

Brage Elias Berg  
Sigve Torås Halseth  
Simen Killi  
Tobias Melbøe Oldervik

## Verdsettelse av Mowi ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Are Oust

April 2023





Brage Elias Berg  
Sigve Torås Halseth  
Simen Killi  
Tobias Melbøe Oldervik

## **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 oppgaven er skrevet av fire studenter fra NTNU Handelshøyskolen våren 2023. Oppgaven er en avslutning på vår bachelorgrad i Økonomi og administrasjon, med fordypning i finansiell styring.

I denne oppgaven foretar vi en verdsettelse av Mowi ASA, hvor vi har brukt all teorien vi har tilegnet oss i løpet av seks semester og anvendt det til et praktisk formål.

Prosessen har vært interessant og lærerik, og vi har fått forståelse av hvor viktig det er å kunne forstå og se sammenhengen mellom ulike økonomiske teorier.

Vi har fått trening i å hente ut data, analysere den, trekke konklusjoner og være kritiske til konklusjonene. Oppgaven har gitt oss god innsikt i oppdrettsbransjen og innsikt i hvordan man verdsetter selskaper.

Vi ønsker å takke vår veileder Are Oust for hans brede kunnskap og gode veiledning.

Trondheim, april 2023

*Forfatterne står ansvarlige for oppgavens innhold.*

# Sammendrag

I denne bacheloroppgaven har vi analysert Mowi ASA, med den hensikt å verdsette selskapet, og til slutt kunne si noe om hvorvidt Mowi var underpriset, overpriset eller riktig priset i markedet per 31.12.2022.

Oppgaven er strukturert som følger: I første del introduserer vi selskapet Mowi og noe av deres historie. Vi følger opp dette med en bransjeanalyse som gir en introduksjon og oversikt av lakseoppdrett og Mowi sin plass i den.

I neste del gjennomfører vi en strategisk analyse av de interne og eksterne faktorene vi mener kan påvirke Mowis fremtidige kontantstrøm. Vi har gjennomført en PESTEL, Porters femkraftsmodell og VRIO analyse, som vi til slutt oppsummerer ved hjelp av en SWOT-analyse. Vi har også i form av en regnskapsanalyse vurdert Mowis nåværende og historiske finansielle situasjon.

I den siste delen har vi gjennomført både en fundamental og en markedsbasert verdsettelse. I den fundamentale verdsettelsen har vi anvendt en DCF-analyse, hvor vi brukte WACC som diskonteringsrente. Verdien vi kom frem til gjennom den fundamentale verdsettelsen var på 242,74 kr, noe som er 46,5 % over markedsverdien per 31.12.2022, som var på 165,53 kr per aksje.

For multippelanalysen benyttet vi multiplene P/E, P/B, EV/EBIT og EV/KG. Gjennom multippelanalysen kom vi frem til en verdi på kr 164,11, noe som er svært nær den faktiske markedsverdien på Mowi ASA per 31.12.2022.

Ved å vekte de to ulike verdsettelsene kom vi frem til en endelig verdi på 223,08 kr for Mowi ASA per 31.12.2022, og konkluder med at Mowi var underpriset.

## Abstract

In our graduate's thesis we have analyzed Mowi ASA with the purpose of determining its value, and ultimately give our opinion on whether Mowi was underpriced, overpriced or fairly priced in the market as per 31.12.2022.

We have structured this thesis as follows: In the first part we have introduced Mowi as a company, and some of their history. We follow this up on with an industry analysis in which we give an introduction and overview to the salmon farming industry, and Mowi's part in it.

In the next part we have done a strategic analysis of internal and external factors which we believe can affect Mowi. We have conducted PESTEL, Porters Five Forces and VRIO analysis which we have also summarized through a SWOT analysis. Furthermore, we have through an accounting analysis considered Mowi's current and previous financial situation.

In the last part, we have conducted both a fundamental and a market-based valuation. In the fundamental valuation we have used a DCF-analysis, where we used WACC as the discount rate. Through the fundamental valuation we estimated the value of Mowi to 242,74 NOK, which is 46,5 % above the market value as of 31.12.2022, which was 165,53 NOK per stock.

For the multiple analysis we used the multiples P/E, P/B, EV/EBIT and EV/KG. Through the multiple analysis we estimated a share value of 164,11 NOK, which is very close to the actual market value of Mowi ASA as of 31.12.2022.

By weighting the two valuations we arrived at a final value of 223,08 NOK for Mowi ASA as of 31.12.2022 and conclude that Mowi was underpriced.

## Innholdsfortegnelse

Forord .....	1
Sammendrag .....	2
Abstract .....	3
Figurer .....	8
Tabeller .....	9
1. Innledning .....	11
2. Bransje og selskapsbeskrivelse .....	12
2.1 Mowis historie og mål .....	12
2.2 Bransjen og konkurrenter .....	13
3. Strategisk analyse .....	14
3.1 Eksterne analyser .....	14
3.1.1 PESTEL .....	14
Politiske faktorer .....	14
Økonomiske faktorer .....	15
Sosiokulturelle faktorer .....	16
Teknologiske faktorer .....	16
Miljømessige faktorer .....	17
Juridiske faktorer .....	19
3.1.2 Porters 5 krefter .....	21
Konkurransesituasjonen .....	21
Fare for nyetableringer .....	23
Lisenser og lokalisering .....	23
Kapitalbehov .....	24
Substitutter .....	24
Forhandlingsmakt hos kundene .....	25
Leverandørens forhandlingsmakt .....	26

3.2 Intern analyse, VRIO.....	26
3.2.1 Verdikjeden.....	27
3.2.2 Teknologi og Mowi 4.0 .....	28
3.2.3 Merkevaren Mowi .....	29
3.3 SWOT.....	30
4. Regnskapsanalyse.....	31
4.1 Resultatregnskap .....	31
4.2 Lønnsomhetsanalyse .....	33
4.2.1 Totalkapitalrentabilitet.....	33
4.2.2 Egenkapitalrentabilitet .....	35
4.2.3 Driftsmargin .....	36
4.3 Finansiering og likviditetsanalyse .....	37
4.3.1 Likviditetsgrad 1 .....	37
4.3.2 Likviditetsgrad 2 .....	38
4.3.3 Arbeidskapital.....	39
4.3.4 Finansieringsgrad 1 .....	40
4.3.5 Kontantkonverteringsperiode (CCC) .....	41
4.4 Soliditet .....	42
4.4.1 Gjeldsgrad .....	42
4.4.2 Rentedekningsgrad .....	43
4.4.3 Egenkapitalandel .....	44
4.5 Sammenlikning bransje .....	45
4.5.1 Driftsinntekter .....	45
4.5.2 EBIT per kg .....	46
4.6 Oppsummering av regnskapsanalysen .....	47
5. Avkastningskrav .....	48
5.1 Risikofri rente.....	48

5.2	Markedets risikopremie.....	48
5.3	Beta.....	49
5.4	CAPM.....	49
5.5	WACC .....	50
6.	Prognose av fremtidige kontantstrømmer .....	51
6.1	Generelt om verdsettelse ved DCF (Discounted Cash Flows).....	51
6.2	Estimering av driftsinntekter .....	51
6.2.1	Lakseprisen.....	52
6.2.2	Slaktevolum.....	52
6.2.3	Driftsinntekter .....	53
6.3	Estimering av kostnader .....	54
6.3.1	Varekostnad .....	54
6.3.2	Lønnskostnad .....	55
6.3.3	Andre driftskostnader .....	56
6.3.4	Avskrivninger og nedskrivninger .....	57
6.3.5	Leverandørgjeld.....	58
6.3.6	Varelager.....	59
6.3.7	Kundefordringer .....	60
6.4	Investeringer.....	61
6.5	Grunnrenteskatt .....	62
7.	Verdsettelse etter DCF-modellen.....	65
7.1	Kontantstrømmen .....	65
7.2	Terminalverdien.....	65
7.3	Verdsettelse etter DCF-metoden.....	66
8.	Markedsbasert verdsettelse .....	68
8.1	Price to Earnings (P/E).....	68
8.2	Price to Book (P/B) .....	68

8.3 Enterprise Value to Earnings Before Interest and Tax (EV/EBIT).....	69
8.4 Enterprise Value to kilograms (EV/kg) .....	70
8.5 Oppsummering .....	70
9. Sensitivitetsanalyse .....	71
9.1 Diskusjon.....	72
10. Konklusjon .....	74
Kilder:.....	76
Figurliste: .....	80

