

### 2.2.3 Industristruktur

Det er i dag Norge som er ledende aktør innen oppdrett av laks. I 2022, som var enda ett rekordår, endte totalt volum og salg av laks på henholdsvis 1,255 millioner tonn Whole Fish Equivalent (WFE) til en verdi på 105,8 milliarder NOK. Volumet sank noe, men til sammenligning nådde lakseprisen et nytt toppunkt i 2022 på 108,21 kr per kilo (Vatlestad og Furuset, 2023).



Figur 2.8 Oversikt over slaktevolum i ledende land Kilde: Mowi, 2022c

Figur 2.8 viser til slaktevolum mellom de ledende landene. Figur 2.9 viser de ulike største aktørene i hovedsakelig Norge, Storbritannia, Nord-Amerika og Chile. Tallene er oppgitt i tonn og baserer seg på vekten til Gutted Weight Equivalent (GWT), altså vekten etter fisken er blitt sløyd.

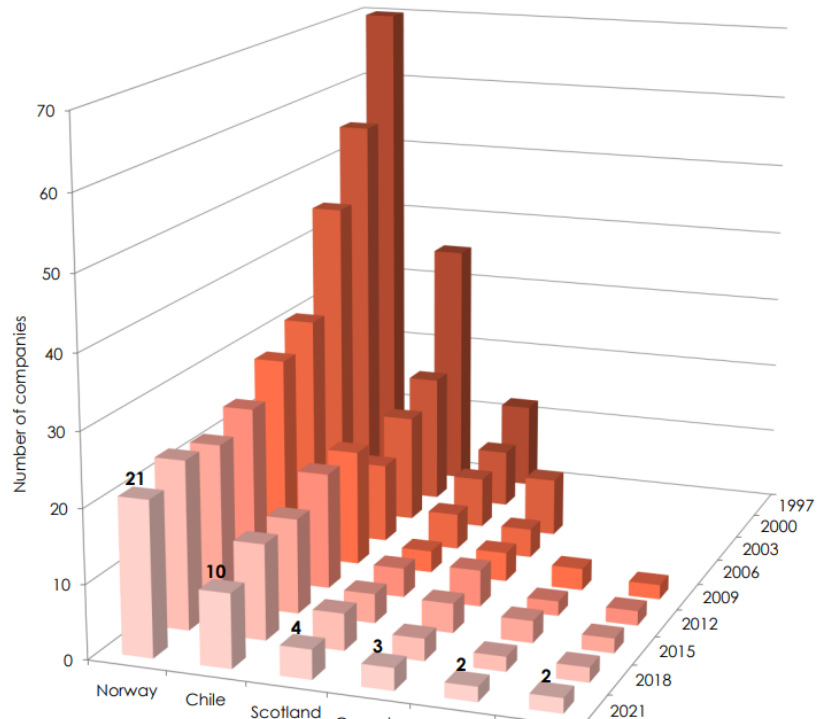
Top 10 - Norway			Top 4 - United Kingdom			Top 4 - North America			Top 10 - Chile		
	Company	H.Q. GWT		Company	H.Q. GWT		Company	H.Q. GWT		Company	H.Q. GWT
1	Mowi	273,000	1	Mowi	64,500	1	Cooke Aquaculture	47,000	1	Aquachile (Agrosuper)	128,000
2	Salmar	170,500	2	Scottish Sea Farms***	46,000	2	Mowi	45,500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

Figur 2.9 Slaktevolum mellom de største aktørene Kilde: Mowi, 2022c

Mowi er helt klart den største aktøren innen oppdrettslaks. I Norge produserer Mowi omtrent 60% mer enn andreplassen SalMar. I Storbritannia og Nord-Amerika står Mowi for rundt en

tredjedel av all oppdrettsproduksjon. I Chile er det langt flere aktører, noe som gjør at konkurransen tilspisser seg, men også her er Mowi blant de største. Til sammenligning produserer Mowi mer enn dobbelt så mye som deres største konkurrent, Mitsubishi / Cermaq.

Figur 2.10 viser antall bedrifter som i dag står for omtrent 80 % av all oppdrettsproduksjon av laks og ørret i de større produksjonslandene. Historisk sett har laksenæringen bestått av et større antall mindre bedrifter, men trenden har de siste årene, i likhet med Mowis egen historie, vært preget av sammenslåing og oppkjøp av mindre bedrifter. Dette gjelder spesielt for Norge, men også Chile og Skottland.



Figur 2.10 Historisk utvikling rundt antall oppdrettselskap  
Kilde: Mowi, 2022b

Denne trenden rundt konsolideringen forventes å fortsette de kommende årene.

I Norge er det i dag ca. 120 selskaper som eier kommersielle lisenser for oppdrett av laks og ørret. Totalt produserer tilbudet av oppdrettslaks gjennom 90 selskaper, enten direkte eller gjennom datterselskaper. I 2021 ble antall lisenser begrenset til 1 098 av Nærings- og Fiskeridepartementet. Produksjonen i Norge blir i dag regulert etter “maksimalt tillatt biomasse” (MAB), som er et mål på maksimalt tillatt volum et selskap kan inneha til alle tider. Generelt gir én lisens et volum én MAB, som tilsvarer 780 tonn. I Finnmark og Troms er volumet litt høyere, 945 tonn. Departementet kan velge å gi ut flere lisenser, men dette avhenger regulering forbundet med vekst av biomasse, samt lakselus forhold (Mowi, 2022c).

For å sammenligne Norge reguleringer med de ulike konkurrerende oppdrettsnasjonene, vil reguleringene i Skottland, Canada og Chile belyses for å skape et helhetlig bilde av oppdrettsbransjen.

I Skottland må aktuelle selskap søke om tillatelse til å drive oppdrett fra til sammen 4 ulike organisasjoner. En av disse er “The Crown Estate”. Årsaken er at havbunnen rundt Storbritannia, og da også Skottland, eies av kronen. I likhet med Norge blir produksjonen regulert etter MAB, men på et mer individuelt nivå da lokale miljømessige hensyn vurderes (Mowi, 2022c). I dag er det omtrent 200 lakseoppdrettsanlegg i Skottland, som til sammen produseres rundt 150 000 tonn i året (Mossy Earth, 2023).

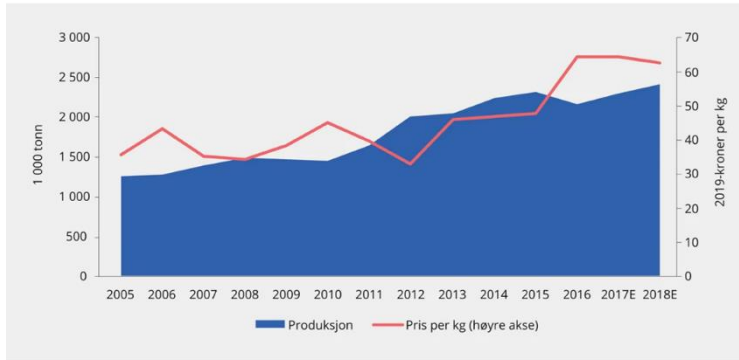
I Canada er det ulike reguleringer forbundet med geografisk lokasjon som kontrollerer tillatelsen til å drive oppdrett. Canada blir også delt opp i tre ulike områder, henholdsvis British Columbia, Newfoundland og New Brunswick. For å drive oppdrett trengs det provinsiell og/eller føderal tillatelse. I tillegg kreves det konsultasjon med “First Nations”, som er urfolket, samt lokale interessenter. Det betyr at behandlingstiden for opprettelse av oppdrettsanlegg kan ta flere år. Produksjonsmengende er regulert etter enten MAB eller et bestemt antall smolt (ungfisk) per syklus som vanligvis er ca. 3 år. I British Columbia benyttes MAB, hvor produksjonsmassen varierer i henhold til størrelsen på oppdrettsanlegget. Volumet varierer mellom 2 200 tonn til 5 000 tonn per syklus. I Newfoundland og New Brunswick benyttes smolt som måleenhet, og varierer mellom henholdsvis mellom 600 000 til 1 000 000 smolt og 250 000 til 600 000 smolt per syklus (Mowi, 2022c)

I Chile kreves det to tillatelser for å opprette et lakseoppdrettsanlegg. Den første er en tillatelse for å drive et akvakulturanlegg og spesifiserer tekniske krav, mens den andre er en autorisasjon for å drive oppdrett i et område. Lisensene er begrenset til spesifikke geografiske områder, arter og maksimal produksjon. Det er opp til selskapet selv å velge om de ønsker å produsere på maks kapasitet, som er 17 kg per kubikkmeter ( $17\text{kg/m}^3$ ) eller på et lavere nivå ( $4\text{--}17\text{ kg/m}^3$ ). Det er resultatet innenfor disse parameterne fra forrige periode som bestemmer om det kan øke produksjonen eller ikke. Produksjonen er altså resultatbasert. I dag er det omtrent 1 360 kommersielle lisenser for oppdrett av atlantisk laks, ørret og Coho i Chile, men kun 400 av disse lisensene benyttes. Det er de 10 største selskapene som står for 90% av produksjonen (Mowi, 2022c).

Oppdrettsnæringen virker å være strengt regulert uavhengig hvor i verden man ønsker å opprette et oppdrettsanlegg. Frykten for tap av biologisk mangfold, samt langvarige virkninger av den intensive produksjonen virker å være blant konsekvensene som står sterkest. Det er heller ikke uvanlig at oppdrettslaks rømmer fra merdene, noe som kan føre til konsekvenser for lokal villaksbestand.

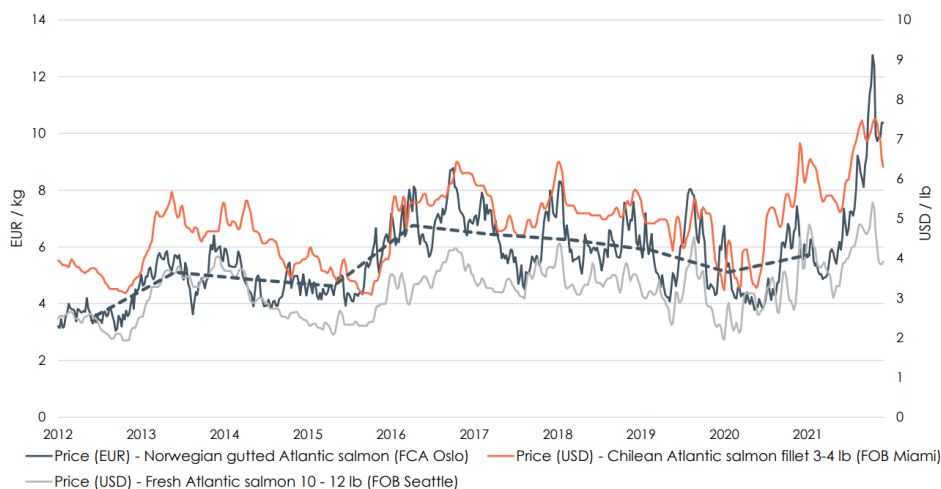
## 2.2.4 Historiske priser (OSLO, SEATTLE og MIAMI)

Det har i flere år vært en betydelig økning i produksjonen av og etterspørselen etter oppdrettslaks. Siden 2005 har den globale produksjonen av oppdrettslaks økt fra om lag 1 252 000 tonn til 2 418 000 tonn i 2018 (estimert), en økning på i overkant av 90 pst. Samtidig, som synlig i figur 2.11, har prisen på oppdrettslaks målt i 2019-kroner økt fra 35 kroner per kg til om lag 63 kroner per kg. Målt i euro har realprisen økt fra om lag 4 euro per kg til om lag 6 euro per kg i samme periode, eller om lag 50 pst (Finansdepartementet, 2019).



Figur 2.11 Sammenheng mellom produksjon og pris Kilde: Finansdepartementet, 2019

Siden 2012 har gjennomsnittsprisen på norsk atlantisk oppdrettslaks vært på 5,6 UR per kilo, noe som tilsvarer en pris på 62,33 NOK. Til sammenligning, vist i figur 2.12, er gjennomsnittlig pris i samme periode for chilensk og canadisk laks vært henholdsvis 10,6 USD og 7 USD. I norske priser tilsvarer dette 109,68 NOK og 72,86 NOK. Ettersom prisene er gitt etter ulike grad av bearbeiding er det vanskelig å skape en direkte sammenheng, men det er likevel mulig å se en viss samvariasjon i prisene.



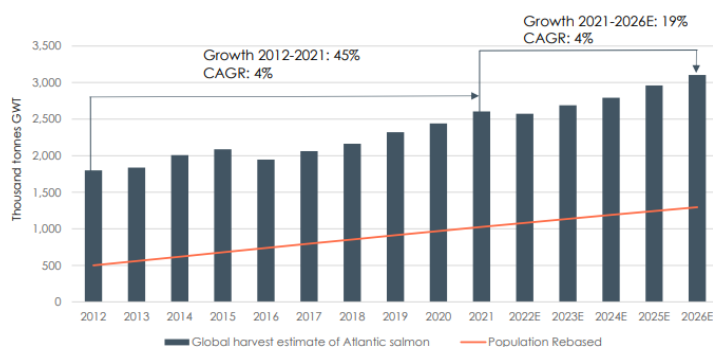
Figur 2.12 Sammenheng mellom pris og vekt i tre ulike spotprisindekser Kilde: Mowi, 2022b



## 2.2.5 Fremtidsutsikter

Figur 2.13 viser til sammensatt årlig vekstrate (CAGR). Den årlige veksten av høstet atlantisk laks har økt med 549% siden 1995, noe som gir en sammensatt årlig vekstrate på ca. 7%.

Mellom 2012 og 2021 har vekstraten sunket noe til omtrent 4%. Kontali Analyse forventer at den årlige økningen vil holde seg stabil på 4% frem til 2026. En av årsakene til at veksten har hatt en synkende trend er at produksjonen har nådd et punkt hvor det er biologiske grunner som setter begrensninger. Merdene krever spesielle forhold som er passende for oppdrett av laks. Derfor er det svært få områder som er egnet for denne industrien. Blant annet må det være tilstrekkelig med strøm i havet som tillater at vannet i merdene skiftes ut regelmessig. Temperatur er en annen begrensning.



Figur 2.13 Sammensatt årlig vekstrate mellom 2012 og 2026 Kilde: Mowi, 2022b

I et tilfelle der oppdrett av laks foregår på et for lite og tett geografisk område, vil samtidig sjansene for biologiske implikasjoner som sykdom øke betraktelig. Sykdom fører til at laksen må høstes tidligere enn antatt, noe som gir en svakere eksportpris kombinert med høyere produksjonskostnader per kilo. Fremover vil det derfor være essensielt for laksenæringen å rette et økt fokus mot videreutvikling av teknologi, samt implementering av nye farmasøytiske produkter i tillegg til ikke-farmasøytiske teknikker. Forbedrede reguleringer vil også være viktig da det er regelverket som setter begrensninger for hvor man kan drive oppdrett og hvor mange aktører som innehar en lisens.

Høy laksepris og begrensede muligheter for vekst ved bruk av konvensjonelle produksjonsmetoder har ført til økt satsing på alternative produksjonsformer. Som følge av utviklingen av ny teknologi vil flere områder kunne tas i bruk til lakseoppdrett både nasjonalt og internasjonalt. Det har de siste årene vært en økende interesse for havbruk til havs, det vil si fiskeoppdrett som foregår lenger til havs enn det som er vanlig i dag. Dette er drevet frem av utviklingen av ny teknologi som gjør det mulig å drive oppdrett på andre lokaliteter, og

henger sammen med stadig høyere etterspørsel etter oppdrettslaks, et økende behov for tilgang til areal, i tillegg til miljø- og sykdomsutfordringer i flere områder hvor det drives oppdrett i dag. Det er også flere andre prosjekter under utvikling. For eksempel har selskapet Polaris Shipping, i samarbeid med Change Marine Industry, planer om å bygge et containerskip til bruk i lakseoppdrett i Sør-Korea. I Panama har selskapene Open Blue og Innova Sea startet produksjon av cobia (en type abborfisk) i et anlegg som langt fra kysten. Dersom ikke-konvensjonell oppdrett blir lønnsomt, vil det kunne bidra til å presse ned lakseprisene. Dette vil igjen påvirke lønnsomheten i konvensjonelt havbruk. Konvensjonelt havbruk har likevel over lang tid vist seg svært kostnadseffektivt og konkurransedyktig. Det er derfor mye som taler for at konvensjonelt oppdrett med åpne merder fortsatt vil være en stor del av norsk havbruk i lang tid fremover (Finansdepartementet, 2019).

### 3 Strategiske analyser

For å kunne skape verdi må Mowi kunne oppnå avkastning utover sine investerings og produksjonsaktiviteter. Som et resultat av den svært konkurransedyktige oppdrettsbransjen vil det være kritisk for Mowi å utarbeide en god strategi. I avhandlingen tredje kapittel vil selskapets strategiske posisjon vurderes i henhold til både interne og eksterne underliggende økonomiske faktorer. Selskapets strategiske posisjon gir ett innblikk i hvordan Mowi evner å skape verdi for sine interessenter ved å vurdere sammensettingen av deres strategiske posisjon.

Mowis strategiske posisjon dannes på bakgrunn av interne og eksterne forhold som sammen gir retning for selskapets nåværende og fremtidige mål. Forholdet mellom de interne og eksterne faktorene må ses i sammenheng for å forstå hvordan og hvorfor Mowi foretar ulike strategiske valg.

I kapittelets første del vil selskapets eksterne forhold på makro- og mikronivå analyseres ved bruk av henholdsvis PESTEL og "Porters Fem Konkurransetrefter". Den eksterne analysen tar sikte på å kommentere, avdekke og vurdere potensielle muligheter og trusler av relevans for Mowi i sitt arbeid mot målrealisering. Videre vil bedriftens interne styrker og svakheter analyseres ved bruk av analyseverktøyet SVIMA for å identifisere potensielle konkurransefortrinn som bør utnyttes og/eller satses på. Til slutt vil resultatene av den eksterne og interne analysen brukes til å utforme en overordnet SWOT-modell som tar sikte på å forklare selskapets strategiske valg. I kapittel 3 av avhandlingen avgrenses analyseinnholdet til å omhandle forhold som vil påvirke den Norske grenen av selskapet, da majoriteten av selskapet aktivitet foregår på norsk sokkel. Det er imidlertid viktig å poengtere at relevante aspekter innenfor både bransje- og bedrift spesifikke områder vil falle utenfor oppgavens omfang, noe som kan lede til avvik og fremheves som en potensiell feilkilde.

## 3.1 Ekstern Analyse

### 3.1.1 PESTEL

Som konstatert under del 2.1.3 er aksjekursen, og følgelig Mowi som selskap, påvirket av en rekke makroøkonomiske forhold utenfor deres kontroll. Hendelser som Koronakrisen og introduksjonen av grunnrenteskatten på havbruk ga store utslag i selskapets verdi, og poengterer viktigheten av en vurdering av de makroøkonomiske forholdene. Ettersom at Mowi ikke kan påvirke disse faktorene, er en viktig del av strategiarbeidet å forsøke å forutse hvilke faktorer som vil endres, samt endringens størrelse, karakter og retning. I forbindelse med dette prediksjonsarbeidet vil avhandlingen benytte seg av en PESTEL-analyse. PESTEL-analysen baseres på seks makrofaktorer; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og legale faktorer. (Fjellstad og Lunnan, 2018, s.108). Avhandlingen vil ta sikte på å diskutere forhold knyttet til Mowis norske kontorer, da majoriteten av selskapets verdiskapelse foregår på norsk sokkel. Det er imidlertid viktig å poengtere dette som en mulig feilkilde, da selskapet i stor grad anses å være internasjonalt.

#### *3.1.1.1 P – Politiske forhold:*

Oppdrettsbransjen er i dag svært påvirket av rekke ulike politiske reguleringer knyttet til handel, miljø og pengepolitikk med mer. Ettersom at Mowi også opererer i flere ulike land, vil selskapet måtte forholde seg til de ulike lovverkene i hvert enkelt land. En utdypende analyse av alle politiske faktorer av betydning for Mowi går utenfor avhandlingens problemstilling, og det vises til NOU 2019:18 (Finansdepartementet, 2019) for videre lesing. Oppgaven vil ta utgangspunkt i tre politiske faktorer/spørsmål som vil ha stor innvirkning for selskapet. Faktorene er skattepolitikken, valutapolitikken og handelsavtalene som Norge disponerer, hvor faktorene er valgt på bakgrunn av dagsaktuelle temaer som introduksjonen av grunnrenteskatten på havbruk.

Ettersom at majoriteten av Mowis virksomhet er sentrert i Norge, vil den norske skattepolitikken ha stor innvirkning på Mowis resultater og fremtidsutsikter. Følgelig vil den Norske regjeringens innstilling til oppdrettsbransjen ha stor betydning for Mowi. Den rød-grønne regjeringen til Støre kom med sin innstilling til havbruk i “Hurdalsplattformen” hvor det fremgår at *“Havbruksnæringen er av stor betydning for norsk matproduksjon og*

*verdiskaping. Regjeringen vil legge til rette for videre vekst for å skape flere arbeidsplasser, mer bearbeiding, større verdiskaping og økte eksportinntekter. Dette må skje på en forutsigbar, kontrollert og bærekraftig måte*” (Statsministerens kontor, 2022). Av rapporten dannes det ett bilde av stor entusiasme for videre satsning på en bærekraftig og produktiv havbruksnæring for årene 2021-2025 som taler i retning av positive fremtidsutsikter for Mowi som selskap.

Regjeringens forslag om introduksjonen av grunnrenteskatt på havbruk som ble fremlagt september 2022 har vært subjektet for omstridte meninger, hvor samtlige aktører innenfor bransjen opplevde markante fall i sine børsverdier. Introduksjonen av grunnrenteskatten tar utgangspunkt i at havbruksernæringen benytter fjorder og sjøområder som tilhører fellesskapet til å skape verdier, og noe av verdiskapingen bør følgelig tildeles fellesskapet (Finansdepartementet, 2022a). Av regjeringens forslag fremgår det at det kun er de største aktørene som vil påvirkes av grunnrenteskatten, hvor aktører som faller under minstefradragsgrensen (produksjon volum på 4000-5000 ton) ikke vil berøres. Aktørene som overstiger ovennevnte produksjonsgrense vil skattlegges med en effektiv skattesats på 40%, noe som i samsvar med selskapsskatten vil se selskaper innenfor sektoren skattlegges med effektiv marginalskatt på 62 prosentpoeng (Finansdepartementet, 2022a).

Grunnrenteskatten vil imidlertid kun påvirke all avkastning utover grunnrenten, (ren profitt som er sted-bundet) som er profitten oppnådd etter at *“alle innsatsfaktorer har fått sin markedsmessige avlønning, og alternativavkastningen på investert kapital er trukket fra”* (Finansdepartementet, 2022b). Grunnrenteskatten er en skatt som vil variere i takt med bedriftens “rene profitt”, hvor skatten kun vil påløpe i perioder preget av store overskudd og dermed anses som nøytral (Finansdepartementet, 2022b). Imidlertid argumenterer Mowis for at grunnrenteskatten ikke er nøytral slik regjeringen hevder. Av Mowis høringssvar fremgår det at *“Mowis standpunkt er at regjeringens skatteforslag ikke holder mål og vil ha store negative konsekvenser for kyst-Norge samt dagens og fremtidige arbeidsplasser (Mowi, 2022b). Grunnerenteskaten trådte i kraft 1 januar 2023, men innretningen er enda ikke vedtatt av stortinget per 28.02.23. Hvilket nivå denne skatten ender på vil ha stor innvirkning på fremtidig inntjening for selskapet og vil diskuteres i større detalj under prognosen av fremtidige kontantstrømmer senere i oppgaven.*

Ettersom at Mowis lakseoppdrett virksomhet i Norge eksporterer majoriteten av laks produsert, er Norges handelsavtaler og relasjoner med utlandet følgelig svært viktige. Mowi leverer sitt produkt til store deler av verden og har følgelig ett svært bredt kundesegment de

behandler. I henhold til Regjeringens nettsider fremgår det at “*Frihandelsavtaler sikrer norske eksportbedrifter markedsadgang og konkurransedyktige vilkår i utlandet*” (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022c). Noen merkverdige handelsavtaler som har gjort det lukrativt å drive eksport virksomhet av laks i Norge er knyttet til EØS-avtalen som gjør det mulig for norske bedrifter og operere med de samme konkurransevilkår og muligheter som de resterende EU-landene. Videre er arbeidet knyttet til en frihandelsavtale med Kina av stor interesse/verdi for Mowi. Mowi eksporterer i dag store mengder laks til Asia, hvor Kina i dag er Norges største handelspartner i Asia. Arbeidet knyttet til en frihandelsavtale med Kina starte i 2008 og arbeidet er pågående den dag i dag (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022b). En potensiell frihandelsavtale med Kina vil være av stor verdi for Mowi.

### ***3.1.1.2 E- Økonomiske Forhold:***

Som et resultat av Mowis størrelse og internasjonale omfang er det en rekke makroøkonomiske faktorer som vil påvirke både selskapets evne til verdiskaping, men også oppdrettsbransjen i sin helhet. Avhandlingen tar sikte på å kommentere dagens rentenivå, valutapolitikken og verdensøkonomiens tilstand for å danne et grunnlag for videre strategi arbeid.

For at lakseoppdrettene skal kunne skape verdier er et viktig premiss at det foreligger tilstrekkelig etterspørsel etter produktet. Under koronapandemien ble BNP for fast-lands Norge 4,7% lavere enn hva som var ventet før pandemien inntraff (Fredriksen, 2021). Mowi opplevde en stor nedgang i sine resultater i denne perioden, hvor av faktorer som salg til restauranter, fly eksport og lavere laksepris trekkes frem som årsaker (Furuset, 2020). I kjølvannet av pandemien har mye av verdensøkonomien stabilisert seg og nådd nye høyder som tidligere omtalt. Tiden etter pandemien har vært preget av høy inflasjon som har bidratt til å redusere kjøpekraft til konsumenter og vil følgelig ha en effekt på etterspørsel etter laks. For å bekjempe inflasjonen har renten vært ett sentral tema i kampen for å stimulere etterspørselen etter varer og tjenester for å opprettholde aktiviteten i økonomien.

Rentenivået er av stor relevans for en rekke aspekter for både bransjen og Mowi spesifikt. Styringsrenten er per 7 mars 2023 på 2,75% hvor renten spekuleres i å stige ytterligere i mars 2023 ifølge sentralbank sjef Ida Wolden Bache (Norges Bank, 2023a). Styringsrentens nivå vil legge føringen på hvilke investeringsprosjekter som vil kunne gjennomføres gjennom

ekstern finansiering (lån). Styringsrenten er ett viktig verktøy for å bekjempe inflasjonsnivået som i dag har medført stor prisvekst. Inflasjonen måles på bakgrunn av endringer i Konsumprisindeksen (KPI) og var i perioden 2022-2023 på 7% (Statistisk sentralbyrå, 2023b). Dette er betraktelig høyere enn det operative inflasjonsmålet for pengepolitikken i Norge som over tid skal ligge nært 2 prosentpoeng (Norges Bank, 2022b). Den fremtidige utviklingen av styringsrenten vil ha stor betydning for Mowis investeringsnivå i kommende år, og vil analyseres videre i kapittel 6.

Den ytterligere hevingen av styringsrenten som forventes i mars 2023 vil føre til en sterk kronekurs som vil ha stor effekt på Mowis resultater. Ved å sette opp renten vil det bli gunstigere å holde norske kroner i form av høyere rente på bankinnskudd. En sterkere kronekurs vil være ugunstig for eksportaktører som Mowi da en høyere kronekurs vil gjøre det dyrere og selge varer til utlandet. Videre foregår majoriteten av Mowis innbetalinger i utenlandsk valuta som eksempelvis euro, og når valutaen veksles om til norske kroner (NOK) vil hver euro bidra til mindre verdi i form av norske kroner. Dersom den norske kronen styrker seg betraktelig kan dette føre til at utenlandske aktører ikke ønsker å kjøpe den norske laksen grunnet sin høye pris, noe som vil kunne resultere i en lavere etterspørsel. Oppdrettsbransjen er preget av en rekke ulike konkurrenter, og dersom importører av laks anser den norske laksen som for dyr vil de trolig se til andre aktører til å fylle deres behov. Det er imidlertid viktig å poengtere at noe av problematikken ved valutakursendringen kan møtes ved benyttelsen av derivater.

### ***3.1.1.3 S – Sosiokulturelle forhold***

De generelle trendene som foreligger i et samfunn vil, sammen med kulturelle aspekter, ha en stor innvirkning på en rekke aspekter for oppdrettsbransjen og Mowi som selskap. De siste årene har konsumet av fisk i Norge vært noe synkende hvor forbruket i 2022 var lavere enn hva det var i 2015 (Helsedirektoratet, 2022). Helsedirektoratet har satt 12 kostholdsråd hvorav ett av målene er å spise fisk til middag 2-3 ganger i uken (Helsedirektoratet, 2016). Selv om oppfordringen av myndigheten taler i positiv retning for fremtidig etterspørsel av laks, tilsier trendene en noe urovekkende sannhet. Konsumet av fisk vil ikke bare ha helsemessige gunstige effekter, men også positive innvirkninger på en rekke miljømessige faktorer. I nyere tid har samtlige blitt mer og mer miljøbevisste i de valgene de tar, også i henhold til hvilke

matvarer de velger å konsumere. I henhold til en rapport fremlagt av regjeringen fremgår fisk og lakseoppdrett som et mer miljøvennlig alternativ til animalskandoppdrett (Nærings- og fiskeridepartementet, 2021). I møte med økt fokus på miljøbevissthet i samfunn i form av eksempelvis økt oppslutning rundt miljøbevisste partier som MDG, kan det tyde på at fremtidens utsikter for konsum av fisk likevel er gode (NRK, 2021). Likevel er det verdt å nevne fremveksten av plantebaserte dietter som en potensiell trussel for konsumet av fisk.

I henhold til FNs estimerer antas verdensbefolkningen og nå 8,5 milliarder mennesker i løpet av 2030, noe som vil øke behovet for effektiv og storskalert matproduksjon ytterligere. I henhold til Mowis årsrapport for 2021 estimerer de at produksjonen av mat fra havet kan øke hele 6 ganger fra dagen nivå (Mowi, 2022a). Med dette lagt til grunn vil sjøoppdrett og laks være et produkt egnet for å møte det økende behovet for mat i fremtiden. Alt i alt taler de overnevnte faktorene i retning av positive utsikter for laks og Mowi, men det foreligger likevel uro momenter som kan trekke i retning av nedgang.

#### ***3.1.1.4 T – Teknologiske forhold***

For at Mowi skal kunne møte de mange kravene om bærekraftige løsninger, økt etterspørsel, reguleringer fra myndigheter, samtidig som en holder kostnadene lave, vil det være avgjørende og utvikle og vedlikeholde de teknologiske ressursene selskapet besitter.

Landbasert lakseoppdrett har i senere tid fått større oppmerksomhet, og kan være en potensiell trussel for Mowi og deres sjøbaserte modell. En av hovedpunktene som trekkes frem er det faktum at landbasert ikke er like preget av krav knyttet til geografisk plassering. For Mowi vil det være svært viktig og holde tritt med slike nye teknologiske innovasjoner for å kunne beholde sin plass i den svært konkurranseutsatte oppdrettsbransjen. Mowis økte satsning på en fullintegret verdikjede og bærekraftige løsninger vil trolig være av stor verdi for selskapet i de kommende årene både med hensyn til lønnsomhet, men også for deres legitimitet. De teknologiske forholdene vil i større grad utdypes i den interne analysen hvor hensikten er å avdekke/klargjøre aspekter ved bedriften som kan utgjøre langvarige strategiske konkurransefortrinn.



### **3.1.1.5 E - Miljømessige Forhold**

Fokuset på bærekraftige løsninger og økt miljøbevissthet har økt kraftig de siste årene, og samsvar mellom lønnsomhet og samfunnsansvar er viktigere enn noen gang. Mowi har i møte med disse trendene utarbeidet sin bærekraftige strategi og visjon “Leading the Blue Revolution”. Selskapet har gjennom sin satsning adressert en rekke områder som bruken av plastikk, resirkulering av oppdrettsutstyr, forebyggende arbeid mot rømminger og lavere karbon utslipp (Mowi, 2022a). Selskapet har også inngått samarbeid med en rekke aktører som sammen ønsker å fremme bærekraftige og effektive løsninger knyttet til utnyttelsen av havets ressurser. Noen av de mest merkelige samarbeidspartnere er SeaBOS og “Global Sustainable Seafood Initiative “(GSSI, 2023) (Mowi, 2023a). SeaBOS er et samarbeid mellom en rekke aktører innenfor oppdrettsbransjen og en rekke forsknings institusjoner som sammen jobber for å blant annet redusere bruken av plastikk, redusere utslipp av klimagasser og bruken av antibiotika med mer (SeaBOS, 2023). GSSI samarbeidet har som mål å “bevare havet for fremtidige generasjoner og jobbe i retning mot mer bærekraftig sjømat” (GSSI, 2023). Disse samarbeidene bidrar til å støtte opp under Mowis bærekraftige visjon og bidrar med å gi selskapet større legitimitet.

Oppdrettsbransjens fokus på bærekraftige løsninger kan ses i sammenheng med ett økende trykk fra både offentlige instanser og generell folkeopinion. Ifølge naturvernforbundet står oppdrettsbransjen for de mest alvorlige truslene mot villaksen (Naturvernforbundet, 2023). Miljø truende faktorer som trekkes frem er noe kortfattet knyttet til lakselus, rømt oppdrettslaks og utslipp fra anlegg. Rømt laks skaper problemer i det geologiske mangfoldet som finnes naturlig iblant annet norske elver, ved at oppdrettslaksen yter (parrer) seg med villaks, som fører til at den genetiske sammensetningen til villaksen endres. Oppdrettslaksen medisineres blant annet med antibiotika for å forhindre lakselus, og naturvernforbundet påpeker den potensielle skaden som påføres blant annet reker og andre skaldyr når dette lekker ut i fjorden (Naturvernforbundet, 2023). Denne lakselusen er ett av, om ikke det største problemet som oppdrettsnæringen påfører miljøet. Som et resultat av den høye konsentrasjonen av laks som befinner seg i oppdrettsanleggene kan lakselusen formere seg til unaturlige store mengder. Lakselusen er ett “lite krepsdyr som påfører laksen sår som kan gi sår som leder til infeksjoner”, og dersom konsentrasjonen av lusen blir for stor kan dette medføre store problemer for både oppdrett og villaks (Laksefakta, 2021).

Naturvernet har påpekt viktigheten av å ta i bruk “lukkede” anlegg for å motvirke ovennevnte faktorer. Dette stiller imidlertid konsernsjef i Mowi Ivan Vindheim seg kritisk til i en artikkel publisert av E24. Av artikkelen fremgår det at Mowi vil fortsette å satse på konvensjonell lakseoppdrett med åpne merder for å dra nytte av Norges konkurransefortrinn i kystlinjen (Bringslid, 2021). Det trekkes frem at “Smart Farming” vil være ett gunstig alternativ for å kunne overvåke den generelle fiksevelferden, lakselus telling og automatisert foring gjennom bruken av “avansert bildeteknologi og intelligente sensorer” (Bringslid, 2021).

### **3.1.1.6 L – Juridiske forhold**

De juridiske forholdene vil være de lover og regler Mowi må forholde seg til når de skal gjennomføre sin virksomhet. Disse forholdene vil begrense, muliggjøre og legge føringen på alt selskapet foretar seg fra produksjon og eksportering til behandling av ansatte.

Avhandlingen vil ta sikte på å kommentere forholdene knyttet til startfasen av produksjonen til produktet ankommer kunden. Likevel er det hensiktsmessig å poengtere at det foreligger en rekke regulatoriske lover og regler selskapet må forholde seg til som faller utenfor oppgavens omfang.

Mowi trekker frem “The Aquaculture Act” (17 juni 2005) & “The Food Safety Act” (19 December 2003) som de to viktigste lovene de er nødt til å forholde seg (Mowi, 2022c). Av “The Aquaculture Act” fremgår det at *“hensikten med loven er å promotere lønnsomheten og konkurransen i havbruksnæringen innenfor rammen av en bærekraftig utvikling og bidra til verdiskapingen på kysten”* (Fiskeri- og kystdepartementet, 2005). Loven er utformet for å skape ett rammeverk for havbruksnæringen videre vekst som tar hensyn til en ansvarlig utnyttelse av nasjonale interesser innenfor miljø og kystlinjen, samtidig som det legges til rette for verdiskaping. Gjennom loven skal næringen kunne oppnå sine mål samtidig som nasjonale og regionale interesser ivaretas (Fiskeri- og kystdepartementet, 2005). The Food Safety Act tar sikte på å ivareta forbrukerinteresser ved å sikre tilførselen av sunne og trygge matvarer langs hele mat, produksjon og distribusjonskjeden på en miljøvennlig måte (Faolex, 2022). Mowis fullintegreerte verdiskapings skjede og deres økte satsning på bærekraftighet går en lang vei mot å møte disse kravene utstedt av myndighetene.

For at Mowis skal kunne drive oppdrett i Norge (og andre steder) må det utstedes tillatelser fra myndighetene som råder over merdene som skal benyttes til oppdrett. Disse tillatelsene, også kjent som oppdrettskonsesjoner, må innvilges av myndighetene for å drive produksjon av lakseoppdrett i ferskvann eller i sjøen. Det foreligger ett begrenset antall konsesjoner for sjøbasert lakseoppdrett, hvor det er fiskeridirektoratet som avgjør hvem som får konsesjonen. Deretter er det fylkeskommunen som behandler søknaden om tilretteleggelsen av lokaliteten (Fiskeridirektoratet, u.å.). Denne antalls begrensingen foreligger ikke for oppdrett i ferskvann, hvor tillatelsen kan innvilges løpende.

Under behandlingen av konsesjoner som skal innvilgelsen benyttes “Trafikklyssystemet” som avgjør om selskaper kan utvide sin produksjonskapasitet (øvre grense for antall fisk i merdene til enhver tid, også kjent som den “maksimale tillate biomassen (MTB)) eller ikke (Trafikklyssystemet, u.å.). Tillatelsene innvilges på bakgrunn av tilstanden av lakselus og inndeles etter fargekodene grønn, gul og rød. Under følger tabell 3.1 som forklarer fargekodene.

## Fargekodene

*Produksjonsområdenes farger:*

**Grønn:** Nærings- og fiskeridepartementet vurderer at miljøpåvirkningen er akseptabel. Oppdretterne i produksjonsområdet kan tilbys vekst i produksjonen i form av nye tillatelser eller økning av produksjonskapasiteten på eksisterende tillatelser.

**Gul:** Nærings- og fiskeridepartementet vurderer at miljøpåvirkningen er moderat. Oppdretterne i produksjonsområdet får ingen endring i produksjonen.

**Rød:** Nærings- og fiskeridepartementet vurderer at miljøpåvirkningen er uakseptabel. Departementet kan nedjustere produksjonskapasiteten til oppdretterne i produksjonsområdet.

*Figur 3.1 Fargekodene Kilde: trafikklyssystemet (Trafikklyssystemet, u.å.)*

I Norge finnes det 13 ulike produksjonsområder hvor det er tillatt og drive oppdrett av sjøbasert laks. Figur 3.1 viser en illustrasjon av “fargeleggingen” av de ulike områdene etter

trafikklyssystemet fra Nærings- og fiskeridepartementet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022a). Av figur 3.1 fremgår hvilke produksjonsområder som kan utvide sin MTB, samt hvilke som har nådd sin maksgrænse og eventuelle områder produksjonen må reduseres. Nærings- og fiskeridepartementet anslår at fargeleggingen kan gi en vekst på overkant av 21 000 tonn (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022a).

### **3.1.2 Porters Five Forces**

I likhet med de mange makroøkonomiske faktorene som vil påvirke Mowi og oppdrettsbransjen, er det en rekke mikroøkonomiske faktorer som vil ha stor betydning for Mowis fremtidsutsikter. I følgende seksjon av avhandlingen vil oppgaven belyse de mange mikroøkonomiske faktorene som vil ha en innvirkning på selskapet. For å belyse disse sidene vil Porters Fem Konkurranses krefter benyttes. Modellen benyttes for å gjennomføre en bransjeanalyse av oppdrettsbransjen og tar sikte på å avklare marginene og konkurransesituasjonen i bransjen. Rammeverket som fremgår av modellen, vil benyttes for å vurdere følgende aspekter ved bransjen: (1) Trusler for nyetableringer, (2) trusler for substitutter, (3) kunders forhandlingsmakt, (4) leverandørers forhandlingsmakt og (5) intern rivalisering.

#### **3.1.2.1 Nyetableringer**

For å vurdere omfanget av konkurranse i form av nyetableringer vil det grunnet teknologiske fremskritt være hensiktsmessig å drøfte landbaserte, så lang som tradisjonelle former for oppdrett. Andre former for oppdrett slik som oppdrett på tankskip eller dypere merder vil først være relevant om noen år da denne teknologien foreløpig ikke er av stor nok utbredelse.

Oppdrettsbransjen er en svært kapitalintensiv bransje. Konesjoner for å drive oppdrett er dyre, og det krever store investeringer for å opprette oppdrettsanlegg. Dette skyldes utvilsomt fokuset på miljø og bærekraftig produksjon i akvakulturloven. Det er Fiskeridirektoratet som deler ut konsesjonene, men i motsetning til andre former for oppdrett er oppdrett av laks i sjøvann antallsbegrenset grunnet hensynet til, som nevnt tidligere, miljøet, men også markedet i sin helhet. Produksjonssyklusen er også vanligvis på 3 år, noe som betyr at nyetablerte bedrifter står med store utgifter, uten reell inntjening de første årene av driften. Etersom laks anses som en råvare vil eventuelle forskjeller på kvalitet kvalifiseres som ubetydelige. Mulighetene for eksperimentering med fôr for å oppnå ulike resultater er

selvfølgelig til stede, men det vil ta lang tid for å se resultatet. Det betyr at fortrinnet eventuelt nye bedrifter kan oppnå er i henhold til kostnadseffektivisering, men dette er igjen enklest å oppnå på storskaladrift. Har man derfor ikke muligheten til å drive oppdrett i form av stordrift eller mer kostnadseffektivt enn eksisterende konkurrenter, er mulighetene for nyetablering relativt små.

Mowis største utfordrer er potensielt oppdrett på land. Konsesjonene er gratis og høyt etterspurt da de ikke etterlater det samme avtrykket i norsk natur som oppdrett i sjøvann. Man er heller ikke like avhengig av optimal lokasjon og temperatur slik som man er med sjøoppdrett. Ettersom man kan opprette anlegg på lokasjoner som i utgangspunktet er uegnet for sjøbasert oppdrett, vil man i tillegg ikke lenger være like avhengig av flytransport for å fylle etterspørsel etter laks. En annen stor fordel landbasert oppdrett innehar er muligheten til å begrense de negative effektene som tradisjonelle oppdrettsanlegg har på villaks. Merdene vil være så å si lukket, noe som i fremtiden kan utelukke slike negative konsekvenser på miljøet. Energiforbruk er likevel ett av de store spørsmålene rundt landbasert oppdrett, da dagens samfunn opplever høye strømpriser. Salmon Evolution, et norsk landbasert oppdrettsselskap, benytter seg av en teknologi de kaller “hybrid flow system”, som tillater anleggene å gjenbruke vannet. Selskapet satte i 1. kvartal i 2022 ut til sammen 100.000 ungfisk i Norges største oppdrettsanlegg på land (Roaldseth et al., 2022). Gigante Salmon Rødøy fikk på sin side i 2021 konsesjon for produksjon på 13,731 tonn, som til sammenligning tilsvarer ca. 17 tradisjonelle merder. Det er planlagt produksjonsstart i 2. halvår i 2023 (Gigante Salmon, 2023).

Teknologien er foreløpig på et tidlig stadium, men allerede i dag finnes det flere norske selskaper innenfor denne grenen av oppdrettsbransjen, flere av de børsnoterte.

Trusselen oppsummeres derfor som lav til middels for lignende aktører innen sjøoppdrett, men derimot middels til høy for landbasert oppdrett.

### **3.1.2.2 Substitutter**

Substitutter til atlantisk laks som Mowi produserer kan enten kategoriseres som andre typer fisk eller andre typer animalske proteiner. Av Mowis egen bransjerapport går det frem at fisk representerer kun en brøkdel av årlig proteininntaket, faktisk så lite som 7% (Mowi, *Salmon Farming Industry Handbook*, 2022). Fra figur 2.6, som er å lokalisere i 2.2.1, ser man også at av totale 160 millioner tonn fisk som konsumeres på verdensbasis utgjør atlantisk fisk kun

1,25%. Som diskutert tidligere i oppgaven ønsker likevel FAO at det skal satses på fisk. Dette er mye fordi fisk inneholder mange helsemessige positive effekter som i takt med en økende verdenspopulasjon kan bidra i kampen mot underernæring og sykdomsutsatt diett.

Produksjonsmessig behøver laks mye mindre fôr sammenlignet med andre former for animalsk protein. For eksempel kreves får man 56 kg spiselig laks med 100 kg fôr, sammenlignet med ku som kun gir 7 kg for samme mengde (Mowi, *Salmon Farming Industry Handbook*, 2022). Tall fra en rapport publisert av FAO i 2019 om fiskeri og akvakulturens fremtid tilsier årlig konsum av fisk vil øke med 12 % mellom 2020 og 2029, til et gjennomsnitt på 21,4 kg per person. Til sammenligning vår gjennomsnittlig årlig konsum på 1960-tallet kun 9,9 kg.

I dag er det likevel andre fiskearter som tilapia og alaskatorsk dominerer verdensmarkedet, men mulighetene for ytterligere penetrering av verdensmarkedene er store, spesielt ettersom Mowi har etablert oppdrettsanlegg på ulike steder i verden. Det som likevel er problematisk, er den økende prisen på en kilo laks. I mai 2022 ble det satt ytterligere rekorder med en eksportpris på 108 kroner (Fisk, 2023). Mye av dette kan forklares av de strenge reguleringene knyttet til produksjon, samt transportkostnader der Mowi igjen sparer mye på grunnnet de ulike oppdrettslokasjonene.

Oppsummert virker det som at trusselen fra substitutter er lav da FN har et økende fokus på bærekraftig matproduksjon, der oppdrettslaks er et ypperlig alternativ. Med videre ekspansjon er det heller ikke umulig for Mowi å ta enda større markedsandeler i deler av verden der laks tradisjonelt ikke inngår i dietten.

Trusselen fra andre substitutter vurderes derfor som liten.

### **3.1.2.3 Leverandørers forhandlingsmakt**

Mowi har bygget opp en unik verdikjede der de er i full kontroll. Som nevnt i del 1 produserer Mowi sitt eget fôr, og har gjort dette siden 2014. I 2019 ferdigstilte de sitt andre produksjonsanlegg i Skottland. Mowi er i dag er eneste lakseoppdrettsfirma som i tillegg til storskala produksjon av laks også produserer sitt eget fôr for eget bruk og salg.

I dag er laksefôr markedet svært konsolidert da det kun er tre andre firmaer i tillegg til Mowi som kontrollerer markedet. Mowi produksjonskapasitet på 640 000 tonn av totalt 4,7 millioner tonn i markedet, noe som utgjør en stor andel. Kostnadene til produksjon styres av

råvarepriser og andre produksjonskostnader, men ettersom kjeden operer på en kostnad-pluss-kontrakt er det kundene som påtar seg risken. Dette skaper et transparent marked der Mowi så å si er uavhengig av eksterne leverandører.

Trusselen for økt forhandlingsmakt blant leverandørene vurderes til lav da Mowi har lyktes i å skape en vertikalt integrert bedrift som ikke bare forsyner seg selv, men også andre oppdrettsselskap. Dette er en forretningsmodell som er kostbar og tidkrevende å kopiere, men likevel ikke umulig.

#### ***3.1.2.4 Kunders forhandlingsmakt***

Laks er et homogent produkt, noe som betyr at kundene, hovedsakelig HoReCa-bransjen (hotell, restauranter og catering) og grossister, står fritt til å velge mellom ulike leverandører. Det er derfor plausibelt å anta at forhandlingsmakten til kundene er stor når det kommer til valg av leverandør. På den andre siden fører et homogent produkt til lite variasjon i pris fra tilbydernes side. Ved utskiftning av nåværende leverandør, betyr det med andre ord at gresset nødvendigvis ikke er grønnere hos den nye leverandøren. Selvfølgelig vil en kunde med større omsetning kunne forhandle seg frem til bedre betingelser, ettersom volumet er større og derav også tapet av kunden dersom de bytter leverandør.