## Figurer

Figur 1: SalMar og Mowi, totalvolum og markedsandel. ....	13
Figur 2: Rømming knyttet til ulike hendelser fra 2014 til 2023.....	18
Figur 3: Miljødirektoratet, Miljøstatus.....	19
Figur 4: Søknadsprosessen for oppdretts-tillatelse i Norge.....	20
Figur 5: Porter sine fem krefter (Porter, 1980).....	21
Figur 6: Årlig laksepris (NOK).....	32
Figur 7: Kilopris fersk laks (NOK).....	33
Figur 8: Totalkapitalrentabilitet i %.....	34
Figur 9: Egenkapitalrentabilitet i %.....	35
Figur 10: Driftsmargin i %.....	36
Figur 11: Likviditetsgrad 1.....	38
Figur 12: Likviditetsgrad 2.....	39
Figur 13: Arbeidskapital.....	40
Figur 14: Finansieringsgrad 1.....	41
Figur 15: Kontantkonverteringsperiode.....	42
Figur 16: Gjeldsgrad.....	43
Figur 17: Rentedekningsgrad.....	44
Figur 18: Egenkapitalandel.....	45



# Tabeller

Tabell 1: Top 10 companies in farmed Atlantic salmon 2021 .....	23
Tabell 2: VRIO analyse .....	27
Tabell 3: Oppsummering av VRIO analysen.....	30
Tabell 4: SWOT analyse.....	30
Tabell 5: Resultatregnskap 2018-2022 (tall i tusen euro).....	31
Tabell 6: Totalkapitalrentabilitet.....	34
Tabell 7: Egenkapitalrentabilitet .....	35
Tabell 8: Driftsmargin .....	36
Tabell 9: Likviditetsgrad 1 .....	38
Tabell 10: Likviditetsgrad 2 .....	39
Tabell 11: Arbeidskapital.....	40
Tabell 12: Finansieringsgrad 1 .....	41
Tabell 13: Gjeldsgrad .....	43
Tabell 14: Rentedekningsgrad.....	43
Tabell 15: Egenkapitalandel .....	44
Tabell 16: Driftsinntekter per kilo bransje .....	46
Tabell 17: EBIT per kilo.....	46
Tabell 18: Markedets risikopremie.....	49
Tabell 19: Andel egenkapital og gjeld.....	50
Tabell 20: Gjennomsnittlig rente.....	50
Tabell 21: Laksepris estimat.....	52
Tabell 22: Slaktevolum estimat .....	52
Tabell 23: Inntektsavvik (2018-2022) .....	53
Tabell 24: Estimert driftsinntekt 2023-2030 .....	54
Tabell 25: Varekostnad 2018-2022.....	55
Tabell 26: Estimert varekostnad 2023-2030.....	55
Tabell 27: Lønnskostnad 2018-2022 .....	55
Tabell 28: Estimert lønnskostnad 2023-2030.....	56
Tabell 29: Andre driftskostnader 2018-2022.....	56
Tabell 30: Estimerte andre driftskostnader 2023-2030 .....	57
Tabell 31: Avskrivninger og nedskrivninger 2018-2022.....	57
Tabell 32: Estimerte avskrivninger og nedskrivninger 2023-2030 .....	58

Tabell 33: Leverandørgjeld 2018-2022 .....	58
Tabell 34: Estimert leverandørgjeld 2023-2030 .....	59
Tabell 35: Varelager 2018-2022 .....	59
Tabell 36: Estimert varelager 2023-2030 .....	60
Tabell 37: Kundefordringer 2018-2022.....	60
Tabell 38: Estimert kundefordringer 2023-2030 .....	61
Tabell 39: Investeringer 2018-2022 .....	61
Tabell 40: Estimerte netto investeringer 2023-2030 .....	62
Tabell 41: Beregning grunnrenteskatt (40 %) .....	64
Tabell 42: Kontantstrøm (1000 kr).....	65
Tabell 43: Terminalverdi (1000 kr) .....	66
Tabell 44: Verdsettelse MOWI ASA (2023-2030) (1000 kr) .....	66
Tabell 45: Aksjekurs .....	66
Tabell 46: Price to earnings MOWI .....	68
Tabell 47: Price to book MOWI .....	69
Tabell 48: Enterprise Value to Earnings Before Interest and Tax MOWI.....	69
Tabell 49: Enterprise Value to kilograms MOWI.....	70
Tabell 50: Markedsbasert verdsettelse MOWI.....	70
Tabell 51: WACC/Vekstrate terminalledd .....	71
Tabell 52: WACC/Vekstrate hele perioden.....	71
Tabell 53: WACC/Grunnrenteskatt .....	72

# 1. Innledning

I denne oppgaven har vi valgt å gjennomføre en verdsettelse av verdens største oppdrettsselskap, MOWI ASA. Formålet er å finne ut som selskapets aksje er under-, over- eller korrekt priset i markedet. For å kunne komme frem til fornuftig resultat, har vi gjennomført både en fundamental og en markedsbasert verdsettelse.

Vi har valgt følgende problemstilling for denne oppgaven: *Hva er verdien på en Aksje i Mowi ASA per 31.12.2022?*

I denne oppgaven har vi benyttet sekundærdata fra konsernregnskapet i form av års- eller kvartalsrapporter for perioden 2018-2022. I tillegg har vi benyttet annen offentlig informasjon. Alle fremtidige tall er basert på våre egne forutsetninger og estimater. På grunn av at det ennå ikke er vedtatt noen grunnrenteskatt, har vi lagt til grunn at denne vil være på 40%.

Opgaven starter med en introduksjon av Mowi, og en bransjeanalyse av lakseoppdrettsbransjen. Etter det har vi gjennomført en strategisk analyse av interne og eksterne faktorer, som vi har kategorisert i som styrker, svakheter, muligheter og trusler som Mowi er eksponert for. I neste del tar vi for oss Mowis finansielle situasjon, etterfulgt av en fundamental verdsettelse, ved hjelp av en DCF. Deretter gjennomfører vi både en sensitivitetsanalyse og en markedsbasert verdsettelse.

I siste del konkluderer vi og besvarer problemstillingen vår basert på de gjennomførte analysene.

## 2. Bransje og selskapsbeskrivelse

### 2.1 Mowis historie og mål

Mowi er et norsk oppdrettsselskap som primært driver med oppdrett av Atlanterhavslaks. De er verdens største av sitt slag og har en internasjonal kundebase og anlegg i flere deler av verden. Selskapet er notert på Oslo børs og har hovedkontor i Bergen.

Mowi ble startet opp i 1964 av noen få pionerer til å drive med oppdrett av fisk på privat eiendom. I 1969 ble 50% av selskapet kjøpt opp av Norsk Hydro, og endret navn til Hydro Seafood, ett av mange navnebytter som selskapet skal igjennom i løpet av de kommende årene. Hydro bidro med 2.3 millioner i startkapital. Hensikten med dette var å starte oppdrettsvirksomhet på Flogøy på Sotra. To år senere ble den første laksen slaktet. 11 år senere kjøpte Norsk Hydro opp de resterende aksjene i selskapet og ble følgelig eiere. Hydro Seafood dominerte den norske oppdrettsvirksomheten i 30 år før også dette selskapet ble solgt til en større eier, kjøperen var det nederlandske selskapet Marine Harvest som tidligere hadde fusjonert med to ytterligere selskap. Salget betød enda et navnebytte og Hydro Seafood ble om til Marine Harvest (Berge, 2018).

En rekke nye fusjoner og overtakelser førte til at den norske skipsrederen John Fredriksen ble den dominerende eieren i selskapet i 2006 fortsatt under navnet Marine Harvest. Den store vekstfasen selskapet hadde vært i ga det en ledende posisjon i verdensmarkedet og de sto for omtrent 20% av den totale produksjonen av laks i verden. Årene etter overtakelsen ble brukt til blant å styrke den integrerte verdikjeden til selskapet med å etablere egen forproduksjon, dette er en spesielt sentral faktor som vi skal se på nærmere ved hjelp av VRIO rammeverket senere i oppgaven.