Mowi besitter store markedsandeler fordelt på det internasjonale markedet. De eier egne oppdrettsanlegg, så vel som egne videreforedlingsanlegg i eksempelvis Europa. Mowi produserer også sine egne merkevarer, noe som videre er med på å styrke deres posisjon i markedet. Ettersom de eksporterer 99 % av sin produksjon (Mowi, 2023b), og fordi laks er økende attraktivt på markedet verden over har de trolig er variert og sikkert distribusjonsnettverk.

Som nevnt i forrige del om leverandørenes forhandlingsmakt produserer også Mowi sitt eget fôr. Det er kostnad-pluss-kontrakter som gir kunden full innsikt i produksjons- og råvarekostnader. Dette har både positive og negativ effekter for Mowi. Som sagt skaper det er transparent marked der Mowi ikke tar på seg risk, men det gir også kundene mulighet til å velge basert på pris. Laksefôr er ikke en ferskvare slik som laks er. Selv om produksjonsanleggene for fôret tradisjonelt sett ligger nærme oppdrettsanleggene for å minimere transportkostnader, er det ingenting som står i veien for oppdrettsselskap å velge andre aktører som kan tilby gunstigere priser enn det Mowi kan. Når det er sagt er ikke Mowi en laksefôrprodusent, men heller et oppdrettsselskap som har innført fullintegrering i

bedriften sin. Likevel kan det fastslås at kundene har økt forhandlingsmakt på dette området dersom også denne delen av Mowis bedrift skulle ekspandere.

Oppsummert anses trusselen således som middels da det åpenbart finnes noen usikkerheter knyttet til kundesegmentets valg og vurdering av leverandører når det kommer til laks og fôr.

### **3.1.2.5 Intern Rivalisering**

Intern rivalisering avhenger av flere faktorer; (1) antall firmaer i bransjen, (2) kostnader for å avslutte produksjon, (3) høye faste kostnader, (4) lav kundelojalitet og (5) langsom markedsvekst. Mowi er i dag den ledende aktøren innen lakseoppdrett. Som nevnt i del 2 er høster de i Norge nesten dobbelt så mye som deres nærmeste konkurrent SalMar. På internasjonal basis produserer de mer enn dobbelt så mye som andreplassen, Mitsubishi/Cermaq.

I 1997 var det omtrent 70 selskaper som drev oppdrett i Norge. I dag er det omtrent 120 aktører som eier konsesjon til oppdrett i sjøvann, hvorav 90 står for selve produksjonen. Disse er til gjengjeld eid av kun 21 selskaper. Trenden er altså konsesjon, der også Mowi har vært svært aktiv. Som belyst i del 2 består historien til Mowi av flere oppkjøp og fusjonering. Årsaken til dette kan være kostnadene knyttet til kjøp av konsesjoner, som i dag vil koste mellom 150-200 millioner kroner (Berge, 2021). Nedleggelse av et operativt oppdrettsanlegg kan også være kostbart, noe som videre vil føre til økt konkurranse og rivalisering blant etablerte selskaper om disse markedsandelene. Kostnadene er også store forbundet med produksjon og fôr. Her har Mowi som nevnt tidligere et konkurransefortrinn grunnet egenproduksjon av fôr.

Det stilles strenge krav til prosess og sluttprodukt blant oppdretterne. Dette fører til at laks i all hovedsak er et homogent produkt. Samtidig bidrar det til høy laksepris og inntjening hos selskapene. Kundelojaliteten antas å være liten da det i stor grad er gunstige innkjøpsbetingelser og laksepris som er drivkraften til handel. Bransjen har de seneste årene blitt omtalt som "superprofitt". Årsaken er at selskapene gir høyere avkastning på kapitalen enn normalavkastning. Blant etablerte selskaper er det derfor trolig at rivaliseringen er lav. FN fastslår også at oppdrettslaks vil være viktig for å supplere etterspørselen etter mat i takt med en økende befolkning. Dette gir god grobunn for ekspandering for selskapene gjennom økt fokus på markedsføring, samtidig som videreutvikling teknologien minsker miljørelaterte problemer som sykdom og rømninger i merdene.



Optimal temperatur er kanskje den viktigste faktoren for gunstig produksjon av oppdrettslaks. De mest optimale forholdene er å finne i Chile, og også her er Mowi blant de største aktørene. Sammenlignet med andre norske selskaper gir dette Mowi et betraktelig konkurransefortrinn da de kan fordele sin produksjon over flere områder.

Blant de 10 største markedene er konsum per innbygger betraktelig mindre enn i Norge, Sverige og Finland. Det gir stort vekst potensiale i disse markedene. Sammenlignet med lakseprisen, som har økt med 120 % de siste 10 årene, har volumet kun økt med 45 %. Dette illustrerer et økende behov for laks, selv om etterspørselen har vært noe avtagende siden 2001 (Mowi, *Salmon Farming Industry Handbook*, 2022).

Alt i alt vurderes trusselen som middels sett i bransjeperspektiv. Mowi er på sin side godt etablert flere steder i verden, noe som gir en gunstig markedsposisjon.

### **3.1.2.6 Oppsummering av Porters five forces**

Under følger tabell 3.1 som er en oppsummering av vurderingene gjort i henhold til Porters fem krefter. Den klart laveste trusselen er trusselen for substitutter da laks i dag utgjør en liten del av det totale markedet for animalske proteiner. Andre fiskearter som alaskatorsk og tilapia utfordrere, men økende etterspørsel og økt fokus på bærekraftig matproduksjon verden over tilsier likevel at trusselen er lav. Kunder vil ha en viss makt når det kommer til forhandlinger, men ettersom laks er et homogent produkt er det trolig at kunder ikke bytter leverandør med mindre det er høyst nødvendig. Mowi opplever lav trussel fra leverandører da de har kontroll over hele produksjonsleddet. Eneste trusselen kommer i form av transportkostnader, men dette er igjen felles for alle oppdrettsselskaper. I henhold til intern rivalisering har Mowi skapt et solid firma med produksjon og videreforedling spredt over store deler av verden.

For fremtiden er det i all hovedsak landbasert oppdrett som står for den største trusselen. Interessen på børsmarkedet er allerede stor, og teknologien har nådd nye høyder. Mulighetene for å produsere på utradisjonelle lokasjoner gir landbasert oppdrett et solid utgangspunkt. I Norge har man likevel drevet oppdrett i flere år, og således er markedsandelene allerede i besittelse av eksisterende selskaper i bransjen. Med mindre landbasert oppdrett eventuelt klarer å levere laks til en gunstigere pris for kundene, vil det trolig være mer lønnsomt for disse selskapene å ekspandere sin bedrift utenfor Norden.

Ved en oppsummering av alle truslene og derav lage et gjennomsnittsnivå, ligger truslene på et moderat nivå.

Kraft	Lav	Middels	Høy
Trussel fra nyetableringer	X		
Trussel fra substitutter		X	
Forhandlingsmakt hos leverandører	X		
Forhandlingsmakt hos kunder		X	
Trussel fra intern rivalisering		X	

*Tabell 3.1 Oppsummering av Porters fem krefter*

### 3.2 SVIMA Analyse

Gjennom de eksterne analysene av hvilke makro- og mikroøkonomiske faktorer som påvirker Mowi fremgår det at selskapet er preget av høy ekstern påvirkning fra både konkurrenter i bransjen, samt press fra myndigheter og andre offentlige instanser. For å kunne forholde seg konkurransedyktig i en strengt regulert og konkurransepreget bransje vil det være avgjørende for Mowi og utvikle sine interne ressurser for å skape konkurransefortrinn. Oppgaven vil benytte seg av en SVIMA-Analyse for å avgjøre om Mowis interne ressurser utgjør, eller i fremtiden kan utgjøre, et strategisk konkurransefortrinn. Analysen tar sikte på å avdekke hvilke ressurser Mowi besitter som kan utgjøre ett konkurransefortrinn basert på fem dimensjoner. Disse dimensjonene er; sjelden (S), viktig (V), ikke-imiterbar (I), mobilisert (M) og appropriert (A). En utdypelse av de ulike dimensjonene fremgår av tabell 3.2.

Sjelden	Hvor hyppig er denne ressursen og se hos andre aktører/bedrifter
Viktig	Hvor viktig er ressursen for bedriften?
Ikke-Imiterbar	Hvor lett kan ressursen imiteres eller erstattes?
Mobilisert	Hvor stor grad benyttes ressursen i dag?
Appropriert	Hvor stor grad kommer ressursen selskapet til gode, og ikke andre selskapet i dag?

Tabell 3.2 5 Dimensjoner

For at en ressurs skal kunne defineres som ett konkurransefortrinn, og helst ett varig ett, må ressursene vurderes på bakgrunn av alle de 5 dimensjonene. Styrken på konkurransefortrinnet måles etter hvor mange av dimensjonene ressursen anser å dekke. I tabell 3.3 under fremgår en illustrasjon av hvilke typer konkurransefortrinn som kan oppnås basert på hvilke dimensjoner en ressurs anses å oppfylle.

Sjelden	Viktig	Ikke-Imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Konklusjon
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt Konkurransefortrinn

Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig Konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt Varig Konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-Beholdt konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig Konkurransefortrinn

Tabell 3.3 Fremstilling av SVIMA og ulike utfall basert på ressursens egenskaper

Basert på Mowis lange historie og størrelse vil det være en rekke ulike ressurser som i samspill kan, og vil, utgjøre selskapets ulike konkurransefortrinn. Avhandlingen tar sikte på å vurdere de ressurser som anses å være av størst relevans, både i positiv og negativ retning. Følgende ressurser vil analyseres ved bruk av SVIMA verktøyet for å danne grunnlaget for Mowis fremtidsutsikter i forbindelse med verdsettelsen av selskapet; Mowis Verdikjede, Markedsposisjon, satsning på innovasjon og Merkevarer. Faktorene er valgt på bakgrunn av analysene gjennomført i avhandlingens andre og tredje kapittel.

### 3.2.1 Verdikjeden

Mowi har en fullt integrert verdiskapningskjede som tilsier at de er til stede i hver ledd av produksjonen fra start til slutt. En fullintegrert verdikjede tilsier at Mowi klekker rogn fra egen stamfisk, forer smolten med egen for før den sendes til Mowis egne slakterier, før laksen distribueres til konsumenter og detaljister av Mowi. Ved å stå for alle leddene i produksjonen fra start til slutt vil Mowi i større grad kunne dra nytte av økt kvalitetssikring, bedre informasjon grunnlag og marginhåndtering. For å kunne avgjøre om verdikjeden er ett varig konkurransefortrinn må den vertikalt integrerte verdikjeden vurderes etter de 5 dimisjonene i SVIMA analysen.

#### 3.2.1.1 Stamfisk og oppdrett

Mowi har sin egen art/rase av stamfisk som de har arbeidet med siden 1964, hvor det er opprettet en egen avls- og genetikkbavdeling for å kunne sikre de beste eggene. Av selskapets egne definisjon av deres verdikjede fremgår det at det er viet "ressurser for å forbedre ytelsen,

sykdomsresistensen, samt fiskens velferd og kvalitet (Mowi, 2023c). Denne forskningen på fiskens kvalitet vil kunne spare selskapet for en rekke kostnader knyttet til blant annet bruken av medisin mot lakselus, slakting av ikke salgsdyktig laks og ikke minst personalkostnader. En av de største kostnadsbesparelsene som en økt satsning på genetisk robust laks er det faktum at grunnrenteskatten kun er knyttet til sjøsatt fisk. Ved å kunne redusere antallet ikke salgsdyktig laks som sjøsettes vil selskapet kunne unngå noe av den store beskatning som grunnrenteskatten medfører. En utdypelse av teknologien og innovasjonene som benyttes følger under avhandlingens kapittel 3.3.2 om Innovasjoner.

### ***3.2.1.2 Fôr og slakt***

2012 markerte lanseringen for Mowis fullintegrerte verdikjede da selskapet etablerte sin egen fôr produksjon, nemlig Mowi-Feed. I løpet av året 2021 ble Mowi selvforsynt med hensyn til fôr i Europa, og poengterer i sin årsrapport fra 2021 at fôringen viser gode resultatet (Mowi, 2022a). Selskapet trekker frem fôringen som den viktigste innsatsfaktoren i lakseproduksjonen, og vil ifølge selskapets egne prognoser kunne produsere opp til 640 000 tonn med for fordelt på sine fabrikker i Norge og Skottland (Mowi, 2022a). Sett opp imot det produserte volumet på 481 902 tonn i 2021 (fordelt med 358 769 tonn i Norge og 123 133 i Skottland), vil selskapet kunne dra nytte av sin integrerte verdikjede ved en eventuell utvidelse av produksjonen da de kan planlegge for alle faser av produksjonen på tvers av sine avdelinger.

I likhet med foringsavdelingen har Mowi egne prosesseringsanlegg hvor laksen gjøres klar for utsendelse. Mowi har 41 ulike primær- og sekundær anlegg fordelt på 19 ulike land som gjør at selskap i større grad kan møte kunders etterspørsel, stabilisere kostnadsnivåer, øker effektiviteten og sikre produkt kvalitet (Mowi, 2023c). Igjen fremgår verdien av den integrerte verdikjeden da selskapet kan kontrollere, overvåke og implementere strategiske endringer/beslutninger på korttid.

### ***3.2.1.3 Distribusjon og salg***

Den siste delen av verdikjeden er knyttet til utleveringen og markedsføringen av det ferdigstilte produktet fra de foregående avdelingene. Ved å stå for utlevering av eget produkt vil selskapet i større grad kunne styre hvor, når og hvordan produktet skal leveres. Som tidligere drøftet i avhandlingens første kapittel er fokuset på bærekraftige løsninger gjennom

selskapets visjon om “leading the blue revolution” integrert i hele organisasjonen. Ved å velge mer miljønøytral transport metoder, samt muligheten for mer “kort-reist” mat grunnet deres internasjonale tilstedeværelse, kan Mowi styrke sin bærekraftige profil. Videre vil Mowi kunne endre hvilke markeder de ønsker å levere sitt produkt til ved endringer i handelsavtaler mellom ulike land, som gjør det mulig å sikre lave kostander og metningen av etterspørrende markeder. Det er imidlertid ikke alltid en fordel å drive egen distribusjon. Dersom det finnes alternative løsninger som er mer kostnadseffektive enn løsningen som Mowi benytter seg av i dag, foreligger det ett argument for å ut Source distribusjonen til mer spesialiserte selskaper.

#### ***3.2.1.4 SVIMA Analyse av Verdikjeden***

Gjennom deres integrerte verdikjede vil Mowi kunne skalere sin produksjon etter økende og eller minkende etterspørsel uten å måtte klargjøre produksjonsvolum med eksterne aktører. Dette gir selskapet større grad av kontroll av kostander og logistikk, samtidig som de limiterer leverandørers forhandlingsmakt. Dette medfører at selskapet kan skifte sitt fokus vekk fra opprettholdelsen av gode leverandør relasjoner over mot andre aspekter som økt fokus på forskning og utvikling. Ved å stå for hvert aspekt av produksjonen vil selskapet også i større grad kontrollerer beslutningsgrunnlaget som strategien avhenger av. Ved å benytte seg av tall fra eksempelvis frem avlingen av egg, vil selskapet kunne justere sitt forings- og slaktevolum. Dette resulterer i en mer effektivisert og kostnadseffektiv produksjon fra start til slutt, som trolig har spilt en stor rolle i selskapets gode marginer.

Basert på de 5 dimensjonene i SVIMA modellen vil den organisatoriske samhandlingen en slik integrert verdikjede muliggjør være av stor verdi for selskapet. Av mowis årsrapport i 2021 fremgår det at selskapet selv anser sin integrerte verdikjede som svært verdifull og vanskelig og “matche” (Mowi, 2022a). Mowi er i dag det eneste selskapet med en fullt integrert verdikjede og verdikjeden defineres dermed til å oppfylle første krav om å være sjelden. For det andre viser analysen av verdikjeden er av stor verdi for Mowi og vil følgelig oppfylle kravet. Når det kommer til punktet om hvorvidt verdikjeden er “ikke imiterbar” vil den tross sin “unik-het” i markedet ikke kunne anses å oppfylle punktet, da andre aktører også vil kunne adoptere en slik verdikjede i fremtiden. De resterende punktene om ressursen er mobilisert og approprierbar anses begge dimensjonene og være oppfylt da hele verdiskapningskjeden benyttes i dagens produksjon og i stor grad kommer Mowi til gode.

### 3.2.2 Forskning, utvikling og Innovasjon

Som regnskapsanalysen i følgende kapittel viser så har Mowi gjennomført, og tar sikte på å gjennomføre, en rekke investeringer knyttet til forskning og utvikling av nye og innovative teknologier for å effektivisere deres oppdrettsdrift. Det er gjennomført mye forskning knyttet til selskapets utfordringer knyttet til lakselus, rømninger fra merder og laksens livssyklus og helsetilstand. En av de mest fremtredende nye satsningene som er gjennomført er innføringen av “Smart farming” gjennom det Mowi definerer som “Mowi 4.0”. Mowi 4.0 er selskapets digitale strategi for å imøtekomme den “fjerde industrielle revolusjonen” gjennom bruken av blant annet avanserte kamera og sensor systemer, kunstig intelligens og analysering av stordata. Implementering av disse systemene og økt satsning på innovasjon og ny teknologi vil hjelpe selskapet å digitalisere og effektivisere selskapet langs hele deres verdiskapnings skjede (Mowi, 2021).

Smart Farming tar sikte på å utnytte de ovennevnte teknologiske fremskrittene for å gjennomføre sanntids overvåkning av den sjøsatte biomassen, telling av lakselus, overvåkning av laksevelferden og automatisk sporing og føring av laksen. Denne implementering vil i henhold til selskapet selv, føre til både kostnadsbesparelser, men også en økning i fisken velstand og bærekraftighet (Mowi, 2021). En slik implementering vil muliggjøre selskapet og komme i forkant av eventuelle endringer som må gjøres og tillater selskapet og kunne implementere endringer i leddene i verdikjeden fortløpende.

FOU arbeidet til Mowi kan i liten grad anses å oppfylle kravet om sjeldenhet da samtlige aktører eksperimenterer med den samme teknologien. Forskningen er imidlertid svært viktig for selskapet i møte med sterkere regulering av bransjen og pressende konkurranse, og oppfyller følgelig kravet. For å kunne vurdere om Mowis fokus på forskning og utvikling vil anses å være ett ikke-imiterbart konkurransefortrinn etter SVIMA-Dimensjonene må en først foreta en vurdering av hvor denne kompetansen og forskningen stammer fra. Her må det foretas en vurdering om forskningskompetanse stammer fra selskapets tilgang på kapital grunnet deres størrelse, eller om det foreligger humankapital og eller kultur som gjør teknologien vanskeligere å kopiere. Basert på Mowis fullt integrerte verdikjede som tillater selskapet og dra nytte av informasjon produsert av hvert ledd i produksjonen, legges det til grunn at Mowi sitter i en særegen posisjon for å dra nytte av FOU. Ressursen vurderes dermed som ikke-imiterbar. Videre må systemene anses å være mobilisert da testing av teknologien allerede er i gang og antas å være i fullbruk innen 2025 (Mowi, 2021). Til slutt må en ta stilling til om teknologien er appropriert. Her vil svaret kunne svinge begge veier

da selskapet selv i stor grad vil dra nytte av teknologien, men andre selskaper vil se til Mowi for å selv utvikle lignende teknologi. Selskapet kan søke om patenter på deres teknologi, men selskapet vil likevel trolig kunne kopiere en del av fremskrittene som gjøres.

### **3.2.3 Merkevare og markedsposisjon**

Den siste delen av den interne analysen vil ta for seg hvorvidt Mowis størrelse og satsning på deres merkevare vil kunne anses å kvalifisere seg til konkurransefortrinn status. Ettersom at Mowi er den største aktøren i bransjen per dags dato, er det naturlig å vurdere om deres markedsposisjon kan anses å være ett konkurransefortrinn. Posisjonen må anses å være sjelden, da de er markedsledere innenfor bransjen. Videre må deres markedsposisjon anses å være viktig da deres posisjon tillater selskapet å dra nytte av stordriftsfordeler, kontroll over konsesjoner og muligheter for satsning på FOU basert i deres gode inntjeninger. Selskapets posisjon må imidlertid anses å være imiterbar ettersom at andre aktører innen eksempelvis landbasert oppdrett og nye teknologiske løsninger kan true selskapets posisjon som markedsledere. Basert på de resterende dimensjonene oppfylder Mowi kravene knyttet til både mobilisering og appropriering da selskapet drar nytte av sin størrelse for å holde seg konkurransedyktig.

Til slutt må en ta stilling til Mowis satsning på bærekraftige løsninger gjennom deres visjon om å “lead the blue revolution”. Mowis merkevare ble lansert i 2018 og tar sikte på å innta en posisjon i markedet som den prefererte leverandøren av laks. I følge Mowis årsrapport fra 2021 fremgår det at “Vi har stor tro på vår merkevarestrategi og vårt langsiktige mål om å oppnå 1 milliard euro i omsetning på en 10% inntjeningsmargin samt differensieringen av Mowis lakseprodukt gjenstår selv etter forsinkelsene covid-19 pandemien brakte (Mowi, 2022a). Merkevaren baserer seg i stor grad på det faktum at Mowi har fullkontroll over hele produksjonen fra start til slutt gjennom deres verdikjede, og kan dermed garantere kunder alt fra nærings innhold, miljøavtrykk, fiskehelse og bærekraftighet.

For å kunne vurdere om Mowis merkevare kan anses å være “sjelden” må en ta stilling til hvorvidt deres merkevare vesentlig skiller seg fra konkurrentenes. Mange av de norske oppdrettsaktørene har i lang tid benyttet seg av “Norsk Laks” som merkevare noe som har ført til at den norske laksen har blitt svært populært både i og utenfor Norge. I senere tid har aktører som SalMar begynt arbeidet med å utvikle egne merkevarer som eksempelvis Salma laksen. Den store fordelene Mowi besitter knyttet til sin merkevare er at de kan garantere sine



kunder og detaljister full åpenhet i henhold til hvordan laksen prosesseres, fôr som benyttes, hvor laksen slaktes og leveres fra, og hvilke næringsinnhold fisken inneholder gjennom deres integrerte verdikjede. Avhandlingen vurderer dermed Mowis merkevare som sjelden da andre aktører ikke kan konkurrere på den samme åpenheten i deres verdikjede.

Merkevaren anses å være viktig for selskapet grunnet den økende konkurransen som forekommer i bransjen. Å differensiere produktet vil være av stor viktighet for selskapet fremover for å videre dra nytte av sin storskalerte produksjon og investering i verdikjeden. Merkevaren anses også å være “ikke-imiterbar” da Mowi har ett stort konkurransefortrinn i det faktum at de kan garantere kunden full transparitet i produktets produksjonsforløp fra start til slutt. Da andre kunder benytter seg av eksterne aktører i deres produksjon av laks vil ikke konkurrenter kunne spille på den samme markedsføringsstrategien som Mowi.

Til slutt må en ta stilling til hvorvidt merkevaren er mobilisert og appropriert. En fullskalert utrulling av Mowis merkevare ble utsatt grunnet covid-19 pandemien, men er i dag i gang med å starte opp for fullt etter lanseringer i England, Belgia, Italia, Spania og USA (Mowi, 2022a). Merkevaren har imidlertid ikke blitt mobilisert på den skala som selskapet ønsket som er resultat av covid-19. Avhandlingen vurderer følgelig at ressursen ikke anses å oppfylle kravet knyttet til mobilitet. The Mowi Brand vil trolig slå positivt ut for selskapets inntekter og globale tilstedeværelse ved å kapre markedsandeler fra konkurrenter, samt posisjonen som den foretrukne leverandøren av laks. Merkevaren anses dermed å oppfylle kravet til å være appropriert.

### 3.3.4 Oppsummering SVIMA-Analyse

Under i figur 3.4 følger en oppsummering av hvorvidt Mowis diskuterte ressurser kan anses å være konkurransefortrinn.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-Imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Styrke
Verdikjede	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig Konkurransefortrinn
FOU	Nei	Ja	Ja	Ja	Delvis	Paritet

Markedsposisjon	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig Konkurransefortrinn
Merkevare	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig konkurransefortrinn

Tabell 3.4 Oppsummering SVIMA

### 3.3 SWOT-Analyse

Under forekommer en oppsummering av avhandlingens kapittel 3 knyttet til Mowis strategiarbeid. Oppgaven benytter seg av en SWOT-modell for å oppsummere funnene knyttet til de interne styrkene fra SVIMA-analysen, de makroøkonomiske faktorene diskuterte under PESTEL-analysen og de mikroøkonomiske faktorene diskutert under Porters Five Forces. SWOT-modellen tar for seg styrker (S), Svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T) som vil påvirke Mowi. Mowis strategiske tilnærming vil være som følger:

<p><b>Styrker:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Helintegrert verdikjede</li> <li>- Stordriftsfordeler</li> <li>- Fokus på bærekraft</li> <li>- Egen merkevare</li> <li>- Markedsposisjon</li> </ul>	<p><b>Svakheter:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Lakserømming &amp; Lakselus</li> <li>- Statlige reguleringer</li> <li>- Begrensninger på produksjons volum (maks tillatt biomasse)</li> <li>- Begrensede områder egnet for oppdrett</li> </ul>
<p><b>Muligheter:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Økende etterspørsel</li> <li>- Ny teknologi</li> <li>- Smartfarming</li> <li>- Samarbeidspartnere</li> </ul>	<p><b>Trusler:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Landbasert oppdrett</li> <li>- Biologiske begrensninger</li> <li>- Grunnrenteskatt</li> <li>- Negative holdninger knyttet til oppdrett</li> </ul>

Figur 3.1 Oppsummering av SWOT-analyse

Resultatene av den strategiske analysen gjennomført i oppgavens tredjekapittel vil benyttes videre i arbeidet knyttet til verdsettelsen av Mowi ASA. I figur 3.1 oppsummeres hvilke faktorer og deres retning (positiv og/eller negativ) på selskapets fremtidsutsikter. Disse forholdene vil ha stor innvirkningen på selskapets fremtidige evne til lønnsomhet og være avgjørende for prosjekteringen av selskapets fremtidige kontantstrømmer. Trusler som introduksjonen av grunnrenteskatten og svakheter som begrensinger på både produksjonsvolum og geografiske oppdrettsområder vil slå negativt ut ved prosjekteringen av selskapets fremtidige kontantstrømmer. Muligheter for økt salgsvolum som et resultat av økende etterspørsel og selskapets styrke i deres helintegreerte verdikjede vil på en annen side slå positivt ut under utarbeidelsen av selskapets fremtidige kontantstrømmer. I et helhetlig perspektiv konkluderer den strategiske analysen med gode fremtidsutsikter knyttet til estimeringen av fremtidige kontantstrømmer basert på selskapets nåværende strategiske posisjon.

## 4 Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse innebærer å undersøke et selskaps økonomiske stilling og resultater ved å analysere dens regnskap og finansielle rapporter. Dette inkluderer å se på selskapets lønnsomhet, likviditet, soliditet og finansiering. En regnskapsanalyse kan hjelpe investorer med å forstå selskapets økonomiske styrke og muligheter for vekst, samt identifisere eventuelle utfordringer eller risikoer. På samme måte som vi får en oversikt over hvordan Mowi ligger an og muligheter for videre utvikling (Kristoffersen, 2019).

For å få et helhetlig bilde av Mowi sin økonomiske situasjon vil vi gjennomføre en nøkkeltallsanalyse på bakgrunn av selskapets årsregnskap fra 2018 – 2022. Vi vil sammenligne nøkkeltallene med SalMar og Lerøy Seafood (heretter omtalt som Lerøy) sine nøkkeltall for å få et innblikk i hvordan Mowi stiller seg i forhold til primærkonkurrentene. Tallene for SalMar og Lerøy er hentet fra Morningstar (Morningstar - SALRF, 2023) (Morningstar - LYSFF, 2023).

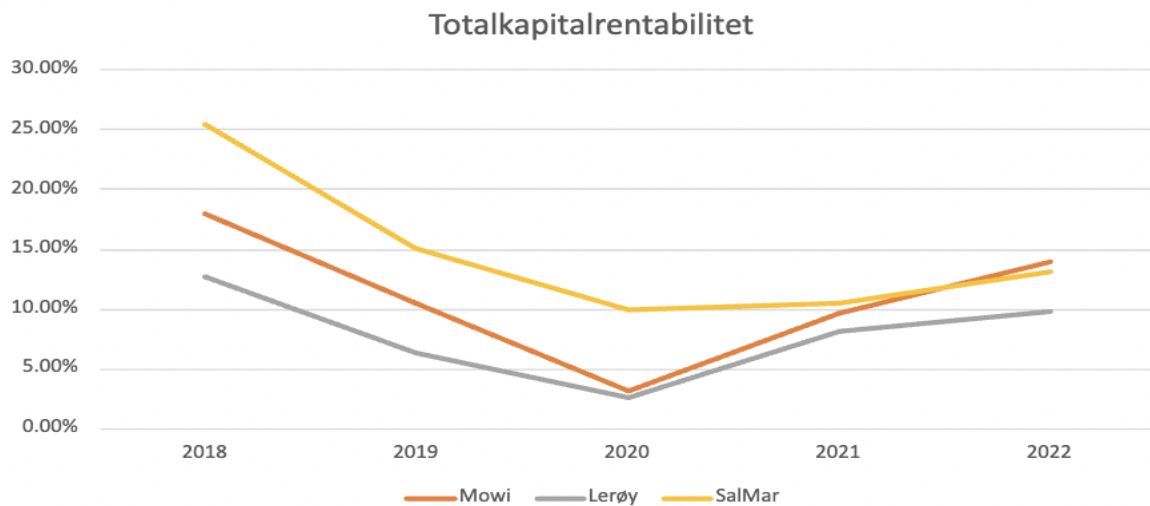
### 4.1 Lønnsomhet

Lønnsomheten til en bedrift er en avgjørende indeks for deres suksess og vekstpotensial. En lønnsom virksomhet er en som genererer inntekter som overstiger utgifter, noe som fører til et positivt overskudd. Dette er en forutsetning for at en virksomhet skal kunne overleve og fortsette sin produksjon over tid. Lønnsomhet er også viktig for å sikre at bedriften har de nødvendige midlene til å foreta nye investeringer og utvide virksomheten. Dette kan bidra til økt produksjonsevne og økt vekst, noe som igjen kan føre til nye arbeidsplasser og økt velstand i samfunnet. Det er derfor viktig at bedrifter kontinuerlig vurderer sin lønnsomhet og tar nødvendige tiltak for å forbedre den, for eksempel ved å redusere kostnader eller øke inntektene. En god lønnsomhet kan også bidra til å øke tilliten til virksomheten hos investorer og andre interessenter, noe som kan være avgjørende for å sikre langsiktig vekst og suksess. Vi vil benytte oss av nøkkeltallene totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin for å vurdere Mowis lønnsomhet (Kristoffersen, 2019).

#### 4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet (Return On Assets, ROA), er en viktig nøkkelindikator for å vurdere en bedrifts økonomiske ytelse. ROA måler forholdet mellom inntjeningen til bedriften og den samlede kapitalen som er investert i virksomheten. Totalkapitalrentabiliteten beregnes ved å dividere overskuddet før skatt med den gjennomsnittlige totale kapitalen, inkludert både egenkapital og fremmedkapital. (Finanseksperter, 2023). En høy ROA indikerer at bedriften er lønnsom og at deres investeringer i virksomheten genererer en god avkastning.

ROA er en nyttig indeks for å sammenligne selskapers prestasjoner over tid, eller sammenligne med andre bedrifter i samme bransje. Dette gir investorer og beslutningstakere en enkel måte å vurdere selskapers økonomiske ytelse, og hjelper dem med å ta bedre investeringsbeslutninger.



Totalkapitalrentabilitet	$\frac{(\text{driftsresultat} + \text{finansinntekter}) \cdot 100\%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$				
	2018	2019	2020	2021	2022
År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsresultat	926	616	183	602	1054
Finansinntekter	0	0	0	0	0
Total kapital	5146	5841	5846	6259	7,531
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	<b>17.99%</b>	<b>10.55%</b>	<b>3.13%</b>	<b>9.62%</b>	<b>13.99%</b>
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Mowi	17.99%	10.55%	3.13%	9.62%	13.99%
Lerøy	12.72%	6.34%	2.63%	8.18%	9.85%
SalMar	25.43%	15.02%	9.90%	10.45%	13.09%

Tabell 4.1 og figur 4.1 - Totalkapitalrentabilitet.

Fra tabell 4.1 og figur 4.1 ser vi at Mowi har levert tilfredsstillende total kapitalrentabiliteter med unntak av 2020, hvor Covid hadde en stor innvirkning på driftsresultatet. Den hentet seg opp igjen i 2021 og 2022. Vi ser også at Mowi har hatt en jevn økning i total kapitalen

gjennom årene. Vi ser at konkurrentene har holdt samme trend med en solid nedgang 2018 – 2020 og deretter en gradvis økning i 2021 og 2022. Dette gir oss et inntrykk av at Mowi følger svingningene i bransjen og gir bedre avkastning på kapitalen enn Lerøy og noe dårligere enn SalMar.

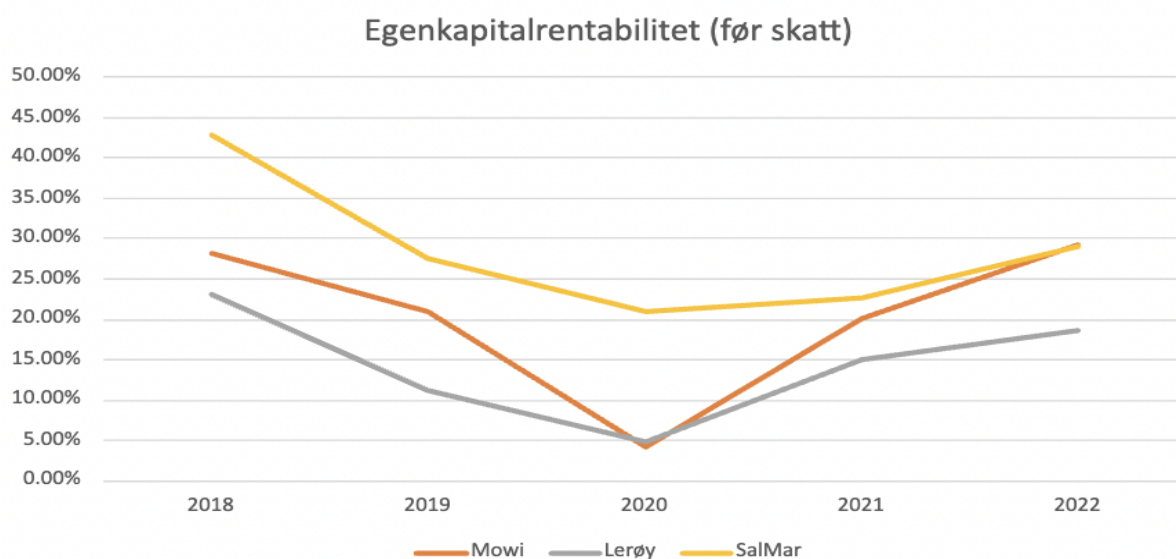
#### 4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet (Return On Equity, ROE) er en nøkkelindeks for å måle lønnsomheten til en bedrifts egenkapital. ROE måler forholdet mellom overskuddet til bedriften og den samlede egenkapitalen. En høy ROE indikerer at bedriften har en god lønnsomhet og at deres investeringer i virksomheten genererer en god avkastning på egenkapitalen. På den annen side, en lav ROE kan indikere at bedriften har en dårlig økonomisk ytelse, og at egenkapitalen ikke genererer en tilstrekkelig avkastning (Finanseksperter, 2023a).

Egenkapitalrentabilitet (før skatt)	Ordinært regnskap (før el. etter skatt) * 100%				
	Gjennomsnittlig egenkapital				
År	2018	2019	2020	2021	2022
Resultat før skatt	733	607	120	593	1,001
Egenkapital IB	2315	2879	2892	2764	3131
Egenkapital UB	2879	2892	2764	3131	3687
Gjennomsnittlig egenkapital	2597	2885.5	2828	2947.5	3409
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>28.21%</b>	<b>21.04%</b>	<b>4.24%</b>	<b>20.12%</b>	<b>29.35%</b>

Egenkapitalrentabilitet	2018	2019	2020	2021	2022
Mowi	28.21%	21.04%	4.24%	20.12%	29.35%
Lerøy	23.10%	11.25%	4.73%	15.06%	18.72%
SalMar	42.92%	27.56%	20.99%	22.67%	29.09%



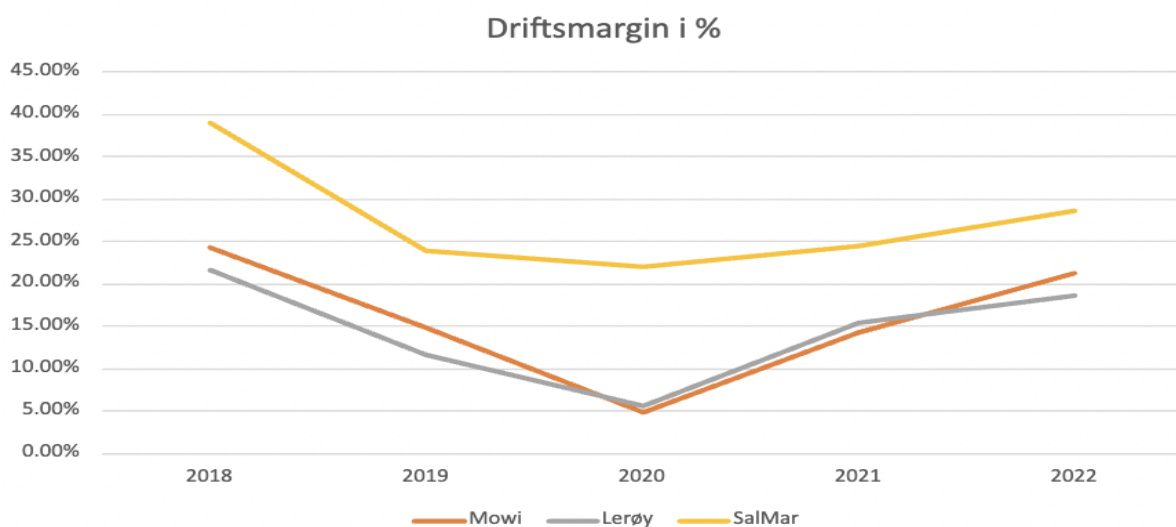
Tabell 4.2 og figur 4.2 - Egenkapitalrentabilitet.

Tabell 4.2 og figur 4.2 gir oss en indikasjon på at egenkapitalen har en økning for de fleste år foruten år 2020 som skyldes i all hovedsak de samme grunnene som totalkapitalrentabiliteten. Det er grunnlag for å påstå at endring i egenkapitalrentabiliteten skyldes endring i resultat etter skatt og ikke endringene som skjer i egenkapitalen. Egenkapitalrentabiliteten er høyere enn totalkapitalrentabiliteten. Dette er positivt og slik det skal være fordi eierne som har investert egenkapital bærer høyere risiko enn pantesikkerheten til långiverne. Vi ser at dette gjelder for konkurrentene også. Mowi har hatt en god økning siden utbruddsåret av pandemien.

### 4.1.3 Driftsmargin

Driftsmargin er en økonomisk indeks som måler en virksomhets evne til å generere overskudd fra driften. Det gir et mål på virksomhetens lønnsomhet og evne til å tjene penger på produksjon og salg av varer eller tjenester (Visma, 2023a).

Driftsmargin	$\frac{\text{Driftsresultat} * 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$				
	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsresultat	926	616	183	602	1054
Driftsinntekter	3,812	4,136	3,760	4,202	4,941
<b>Driftsmargin</b>	<b>24.29%</b>	<b>14.89%</b>	<b>4.87%</b>	<b>14.33%</b>	<b>21.33%</b>
<b>Driftsmargin</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Mowi	24.29%	14.89%	4.87%	14.33%	21.33%
Lerøy	21.58%	11.62%	5.60%	15.38%	18.60%
SalMar	39.02%	23.83%	21.97%	24.56%	28.60%



Tabell 4.3 og figur 4.3 - Driftsmargin.

I perioder med lav prisstigning er driftsmargin over 10% meget god, mens under 1% er dårlig (Kristoffersen, 2019). Driftsmarginen varierer fra bransje til bransje og mellom bedrifter innad i de ulike bransjene. Mowi har svært god driftsmargin for unntak av året 2020. Året 2020 vil være året som skiller seg ut negativt gjennom hele denne oppgaven på grunnlag av kostnadene pandemien medførte. Tallene til konkurrentene tilsier at dette er en bransje som har gode driftsmarginer og ikke har noe problem med å opprettholde gode driftsmarginer. En positiv trend i årene 2021 – 2022 gir uttrykk for at selskapet har økende driftsmargin, sett av tabell 4.3 og figur 4.3.

## **4.2 Likviditet**

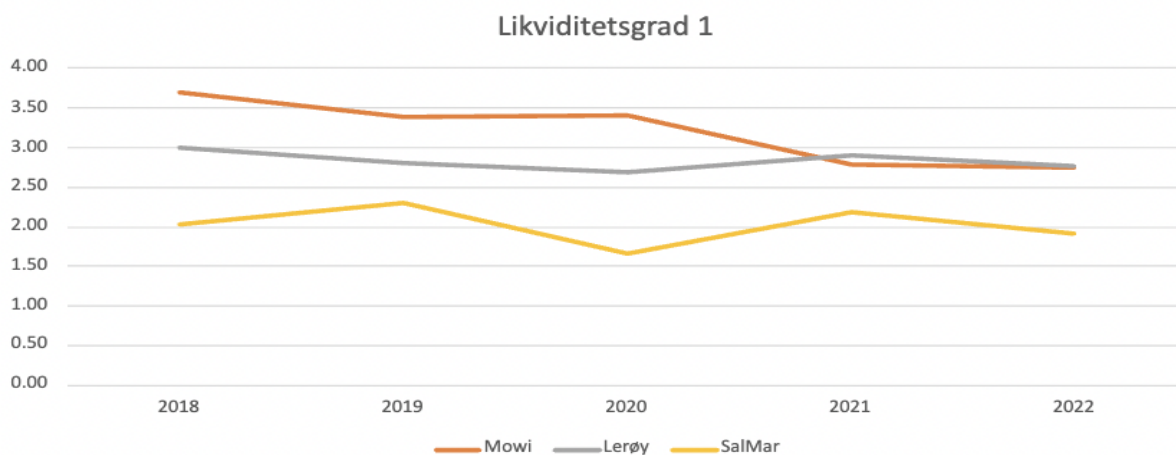
Likviditet refererer til en bedrifts evne til å betale sine forpliktelser, og det påvirkes av forholdet mellom kortsiktig gjeld og kontantbeholdning/lette omsettelige eiendeler. Høy likviditet indikerer at en bedrift har sterk betalingsevne og kjøpekraft. Likviditetsgrad 1 og 2 er nøkkeltall som brukes til å evaluere en bedrifts likviditet. (Visma, 2023b).

### **4.2.1 Likviditetsgrad 1**

Likviditetsgrad 1 er en økonomisk indeks som måler en virksomhets evne til å betjene kortsiktige forpliktelser med sine kortsiktige eiendeler. En likviditetsgrad på 2 eller over anses som god, da det betyr at virksomheten har tilstrekkelige eiendeler til å dekke sine kortsiktige forpliktelser (Visma, 2023c).



Likviditetsgrad 1		<i>omløpsmidler</i> <i>kortsiktig gjeld</i>				
År	2018	2019	2020	2021	2022	
Omløpsmidler	2,587	2,629	2,449	2,717	3,489	
Kortsiktig gjeld	699	777	719	973	1,267	
<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>3.70</b>	<b>3.38</b>	<b>3.41</b>	<b>2.79</b>	<b>2.75</b>	
<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	
Mowi	3.70	3.38	3.41	2.79	2.75	
Lerøy	2.99	2.81	2.68	2.91	2.76	
SalMar	2.02	2.31	1.67	2.19	1.92	



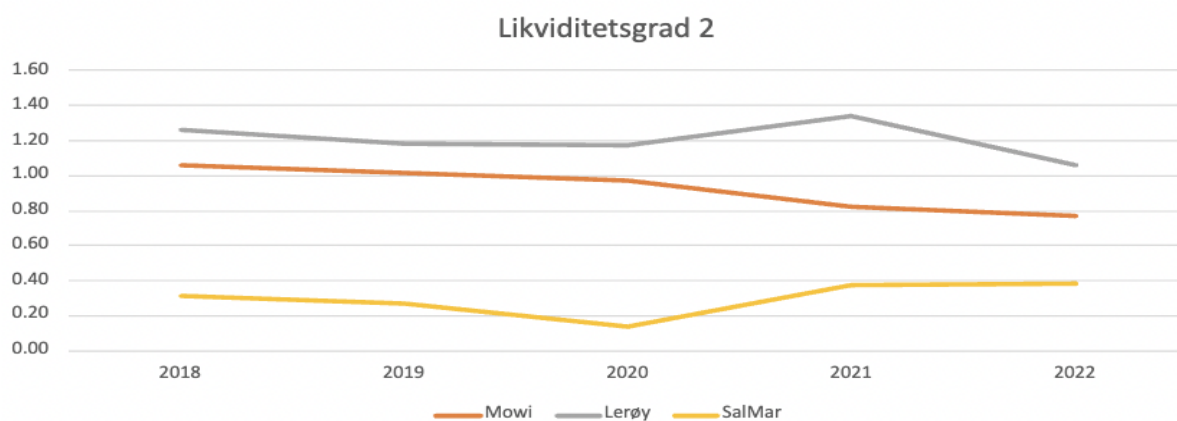
Tabell 4.4 og figur 4.4 – Likviditetsgrad 1.

Mowi sin likviditetsgrad 1 har de siste 5 årene ligget rundt 3, det vil si at selskapet har god likviditet (tabell 4.4 og figur 4.4). I 2021 og 2022 er likviditetsgraden under 3 som er en nedgang fra årene før, men fortsatt svært tilfredsstillende. Nedgangen skyldes at den kortsiktige gjelden har økt noe mer i forhold til omløpsmidlene. Sammenlignet med konkurrentene har Mowi en svært god likviditet. Dette er det første nøkkeltallet vi ser på hvor SalMar kommer dårligst ut.

## 4.2.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er en økonomisk indeks som måler en virksomhets evne til å betjene kortsiktige forpliktelser med sine mest likvide eiendeler. Dette gir en mer realistisk vurdering av virksomhetens økonomiske stabilitet enn likviditetsgrad 1, da likviditetsgrad 1 tar hensyn til eiendeler som ikke kan omsettes like raskt (Visma, 2023d).

Likviditetsgrad 2	<i>Mest likvide omløpsmidler</i> <i>kortsiktig gjeld</i>				
	2018	2019	2020	2021	2022
År	2018	2019	2020	2021	2022
Omløpsmidler	2,587	2,629	2,449	2,717	3,489
Varelager	286	321	334	384	604
Biologiske eiendeler	1,559	1,522	1,417	1,529	1,913
Kortsiktig gjeld	699	777	719	973	1,267
<b>Likviditetsgrad 2</b>	<b>1.06</b>	<b>1.01</b>	<b>0.97</b>	<b>0.83</b>	<b>0.77</b>
<b>Likviditetsgrad 2</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Mowi	1.06	1.01	0.97	0.83	0.77
Lerøy	1.26	1.18	1.17	1.34	1.06
SalMar	0.31	0.27	0.14	0.37	0.38



Tabell 4.5 og figur 4.5 – Likviditetsgrad 2.

Likviditetsgrad 2 bør være større enn 1 (Kristoffersen, 2019). Da er selskapet i stand til å betale ned den kortsiktige gjelden uten å la det gå utover varebeholdningen. Faren ved å ha lav likviditetsgrad er at en blir sårbar for uforutsette utgifter.