I 2018 endret Marine Harvest navn tilbake til Mowi for å styrke båndene til selskapets gründerånd. Målene til Mowi i dag er som følgende:

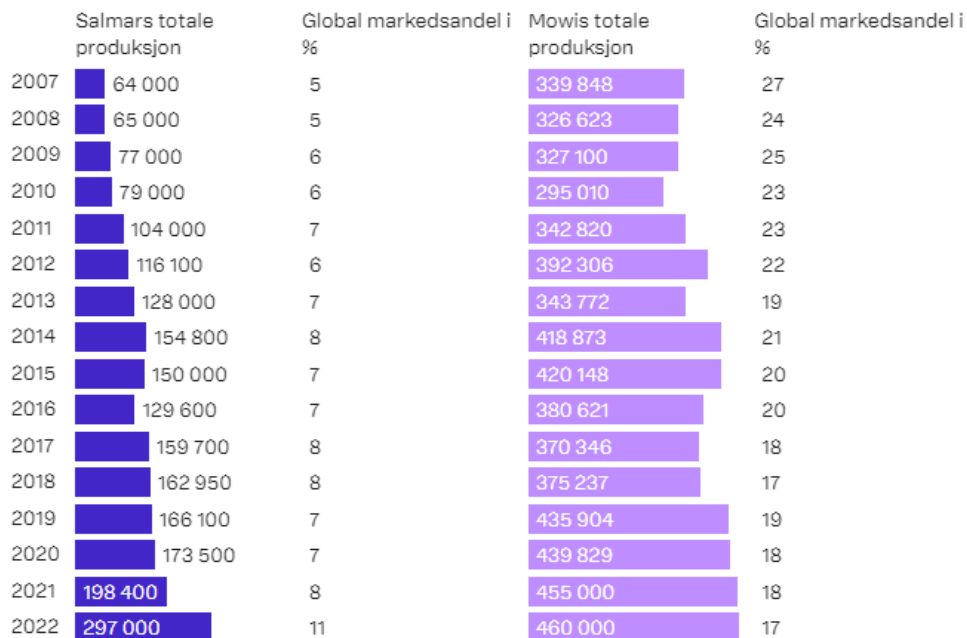
«I Mowi har vi som mål å produsere næringsrik og velsmakende sjømat av ypperste kvalitet. Vi dekker en femtedel av den globale etterspørselen etter atlantisk oppdrettslaks, og drivkraften vår er kontinuerlig innovasjon og viljen til å produsere laks på en stadig mer bærekraftig måte.» (Mowi 2, 2023).

## 2.2 Bransjen og konkurrenter

I oppdrettsbransjen har Mowi sterk konkurranse både fra norske selskaper og utenlandske aktører som alle kjemper om de samme forbrukerne. En stadig økende befolkning på verdensbasis og økt miljøbevissthet vil kunne føre til at sjømat og oppdrettslaks får en stadig mer sentral rolle i matbehovet globalt. Framtidsutsiktene for bransjen er derfor potensielt svært lovende, og det kan være muligheter for videre vekst.

Oppdrett generelt av laks spesielt er en svært viktig ressurs for Norge, da det skaper arbeidsplasser langs hele kysten vår. Ifølge laks.no er det nesten 25 000 personer som har arbeidsplass i Norge som en følge av laksenæringen og dens ringvirkninger i lokalsamfunnene. Ett årsverk i matfiskproduksjonen bidro med verdiskapning på 3.5 millioner kroner i 2013, noe som er et testament på hvor viktig næringen og bransjen er for Norge (Laks, 2023).

Noen av de største konkurrentene til Mowi i Norge er, SalMar, Austevoll Seafood, Bakkafrost og Grieg Seafood som alle er svært vellykkede og børsnoterte oppdrettsselskaper. Etter oppkjøp av NTS er det SalMar som er nærmest Mowis totale volum av fisk og er derfor den største utfordreren. Nedenfor ser vi en tabell som viser totalvolumet og markedsandelen i verden for henholdsvis SalMar og Mowi.



Figur 1: SalMar og Mowi, totalvolum og markedsandel.

## 3. Strategisk analyse

I dette kapitlet gjennomfører vi en strategisk analyse av Mowi. Først foretar vi en ekstern analyse, og deretter en intern analyse. Dette munner ut i en vurdering av styrker og svakheter, muligheter og trusler for selskapet i de kommende årene. Hensikten med denne analysen er å underbygge de forutsetninger vi gjør om estimerte kontantstrømmer.

### 3.1 Eksterne analyser

#### 3.1.1 PESTEL

I dette avsnittet gjennomfører vi en ekstern analyse av Mowi ved hjelp av PESTEL. Vi vil under forklare hva PESTEL står for.

PESTEL er en sentral å benytte for å bedre kunne forstå hvilke eksterne faktorer som kommer til å påvirke et selskap innenfor det markedet en opererer i. Modellen tar høyde for en rekke forskjellige faktorer som vil påvirke posisjonen, muligheten for fremtidig vekst og den generelle strategiske planen fremover. Rent konkret er disse faktorene modellen tar for seg som følgende; Politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer.

#### **Politiske faktorer**

Mowi er et selskap som opererer internasjonalt og må derfor forholde seg til den politiske situasjonen i en rekke forskjellige land. Dette er en krevende posisjon å ha og tilsier at de må være tilpasningsdyktige og dynamiske slik at de kan operere lovlig og effektivt i hvert enkelt land. Her i Norge er det lakseskatten som har vært mest sentral den siste stunden når det kommer til oppdrett, og det har bidratt til å skape mye uroligheter og børsbevegelser hos de største aktørene. For Mowis aksjonærer ble verdier for flere milliarder skrellet bort da aksjeprisen stupte i forbindelse med finansminister Vedums uttalelser om å innføre grunnrenteskatten på blant annet oppdrett. Siden nyheten slapp i september 2022 har ikke aksjekursen klart å hente seg inn til tidligere nivåer og flere frykter at det vil bli foretatt oppsigelser for å dekke inn den økte utgiften (Høgseth, 2023). Det er derimot viktig å peke på at en betydelig andel av oppdrettsdriften som Mowi har foregår i utlandet og vil derfor ikke bli påvirket av den nye utgiften som grunnrenteskatten representerer.

I skatteforslaget er det også lagt til rette for et fradrag som i utgangspunktet skulle gagne de mindre aktørene i markedet og sikre at de er konkurransedyktige og har muligheten til videre

vekst. Bunnfradraget er antatt å bli satt et sted mellom 4000 og 5000 tonn noe som tilsvarer inntekter på omkring 400 millioner kroner i året. Mowi og andre store oppdrettsselskaper har allerede plassert laksekonsesjonene i en rekke underselskaper slik at de i teorien skal kunne være under grensen på 4000-5000 tonn og derfor slippe å betale grunnrenteskatt. På bakgrunn av dette har flere eksperter uttalt bekymringer rundt forslaget, deriblant investeringsdirektør i Nordea Robert Næss, som sier at «Hvis ikke forslaget blir endret, vil det gå bare kort tid før forslaget blir så uthullet at ingen betaler skatten.» (Guttormsen, Rønning, 2023).

Allerede før grunnrenteskatten er blitt implementert er det mye som tyder på at Mowi setter alle nye investeringer i Norge på vent. Samtidig uttaler selskapet at de skal kutte kostnader, forbedre produktiviteten og kutte omkring 435 arbeidsplasser (Knudsen, 2023). Slik stans i nye investeringer kan være med å ødelegge det konkurransefortrinnet den norske oppdrettsnæringen har i dag ovenfor andre land, og dermed påvirke selskapets resultat og ambisjoner på lang sikt.

Ettersom Mowi både eksporterer og produserer globalt er det viktig å skape et godt forhold til den lokale befolkningen slik at produksjon og salg kan gå smertefritt. Både i Canada og i Chile har vi sett at selskapet har hatt utfordringer med å skape gode relasjoner med de som blir påvirket av oppdrettsvirksomheten og de som skal regulere driften. I Canada har Mowi og flere andre norske oppdrettsselskaper vært i en årelang konflikt med urbefolkningen i British Columbia som kjemper for å beskytte villaksen deres mot de miljømessige skadene som oppdrettslaks kan føre med seg, skulle det skje uhell eller rømninger fra anleggene (Knudsen & Ghaderi, 2022). I Chile er det nettopp rømning fra anlegget Mowi har fått en bot for i 2020, selve hendelsen oppsto i 2018 under ekstremvær og var en av årsakene til at kongefamilien ble møtt av demonstranter under et statlig besøk i 2019 (E24/NTB, 2020; NTB, 2019).