Fra tabell 4.5 og figur 4.5 ser vi at likviditetsgrad 2 var over 1 i 2018 og 2019, men de siste 3 årene har det vært en negativ utvikling. Den negative utviklingen skyldes det samme som likviditetsgrad 1. Store forskjeller på likviditetsgrad 1 og 2 betyr at varebeholdningen er en stor del av omløpsmidlene. Sett i forhold til konkurrentene har de en økning i likviditetsgrad 2 i 2021, mens Mowi fortsetter å synke. Mowi sin likviditetsgrad 2 er fortsatt solid sammenlignet med SalMar.

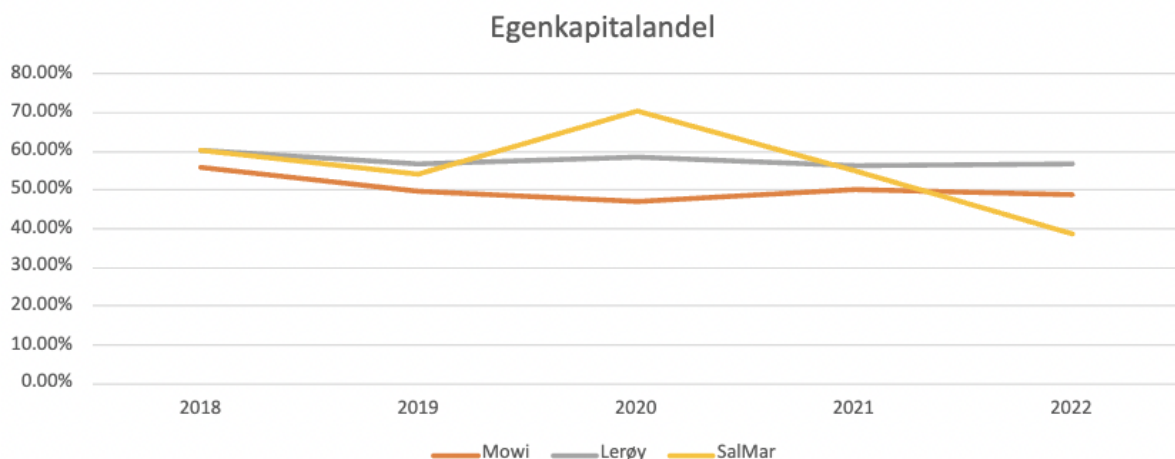
## 4.3 Soliditet

Soliditet forteller hvor stor del av en bedrifts eiendeler som er finansiert av egenkapital i forhold til gjeld og sier noe om en virksomhets evne til å oppfylle sine langsiktige forpliktelser ved hjelp av sin egenkapital. Det gir et mål på virksomhetens økonomiske stabilitet og evne til å overleve på lang sikt. Høyere soliditet fører til mer robust økonomi og evne til å tåle tap.

### 4.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel gir en indikasjon på hvor mye av virksomhetens aktiva som er eid av aksjonærene, samt hvor mye av virksomhetens forpliktelser som må dekkes av egenkapitalen. Egenkapitalandelen bør sammenlignes med tilnærmet like virksomheter i samme bransje for å se hvor standarden ligger (Visma, 2023e).

Egenkapitalandel	$\frac{\text{Egenkapital} \cdot 100\%}{\text{Totalkapital}}$				
	2018	2019	2020	2021	2022
År					
Egenkapital	2,879	2,892	2,764	3,131	3,687
Totalkapital	5,146	5,841	5,847	6,259	7,531
Egenkapitalandel	55.95%	49.51%	47.27%	50.02%	48.96%
Egenkapitalandel	2018	2019	2020	2021	2022
Mowi	55.95%	49.51%	47.27%	50.02%	48.96%
Lerøy	60.39%	56.76%	58.46%	56.51%	56.73%
SalMar	60.39%	54.15%	70.38%	55.13%	38.65%



Tabell 4.6 og figur 4.6 – Egenkapitalandel.

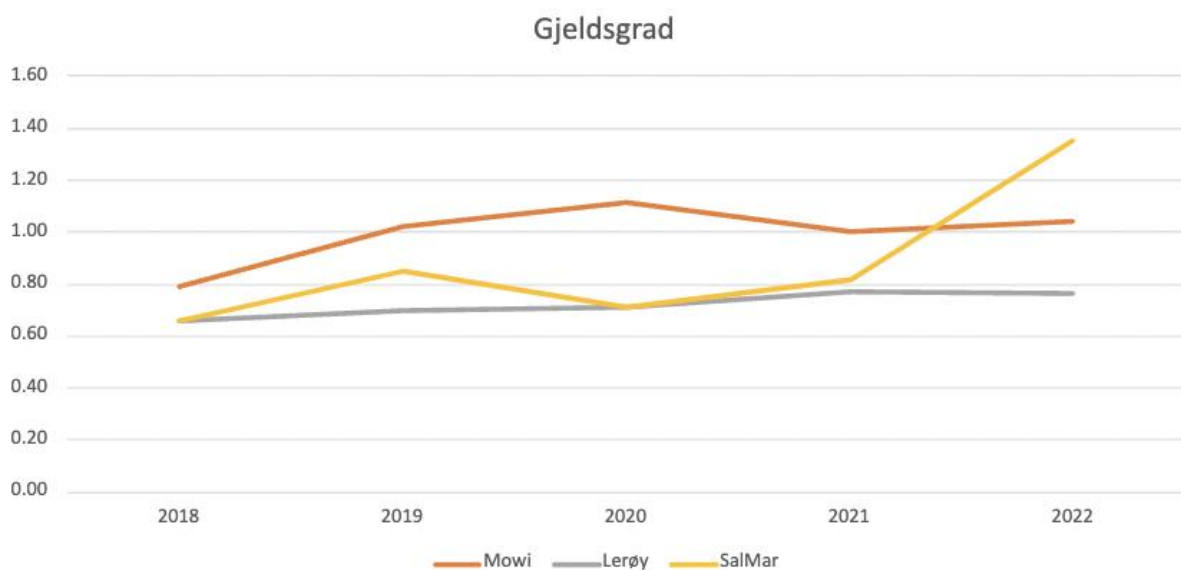
Egenkapitalandelen til Mowi har de siste fem årene ligget rundt 50% sett fra tabell 4.6 og figur 4.6. Det er en synkende trend frem til 2021 hvor den er opp fra 2020, som er den laveste andelen de siste fem årene. Sett opp imot konkurrentene til Mowi er en egenkapitalandel på

rundt 50% tilfredsstillende. Egenkapitalen pendler mellom 40 – 60% for de sammenlignbare virksomhetene, noe som gjør at egenkapitalandelen til Mowi er godkjent.

### 4.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad måler hvor mye av virksomhetens eiendeler som er finansiert av gjeld. Det gir en indikasjon på hvor mye av virksomhetens aktiva som er finansiert av fremmedkapital, samt hvor mye av virksomhetens forpliktelser som må dekkes av egenkapitalen (Visma, 2023f).

Gjeldsgrad	$\frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$				
	2018	2019	2020	2021	2022
År	2018	2019	2020	2021	2022
Gjeld	2,267	2,949	3,082	3,128	3,844
Egenkapital	2,879	2,892	2,764	3,131	3,687
<b>Gjeldsgrad</b>	<b>0.79</b>	<b>1.02</b>	<b>1.12</b>	<b>1.00</b>	<b>1.04</b>
<b>Gjeldsgrad</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Mowi	0.79	1.02	1.12	1.00	1.04
Lerøy	0.66	0.70	0.71	0.77	0.76
SalMar	0.66	0.85	0.71	0.81	1.36



Tabell 4.7 og figur 4.7 – Gjeldsgrad.

Fra tabell 4.7 og figur 4.7 ser vi at Mowi har en tendens til å ha noe høyere gjeldsgrad enn sine konkurrenter på +- 1. Lerøy har en stabil gjeldsgrad de siste 5 årene på tilnærmet lik 0,7, mens SalMar har en litt mer fluktuerende gjeldsgrad. Det kan derfor tyde på at Mowi har noe større risiko for langsiktig drift sammenlignet med sine konkurrenter, men det er på ingen måte faretruende.

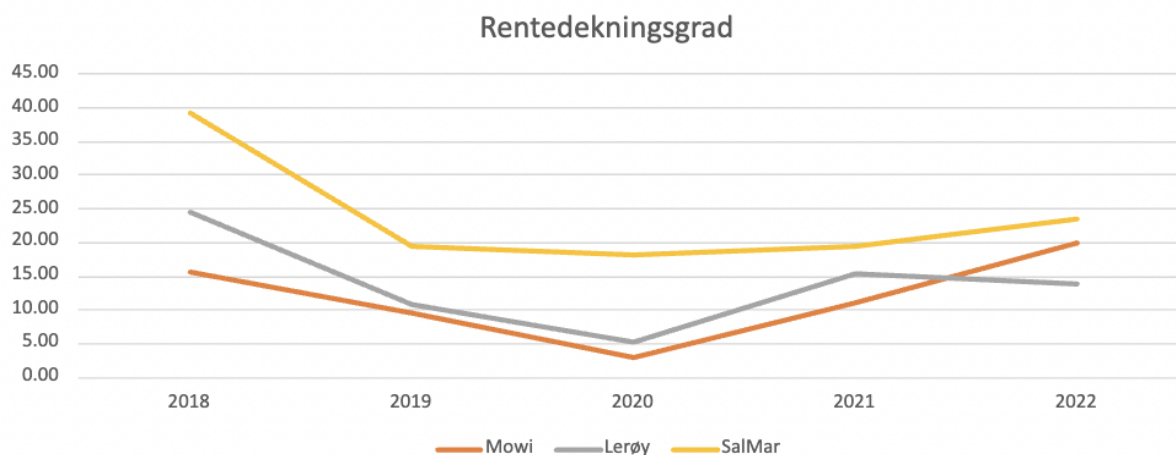
### 4.3.3 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgrad er et mål på virksomhetens evne til å dekke sine renteutgifter med sine inntekter. Virksomheten vil ikke være i stand til å dekke renteutgiftene sine ved en rentedekningsgrad på under 1 (Visma, 2023g).

Rentedekningsgrad	<i>Ordinært resultat f. skatt + rentekostnader</i>				
	<i>rentekostnader</i>				
År	2018	2019	2020	2021	2022
Ordinært resultat før skatt	733	607	120	593	1,001
Rentekostnader	50	70	63	59	53
<b>Rentedekningsgrad</b>	<b>15.65</b>	<b>9.67</b>	<b>2.90</b>	<b>11.05</b>	<b>20.02</b>

Rentedekningsgrad	2018	2019	2020	2021	2022
Mowi	15.65	9.67	2.90	11.05	20.02
Lerøy	24.44	10.92	5.19	15.43	13.93
SalMar	39.35	19.56	18.16	19.34	23.59



Tabell 4.8 og figur 4.8 – Rentedekningsgrad.

Det er god grunn for å tro at rentedekningsgraden til Mowi vil ligge godt over én på bakgrunn av at virksomheten har produsert godt overskudd og avkastning de fem siste årene. Ut ifra tabell 4.8 og figur 4.8 ser vi at rentedekningsgraden ligger på rundt 10-20% med unntak av Corona-året, 2020. Dette anses som meget bra da de er i stand til å betale sine renteutgifter. Rentedekningsgrad på 20,02 i 2022 vil si at ordinært resultat før skatt er 20,02 ganger større enn rentekostnadene. Mowi har hatt en god økning i rentedekningsgrad i forhold til konkurrentene sine. Dette er et godt tall og Mowi kan ta på seg mer gjeld uten problem. Dette er ytterligere begrunnet ved at Mowi har en god egenkapitalandel som gjør at de har godt grunnlag for å håndtere tyngre perioder.

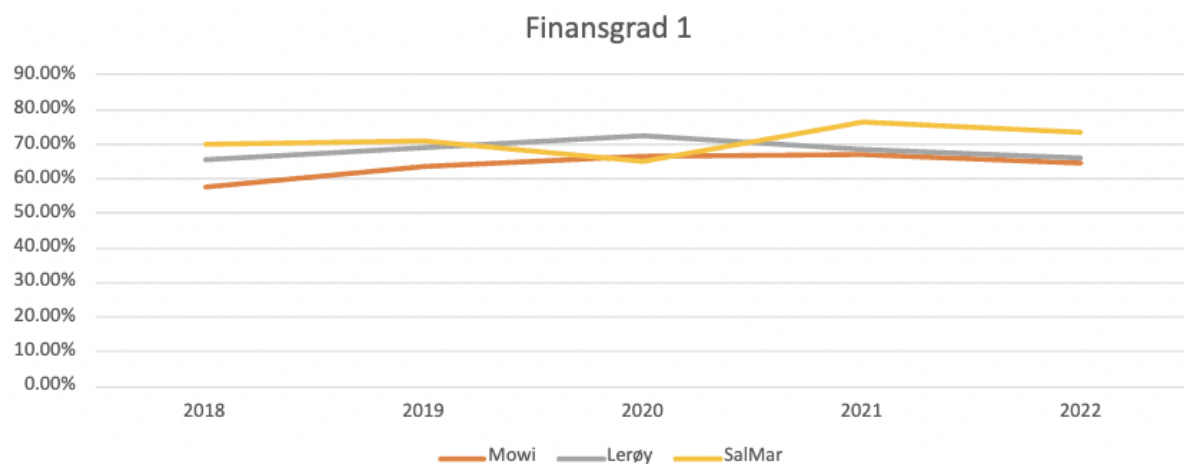
## 4.4 Finansiering

Finansiering er prosessen med å skaffe midler til en virksomhet for å støtte dens aktiviteter, investeringer og vekst. Det inkluderer å velge mellom ulike finansieringskilder, for eksempel egenkapital, gjeld eller eksterne investorer.

### 4.4.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 gir en indikasjon på hvor stor andel av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig gjeld. En lavere finansieringsgrad, helst under 1, indikerer at virksomheten har en større andel av langsiktig gjeld, noe som kan bidra til en mer stabil finansieringsstruktur. På den andre siden, hvis finansieringsgraden er høy, betyr dette at virksomheten har en større andel av kortsiktig gjeld, og kan derfor være mer sårbar for økonomiske svingninger (Sander, 2022).

Finansieringsgrad 1	$\frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$					
	År	2018	2019	2020	2021	2022
Anleggsmidler		2,559	3,212	3,398	3,542	4,043
Langsiktig kapital		4,447	5,064	5,127	5,286	6,264
<b>Finansieringsgrad 1</b>		<b>0.5754</b>	<b>0.6343</b>	<b>0.6628</b>	<b>0.6701</b>	<b>0.6454</b>
<b>Finansieringsgrad 1</b>		<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Mowi</b>		<b>57.54%</b>	<b>63.43%</b>	<b>66.28%</b>	<b>67.01%</b>	<b>64.54%</b>
Lerøy		65.62%	69.03%	72.25%	68.25%	66.20%
SalMar		70.00%	71.00%	65.00%	76.25%	73.58%



Tabell 4.9 og figur 4.9 – Finansieringsgrad 1.

I tabell 4.9 og figur 4.9 ser vi at finansieringsgraden har en stigende trend, men ligger stabilt under det generelle kravet på 100%. Det betyr at Mowi har mulighet til å vokse i årene som kommer finansiert med langsiktig gjeld. Mowi har god margin som gjør at de har muligheten

til å finansiere omløpsmidlene med langsiktig gjeld. Dette er positivt for selskapet da omløpsmidlene ofte bruker lengre tid før de generere inntekt til selskapet. Vi ser at Mowi er relativt likt finansiert som de andre konkurrentene, med unntak av 2021 hvor SalMar har en svak finansieringsgrad. SalMar er derfor mer sårbar for økonomiske svingninger og dårligere betingelser.

Regnskapsanalysen tilsier at Mowi har gode utsikter for fremtiden basert på historiske nøkkeltall. I denne analysen har vi avdekket flere finansielle tall som er nødvendig for videre verdsettelse av Mowi.

## 5 Avkastningskrav

Avkastningskrav er den forventede avkastningen som investorer krever for å investere i en bestemt aksje, eiendom eller annen type investering. Det representerer minimumsavkastningen som investoren må oppnå for å rettferdiggjøre risikoen ved investeringen. Avkastningskravet kan påvirkes av flere faktorer, inkludert risikonivået, inflasjonen og investorens investeringsmål (Avkastningskrav, 2022).

Det finnes flere måter å beregne et avkastningskrav for en virksomhet. De to mest brukte er kapitalverdimodellen (CAPM) og total kapitalverdimodellen (WACC).

### 5.1 CAPM

CAPM (Capital Asset Pricing Model) er en finansiell modell som brukes til å beregne avkastningskravet til en investering ved å ta hensyn til risikoen knyttet til investeringen. Ifølge CAPM er avkastningskravet til en investering avhengig av investorens risikofrie rente, markedets forventede avkastning og investeringens beta-verdi, som måler investeringens risiko i forhold til markedet. Formelen for CAPM er ofte brukt i aksjeanalyse og porteføljeforvaltning. (Kenton, 2022b).

$$(5.1) \text{ CAPM} = R_f + \beta * \text{MRP}$$

*R<sub>f</sub> = Risikofri rente*

*β = Beta*

*MRP = Markedets risikopremie*

#### 5.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastningen som kan oppnås på en investering uten noen form for risiko. Det anses som "risikofritt" fordi det er ingen mulighet for tap på investeringen. Typiske eksempler på risikofrie investeringer inkluderer kortsiktige statsobligasjoner og innskuddskontoer i en bank med høy kredittvurdering. Risikofri rente brukes som en referanserente i finansielle beregninger. Ifølge Norges Bank benyttes 10-årige statsobligasjoner som den risikofrie renten i det norske markedet (Norges Bank, 2022a). En



10-årig statsobligasjon hadde en årlig rente på 3.197% ved slutten av året (30.12.2022). Vi benytter oss av denne renten videre i oppgaven. (Norges Bank, 2023b).

### 5.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er en viktig faktor i CAPM-modellen og refererer til forskjellen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og den risikofrie renten. Markedets risikopremie representerer den ekstra avkastningen som investorer krever for å ta på seg risikoen ved å investere i aksjemarkedet, i motsetning til å investere i risikofrie investeringer. Størrelsen på markedets risikopremie avhenger av mange faktorer, inkludert økonomisk vekst, inflasjon, politisk og makroøkonomisk stabilitet og forventninger om fremtidig avkastning i aksjemarkedet.

PWC og Norske Finansanalytikerens Forening (NFF) har gjennomført undersøkelsen "Risikopremien i det norske markedet" i en årrekke. Undersøkelsen viser at markedets risikopremie har vært uendret de siste 9 årene, og ligger i 2022 fortsatt på 5% (tabell 5.1). Dette tallet vil bli brukt videre i verdsettelsen av selskapet. (PWC, 2023).

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

Tabell

5.1 Markedets risikopremie Kilde: PWC, 2023

### 5.1.3 Beta

Beta er et mål på en investerings eller en porteføljes systematiske risiko i forhold til markedet som helhet. Beta er ofte brukt i CAPM-modellen for å beregne avkastningskravet til en investering. Hvis en aksjes beta er større enn 1, betyr det at aksjen har høyere risiko enn markedet som helhet, og omvendt hvis beta er mindre enn 1, så har aksjen mindre risiko enn markedet. Hvis en aksjes beta er lik 1, betyr det at aksjen har samme risiko som markedet. Beta verdien kan påvirkes av flere faktorer, inkludert selskapets størrelse, bransje, og volatilitet i markedsforholdene. (Kenton, 2022a).

I utarbeidelsen av beta har vi brukt Excel som primærverktøy for beregninger, samt Yahoo Finance og Oslo Børs som kilde for historisk data. Vi har hentet ut de daglige aksjekursene fra Yahoo (Mowi og Oslo Børs Hovedindeks ved børsens stengtids de siste fem årene, fra 02.01.2018 - 30.12.2022. For å få et helhetlig innblikk i hvordan Mowi stiller seg i forhold til konkurrentene og bransjen inkluderer vi SalMar, Lerøy Seafood og Grieg Seafood i vår analyse. Norway Royal Salmon har fra 7. november 2022 blitt en del av SalMar ASA og vil derfor ikke blitt tatt med som en selvstendig konkurrent (NRS, 2023). Deretter konverterte vi CSV-filene til Excel-filer og komprimerte de inn i et Excel-dokument, hvor de ble sortert fra dato, nyest til eldst.

Med dataen på plass beregnet vi først de daglige kursendringene for aksjene og Hovedindeksen (OSEBX) med formelen:  $[(\text{dagens verdi})/(\text{gårsdagens verdi})-1]$ . Disse verdiene brukes videre i utarbeidelsen av kovarians og varians.

Ved formelen, *KOVARIANS.S*, i Excel fant vi kovariansen mellom investeringen (selskapet) og markedet (OSEBX). Formelen, *VARIANS.S*, brukte vi for å finne variansen til markedet (OSEBX). Til slutt fant vi betaen til hvert av selskapene ved å dividere kovariansen til selskapet og OSEBX på OSEBX egen varians.

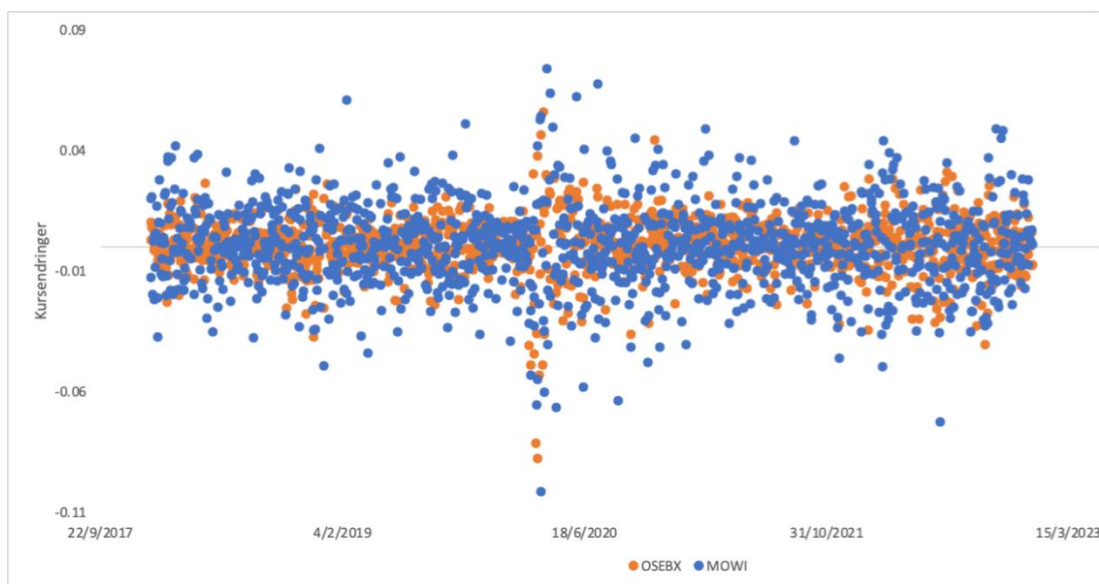
$$\beta = \frac{\text{Kovariansen mellom investeringen og markedet}}{\text{Variansen til markedet}}$$

Selskap	Beta
MOWI	0.8105
Lerøy Seafood	0.8891
SalMar	0.7689
Grieg Seafood	0.9280

Tabell 5.2 Beta

Vi kan dobbeltsjekke at disse tallene stemmer med Excel-funksjonen, SLOPE. Her setter vi også inn kursendringene for aksjen og indeksen og får de samme svarene i tabell 5.2.

Ved en vurdering av beta, er det viktig å tenke på at betaen vi har beregnet kun baserer seg på historiske verdier og et oppgitt antall verdier. En økning eller reduksjon i antall verdier ville hatt innvirkning på beta. Disse verdiene inkluderer pandemien hvor målingene som er foretatt kan gi et misvisende bilde av virkeligheten. Ifølge SSB er lakseprisen svært volatil da kursen har store økninger og store nedganger fra uke til uke (Statistisk sentralbyrå, 2023a). Vi har utarbeidet et scatterplot (figur 5.1) som viser oversikten over kursendringene til MOWI og OSEBX. Som vi ser har MOWI flere ytterpunkter som gjør at det kan tyde på at den er mer volatil. Det er dermed grunnlag for å tro at betaen vil ligge over 1, og trolig være på rundt 1.2. Vi konkluderer med at en beta på 1.2 er innenfor rimelighetens grenser og at vi holder oss til denne videre i oppgaven.