### **Økonomiske faktorer**

I et så stort selskap som Mowi er det viktig å ha god kontroll på de eksterne økonomiske forholdene som påvirker driften og dermed bunnlinjen deres. Valutaendringer er særdeles viktig å følge med på for Mowi ettersom de eksporterer majoriteten av laksen både til Europa og resten av verden. Denne eksporten tar de betalt for i euro og dermed vil forholdet mellom den norske kronen og euro påvirke hvilken lønnsomhet de kan forvente å få. En svak krone vil påvirke resultatet til Mowi noe mindre enn andre norske konkurrenter, noe de fikk erfare under pandemien da flere andre oppdrettsselskaper fikk drahjelp av den svake kursen, mens de selv ikke

fikk resultatet sitt oppjustert av valutasingningene siden de opererer i euro (Knudsen, 2020). Den norske siden av bedriften som utgjør cirka halvparten av volumet vil derimot gagne av en svak krone, ettersom utgiftene vil bli betalt i kroner samtidig som majoriteten av salget vil skje i euro. Hvis man da justerer euro salget tilbake til kroner og ser på forholdet mellom utgiftene, vil man se en økt lønnsomhet, til tross for at resultatet blir bokført i euro. Hovedårsaken til at Mowi opererer i euro er ifølge administrerende direktør Ivan Vindheim at det er rimeligere å skaffe seg finansiering noe som er spesielt gunstig når selskapet skal investere i det de anser for å være nyskapende og effektiviserende midler for videre vekst uten å låse for mye egenkapital.

### **Sosiokulturelle faktorer**

Laks kan være en viktig ressurs for mennesker verden rundt, det er en sunn og proteinrik matkilde som kan være med å danne et matgrunnlag som kan støtte opp den stadig økende befolkningen i verden. Produksjonen av oppdrettslaks er potensielt også langt mer miljøvennlig enn andre tilsvarende kjøttprodukter. Storfekjøtt har eksempelvis et karbonavtrykk som er 10 ganger høyere enn laks, noe som kan gjøre laksen til et mer fremtidsrettet og attraktivt alternativ for klimabevisste forbrukere (Mowi, 2023).

Omdømmet til norsk laks er også en sentral faktor når forbrukere skal velge ut fisken de skal kjøpe. Ut ifra flere forskjellige typer markedsundersøkelser blant annet i Frankrike, Tyskland, Italia og Spania, har Norges sjømatråd konkludert med at den generelle innstillingen ovenfor norsk laks er svært positiv, og at flere aktivt leter/kjøper norsk oppdrettslaks hvis de har muligheten til det (Mollan, 2018). Mowi har derfor et konkurransefortrinn over andre utenlandske aktører.

### **Teknologiske faktorer**

Som en stor oppdrettsbedrift opererer Mowi i en teknologisk avansert bransje hvor det hele tiden må investeres og forskes på nye måter og revolusjonere samt effektiviser og automatisere driften. I de senere årene har fiskeoppdrett på land vært en av de store teknologiske nytenkningene som skal skifte måten man ser på oppdrett på. Denne nye metoden er særdeles sentral nå ettersom man slipper å betale grunnrenteskatt når man operer utelukkende på land i anleggene. I utgangspunktet er det de miljømessige kravene rundt oppdrett som har motivert flere selskaper til å prøve ut oppdrett på land. Det er særlig problemene rundt rømning av fisk og dermed spredning av lus som har vært problemstillinger knyttet til tradisjonell oppdrett.



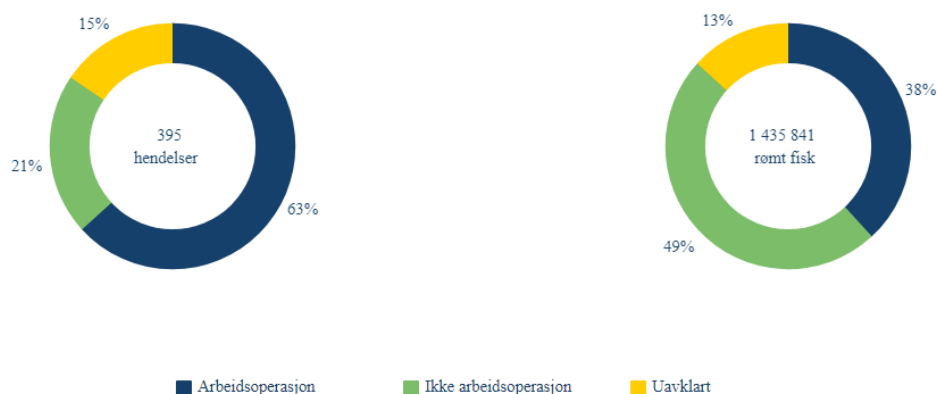
Begge disse faktorene vil forsvinne hvis man klarer å utnytte muligheten til landbasert oppdrett, hvor fisken er i et lukket anlegg som ikke har direkte tilgang til sjøen (Havforskningsinstituttet, 2021).

Tidlige uttalelser fra ledelsen i Mowi tydet på at denne nye teknologien var noe de ikke hadde lyst til å satse på i utgangspunktet, men i et intervju med Dagens Næringsliv i 2021 sa konsernsjef Ivan Vindheim at Mowi vil utforske alle lønnsomme nye aspekter med oppdrett som forankrer posisjon deres som den største aktøren innen lakseproduksjon (iLaks, 2021).

Under Kapitalmarkedsdagen i 2021 presenterte Mowi og Vindheim nye teknologiske innovasjoner og strategier for å effektivisere driften ved hjelp av digitalisering og automatisering. Denne nye satsingen blir kalt Mowi 4.0 smart farming og skal etter planen være i drift innen 2025. Smart farming benytter seg av det selskapet hevder er avansert bildeteknologi og sensorer som skal samle inn store mengder data om fisken. Denne dataen vil deretter bli analysert ved bruk av maskinlæring og kunstig intelligens, og man vil få optimaliserte svar på hvordan man skal fore fisken, digital lusetelling og et bedre innblikk i fiksevelferden på et generelt grunnlag (Bringslid, 2021). Samtidig som denne satsingen ble lansert kom Vindheim med nye uttalelser om landbasert oppdrett hvor han ikke hadde tro på konseptet, det er derfor vanskelig å konkretisere hvor Mowi som selskap står når det kommer til oppdrett på land. Likevel hersker det liten tvil om at Mowi kommer til å kaste seg på bølgen hvis de ser at andre selskaper oppnår suksess og økt lønnsomhet med konseptet.

### **Miljømessige faktorer**

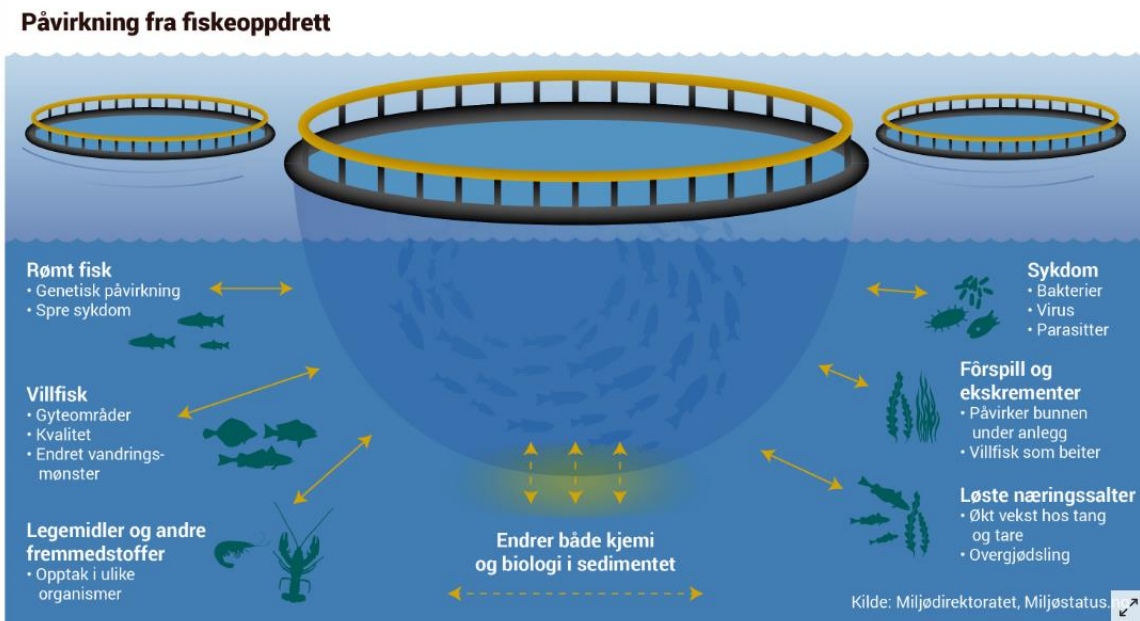
Tradisjonelt har oppdrettsbransjen hatt et dårlig miljømessig rykte. Det jobbes imidlertid hele tiden med løsninger som skal være mer bærekraftig å sikre naturen rundt anleggene. Fiskeridirektoratet er organet som kontrollerer at lover og regler blir fulgt i næringen og gir råd til departementene om hvordan fiskeri- og akvakulturnæringa bør forvaltes. Direktoratet holder også en oversikt over antallet fisk som har rømt fra oppdrettsanleggene og hvordan de klarte å rømme. Ut fra dataen på figuren under som de har hentet inn og fremlagt på nettsiden deres ser vi at det i perioden 2014-2023 har rømt nesten 1.5 millioner fisk fordelt på 395 forskjellige hendelser fra norske oppdrettsanlegg. (Fiskeridirektoratet, 2023)