Figur 5.1 Scatterplot kursendringer

#### 5.1.4 CAPM for MOWI

Ved å benytte de oppgitte verdiene for risikofri rente, markedets risikopremie og beta, er det mulig å beregne MOWI sitt avkastningskrav på egenkapitalen.

$$(5.2) \text{CAPM} = 3,197\% + 1.2 * 5\% = 9.2\%$$

Vi har beregnet at avkastningskravet på egenkapitalen, Expected Return (Re), er 9.2%, og vi vil benytte dette avkastningskravet videre i beregningene våre.

## 5.2 WACC

Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC - Weighted Average Cost of Capital) representerer den prosentvise avkastningen som et selskap må generere på sin totale investerte kapital. Dette kreves for å gi tilbake investeringene til eierne og samtidig opprettholde sin finansielle stabilitet. WACC tar hensyn til både kostnadene ved egenkapital og gjeld i beregningen. Kostnaden ved egenkapital representerer avkastningskravet til aksjonærene, mens kostnaden ved gjeld representerer rentekostnadene på gjeld som obligasjoner eller lån. WACC er et viktig verktøy for å evaluere investeringsprosjekter. (Hargrave, 2022).

$$(5.3) WACC = Re * \frac{EK}{TK} + Rg * \frac{G}{TK} * (1 - s)$$

$Re$  = Avkastning på egenkapital

$\frac{EK}{TK}$  = Andel egenkapital av totalkapital (egenkapital + gjeld)

$Rg$  = Kostnad på gjeld

$\frac{G}{TK}$  = Andel gjeld av totalkapital (egenkapital + gjeld)

$s$  = skattesats

Skattesatsen er satt til 22%, som er standard bruk i Norge.

For å kunne beregne avkastningen på totalkapitalen må vi ha tilgang til informasjon som gir oss svar på variablene ovenfor. Vi har sett på egenkapitalandel under punkt 4.3.1, men får å få et rettmessig bilde av selskapets avkastning beregner vi gjennomsnittlig andel egenkapital og andel gjeld de siste 5 årene i tabell 5.3.

<b>Gjennomsnittlig egenkapital</b>					
År	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapital	2879	2892	2764	3131	3,687
Gjeld	2,267	2,949	3,082	3,128	3,844

Egenkapitalandel	55.95%	49.51%	47.28%	50.02%	48.96%
Gjeldsandel	44.05%	50.49%	52.72%	49.98%	51.04%
GJ. Snitt egenkapitalandel					50.34%
GJ. Snitt gjeldsandel					49.66%

Tabell 5.3 egenkapitalandel og gjeldsandel

Avkastningen på egenkapitalen har vi regnet ut ved hjelp av CAPM (9.2%), men som vi ser så er en god del av totalkapitalen finansiert av eksterne kreditorer. Derfor er vi nødt til å finne avkastningskravet til kreditorene ved å dele de årlige rentekostnadene med den totale gjelden. Deretter beregner vi gjennomsnittet i tabell 5.4.

<b>Gjennomsnittlig gjeldsrente</b>					
År	2018	2019	2020	2021	2022
Rentekostnad	50	70	63	59	53
Rentebærende gjeld	1,143.0	1,466.0	1,566.0	1,359.0	1,725.8
Gjeldsrente	4.37%	4.77%	4.02%	4.34%	3.05%
GJ. Snitt gjeldsrente					4.12%

Tabell 5.4 Gjennomsnittlig gjeldsrente

En gjeldsrente på 4.12% kan virke noe lav i et fremadskuende perspektiv, men på bakgrunn av at verdsettelsen av Mowi finner sted 31.12.22 mener vi at denne er innenfor rimelighetens grenser. Alternativt kan man benytte seg av Mowis noterte obligasjoner for å komme frem til et estimat på fremmedkapitalen. Vi har nå oppgitt alle verdiene og kan beregne WACC.

$$(5.4) WACC = 9.2\% * 50,34\% + 4.12 * 49,66\% * (1 - 22\%) = 6.23\%$$

MOWI sitt avkastningskrav til totalkapitalen er beregnet til 6.23%. Denne verdien vil bli benyttet videre for å diskontere fremtidige kontantstrømmer for selskapet.

## 6 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Prognose av fremtidige kontantstrømmer er en viktig del av økonomisk planlegging og analyse. Prognosen innebærer å kartlegge fremtidige innbetalinger og utbetalinger basert på ulike faktorer som påvirker en virksomhet. I denne delen skal vi derfor lage prognoser for de fremtidige kontantstrømmene av Mowi. Vi skal predikere en 4-årig periode fra år 2023 til 2026. Det finnes flere måter å verdsette et selskap. Vi skal ta for oss total kapitalmodellen, da denne modellen verdsetter en virksomhet på bakgrunn av fremtidige kontantstrømmer. For at kontantstrømmene skal være sammenlignbare er de nødt til å neddiskonteres mot avkastningskravet til total kapitalen (WACC). På denne måten finner vi dagens verdi av Mowi. I tillegg til prognose av fremtidige kontantstrømmer må det gjøres en kalkulasjon av terminalverdien som er vist i figur 6.1.

Terminalverdien og de neddiskonterte kommende kontantstrømmene (nåverdien) utgjør den estimerte verdien av Mowi.

Terminalverdien regnes ut ved denne formelen:

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

*Figur 6.1 - Formel for terminalverdi*

Tallene vi benytter oss av for å finne variablene er hentet fra årsrapportene fra 2018-2022. Unntaket er lakseprisen og estimerer på laksepriser som er hentet fra Fish Pool. Det er viktig å huske at dette kun er estimering av fremtidige kontantstrømmer og at vi ikke kan forutsi fremtiden helt nøyaktig. Det kan derimot gi en god indikasjon på hva som kan forventes og er et godt hjelpemiddel i planleggingen av fremtiden. Vi har vært inne i en periode med ekstraordinære hendelser, Covid-19 og krig mellom Russland og Ukraina, som har påvirket samfunnet og vår virksomhet i stor grad. I tillegg trådte innførsel av grunnrenteskatt i kraft 1. januar 2023, men innretningen på ordningen er enda ikke vedtatt av stortinget. Dette er hendelser som kan påvirke våre fremtidige estimerer i stor grad. Grunnrenteskatten vil vi ta hensyn til i beregningene våre og vi blir nødt til å spekulere i hvordan den påvirker våre

fremtidige estimater. Vi vil på bakgrunn av disse hendelsene være varsomme og kritiske i enhver beslutning vi foretar.

## 6.1 Driftsinntekter

Lakseprisen og slaktevolum er de viktigste faktorene for Mowi og utgjør deres hovedinntekt. Derfor vil vi starte med å estimere disse. Tallene vil bli presentert i Euro, konverteringen til NOK vil først skje etter beregning av nåverdien. Summen av inntektskildene og inntektsavviket utgjør estimerte driftsinntekter.

### 6.1.1 Laksepris

Estimatene vi bruker for laksepris i årene fremover er utarbeidet av Fish Pool. Lakseprisen varierer med tilbud og etterspørsel. Det kan vi se ut ifra hvordan pandemien påvirket etterspørselen og derav prisen. Fish Pool har utarbeidet estimerte priser frem til år 2025, vi vil derfor anta en lik laksepris for år 2026. Lakseprisens tilbud og etterspørsel varierer i løpet av året, og følgelig er lakseprisen nokså volatil. I tabell 6.1 kan vi se at prisene endrer seg mye fra kvartal til kvartal, noe som vanskeliggjør en estimering av lakseprisen. Vi har derfor i tabell 6.2 regnet ut gjennomsnittlig andel slaktevolum per kvartal for de siste 5 årene. Her finner vi at en større andel av slaktevolumet blir gjort i de siste to kvartalene. Ved å gange estimert laksepris for hvert kvartal med gjennomsnittlig andel slaktevolum for det respektive kvartalet, får vi til slutt et vektet gjennomsnitt av fremtidige års laksepriser, presentert i tabell 6.3.

Laksepriser i EUR/KG	Q1	Q2	Q3	Q4
2023	9,44	9,34	7,34	7,50
2024	7,97	8,15	6,82	6,91
2025	7,17	7,17	6,64	6,90
2026	7,17	7,17	6,64	6,9

Tabell 6.1 – Estimerte laksepriser kvartalsvis fra Fishpool. Kilde: (Fish Pool, 2023)

Slaktevolum kvartalsvis	Q1	Q2	Q3	Q4	Totalt
-------------------------	----	----	----	----	--------

Slaktevolum 2022	96600	102679	133808	130549	463636
Andel slaktevolum per kvartal	21%	22%	29%	28%	100%
Slaktevolum 2021	125468	107977	117115	115040	465600
Andel slaktevolum per kvartal	27%	23%	25%	25%	100%
Slaktevolum 2020	83119	104303	125773	126634	439829
Andel slaktevolum per kvartal	19%	24%	29%	29%	100%
Slaktevolum 2019	104118	98483	116989	116314	435904
Andel slaktevolum per kvartal	24%	23%	27%	27%	100%
Slaktevolum 2018	81212	78346	109896	105783	375237
Andel slaktevolum per kvartal	22%	21%	29%	28%	100%
<b>Gjennomsnittlig andel slaktevolum per kvartal</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>28%</b>	<b>27%</b>	

Tabell 6.2 – Gjennomsnittlig andel slaktevolum per kvartal 2018-2022

Forward	E2023	E2024	E2025	E2026
Eur/kg	8,30	7,40	6,95	6,95

Tabell 6.3 – Estimerte laksepriser ved vektet gjennomsnitt

### 6.1.2 Slaktevolum

Vi antar at slaktevolum er det samme som salgsvolum. Estimert slaktevolum finner vi i tabell 6.5 ved å ta gjennomsnittlig vekst i slaktet volum presentert i tabell 6.4 av årene utenom 2019. Vi utelater år 2019 siden dette året er en uteligger og avviker i stor grad fra de andre årene, noe som gjør at vi overvurderer fremtidig vekst.

Slaktevolum (GWT)	2018	2019	2020	2021	2022



Slaktet volum	375237	435904	439829	465600	463635
Årlig vekst (%)	1.32%	16.17%	0.90%	5.86%	-0.42%
<b>Gjennomsnittlig vekst (eks. 2019)</b>	<b>1.91%</b>				

Tabell 6.4 – Gjennomsnittlig vekst slaktevolum

<b>Slaktevolum estimert</b>	<b>E2023</b>	<b>E2024</b>	<b>E2025</b>	<b>E2026</b>
	<b>472511,72</b>	<b>481558,40</b>	<b>490778,28</b>	<b>500174,68</b>

Tabell 6.5 - Slaktevolum estimert

Ifølge Mowi sin Q4 rapport er prognosen for 2023 et rekordhøyt slaktevolum på 484 000. Vi har en litt mer beskjeden økning enn selskapet selv. En av grunnene til det er at det er knyttet noe usikkerhet til antall nye tillatelser Mowi får i fremtiden, og de siste årene har gjennomsnittlig produksjon per tillatelse blitt redusert i bransjen.

### 6.1.3 Inntektsavvik

Neste steg i prosessen er inntektsavviket. Inntektsavviket oppgis som en prosentsats av salgsinntektene og tar for seg de inntektene som ikke regnes som salgsinntekter. På samme måte som tidligere finner vi dette avviket ved å ta gjennomsnittlig inntektsavvik for de fem siste årene. Det gjennomsnittlige inntektsavviket presentert i tabell 6.6 bruker vi til å beregne de estimerte driftsinntektene.

<b>Inntektsavvik</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Laksepris (EUR/KG)	6.33	6.01	5.2	5.74	8.25
Slaktet volum (GWT)	375237	435904	439829	465600	463635
Driftsinntekt (Millioner)	3811.9	4135.6	3760.2	4202.2	4940.8
(Laks x Volum) / 1000	2375.3	2619.8	2287.1	2672.5	3825.0
Inntektsavvik	60.48%	57.86%	64.41%	57.24%	29.17%
<b>Gjennomsnittlig Inntektsavvik</b>	<b>53.83%</b>				

Tabell 6.6 – Gjennomsnittlig inntektsavvik

### 6.1.4 Estimerte driftsinntekter

Driftsinntektene for 2023 – 2026 finner vi ved å multiplisere det estimerte slaktevolumet med den estimerte lakseprisen (tabell 6.7). Deretter adderes salgsinntektene med gjennomsnittlig inntekstavvik for å finne inntektsavviket. Til slutt legges salgsinntekt og inntektsavviket sammen som resulterer i estimerte driftsinntekter.

<b>Driftsinntekt</b>	<b>E2023</b>	<b>E2024</b>	<b>E2025</b>	<b>E2026</b>
Laksepris (EUR/KG)	8,3	7,4	6,95	6,95
Slaktet volum (GWT)	472512	481558	490778	500175
Salgsinntekt (Pris x Volum)	3921,8	3563,5	3410,9	3476,2
Inntektsavvik (salgsinntekt x GJ. Avvik)	2111,2	1918,3	1836,2	1871,3
<b>Driftsinntekt (Millioner)</b>	<b>6033,1</b>	<b>5481,9</b>	<b>5247,1</b>	<b>5347,5</b>

Tabell 6.7 – Estimerte driftsinntekter

## 6.2 – Driftskostnader

For å beregne fremtidige kontantstrømmer er vi nødt til å estimere driftskostnader. De kostnadselementene vi skal estimere er varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. I tillegg til avskrivninger og nedskrivninger.

### 6.2.1 Varekostnader

Fremgangsmåten vi benytter oss av for å estimere varekostnaden er ved å finne gjennomsnittlig andel varekostnad for de 5 foregående årene, som vist i tabell 6.8. Ved å benytte denne beregningen for varekostnader, får vi et rettviseende bilde av varekostnader i forhold til slaktevolum og deres utvikling basert på historiske tall. Siden andelen varierer fra år til år ser vi på dette som det mest riktige målet for estimering av varekostnader. Vi tar gjennomsnittlig andel varekostnad multiplisert med estimert slaktevolum. Lignende verdsettelsesoppgaver bruker imidlertid andel varekostnad fordelt på driftsinntekter, og ikke varekostnad fordelt på slaktet volum. Grunnen til at vi ikke bruker driftsinntektene er fordi de består av produksjonsvolum (slaktevolum) og laksepriser, og vi mener det er misvisende at

varekostnadene endres ved en endring i lakseprisen. Om eksempelvis lakseprisen går ned betydelig og produksjonsvolumet går opp, er det mulig at nettoeffekten er at driftsinntektene reduseres, og følgelig vil også varekostnadene reduseres dersom man benytter andelen varekostnad fordelt på driftsinntektene. I vårt tilfelle vil varekostnaden heller øke ettersom produksjonsvolumet øker, og vi mener dette gir et riktigere bilde av kostnadsstrukturen enn det andre tilfellet.

Mowis produksjonskostnader har vært på et stabilt nivå på ca. 4 euro per kilo fra 2017-2021, men økte til 5,09 euro per kilo i 2022 (Furuset, 2023). Den har altså økt med 27,25% per kg fra 2021 til 2022. Grunnen til dette kan være inflasjon og andre makroøkonomiske forhold slik som krigen i Ukraina. Vi har tidligere regnet ut at andelen varekostnad i forhold til slaktevolum er 0,47%. Vi ser det derfor hensiktsmessig å øke denne med 27,25% til 0,60% vist i tabell 6.9.

<b>Varekostnad</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Driftsinntekt	3812.0	4136.0	3760.0	4202.0	4940.8
Varekostnad	1812.00	1983.00	1970.00	2192.00	2347.30
Slaktet volum	375237	435904	439829	465600	463635
Andel varekostnad	0.48%	0.45%	0.45%	0.47%	0.51%
<b>Gjennomsnittlig andel varekostnad</b>	<b>0.47%</b>				

Tabell 6.8 - Gjennomsnittlig andel varekostnad

<b>Varekostnader estimert</b>	<b>E2023</b>	<b>E2024</b>	<b>E2025</b>	<b>E2026</b>
Slaktet volum	472511.7	481558.4	490778.3	500174.7
Andel varekostnad	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
<b>Varekostnad</b>	<b>2835.07</b>	<b>2889.35</b>	<b>2944.67</b>	<b>3001.05</b>

Tabell 6.9 - Estimerte varekostnader

## 6.2.2 Lønnskostnad

Lønnskostnadene estimeres på samme måte som varekostnadene. Vi finner gjennomsnittlig andel lønnskostnader (tabell 6.10) fordelt på slaktet volum og estimerer for årene frem til 2026 i tabell 6.11.

Lønnskostnad	2018	2019	2020	2021	2022
Slaktet volum	375237.0	435904.0	439829.0	465600.0	463635.0
Lønnskostnad	505.00	564.00	558.00	568.00	612.60
Andel lønnskostnad	0.001346	0.001294	0.001269	0.001220	0.001321
<b>Gjennomsnittlig andel lønnskostnad</b>	<b>0.129%</b>				

Tabell 6.10 – Gjennomsnittlig andel lønnskostnader

Lønnskostnader estimert	E2023	E2024	E2025	E2026
Slaktet volum	472511.7	481558.4	490778.3	500174.7
Andel lønnskostnad	0.129%	0.129%	0.129%	0.129%
<b>Lønnskostnader</b>	<b>609.50</b>	<b>621.17</b>	<b>633.06</b>	<b>645.18</b>

Tabell 6.11 - Estimerte lønnskostnader

## 6.2.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader blir også estimert med hensyn på andelen andre driftskostnader av slaktet volum, gjennomsnittlig over de siste fem årene i tabell 6.12. Vi ser på dette som et mer riktig estimat enn å legge på en spesifikk økning fra år 2022. Da 2022 kan være ekstraordinært år i og med at det er en del fluktasjoner i andelen av andre driftskostnader gjennom årene. De estimerte resultatene fremkommer av tabell 6.13.

Andre driftskostnader	2018	2019	2020	2021	2022
Slaktet volum	375237.0	435904.0	439829.0	465600.0	463635.0
Andre driftskostnader	590.00	586.00	548.00	534.00	607.40

Andel andre driftskostnader	0.001572	0.001344	0.001246	0.001147	0.001310
<b>Gjennomsnittlig andel andre driftskostnader</b>	<b>0.132%</b>				

Tabell 6.12 – Gjennomsnittlig andel andre driftskostnader

Andre driftskostnader estimert	E2023	E2024	E2025	E2026
Slaktet volum	472511.7	481558.4	490778.3	500174.7
Andel driftskostnad	0.132%	0.132%	0.132%	0.132%
<b>Andre driftskostnader</b>	<b>625.57</b>	<b>637.54</b>	<b>649.75</b>	<b>662.19</b>

Tabell 6.13 - Andre driftskostnader estimert

#### 6.2.4 Avskrivning og amortisering

Ved estimering av avskrivning og amortisering for årene 2023 – 2026 velger vi en litt annen fremgangsmåte. Som vi ser av tabell 6.14 så har avskrivningene hatt en trend til å øke for hvert år. Derfor vil vi estimere avskrivningene med hensyn på en vekstrate basert på gjennomsnittlig økning for de fem foregående årene. Økningene i avskrivninger baserer seg på ekspansjon i selskapet, noe vi antar at Mowi fortsatt har planer om å fortsette med.

Avskrivninger gjelder materielle eiendeler, mens amortisering gjelder immaterielle eiendeler. De er ikke en del av kontantstrømmen, men inkluderes på grunn av skattemessige årsaker.

Avskrivning og amortisering	2018	2019	2020	2021	2022
Avskrivninger	153.4	287.1	338.1	373.2	386.6
Vekst fra året før	0.020	0.872	0.178	0.104	0.036
<b>Gjennomsnittlig vekst</b>	<b>8.43%</b>				

Tabell 6.14 - Gjennomsnittlig vekst avskrivning og amortisering

Som vi ser i tabell 6.14 har vi en unormalt stor økning i avskrivninger fra 2018 til 2019. Derfor må vi utelukke denne fra gjennomsnittet for å få et riktig innblikk av hvor mye avskrivningene normalt øker, og vi unngår en overestimering. Da fant vi en økning på 8,43% som gir oss estimatene i tabell 6.15.

<b>Avskrivning og amortisering estimert</b>	<b>E2023</b>	<b>E2024</b>	<b>E2025</b>	<b>E2026</b>
	<b>419.20</b>	<b>454.55</b>	<b>492.88</b>	<b>534.44</b>

Tabell 6.15 - Avskrivning og amortisering estimert

### 6.2.5 Nedskrivninger

Nedskrivninger kan oppstå uventet og kvalifiseres som uforutsette verdifall. Det er derfor vanskelig å estimere flere år fremover i tid. Som vi ser av tabell 6.16 varierer nedskrivningene stort fra år til år. Det mest riktige målet for estimering av nedskrivninger blir da sentralitetsmålet median. På denne måten får vi utelukket uteliggerne og anses som et gyldig estimat. Nedskrivningene er estimert i tabell 6.17.

<b>Nedskrivning</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Nedskrivning	11.0	5.0	18.0	75.0	59.5
<b>Median nedskrivning</b>	<b>18.00</b>				

Tabell 6.16 - Nedskrivninger

<b>Nedskrivninger estimert</b>	<b>E2023</b>	<b>E2024</b>	<b>E2025</b>	<b>E2026</b>
	<b>18.00</b>	<b>18.00</b>	<b>18.00</b>	<b>18.00</b>

Tabell 6.17 - Nedskrivninger estimert

### 6.3 Arbeidskapital

Det som gjenstår for å kunne beregne kontantstrømmen fra selskapets drift er endringen i arbeidskapital. Arbeidskapital representerer forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Mowis omløpsmidler består hovedsakelig av varelager og kortsiktige fordringer, og den kortsiktige gjelden er primært leverandørgjeld.

For å finne kundefordringene har vi slått sammen ordinære kundefordringer med andre fordringer og finansielle eiendeler. Dette fordi de alle er kortsiktige fordringer som forventes innbetalt på kort sikt. I tillegg gir Q4-rapporten til Mowi kun opplysninger om hva de kortsiktige fordringene var 31.12, og har ikke delt disse inn i kundefordringer og andre fordringer. Vi har dermed vurdert det som hensiktsmessig å slå disse sammen, slik at vi også kan benytte tall fra 2022. Først finner vi gjennomsnittlig andel kortsiktige fordringer basert på de 5 siste regnskapsårene. Deretter bruker vi dette gjennomsnittet for å estimere fremtidige års kundefordringer basert på de tidligere estimerte driftsinntektene, og vi kan følgelig estimere endringen i kundefordringer. Verdiene er hentet fra tabell 6.18 og 6.19.

<b>Kundefordringer</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Kundefordringer	637	658	591	702	794
Driftsinntekt	3812	4136	3760	4202	4941
Andel kortsiktige fordringer	16.71%	15.91%	15.72%	16.71%	16.07%
Gjennomsnittlig andel	<b>16.22%</b>				

Tabell 6.18 – Gjennomsnittlig andel kundefordringer fordelt på driftsinntekter

	<b>2022</b>	<b>E2023</b>	<b>E2024</b>	<b>E2025</b>	<b>E2026</b>
Driftsinntekt		6,033	5,482	5,247	5,348
Kundefordringer	794	979	889	851	868
<b>Endring kundefordringer</b>	<b>-92.00</b>	<b>-184.73</b>	<b>89.42</b>	<b>38.09</b>	<b>-16.30</b>

Tabell 6.19 – Estimering av kundefordringer

Videre vil varelageret bestå av både posten 'varelager' og 'biologiske eiendeler' fra årsregnskapet. Dette fordi biologiske eiendeler blant annet omfatter selskapets oppdrettsfisk, som også er å anse som en varebeholdning. Vi har tidligere estimert fremtidige varekostnader, og regner derfor ut gjennomsnittlig andel varelager i forhold til varekostnaden i tabell 6.20 for å estimere den fremtidige endringen i varelageret i tabell 6.21.