Figur 2: Rømming knyttet til ulike hendelser fra 2014 til 2023

Grunnen til at lakserømming er problematisk for naturen og de ulike økosystemene langs kysten vår i Norge, er at den vil konkurrere med villaksen om mat og leveområder. Den vil også spre sykdommer som lakselus og andre parasitter som er mer fremtreden hos oppdrettslaksen, påvirke genetisk mangfold og tilpasningsevnen til villaksen, samt føre til økt spredning av avfall og forurensing hos det marine livet ellers. Det er derfor svært viktig for Mowi og andre oppdrettselskaper å bruke tid og ressurser på å forhindre at slike hendelser skal oppstå i anleggene deres. Videre er det også viktig å fokusere på å begrense avfall som mikroplast og forhindre at det slippes ut i havet igjennom slitasje på utsyr og rør som benyttes i driften. Per nå er det svært lite forskning på akkurat det området, men Naturvernforbundet anslår at det på et år slippes ut 300 tonn mikroplast fra oppdrettsanlegg.

Figuren nedenfor fra Miljødirektoratet viser de ulike måtene naturen blir påvirket av oppdrett.

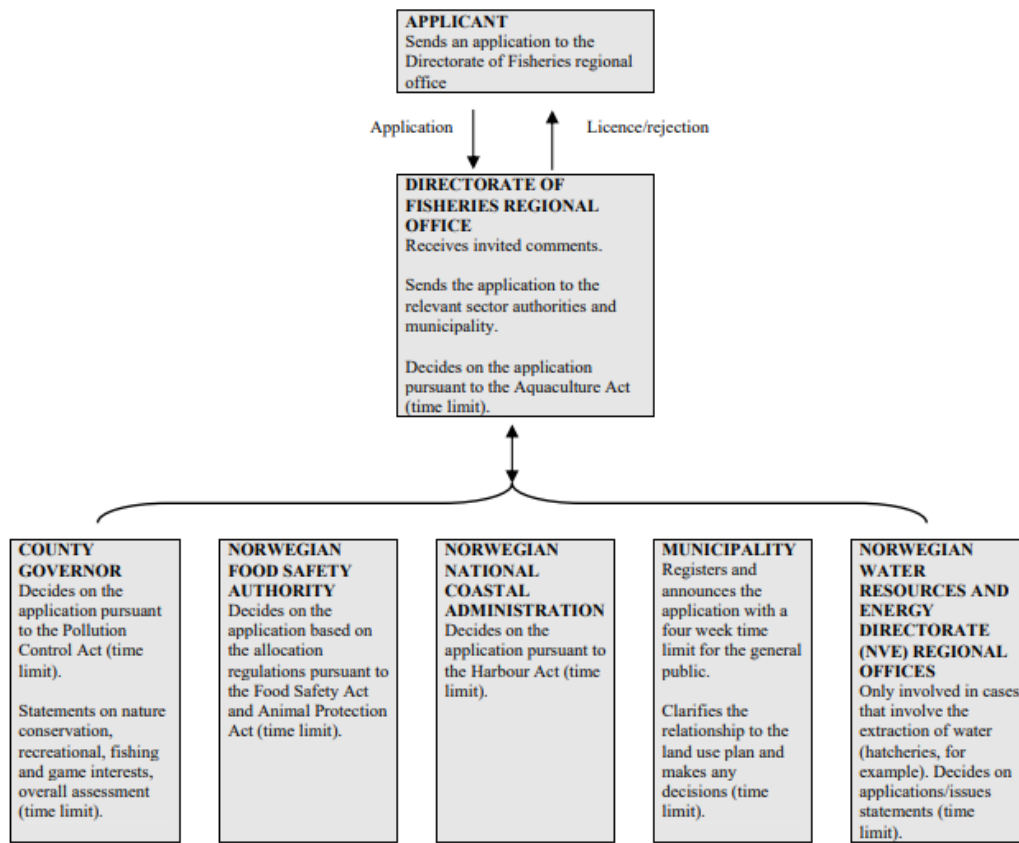


Figur 3: Miljødirektoratet, Miljøstatus

## Juridiske faktorer

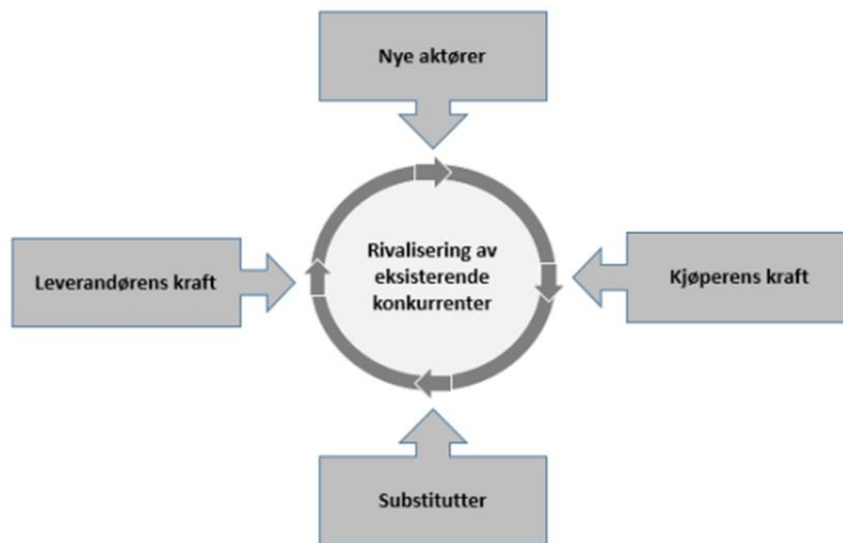
Som oppdretter er Mowi pålagt å følge strenge reguleringer og standarder som fastsetter krav til dyrevelferd, fiskehelse, mattrygghet og bærekraft. Selskapet må overholde forskrifter fra myndigheter som EU, Norge, Canada og Chile, som alle er land og områder hvor Mowi driver sin virksomhet.

I Norge er den viktigste loven akvakulturloven eller The Aquaculture Act som regjeringen har valgt å kalle den, ettersom dokumentet deres er skrevet på engelsk. Denne loven må alle som skal drive med oppdrett av akvatiske organismer følge og er selve rammeverket for driften deres, samtidig som den skal sikre lønnsomhet i bransjen skal den også ha klare krav til bærekraftig utvikling slik at «fotavtrykket» til driften blir mindre. Det er også i henhold til denne loven og kravene som den stiller at det blir delt ut tillatelser til å nettopp drive med oppdrett. (Akvakulturloven, 2006) På figuren nedenfor er det en oversikt over hvordan prosedyren går fremover når en ny aktør søker om en tillatelse til å begynne med oppdrett. Denne prosessen må også Mowi igjennom når de skal søke om å drive oppdrett på nye felter i Norge, også hvis de velger å satse på landbasert oppdrett.



Figur 4: Søknadsprosessen for oppdretts-tillatelse i Norge

### 3.1.2 Porters 5 krefter



Figur 5: Porter sine fem krefter (Porter, 1980)

Porters femkrafts-modell er et verktøy som brukes til å analysere konkurransen i en bransje. Den identifiserer fem nøkkelfakter som påvirker konkurranseintensiteten i bransjen: trusselen fra nye aktører, forhandlingsmakten til leverandører og kunder, trusselen fra substitusjonsprodukter, og intensiteten av konkurranse mellom eksisterende selskaper. Å forstå disse kreftene kan hjelpe selskaper med å vurdere bransjens attraktivitet og utvikle effektive strategier for å øke langsiktig lønnsomhet.

Ved å analysere potensialet for nye aktører, forhandlingsmakten til leverandører og kunder, trusselen fra substitusjonsprodukter og intensiteten av konkurranse mellom eksisterende selskaper, kan selskaper som Mowi få bedre forståelse av sin konkurranseposisjon i markedet. Dette kan informere strategisk beslutningstaking og hjelpe selskaper med å identifisere muligheter for å oppnå konkurransefortrinn.

#### **Konkurransesituasjonen**

Den første faktoren vi bruker for å evaluere konkurransesituasjonen i markedet er markedsandel. I lakseoppdrettsbransjen står et fåtall av aktørene for majoriteten av tilbudet, hvor Mowi er i dag verdens største oppdretter av atlantisk laks. Mowi høstet 464 000 tonn laks i 2022, som gir dem en markedsandel på ca. 20% på det globale markedet. Tabellen under viser

at det var oppdrett av 2 349 600 tonn laks i 2021 og Mowi stod for ca. 19% av volumet. Mowi er dermed verdens største lakseoppdrettsselskap.

En annen faktor vil være produkt differensiering. Laks blir generelt ansett som et relativt homogent produkt ettersom det finnes strenge krav til oppdrettsprosessen og til selve laksen. Selv om laksen er ofte ganske lik i smak og kvalitet, er det mulig å differensiere seg via markedsføring. Selskaper som SalMar har klart og differensiert seg som oppdretter av økologisk laks. SalMar merker også sine egne butikker i butikkhyllene og har klart å nå et segment av laksemarkedet, som anses som et litt mer "Premium" produkt.

I 2019 begynte også å merke varene sine, slik at forbrukeren kunne finne Mowis navn på laks i butikkhyllene. De har de siste årene også jobbet seg inn mot «Premium» segmentet i bransjen. I fire år har Mowi blitt kåret av som den mest bærekraftige proteinprodusenten av Collar Fair Protein Producer Index. Dette kan Mowi bruke i sin markedsføring for å differensiere seg for forbrukerne. Det er også verdt å merke at Grieg Seafood og Lerøy Seafood kom henholdsvis på 2. og 4. plass. SalMar og Bakkefrost var ellers også plassert blant topp 10 på listen.

Oppdrettslaks er i dag fortsatt høyt etterspurt og etterspørselen forventes bare å fortsette å vokse, mens tilbudet har begynt å stagnere på grunn av strenge lover og reguleringer, og begrensninger på lisenser som blir utdelt. Dette bidrar til å senke konkurransen i markedet.

Alt i alt, vurderer vi konkurranseintensiteten i bransjen å være lav.

## 7.1 Top 10 companies in farmed Atlantic salmon 2021

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

\* The industry in the UK and North America are best described by top 4 producers

\*\*Including Norway Royal Salmon where NTS acquired a majority stake in 2021

\*\*\* Includes acquisition of GSF Shetland

\*\*\*\* 2020 estimate

Source: Kontali Analyse AS

Tabell 1: Top 10 companies in farmed Atlantic salmon 2021

### Fare for nyetableringer

En naturlig konsekvens for lønnsomme industrier er at det tiltrekker konkurrenter. Hvor stor faren for nyetableringer er avhenger av etableringsbarriere. Bransjer med lave etableringsbarrierer og god lønnsomhet er spesielt utsatt for nye aktører. Ny aktører fører til at konkurranse intensiteten i bransjen øker og lønnsomheten reduseres. Barrierer i lakseoppdrett bransjen vil være kapitalbehov, stordriftsfordeler, konsesjoner og lokalisering.

### Lisenser og lokalisering

Det er geografiske begrensninger når det kommer til oppdrett av atlantisk laks som forekommer av saltvannstemperatur og andre naturlige faktorer. Dette er grunnen til at lakseoppdrett bare foregår i Norge, Chile, Skottland, Færøyene, Irland, Island, Canada, USA, Tasmania og New Zealand. I alle disse landene har myndighetene innført lisensordninger. For å drive lakseoppdrett i Norge er man avhengig av en slik lisens. Disse lisensene setter begrensning på produksjonsvolum for hvert selskap og bransjen totalt. Oppdrettsselskaper i Norge er underlagt en rekke regler og reguleringer. De to viktigste lovene for oppdrettsselskapene i Norge er lov om Akvakultur og lov om matproduksjon og matsikkerhet.

I 2019 ble det satt en grense på antall lisenser for oppdrett av laks og ørret i saltvann. Lisensene blir utstedt av Fiskeridirektoratet etter behov. Hvor mange lisenser og maksimalt tillatt biomasse for hver lokalitet avhenger av miljømessig bærekraft evne, som f.eks. lusenivå.

Kampen om de begrensede lisensene er et argument for en høy etableringsbarriere for nye aktører i bransjen. Likevel har bransjen hatt høy lønnsomhet i lang tid, som kan være en motvekt for konkurransen om lisenser.

### **Kapitalbehov**

I lakseoppdrettsbransjen er kapitalbehovet stort. Det innebærer store investeringer å kunne drive oppdrett effektivt. Det er behov for store investeringer i fasiliteter, noe som muliggjør at større selskaper kan oppnå stordriftsfordeler. I oppdrettsbransjen finner vi en høy grad av vertikal integrasjon som forsterker de største selskapene sine stordriftsfordeler.

Produksjonskostnader vil falle litt med produksjonsvolum etter hvert, som betyr at mindre aktører med lavere slaktevolum vil oppleve mindre lønnsomhet per enhet.

De siste årene har ny teknologi innenfor landbasert oppdrett vært et aktuelt tema. Selskaper som Atlantic Sapphire og Salmon Evolution har satset på slik teknologi. Foreløpig foreligger det ingen restriksjoner på landbasert oppdrett, men teknologien er fortsatt uprøvd i stor skala. Likevel har selskaper som Salmon Evolution hatt suksessfullt slakt og trusselen virker stadig større. Per i dag, utgjør fortsatt landbaserte oppdrettsselskaper en liten trussel for lønnsomheten, men vi ser ikke bort ifra i at de vil til slutt bli det.

Vi konkluderer med at etableringsbarrierene er i dag høye på grunna av begrenset antall lisenser og store investeringskostnader. Likevel kan ny teknologi som landbasert oppdrett utgjøre en trussel i fremtiden. Vi vurderer derfor trusselen for nyetablerings til å være lave – moderate.

### **Substitutter**

Et substitutt for Atlantisk laks vil være produkter som utgjør tilsvarende nytte for en konsument. Substitutter kjemper om de samme markedsandelen og kan redusere lønnsomheten for selskaper som Mowi.

Vi vurderer substitutter for Atlantisk laks til å være produkter som kan dekke det samme behovet for en forbruker. Produkter med høyere grad av differensiering er mindre utsatt for substitutter ettersom det vil være vanskeligere for å erstatte produktets egenskaper.



Laks er hovedsakelig ansett som mat og substitutter vi vil vurdere vil være andre typer proteinrike matkilder. Dette kan være andre typer fisk, kylling, storfe og svin.

Laks vurderes som en sunt på grunn av dets høye protein innhold, få kalorier og høye nivåer av omega-3 fettsyrer. Lignende produkter med samme egenskaper er ørret, makrell, torsk og sild. Likevel blir laks ansett av mange som et Premium-produkt med en bedre smak. Det er verdt å merke seg at lakseprisen er vesentlig høyere enn torsk og makrell. Prisforskjellen mellom ørret og laks i 2022 var respektiv 116 kr/kg og 117 kr/ kg (Norges Sjømat råd, 2023).

Hvis vi sammenligner laksen med kjøtt, finner vi kylling som en mulig substitutt for laks. Kylling har også et høyt protein innhold og lavt kaloriinnhold. Kylling har derimot et svært lavt nivå av omega-3 fettsyrer, vitamin D og jern. En fordel kylling har er at det er en substansiell pris forskjell mellom kylling og laks. Fjærkre har en derimot en referansepris på 29,75 kr/kg.