<b>Varelager</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Varelager	1,845	1,843	1,751	1,913	2,516
Varekostnad	1,812	1,983	1,970	2,192	2,347
Varelager/Varekostnad	101.82%	92.94%	88.88%	87.27%	107.20%
<b>Gjennomsnittlig andel</b>	<b>95.62%</b>				

Tabell 6.20 – Gjennomsnittlig andel varelager fordelt på varekostnad

	<b>2022</b>	<b>E2023</b>	<b>E2024</b>	<b>E2025</b>	<b>E2026</b>
Varekostnad	2,347	2,987	2,714	2,598	2,648
Varelager	2,516	2,856	2,595	2,484	2,532
<b>Endring varelager</b>	<b>-603.40</b>	<b>-339.86</b>	<b>260.96</b>	<b>111.15</b>	<b>-47.56</b>

Tabell 6.21 – Estimering av varelager

Videre er leverandørgjelden bestående av de fleste poster under kortsiktig gjeld, med et unntak av 'kortsiktige leasingforpliktelser'. Dette av samme grunn som kundefordringene; den foreløpige Q4-rapporten til Mowi inneholder alle disse postene slått sammen, og vi er nødt til å bruke dette tallet for å si noe om situasjonen for utgangen av 2022. Videre benytter vi den gjennomsnittlige andelen leverandørgjeld i forhold til varekostnaden for de tidligere fem årene som grunnlag for å estimere endringen i leverandørgjeld (tabell 6.22 og 6.23).



<b>Leverandørgjeld</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Leverandørgjeld	699	650	566	790	882
Varekostnad	1,812	1,983	1,970	2,192	2,347
Leverandørgjeld/Varekostnad	38.58%	32.78%	28.73%	36.04%	37.58%
Gjennomsnittlig andel	<b>34.74%</b>				

Tabell 6.22 – Gjennomsnittlig andel av leverandørgjeld fordelt på varekostnad

	<b>2022</b>	<b>E2023</b>	<b>E2024</b>	<b>E2025</b>	<b>E2026</b>
Varekostnad	2,347	2,987	2,714	2,598	2,648
Leverandørgjeld	882	1,038	943	902	920
<b>Endring leverandørgjeld</b>	<b>92.00</b>	<b>155.68</b>	<b>-94.81</b>	<b>-40.38</b>	<b>17.28</b>

Tabell 6.23 – Estimering av leverandørgjeld

De estimerte endringene i kundefordringer, varelager og leverandørgjeld gir oss et estimat på endring av arbeidskapitalen. Vi ser i tabell 6.24 at endringen av arbeidskapitalen i nesten alle årene gir en negativ kontantstrøm. Ettersom vi estimerer at driftsinntektene vil øke, vil også kundefordringene øke. Det påvirker kontantstrømmen negativt ettersom det betyr at flere kunder vil ha betalt på kreditt, og Mowi har derfor ikke fått disse pengene inn på konto enda selv om det er oppført som en driftsinntekt. Vi estimerte at varelageret også stort sett vil øke de kommende årene, i takt med estimatene om økte driftsinntekter og varekostnader. Økt varelager fører til en negativ kontantstrøm ettersom kjøp av varer er penger ut av konto. Vi ser også at den estimerte leverandørgjelden øker, men dette vil i motsetning til kundefordringene og varelageret bidra positivt til kontantstrømmen. Økt leverandørgjeld betyr at det er en større betalingsutsettelse til leverandører, og selskapet har derfor mer kapital å rutte med.

<b>Estimert endring i arbeidskapital</b>	<b>2022</b>	<b>E2023</b>	<b>E2024</b>	<b>E2025</b>	<b>E2026</b>

Kundefordringer	794	979	889	851	868
Endring kundefordringer	-92	-185	89	38	-16
Varelager	2,516	2856	2595	2484	2532
Endring varelager	-603	-340	261	111	-48
Leverandørgjeld	882	1038	943	902	920
Endring leverandørgjeld	92	156	-95	-40	17
<b>Endring arbeidskapital</b>	<b>-603.40</b>	<b>-368.91</b>	<b>255.57</b>	<b>108.86</b>	<b>-46.58</b>

Tabell 6.24 – Estimert endring i arbeidskapital

## 6.4 Investeringer

Investeringer er estimert ut ifra gjennomsnittet av mengde investeringer fra år til år. Som vi ser av tabell 6.25 varierer investeringene ganske mye fra år til år og følger ikke en spesiell trend. Den holder seg derimot i området 240 – 340 mill, noe som gjør at et gjennomsnitt basert på de fem foregående årene kvalifiserer til et godt estimat i tabell 6.26.

<b>Investeringer</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Investering (CAPEX)	340.0	286.0	309.0	240.8	326.0
<b>Gjennomsnittlig investeringer</b>	<b>300.36</b>				

Tabell 6.25 – Gjennomsnittlige investeringer

<b>Investeringer estimert</b>	<b>E2023</b>	<b>E2024</b>	<b>E2025</b>	<b>E2026</b>
	<b>300.36</b>	<b>300.36</b>	<b>300.36</b>	<b>300.36</b>

Tabell 6.26 – Estimerte investeringer

## 6.5 Grunnrenteskatt

Under de politiske faktorene i PESTEL-analysen ble grunnrenteskatten diskutert. I utarbeidelsen av fremtidige kontantstrømmer er vi nødt til å ta hensyn til at Mowi bruker norsk natur og dermed påvirkes av grunnrenteskatten. Grunnrenteskatten praktiseres kun på merdene og innad i Norge. I tabell 6.27 har vi tatt en rekke forutsetninger og antakelser, ettersom loven ikke er vedtatt og ferdig utformet enda. Investeringer er fradragsført i tabell 6.27, da utkastet til loven åpner for at nye investeringer fra og med 2023 kan fradragsføres i sin helhet i grunnrentegrunnlaget (Bye & Lorås, 2022). Videre gis det et bunnfradrag på mellom 4000 og 5000 tonn, som gis i form av gjennomsnittlig fortjeneste per antall tonn biomasse. Tall fra 2016-2020 gir gjennomsnittlig fortjeneste på 13,50kr pr kg, og hadde derfor gitt et bunnfradrag på mellom 54 millioner NOK og 67,5 millioner NOK (Bye & Lorås, 2022). Vi velger derfor å benytte 54 millioner NOK som bunnfradrag, som anslagsvis blir 5,4 i tabell 6.27 ettersom tallene er oppgitt i millioner EUR. Som vi kan se vil ikke bunnfradraget hjelpe Mowi noe særlig. Det er forståelig ettersom bunnfradraget har som hensikt å skjerme

de minste oppdretterne, ikke de store (Finansavisen, 2023). Ettersom grunnrenteskatten kun benyttes på merdene i Norge, må vi trekke ut andelen Mowi opererer med utenlands. I tabell 6.28 kan vi se at andel EBIT som kommer fra norsk oppdrett er 74%. Vi trekker derfor ut 26% av grunnrentegrunnelaget før vi beregner skatten, da dette er knyttet til virksomhet i utlandet og ikke vil bli berørt av skatteordningen.

<b>GRUNNRENTESKATT</b>	E2023	E2024	E2025	E2026
Driftsinntekt	6,033.06	5,481.86	5,247.07	5,347.53
Driftskostnad	4,070.14	4,148.07	4,227.48	4,308.42
Selskapsskatt (22%)	335.66	189.47	111.92	107.07
Investeringer	300.36	300.36	300.36	300.36
Bunnfradrag	5.4	5.4	5.4	5.4
Grunnlag grunnrenteskatt	1,321.50	838.56	601.91	626.28
Netto grunnrenteinntekt Norge (74%)	977.91	620.53	445.42	463.45
<b>Grunnrenteskatt (40%)</b>	<b>391.16</b>	<b>248.21</b>	<b>178.17</b>	<b>185.38</b>

Tabell 6.27 – Grunnrenteskatt estimert

	2018	2019	2020	2021
EBIT Norge	545,6	485,8	269,3	389,4
EBIT Total	752,8	720,9	337,7	522,6
Andel norsk EBIT	72%	67%	80%	74,5%
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>74%</b>			

Tabell 6.28 – Gjennomsnittlig andel norsk EBIT

## 6.6 Estimering av frie kontantstrømmer

Ved hjelp av prognosene estimert ovenfor kan vi samlet beregne de frie kontantstrømmene for årene 2023 – 2026 som fremkommer av tabell 6.29.

ÅR	E2023	E2024	E2025	E2026
<b>Inntekt</b>				
Laksepris	8.30	7.40	6.95	6.95
Slaktet volum	472,511.72	481,558.40	490,778.28	500,174.68
Salgsinntekt	3,921.85	3,563.53	3,410.91	3,476.21
Inntektsavvik	2,111.21	1,918.32	1,836.16	1,871.32
<b>Totale driftsinntekter (millioner Euro)</b>	<b>6033.06</b>	<b>5481.86</b>	<b>5247.07</b>	<b>5347.53</b>
<b>Kostnad</b>				
Varekostnader	2,835.07	2,889.35	2,944.67	3,001.05
Lønnskostnader	609.50	621.17	633.06	645.18
Annen driftskostnad	625.57	637.54	649.75	662.19
<b>Totale driftskostnader</b>	<b>4070.14</b>	<b>4148.07</b>	<b>4227.48</b>	<b>4308.42</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1962.92</b>	<b>1333.79</b>	<b>1019.59</b>	<b>1039.11</b>
Avskrivninger	419.20	454.55	492.88	534.44
Nedskrivninger	18.00	18.00	18.00	18.00
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>1525.72</b>	<b>861.24</b>	<b>508.71</b>	<b>486.67</b>
Skatt 22%	335.66	189.47	111.92	107.07
Grunnrenteskatt	391.16	248.21	178.17	185.38
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>798.90</b>	<b>423.55</b>	<b>218.63</b>	<b>194.22</b>
Endring varelager	(339.86)	260.96	111.15	(47.56)

Endring kundefordringer	(184.73)	89.42	38.09	(16.30)
Endring leverandørgjeld	155.68	(94.81)	(40.38)	17.28
<b>Sum endring arbeidskapital</b>	<b>-368.91</b>	<b>255.57</b>	<b>108.86</b>	<b>-46.58</b>
Avskrivninger	419.20	454.55	492.88	534.44
Nedskrivninger	18.00	18.00	18.00	18.00
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>867.18</b>	<b>1151.68</b>	<b>838.37</b>	<b>700.08</b>
Investeringer	300.36	300.36	300.36	300.36
<b>Frie kontantstrømmer</b>	<b>566.82</b>	<b>851.32</b>	<b>538.01</b>	<b>399.72</b>

Tabell 6.29 – Estimerte frie kontantstrømmer

## 7. Verdsettelse etter DCF-modellen

I denne delen av oppgaven skal vi neddiskontere de tidligere estimerte frie kontantstrømmene for å finne nåverdien av årene 2023-2026. I tillegg til å bruke formelen for terminalverdi for å finne nåverdien av evige fremtidige kontantstrømmer etter år 2026. Terminalverdien vil utgjøre majoriteten av selskapets verdi da denne tar for seg flere kontantstrømmer. Nåverdien av de frie kontantstrømmene og nåverdi av terminalverdien utgjør selskapets verdi.

Selskapsverdien fratrukket rentebærende gjeld gir oss verdien på egenkapitalen, som fordeles på antall aksjer.

For å beregne terminalverdien må vi ha en vekstfaktor. Kontantstrømmene som fortsetter i det uendelige, må også ta hensyn til vekst i selskapet. Vekstraten er den forventede veksten Mowi vil ha i det uendelige. Denne vekstraten har som regel en nøye samvariasjon med inflasjon, og vi vil derfor anta at den ligger på rundt 2%, som er det målet Norge ønsker å ligge på hva gjelder inflasjon.

ÅR	E2023	E2024	E2025	E2026
<b>Inntekt</b>				
Laksepris	8.30	7.40	6.95	6.95
Slaktet volum	472,511.72	481,558.40	490,778.2	500,174.68
Salgsinntekt	3,921.85	3,563.53	3,410.91	3,476.21
Inntektsavvik	2,111.21	1,918.32	1,836.16	1,871.32
<b>Totale driftsinntekter (millioner Euro)</b>	<b>6033.06</b>	<b>5481.86</b>	<b>5247.07</b>	<b>5347.53</b>
<b>Kostnad</b>				
Varekostnader	2,835.07	2,889.35	2,944.67	3,001.05
Lønnskostnader	609.50	621.17	633.06	645.18
Annen driftskostnad	625.57	637.54	649.75	662.19
<b>Totale driftskostnader</b>	<b>4070.14</b>	<b>4148.07</b>	<b>4227.48</b>	<b>4308.42</b>

<b>EBITDA</b>	<b>1962.92</b>	<b>1333.79</b>	<b>1019.59</b>	<b>1039.11</b>
Avskrivninger	419.20	454.55	492.88	534.44
Nedskrivninger	18.00	18.00	18.00	18.00
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>1525.72</b>	<b>861.24</b>	<b>508.71</b>	<b>486.67</b>
Skatt 22%	335.66	189.47	111.92	107.07
Grunnrenteskatt	391.16	248.21	178.17	185.38
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>798.90</b>	<b>423.55</b>	<b>218.63</b>	<b>194.22</b>
Endring varelager	(339.86)	260.96	111.15	(47.56)
Endring kundefordringer	(184.73)	89.42	38.09	(16.30)
Endring leverandørgjeld	155.68	(94.81)	(40.38)	17.28
<b>Sum endring arbeidskapital</b>	<b>-368.91</b>	<b>255.57</b>	<b>108.86</b>	<b>-46.58</b>
Avskrivninger	419.20	454.55	492.88	534.44
Nedskrivninger	18.00	18.00	18.00	18.00
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>867.18</b>	<b>1151.68</b>	<b>838.37</b>	<b>700.08</b>
Investeringer	300.36	300.36	300.36	300.36
<b>Frie kontantstrømmer</b>	<b>566.82</b>	<b>851.32</b>	<b>538.01</b>	<b>399.72</b>
Terminalverdi	7,568.87			
Sum NPV	2050.65			
Selskapsverdi	9,619.52			
Rentebærende gjeld	1,759.00			
Verdi EK	7,860.52			
Antall aksjer	517,111,091.00			
<b>Verdi per aksje i Euro</b>	<b>15.20</b>			



Euro 31.12.2022	10.51
<b>Verdi per aksje i NOK</b>	<b>159.76</b>
Pris per aksje 31.12 Oslo Børs	167.20
Differanse	-4%

*Tabell 7.1 – Totaloversikt, verdsettelse etter DCF-modellen*

Kursen på Mowi lå på 167 kroner per 31.12.2022 noe som avviker relativt lite fra vår verdsettelse av aksjen. Vi finner et resultat på 4% lavere per 31.12 presentert i tabell 7.1.

## 8. Markedsbasert verdsettelse

I denne markedsbaserte verdsettelsen skal vi verdsette MOWI med hensyn på hvordan bedrifter i samme bransje verdsettes av markedet. Verdsettelsen innebærer bruk av enkelte multipler for å fastsette verdien av de ulike selskapene. Disse multiplene er presentert i tabell 8.1.

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

Tabell 8.1 - Multipler

### 8.1 Sammenlignbare selskaper

En komparativ analyse basert på multiplene til lignende selskaper kan brukes til å verdsette et selskap. Dette er en relativ form for verdsettelse, som tar hensyn til selskapets inntjeningssevne og andre økonomiske faktorer i forhold til lignende selskaper i samme bransje.

I dette tilfellet vil vi se på verdsettelse av selskaper som driver med oppdrett av laks. De aktuelle selskapene er SalMar, Lerøy Seafood Group og Grieg Seafood. Disse selskapene tilfredsstiller kravet om bransjetilhørighet og er alle norskregistrerte aksjeselskaper som er børsnotert på Oslo Børs. Det er også verdt å merke seg at alle disse selskapene er på tilnærmet likt utviklingsstadium og godt etablerte, som gjør at funnene vil være pålitelige.

Denne analysen kan gi oss et mer realistisk bilde av verdien til Mowi, da det tar hensyn til faktorer som bransjetilhørighet og andre makroøkonomiske forhold som påvirker selskapene i samme bransje.

## 8.2 Price to Earnings (P/E)

P/E ratio gir et uttrykk for markedsverdien i forhold til inntjeningen. Markedsverdien er gitt ved aksjekursen per 31.12.22 og inntjeningen er gitt ved såkalt Earnings Per Share (EPS), altså hvor mye en tjener per aksje. Tabell 8.2 viser P/E-verdien for de sammenlignbare selskapene innen lakseoppdrettsbransjen. P/E ratioen er hentet fra Morningstar for samtlige av selskapene.

I beregningen av gjennomsnittet er Mowi sin verdi utelatt for å kunne sammenligne Mowi til de respektive selskapene på en korrekt måte. Vi ser at SalMar og Mowi har tilnærmet lik P/E mens de mindre selskapene har en lavere P/E-verdi. Det gjør at Mowi ligger over gjennomsnittet, men behøver ikke å bety at aksjen er overpriset.

P/E (NOK)	Mowi	SalMar	Lerøy	Grieg	GJ. Snitt
Aksjekurs 31.12	167.20	384.80	58.60	89.10	
EPS	15.25	27.64	5.11	10.20	
2022	10.96	13.92	11.47	8.74	11.37

Tabell 8.2 - P/E ratio

Ettersom vi har beregnet en P/E-verdien for bransjen kan vi bruke denne til å estimere aksjekursen for Mowi. Den gjennomsnittlige valutakursen for Euro i år 2022 er 10,1021 NOK og vil bli brukt til å konvertere fra EUR til NOK (valuta-kurser.no, 2022). Aksjekursen til Mowi per 31.12.22 lå på 167.2. Det vil si at markedet priset aksjen til Mowi noe lavere enn forventet verdi ved dette tidspunktet basert på funnene i tabell 8.3. Det kan ha noe med grunnrenteskatt og dens innvirkning på aksjekursen.

P/E	Sum
Multippel	11.37
x Årsresultat (EUR millioner)	785
= Verdi egenkapital	8931.61254
/ Antall aksjer	517.1
= Verdi per aksje EUR	17.27
= Verdi per aksje NOK	174.49

Tabell 8.3 - Estimert aksjeverdi, Mowi, basert på P/E

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

Enterprise value delt på earnings before interest and taxes viser hvor mye selskapet er verdt per krone av driftsresultatet. Enterprise value, EV, viser hvor mye penger man må ut med for å kjøpe opp selskapet. EV regnes ut ved å ta markedsverdien + gjeld – kontantbeholdning. Selv om markedsverdien i seg selv ofte blir brukt, vil entreprise value ta hensyn til både egenkapitalen og gjelden og vil i så måte kunne vise en mer reell verdi av et selskap. Earnings before interest and taxes, EBIT, er selskapets overskudd før man inkluderer renter og skatt.

For å regne ut EV finner vi først markedsverdien ved å ta antall aksjer \* aksjepris 31.12.2022. Deretter legger vi til total gjeld og trekker fra kontantekvivalenter, og disse tallene finner vi fra selskapenes Q4-rapporter. Dette deles til slutt på EBIT, som også leses av fra rapportene.

EV/EBIT	Mowi	SalMar	Lerøy	Grieg	GJ. Snitt
2022	11.3	19.9	14.6	10.0	14.8

Tabell 8.4 – EV/EBIT multipl

Gjennomsnittet til multippelen kan vi se av tabell 8.4 er 14,8. Vi har igjen ekskludert Mowi fra utregningen av gjennomsnittet, da Mowi har størst markedsandel og derfor vil sørge for at gjennomsnittet ligger nærmere sin egen verdi. Både Mowi og Grieg har noe lavere verdi enn snittet, og vil derfor kunne være underpriset i forhold til resten av laksebransjen (Corporate Finance Institute, 2019). På den andre siden kan dette indikere at investorene forventer mindre vekst og inntekter i fremtiden. Lerøy ligger cirka på gjennomsnittet og vil derfor kunne være korrekt priset. SalMar ligger over gjennomsnittet, noe som tilsier at de kan være overpriset samtidig som det kan bety at investorene er mer optimistiske om selskapenes vekst.

Ved å bruke den gjennomsnittlige bransje-multippelen til å beregne aksjeverdien 31.12 blir aksjen priset noe høyere enn det markedet tilsier. Verdien på aksjen estimeres til 233,5 kr i tabell 8.5 mot virkelig verdi på 167,2.

EV/EBIT	Sum
Multippel	14.8
x EBIT (EUR millioner)	1,054
= EV (Enterprise value)	15618.26867
- netto finansiell gjeld	3,665.0
= Egenkapital	11,953.3
/ Antall aksjer (i millioner)	517.1
= Verdi per aksje EUR	23.12
= Verdi per aksje NOK	233.51

Tabell 8.5 - Estimert aksjeverdi, Mowi, basert på EV/EBIT

## 8.4 Enterprise value to kilograms (EV/kg)

EV/kg indikerer hvordan børsverdien på selskapet er i forhold til hvor mye fisk de slakter. Slaktevolum og salgsvolum har vi tidligere i oppgaven indikert at betyr det samme, noe vi antar her og. Derfor sier multippelen oss noe om hvor mye salg virksomheten har i forhold til verdien på selskapet, med andre ord hvor man får mest laks for pengene. Vi bruker samme EV som i del 8.3. Av tabellen 8.6 ser vi at Mowi ligger litt under gjennomsnittet til de andre selskapene. Dette vil videre føre til at aksjen per 31.12 som er på 167.2 er underpriset i forhold til estimatene vi får ved å bruke multippelen for EV/Kg. Estimaten vi får i tabell 8.7 er nødvendigvis ikke helt korrekt da det er flere aspekter som påvirker kursen.

EV/Kg	Mowi	SalMar	Lerøy	Grieg	GJ. Snitt
EV (1000 NOK)	120,134,614.78	85,578,998.06	59,972,078.31	14,323,559.97	
1000 Kg	463,635.00	193,700.00	174,629.00	84,697.00	
2022	259.11	441.81	343.43	169.12	318.12

Tabell 8.6 – EV/kg multippel

EV/Kg	Sum
Multippel	318.12
x Kg (1000 kg)	463,635
= EV	147,490,490.55
- Netto finansiell gjeld (NOK)	36,726,965.0
= Egenkapital	110,763,525.55
/ Antall aksjer	517,111.1
= Verdi per aksje NOK	214.20
= Verdi per aksje EUR	21.37

Tabell 8.7 – Estimert aksjeverdi, Mowi, basert på EV/kg

## 8.5 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse

Vi har i den markedsbaserte verdsettelsen tatt hensyn til tre forskjellige multipler; P/E, EV/EBIT og EV/kg. Det vil være interessant å se på alle disse multiplene samlet, og derfor ta gjennomsnittet av disse. I tabell 8.8 kan vi se at vi får et estimat på 207,4 kr ved å ta alle multiplene i betraktning. Dette kan gi en indikasjon på at aksjen var underpriset i markedet, da den virkelige kursen lå på 167,2 kr 31.12. Det er også verdt å merke seg at de andre aktørene i bransjen, hovedsakelig SalMar, trekker opp gjennomsnittet til alle multiplene slik at de overskrider verdien av Mowi. Mowi har lavere verdi på samtlige multipler. Dette gir forklaring på hvorfor vi har fått en høyre aksjekurs i denne analysen enn virkelig verdi per 31.12.

Multipel	Estimert aksjeverdi 31.12
P/E	174.49
EV/EBIT	233.51
EV/KG	214.2
Gjennomsnitt	207.40

Tabell 8.8 – Estimert aksjeverdi Mowi basert på gjennomsnittlige multipler

## 9. Sensitivitetsanalyse og diskusjon

### 9.1 Sensitivitetsanalyse

Tidligere i oppgaven har vi kommet frem til ulike estimater i verdsettelsen av Mowis aksjekurs via ulike analyser. I en siste avgjørende del av våre analyser skal vi avdekke hvordan ulike usikkerhetsfaktorer påvirker selskapets verdi og vår endelige anbefaling gjennom en sensitivitetsanalyse. En sensitivitetsanalyse tar for seg ulike inngangsvariabler, i dette tilfellet avkastningskravet til totalkapitalen, WACC, og vekstraten i selskapet. Bare en minimal endring i variablene kan få store konsekvenser i aksjeverdien som er estimert. Dette kan begrunnes med at vekstraten har stor innvirkning på terminalleddet. På samme måte som avkastningskravet til totalkapitalen påvirker nåverdien av de estimerte kontantstrømmene. Verdiene på WACC endres med 0,2 prosentpoeng og verdien på vekstraten endres med 0,5 prosentpoeng.

		Terminal growth rate (g)				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	6.43%	123.52	136.11	151.54	170.89	195.89
	6.33%	126.27	139.40	155.55	175.93	202.42
	6.23%	129.13	142.82	159.76	181.24	209.36
	6.13%	132.09	146.40	164.17	186.84	216.74
	6.03%	135.17	150.13	168.80	192.75	224.61

Tabell 9.1 - Sensitivitetsanalyse

Tabell 9.1 gir oss en oversikt over aksjeverdiene ved ulike kombinasjoner av vekstrate og WACC. Det er verdt å merke seg at en minimal endring i innsatsfaktorene påvirker aksjeverdien i stor grad. Dette begrunnes ytterligere ved ytterpunktene i sensitivitetsanalysen. Med et spenn på 0,4% og 2% i innsatsfaktorene får vi en endring i aksjekursen på hele 101 kr. Ved lavere vekst og høyere avkastningskrav får vi en lavere aksjeverdi og motsatt. Det er tydelig at Mowi er sensitive ved en endring i disse innsatsfaktorene og kan ha stor innvirkning på selskapets verdi.



## 9.2 Diskusjon

De siste årene har det vært mye usikkerhet i det økonomiske markedet, forårsaket av blant annet Covid-19 pandemien og krigen i Øst-Europa. Samfunnet vårt er ikke lenger like preget av pandemien som det den en gang var, men har likevel satt sitt preg på denne oppgaven.

Gjennom verdsettelsen av Mowi har vi brukt historisk data for å komme oss frem til estimater for fremtiden. De historiske dataene inkluderer årene hvor det herjet en pandemi og vi kan se at spesielt året 2020 skiller seg ut i dataene våre i stor grad. Derfor har vi vært nødt til å ta hensyn til dette for å få en så riktig fremstilling av virkeligheten som mulig. Krigen mellom Russland og Ukraina herjer fortsatt ved ferdigstilling av denne oppgaven. Handelstopp med Russland ble innført i 2014 og har derfor ikke hatt noe påvirkning på Mowi som et resultat av krigen (Fyksen & Tellefsen, 2022). Sjømateksporsten til Ukraina var derimot på topp månedene før krigen brøyt ut. Krigen førte til full stopp i eksporten og hadde dermed en direkte innvirkning på Mowi og vil ha det i tiden under og etter krigen (Mauren, 2023).

I tillegg har grunnrenteskatten satt sitt preg på verdsettelsen. Regjeringen opplyste i høst 2022 at de skulle innføre en grunnrenteskatt på 40% havbruk. Etter sterk kritikk fra oppdrettsbransjen og andre interessenter, har flere spekulert i at lakseskatten blir lavere- om ikke skrotet. Finansminister Trygve Slagsvold Vedum har på sin side virket sta på at lakseskatten blir. Laksenæringen har blant annet bedt om at lakseskatten utsettes, men fikk nei fra regjeringen (Brembo et al., 2022). Vi har derfor vurdert det til sannsynlig at grunnrenteskatten blir innført slik som planlagt, og priset derfor dette inn i verdsettelsen 31.12.2023. Dette blir kun spekulativt ettersom det endelige forslaget ventes å bli lagt fram for Stortinget i mars (Knudsen, 2023). Dersom skatten reduseres vil det bedre kontantstrømmen betraktelig, og derfor også øke verdsettelsen.

Som tidligere nevnt har lakseprisene økt mye det siste året, og Fish Pool's fremtidige estimater er en god del høyere enn tidligere år. Lakseprisen har stor påvirkning på oppdrettsnæringens kontantstrømmer, noe som derfor vil påvirke verdsettelsen og aksjekursen betydelig. Vi kan tydelig se dette på Mowi's kurs; i 2022 økte kursen markant på våren i tråd med høyere laksepriser og fremtidige estimater. Samtidig kan det godt tenkes at trenden snus, og at man opplever lavere laksepriser i fremtiden. Med krigen i Ukraina, grunnrenteskatt, redsel for finanskriser og andre makroøkonomiske forhold, kan endringer i tilbud og etterspørsel være tenkelig. Som en konsekvens av grunnrenteskatten har fastpriskontrakter på norsk laks kollapset (Brennmoen, 2022). Dette gjør Mowi svært avhengig av de fremtidige

spotprisene. Etersom lakseprisene er nok så volatile, vil dette videre vanskeliggjøre en korrekt verdsettelse av Mowi.

Under beregningen av CAPM benyttet vi en høyere beta enn først matematisk beregnet ut ifra historiske verdier på 5 år. Tidligere i oppgaven forklarte vi hvorfor vi valgte å oppjustere beta. En høyere betakoeffisient har resultert i en høyere kostnad på egenkapitalen (CAPM). Utfallet er at kostnaden for total kapital (WACC) også er høyere enn ved bruk av våre beregnede betaer. Det har hatt en stor påvirkning på terminalverdien og derfor på aksjekursen vi kom fram til ved hjelp av DCF-modellen. Valget om å benytte en høyere beta enn vi matematisk beregnet resulterte i et mer realistisk avkastningskrav, og derfor et mer riktig estimat på aksjekursen. Rentene har de siste årene økt betraktelig og prisen for gjeld har gått opp. Derfor ble rentebærende gjeld på 4.12% brukt i utarbeidelsen av WACC for å få en så virkelighetsnær verdi på WACC som mulig.

## 10. Konklusjon

Hensikten med oppgaven var å verdsette aksjeselskapet Mowi ved å finne ut hva en aksje er verdt. I denne oppgaven har vi belyst og diskutert problemstillingen:

*“Hva er markedsverdien per aksje i Mowi ASA per 31.12.2022?”*

Den strategiske analysen viste at Mowi allerede har etablert seg som et selskap på stordriftskala. Selskapet er helhetlig integrert, og besitter kontroll over de viktigste komponentene av verdikjeden. Selskapet, som er ledende aktør i bransjen, fokuserer også stort på bærekraft gjennom deres visjon: “Leading the Blue Revolution”. Dette inkluderer blant annet integrering av smarte systemer som AI for å effektivisere produksjon. Mowi har også inngått samarbeid basert på miljømessige hensyn om å redusere utslipp, bruk av plast, samt å redusere rømminger fra merdene og lakselus. Basert på blant annet deres markedsandel og merkevare har Mowi konkurransefortrinn, men er likevel ikke hevet over konkurranse. Landbasert oppdrett er på trappene, og verdikjeden er heller ikke umulig å kopiere. Sett i lys av den nylig innførte grunnrenteskatten, som vil påvirke Mowis inntjening, er det likevel stor sannsynlighet for at bedriften kommer til å fortsette å vokse.

Regnskapsanalysen illustrerte at Mowi er godt rustet for fremtiden basert på solide nøkkeltall. I denne analysen av selskapet avdekket vi flere finansielle tall som var nødvendige for verdsettelsen av Mowi. Det ble benyttet to ulike metoder for verdsettelsen av selskapet; en fundamental verdsettelse basert på fremtidige kontantstrømmer og en markedsbasert verdsettelse på bakgrunn av ulike multipler.

Ved å benytte to ulike verdsettelsesmåter, fundamental- og markedsbasert verdsettelse, fikk vi to ulike estimater på Mowi's markedsverdi per aksje 31.12.2022. Den fundamentale verdsettelsen ga oss en kurs på 159,76 kr, mens den markedsbaserte verdsettelsen endte på 207,4 kr. Gjennomsnittet av de to ulike verdsettelsene er 183,58 kr per aksje, mot den virkelige verdien på aksjen som var 167,2 kr.

Ved sensitivitetsanalysen har vi vist at verdsettelsen av aksjen endres markant ved relativt små endringer i WACC og terminalrente (g). I tillegg har vi gjennom prognosen av kontantstrømmer og diskusjonen i punkt 9 poengtert at analysen er bygd på en rekke forutsetninger og antakelser, der en endring av disse antakelsene kan endre kontantstrømmen betraktelig. Lakseprisen og grunnrenteskatten er eksempler på dette. Derfor har vi lagt til et slingringsmonn på 10% på hver side av estimatet vårt for å kunne dele vår anbefalte

handelsstrategi. Ettersom estimatet er på 183,58 kr blir nedre grense 165,2 kr og øvre grense 201,9 kr. Vi anbefaler derfor hold av Mowi ASA per 31.12.2022.

## Kilder:

Berge, A. (2021). *Rush etter landbaserte lakseanlegg: Myndighetene går glipp av milliardinntekter*. ILaks. <https://ilaks.no/rush-etter-landbaserte-lakseanlegg-myndighetene-gar-glipp-av-milliardinntekter/> (Hentet 14.03.2023).

Blomgren, A., Fjellidal, Ø. M., Landazuri-Tveteraas, U., Erraia, J., Robertsen, R., & Iversen, A. (2021). *Sjømatleverandørnæringen 2021 – Oversikt og analyse*. Sjømatnorge.no; NORCE. <https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2021/12/Sjomatleverandornaeringen-2021-Rapport-31-2021-NORCE-NOFIMA-Menon.pdf> (Hentet 07.02.2023).

Brembo, F., Svaar, P., Hetland, K., & Skjelvik, S. (2022). *Nå innføres den omstridte lakseskatten – næringa ber om færøysk modell*. <https://www.nrk.no/nordland/na-trer-den-omstridte-lakseskatten-i-kraft--laksenaeringen-ber-om-utsettelse-1.16236719> (Hentet 15.03.2023).

Brennmoen, Martin. (2022). *Mowi-sjefen totalslakter lakseskatten: – Myndighetene tar jo alt*. <https://www.finansavisen.no/nyheter/sjomat/2022/11/09/7958478/mowi-sjefen-totalslakter-lakseskatten> (Hentet 15.03.2023).

Bringslid, Marie M. (2021). *Mowi-sjefen har ikke tro på lukkede anlegg. Varsler satsing på digitalisering*. <https://e24.no/hav-og-sjomat/i/jBmo6A/mowi-sjefen-har-ikke-tro-paa-lukkede-anlegg-varsler-satsing-paa-digitalisering> (Hentet 26.02.2023).

Bye, Erling & Lorås, Ståle. (2022). *Grunnrenteskatt på havbruk*. <https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/grunnrenteskatt-paa-havbruk?fbclid=IwAR1wCaXMmp1NTwp3qEeNfdvXcH4eyHIT50V4ez47VNsruxT7VUPyV4jpNsc> (Hentet 08.03.2023).

Corporate Finance Institute. (2019). *EV/EBIT Ratio*.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/ev-ebit-ratio/> (Hentet 26.02.2023).

Euronext. (2023). *MOWI NOK 176,05 | Euronext Live kurser*. Live.euronext.com.

<https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0003054108-XOSL#chart> (Hentet 02.02.2023).

Faolex. (2022). *Faolex database*. <https://www.fao.org/faolex/results/details/en/c/LEX-FAOC066883/> (Hentet 27.02.2023).

Finansavisen. (2023). *Norske politikere på Færøyene for å granske modell for lakseskatt*.

<https://www.finansavisen.no/sjomat/2023/03/01/7990120/norske-politikere-pa-faeroyene-for-a-granske-modell-for-lakseskatt> (Hentet 16.03.2023).

Finansdepartementet. (2019). *NOU 2019: 18*. Regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/> (Hentet 31.01.2023).

Finansdepartementet. (2022a). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/> (Hentet 07.03.2023).

Finansdepartementet. (2022b). *NOU 2022: 20*. Regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2022-20/id2951826/?ch=14> (Hentet 07.03.2023).

Finanseksperten. (2023a). *Egenkapitalrentabilitet*.

<https://finanseksperten.no/egenkapitalrentabilitet/> (Hentet 07.02.2023).

Finanseksperten (2023b) Totalkapitalrentabilitet  
<https://finanseksperten.no/totalkapitalrentabilitet/> (Hentet 07.02.2023).

Fisk. (2023). *Laksepriser - Fisk.no*. Fisk.no. <https://fisk.no/emne/laksepriser> (Hentet 28.02.2023).

Fiskeridirektoratet. (u.å.) *Tildelingsprosessen*. <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen> (Hentet 01.03.2023).

Fiskeri- og kystdepartementet. (2005). *The Aquaculture act*.  
[https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fkd/reg/2005/0001/ddd/pdfv/255327-l-0525\\_akvakulturloveneng.pdf](https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fkd/reg/2005/0001/ddd/pdfv/255327-l-0525_akvakulturloveneng.pdf) (Hentet 01.03.2023).

Fish Pool. (2023) *Forward Prices*. <https://fishpool.eu/forward-prices/> (Hentet 21.02.2023).

Food and Agriculture Organization of UN. (2022). *Record fisheries and aquaculture production makes critical contribution to global food security*. FAO.org.  
<https://www.fao.org/newsroom/detail/record-fisheries-aquaculture-production-contributes-food-security-290622/en> (Hentet 07.02.2023).

Fredriksen, K. (2021). *Slik har koronapandemien påvirket norsk økonomi*. Ssb.no.  
<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/slik-har-koronapandemien-pavirket-norsk-okonomi> (Hentet 28.02.2023).

Furuset, Anders. (2020). *Lakseselskapene fikk koronasmell: – Pandemien har absolutt ødelagt festen (+)*. [Www.dn.no](http://www.dn.no). <https://www.dn.no/havbruk/laks/havbruk/mowi/lakseselskapene-fikk-koronasmell-pandemien-har-absolutt-odelagt-festen/2-1-864991> (Hentet 01.03.2023).

Furuset, Anders (2023). *Laksegiganten Mowi struper kostnadene – fant 1200 områder for kostnadskutt*. <https://www.dn.no/havbruk/havbruk/mowi/dn-investor/laksegiganten-mowi-struper-kostnadene-fant-1200-omrader-for-kostnadskutt/2-1-1404179> (Hentet 13.03.2023).

Gigante Salmon. (u.å.). *Gigante Salmon - landbasert lakseoppdrett*. Gigante Salmon. <https://gigantesalmon.no/> (Hentet 01.03.2023).

GSSI. (2023). *GSSI - Global Sustainable Seafood Initiative*. Ourgssi.org. <https://www.ourgssi.org/> (Hentet 02.03.2023).

Hargrave, Marshall (2022). *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. <https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp> (Hentet 16.02.2023).

Helsedirektoratet. (2016). *Kostrådene*. Helsedirektoratet. <https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer/kostrad-for-befolkningen> (Hentet 28.02.2023).

Helsedirektoratet. (2022). *Utviklingen i norsk kosthold*. Helsedirektoratet. [https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/utviklingen-i-norsk-kosthold/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202022%20-%20Kortversjon.pdf/\\_attachment/inline/b8079b0a-fefe-4627-8e96-bd979c061555:e22da8590506739c4d215cfd628cfaaa3b2dbc8/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202022%20-%20Kortversjon.pdf](https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/utviklingen-i-norsk-kosthold/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202022%20-%20Kortversjon.pdf/_attachment/inline/b8079b0a-fefe-4627-8e96-bd979c061555:e22da8590506739c4d215cfd628cfaaa3b2dbc8/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202022%20-%20Kortversjon.pdf) (Hentet 28.02.2023).

Kenton, Will (2022a). *Beta*. <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp> (Hentet 14.02.2023).

Kenton, Will (2022b). *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp> (Hentet 14.02.2023).



Knudsen, Camilla. (2023). *Kan dra inn mer på lakseskatten: – Ingenting er bedre.*  
<https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/3EmbEe/kan-dra-inn-mer-paa-lakseskatten-ingenting-er-bedre>  
(Hentet 14.03.2023).

Kristoffersen, Trond (2019) *Årsregnskapet- en grunnleggende innføring*, 4. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.

Kunnskapsbanken for Nord-Norge. (2019). *Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig?* Kbnn.no.  
<https://www.kbnn.no/artikkel/hvorfor-har-lakseprisen-okt-sa-kraftig> (Hentet 07.02.2023).

Laksefakta. (2021). *Hva er lakselus?* <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/jBmo6A/mowi-sjefen-har-ikke-tro-paa-lukkede-anlegg-varsler-satsing-paa-digitalisering> (Hentet 12.03.2023).

Mauren, Arnfinn. (2023). *Fryktet stans i handelen med Ukraina. Det har ikke skjedd.*  
<https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/3EmbEe/kan-dra-inn-mer-paa-lakseskatten-ingenting-er-bedre>  
(Hentet 10.02.2023).

Mossy Earth. (2023). *Salmon Farming in Scotland.* Mossy.earth.  
<https://www.mossy.earth/rewilding-knowledge/salmon-farming-in-scotland> (Hentet 09.02.2023).

Mowi. (2020). *Leading the Blue Revolution Plan* <https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/06/Mowi-Sustainability-Strategy.pdf> (Hentet 02.02.2023).

Mowi. (2021). *Mowi 4.0.* Mowi Company Website. <https://mowi.com/blog/mowi-4-0/> (Hentet 13.02.2023).

Mowi. (2022a). *Annual Report 2021*. Mowi.com. [https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi\\_Annual\\_Report\\_2021.pdf](https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi_Annual_Report_2021.pdf) (Hentet 28.02.2023).

Mowi. (2022b). *Mowi – Høringsvar grunnrenteskatt på havbruk*. Oceanspacemedia.com. <https://www.google.com/search?q=mowi+h%C3%B8ringssvar&oq=mowi+h%C3%B8ri&ags=chrome.1.69i57j0i512j69i60.2853j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8> (Hentet 07.03.2023).

Mowi. (2022c). *Salmon Farming Industry Handbook 2022*. Mowi.com. <https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2022/07/2022-Salmon-Industry-Handbook-1.pdf> (Hentet 28.02.2023).

Mowi. (2023a). *Key Partnerships*. Mowi Company Website. <https://mowi.com/sustainability/key-partnerships/> (Hentet 02.03.2023).

Mowi. (2023b). *Laks - Bærekraftig oppdrett av laks - Mowi*. Mowi.com. <https://mowi.com/no/laks/> (Hentet 07.03.2023).

Mowi. (2023c). *Leading the Blue Revolution*. Mowi Company Website. <https://mowi.com/about/mowis-value-chain/leading-the-blue-revolution/> (02.02.2023).

Naturvernforbundet. (2023). *Oppdrett*. Naturvernforbundet.no. <https://naturvernforbundet.no/laer-mer/hav-og-strand/oppdrett/> (Hentet 02.03.2023).

Nordnet. (2023). *MOWI (MOWI) aksje*. Nordnet. <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105427-mowi?details> (Hentet 02.02.2023).

Norges Bank (2022a) *Om statsgjelden*. <https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/Om-statsgjelden/> (Hentet 14.02.2023).

Norges Bank. (2022b). *Pengepolitikk og inflasjon*. [Www.norges-Bank.no](http://www.norges-bank.no).  
<https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Foredrag-og-taler/2022/2022-10-20-cme/> (Hentet 01.03.2023).

Norges Bank. (2023a). *Rentebeslutning januar 2023*. [Www.norges-Bank.no](http://www.norges-bank.no).  
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2023/januar-2023/> (Hentet 01.03.2023).

Norges Bank (2023b) *Statslån - nullkupongrenter*. [https://app.norges-bank.no/query/index.html?fbclid=IwAR139SqL-wINzx\\_FH3ch2Im#/no/zerocoupon?duration=10Y&frequency=B&startdate=2021-12-30&stopdate=2022-12-31](https://app.norges-bank.no/query/index.html?fbclid=IwAR139SqL-wINzx_FH3ch2Im#/no/zerocoupon?duration=10Y&frequency=B&startdate=2021-12-30&stopdate=2022-12-31) (Hentet 14.02.2023).

Norges Sjømatråd. (2023). *Norge eksporterte sjømat for 151,4 milliarder kroner i 2022*.  
Mynewsdesk. <https://www.mynewsdesk.com/no/seafood/pressreleases/norge-eksporterte-sjoemat-for-1514-milliarder-kroner-i-2022-3226081> (Hentet 07.02.2023).

NRK. (2021). *Valgresultat for Miljøpartiet De Grønne*. NRK.  
<https://www.nrk.no/valg/2021/resultat/parti/MDG/> (Hentet 07.03.2023).

NRS - Norway Royal Salmon (2023) <https://norwayroyalsalmon.com/no> (Hentet 16.02.2023).

Nærings- og fiskeridepartementet. (2021). *Havbruksstrategien - Et hav av muligheter*.  
Regjeringen.no <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/havbruksstrategien-et-hav-av-muligheter/id2864482/> (Hentet 02.03.2023).

Nærings- og fiskeridepartementet. (2022a). *Fargeleggingen i trafikklyssystemet i havbruk er klar*. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/fargelegging-i-trafikklyssystemet-i-havbruk/id2917698/> (Hentet 03.03.2023).

Nærings- og fiskeridepartementet. (2022b). *Kina - frihandelsavtale*. Regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/nfd---innsiktsartikler/frihandelsavtaler/partner-land/kina/id457436/> (Hentet 01.03.2023).

Nærings- og fiskeridepartementet. (2022c). *Om frihandelsavtaler*. Regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/nfd---innsiktsartikler/frihandelsavtaler/handelsavtaler/id438842/> (Hentet 02.03.2023).

PWC (2023) *Risikopremien i det norske markedet*. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> (Hentet 14.02.2023).

Roaldseth, S. L. (2022). *Smolt i Salmon Evolution sitt landbaserte oppdrettsanlegg på Indre Harøy i Hustadvika*. NRK. <https://www.nrk.no/mr/smolt-i-salmon-evolution-sitt-landbaserte-oppdrettsanlegg-pa-indre-haroy-i-hustadvika-1.15910390> (Hentet 14.03.2023).

Sander, Kjetil (2022) *Estudie.no - Avkastningskrav*. <https://estudie.no/avkastningskrav/> (Hentet 14.02.2023).

SeaBOS. (2023). *Our commitments*. SeaBOS.org. <https://seabos.org/our-commitments/> (Hentet 14.02.2023).

Statistisk sentralbyrå (2023a) *Artiklar om eksport av laks*. <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/utenrikshandel/statistikk/eksport-av-laks/artikler/> (Hentet 21.02.2023).

Statistisk sentralbyrå. (2023b). *Konsumprisindeksen*. Ssb.no. <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen> (Hentet 14.03.2023).

Statsministerens kontor. (2022). *Hurdalsplattformen* (p. 23). Regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/contentassets/cb0adb6c6fee428caa81bd5b339501b0/no/pdfs/hurdalsplattformen.pdf> (Hentet 07.03.2023).

Trafikklyssystemet. (u.å). *Trafikklyssystemet*. <https://trafikklyssystemet.no/Trafikklyssystemet> (Hentet 04.03.2023).

Valuta-kurser.no. (2022) *Gjennomsnittlige 2022 valutakurser*. <https://www.valuta-kurser.no/norges-banks-m%C3%A5nedlige-gjennomsnittlige-2022-valutakurser> (Hentet 07.03.2022).

Vatlestad, J., & Furuset, A. (2023). *Ny rekord for norsk sjømateksport i 2022: 150 milliarder kroner, og laksen sto for 105 milliarder*. IntraFish.no | de Siste Nyhetene Om Oppdrettsnæringen. <https://www.intrafish.no/marked/ny-rekord-for-norsk-sjomateksport-i-2022-150-milliarder-kroner-og-laksen-sto-for-105-milliarder/2-1-1382400> (Hentet 09.02.2023).

Visma. (2023a) Driftsmargin i %. [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-operating-margin.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-operating-margin.htm) (Hentet 07.02.2023).

Visma. (2023b). Hva er Likviditet? <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/1/likviditet/> (Hentet 07.02.2023).

Visma. (2023c). Likviditetsgrad 1. [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm) (Hentet 07.02.2023).

Visma. (2023d). Likviditetsgrad 2. [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-quick-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-quick-ratio.htm) (Hentet 07.02.2023).

Visma. (2023e). Egenkapitalandel. [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-equity-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-equity-ratio.htm) (Hentet 07.02.2023).

Visma. (2023f). Gjeldsgrad. [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-debt-to-equity-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-debt-to-equity-ratio.htm) (Hentet 07.02.2023).

Visma. (2023g). Rentedeckningsgrad. [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-interest-coverage-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-interest-coverage-ratio.htm) (Hentet 07.02.2023).

Yahoo (2023) *Aksjekurser*. <https://finance.yahoo.com/quote/MOWI.OL/history?p=MOWI.OL> (Hentet 14.02.2023).