Husholdninger generelt i verden har hatt mindre kjøpekraft etter kraftig inflasjon og høye energipriser. Hvis man tar i betraktning den nye grunnrente skatten på laks, så vil lønnsomheten for oppdrett av laks synke, og prisene vil muligens stige enda mer. Dette kan gjøre kyllingkjøtt til en attraktiv substitutt for laks.

Alt tatt i betraktning så vurderer vi trusselen for substitutter til å være middels.

### **Forhandlingsmakt hos kundene**

Kundenes forhandlingsmakt vil avhenge av hvor prissensitiv kunden er. Ifølge porter finnes det flere faktorer som påvirker hvor stor forhandlingsmakt kundene har.

Den første faktoren er hvor stort volum kunder handler for. Kunder som kjøper store prosentandeler av industriens volum, vil ha større forhandlingsmakt. Mowi har en høy grad av vertikal integrering. De står for alt av avl, til produksjon av for, logistikk og behandling til ferdigprodukt. Derfor vil kundesegmentet hovedsakelig være grossistene. I Norge finnes kun et fåtall av store produsenter av atlantisk laks hvor Mowi er verdens største produsent og har en stor markedsandel. Laks er også regnet som et homogent produkt og prisen er generelt betraktet som gitt. Tar vi til betraktning Mowis posisjon i marked, kundenes etterspørsel og Mowis tilbud vurderes kundenes forhandlingsmakt som svak.

## Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørenes forhandlingsmakt avhenger hvor mange leverandører i industrien, leverandørens volum og hvor differensiert leverandørens produkter eller tjeneste er.

I en rapport fra 2019 hevder EY at fôr står for rundt halvparten av produksjonskostnadene tilknyttet Atlantisk lakseproduksjon. Det er derfor naturlig å se på leverandører av fôr for å vurdere leverandørenes forhandlingsstyrke.

Skretting, Ewos og BioMar har hovedsakelig dekket behovet for laksefôr i norsk oppdrettsindustri. I utgangspunktet betyr dette at det er få leverandører fordelt på mange produsenter, som normalt vil ha stor forhandlingsstyrke. Som nevnt tidligere har Mowi en høy grad av vertikal integrering, som betyr at de også produserer sitt eget fôr oppdrettsanleggene sine. Vi vurderer derfor leverandørenes forhandlingsmakt til å være svak.

## 3.2 Intern analyse, VRIO

Til nå har vi utført eksterne analyser for å forstå hvilke faktorer som spiller inn for den daglige driften til Mowi utenfra, men det er også viktig å sette søkelys på de interne faktorene som er med på å danne et helhetsbilde av Mowi. For å bedre kunne forstå situasjonen til Mowi på et internt grunnlag har vi valgt å benytte oss av VRIO modellens rammeverk for å identifisere konkurransefordeler som de har ovenfor konkurrerende bedrifter, og andre evner som over tid kan utvikles til å gi de en bedre posisjon i markedet.

VRIO er en forkortelse på de ulike spørsmålene man skal stille seg om faktorene og evnene som Mowi har for å kunne stadfeste om de er en konkurransefordel eller om de kan utvikle seg til å bli det i fremtiden. Rent konkret representerer de ulike bokstavene følgende spørsmål:

-V står for valuable, er den nevnte ressursen verdifull for bedriften?

-R står for rare, er ressursen sjelden?

-I står for imitable, er ressursen lett å kopiere for andre bedrifter?

-O står for organized, er bedriften organisert på en slik måte at man klarer å utnytte ressursen?

<b>V</b> VALUABLE	<b>R</b> RARE	<b>I</b> INIMITABLE	<b>O</b> ORGANIZATION	
<b>NO</b>				<b>COMPETITIVE DISADVANTAGE</b>
<b>YES</b>	<b>NO</b>			<b>COMPETITIVE PARITY</b>
<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>NO</b>		<b>TEMPORARY COMPETITIVE ADVANTAGE</b>
<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>NO</b>	<b>UNUSED COMPETITIVE ADVANTAGE</b>
<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>SUSTAINABLE COMPETITIVE ADVANTAGE</b>

The Power MBA

Tabell 2: VRIO analyse

Ut fra tabell 2 ser vi hvilke ulike punkter som må vær oppfylt for å oppnå de forskjellige situasjonsbeskrivelsene av ressursen eller evnen som bedriften har. For å kunne slå fast at en ressurs eller evne som bedriften har er en vedvarende konkurransefordel, ser vi at den må oppfylle alle de fire kravene som VRIO rammeverket kommer med. Videre er de fire andre klassifiseringene: Konkurranseulempe, konkurranse-paritet, midlertidig konkurransefordel og uutnyttet konkurransefordel.

### 3.2.1 Verdikjeden

Når det kommer til Mowi som selskap er det naturlig å se på den vertikale integrasjon av verdikjeden som de har klart og bygd opp fra grunnen av. Dette er en særdeles viktig ressurs for Mowi som gjør slik at de ikke er like avhengig av andre underleverandører og selskaper, samt at kostnader blir presset så langt ned som det lar seg gjøre. Det gjør også slik at det er lett for selskapet å kontrollere de ulike leddene for å forsikre seg at kvaliteten er tilstrekkelig høy, noe som igjen er med på å bygge opp merkevaren deres.

Dette betyr at Mowi bruker rogn fra sine egne stamfisker til å klekke laksesmolt, samtidig som de benytter fôr fra sin egen produksjon for å mate fisken. Når fisken er klar for slakting, tar Mowi selv ansvar for å slakte og foredle den, før den transporteres til markedet og

konsumenter. Dermed har Mowi full kontroll over hele produksjonsprosessen, fra klekking av egg til distribusjon av ferdig produkt.

Verdikjeden til Mowi gjør det også lettere for dem å koordinere de ulike leddene med hverandre slik at man får et effektivt system som både er rigid og dynamisk. Hvis man plutselig må gjøre endringer i et ledd som vil påvirke andre ledd er det en stor fordel at hele prosessen er «innomhus», fordi man slipper å ta hensyn til andre enn seg selv og man kan implementere endringer nærmest på dagen.

I henhold til VRIO rammeverket kan vi nå gå igjennom de ulike spørsmålene for å finne ut hvilke punkter som verdikjeden til Mowi oppfyller. Ressursen er uten tvil svært verdifull for selskapet på grunnlag av de mange fordelene som medfølger. Ettersom det ikke er mange andre oppdrettsselskap som har en slik vertikal verdikjede kan vi også konkluderer med at den er sjelden. Videre er det også til dels vanskelig å kunne kopiere ressursen siden man må store mengder med kapital og humankapital, dette forhindrer mindre selskapers mulighet til å kopiere Mowi. Organisasjonsstrukturen til Mowi er også av en slik natur at de klarer å utnytte mulighetene og fordelene som verdikjeden deres gir. Konklusjonen er derfor at verdikjeden er en varig konkurransefordel.

### 3.2.2 Teknologi og Mowi 4.0

Mowi er et selskap som hele tiden leter etter nye områder hvor de kan forbedre driften sin og kutte kostnader for å skape verdi. Mowi 4.0 og smart farming er en satsing innenfor teknologi som reflekterer nettopp dette. Konsernsjef Ivan Vindheim kom med følgende uttalelse når fremtidsplanene til Mowi ble gjort kjent for offentligheten; -Den fjerde industrielle revolusjon er over oss. Dette åpner for en rekke nye muligheter også for Mowi. (Furuset, 2021)

Som nevnt tidligere i PESTEL analysen er denne satsingen planlagt å være klar til bruk allerede i 2025 og flere av anleggene deres er i dag allerede godt i gang med fjernforing som er en av punktene i Mowi 4.0. Den generelle planen videre for Mowi innen Mowi 4.0 satsingen er å digitalisere så mye som mulig av verdikjeden for å skape konkurransefordeler ovenfor andre selskaper i samme marked. Den samme teknologiske satsingen vil også hjelpe selskapet med bærekraft noe som styrker visjonen de kaller den «blå revolusjon», hvor de skal være markedsledende i arbeidet mot klimautslipp i forbindelse med matproduksjon. Den strategiske satsingen vil i første omgang gjelde anleggene i Norge og ifølge prosjektleder Henrik Trengereid er de i god rute (Mowi 2, 2022).

Hvis vi går igjennom VRIO rammeverket kan vi gjøre følgende konklusjoner. Ressursen er uten tvil svært verdifull for selskapet ettersom det vil føre til effektivisering og lavere kostnader, samt styrket merkevare innenfor kunde segmentet som er opptatt av bærekraftighet. De to neste punktene, sjelden og vanskelig å kopiere henger sammen med at man vil ha behov for en betydelig kapital for å kunne utvikle teknologien, men også implementere den når den er ferdig utviklet. Derfor er begge disse punktene oppfylt. Det siste punktet er dog ikke helt oppfylt ettersom Mowi enda ikke har lansert teknologien for fullt i alle de norske anleggene, men siden selskapet selv har gått ut og sagt at de er i rute og at de har klart å iverksette store deler av teknologien i en håndfull anlegg, hersker det liten tvil om at Mowi vil klare å utvikle denne ressursen til en varig konkurransefordel.

### 3.2.3 Merkevaren Mowi

I oppdrettsbransjen kan merkevare være en svært viktig ressurs for å kunne øke salgene sine og holde på kundene man allerede har, derfor har Mowi satset tungt på nettopp dette og har introdusert Mowi Brands i en rekke land. Under en kvartalspresentasjon i 2021 delte konsernsjef Ivan Vindheim nyheten om at Mowi Brands skulle introduseres i flere land og at det var svært viktig for Mowi å kunne differensieres fra andre oppdrettsselskaper, han tilføyde og at tilbakemeldingene fra forbrukerne så langt hadde vært positive i de landene hvor Mowi Brands allerede var tilgjengelig. Storbritannia, Belgia, Italia, Spania, Brasil, Chile og Columbia var landene som ble valgt ut for videre merkevarsatsingen. I utgangspunktet skulle merkevarebyggingen begynne allerede i 2019-2020 med utrulling i henholdsvis Europa og Asia, men covid-19 og andre hindringer gjorde at den ble forsinket. Mowi har til nå satset 35 millioner euro på strategien og ambisjonen er at det skal bidra med 100 millioner euro i ekstra EBIT innen 2025. (Bjergaard, 2021)

Merkevaren vil uten tvil være verdifull for Mowi hvis de klarer å bygge den opp til et punkt hvor kunder kjenner den igjen og aktivt velger produktene deres ovenfor andre tilsvarende produkter. Ettersom ingen andre kan benytte seg av merkevaren deres vil den også naturlig falle inn under kategorien sjelden ressurs. Det er derimot mulig for andre selskaper å imitere en tilsvarende merkevarsatsing, men det er uten tvil en krevende prosess som krever både tid og en kontinuerlig pengebruk for å opprettholde merkevaren og dens posisjon i markedet. På et organisatorisk nivå ser vi at Mowi Brands ikke har blitt introdusert i den grad som ble forespeilet allerede i 2018, men at de i senere år sakte, men sikkert har ekspandert til flere nye

markeder og land. Man kan derfor argumentere for at det siste punktet ikke er oppfylt i VRIO rammeverket og at merkevaren på dette tidspunkt ikke er en varig konkurransefordel.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Organisasjon
Verdikjeden	Ja	Ja	Ja	Ja
Teknologi og Mowi 4.0	Ja	Ja	Ja	Delvis
Merkevaren Mowi	Ja	Ja	Delvis	Ja

Tabell 3: Oppsummering av VRIO analysen.

### 3.3 SWOT

Vi benytter oss av en SWOT-analyse for å evaluere Mowis styrker, svakheter, muligheter og trusler i omgivelsene. En SWOT-analyse tar hensyn til de interne faktorene (styrker og svakheter) som påvirker virksomheten, og de eksterne (muligheter og trusler). Ved å ta i bruk VRIO-, PESTEL-, og Porter analysene vi har gjennomført tidligere, kan vi oppsummere Mowis styrker, svakheter, muligheter og trusler. Når vi skal estimere fremtidige kontantstrømmer i kapittel 7, vil den strategiske analysen være grunnlag for de antagelsene vi tar.

#### *Styrker*

- Fullt integrert verdikjede
- Svak kronkurs
- Lavt karbonavtrykk
- Stordriftsfordeler
- Merkevere

#### *Svakheter*

- Lakserømming
- Statlige reguleringer
- Begrenset ekspansjon

#### *Muligheter*

- Bærekraftig teknologi
- Landbasert oppdrett?
- Økte markedsandeler i Asia
- Økt konsum på verdensbasis
- Grunnrenteskatten

#### *Trusler*

- Grunnrenteskatt
- Landbasert oppdrett
- Mangel på konsesjoner
- Fattigere husholdninger
- Lakselus
- Ikke økologisk
- Substitutter

Tabell 4: SWOT analyse

## 4. Regnskapsanalyse

### 4.1 Resultatregnskap

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en regnskapsanalyse med den hensikt å få et grundigere blikk inn i Mowi sin økonomiske situasjon. Gjennom en regnskapsanalyse kan vi få et innblikk i hvordan likviditeten, lønnsomheten og soliditeten til Mowi er. Dette vil gi oss et fundament for å senere komme frem til en verdi på Mowi.

I denne regnskapsanalysen har vi benyttet årsrapportene til Mowi samt tall fra Proff.no. Ettersom Mowi er et internasjonalt selskap som opererer med tall i euro, vil vi i denne analysen omregne tall for sammenliknbare selskap til euro. Vi vil ta for oss årene 2018 til 2022 for å danne et bilde av Mowi sin økonomiske situasjon. For de viktigste nøkkeltallene er og Lerøy, SalMar og Grieg Seafood tatt med for å se Mowi opp imot andre bedrifter i sjømatbransjen. Lerøy og SalMar har til sammen et slaktevolum som er noe lavere enn det Mowi har alene, men likevel er de og Grieg Seafood gode bedrifter til å sammenlikne Mowi med, da de foruten om volum, har relativt lik drift. Tall for de forutnevnte bedriftene er hentet fra Proff.no og deres respektive kvartalsrapporter for 4. kvartal 2022. Nøkkeltall fra Proff.no benytter seg av tall fra årets slutt, ikke gjennomsnitt. Nøkkeltall for Lerøy, SalMar og Grieg Seafood er derfor fra tall ved årets slutt, mens for Mowi er det benyttet gjennomsnitt.

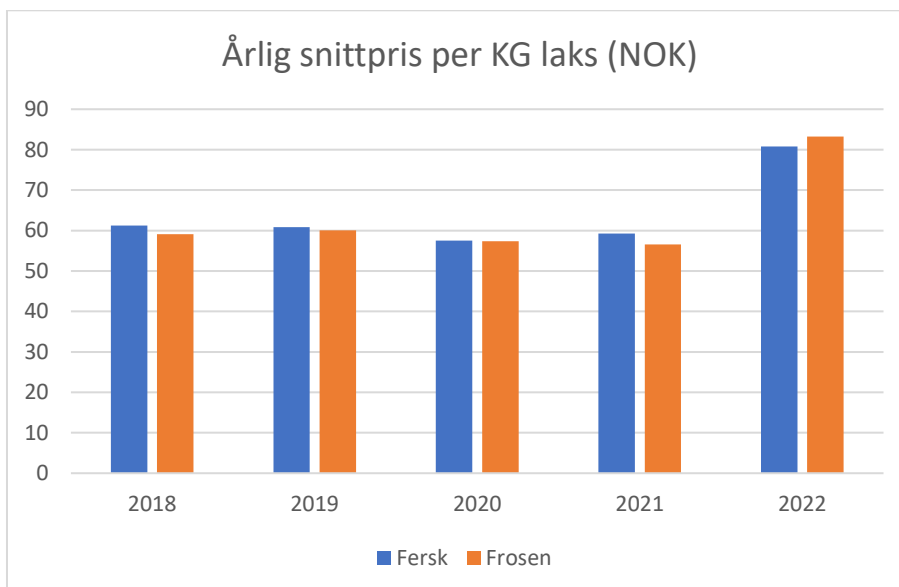
I regnskapsanalysen vil det bli sett på lønnsomhet, finansiering, likviditet og soliditet gjennom analytiske nøkkeltall. Ideelt sett bør tallene korrigeres for eventuelle skjulte regnskapsmessige mer- eller mindreverdier. Som eksterne analytikere har vi ikke forutsetninger til å vurdere dette. Vi tar utgangspunkt i regnskap som er reviderte, foruten om 4. kvartal 2022, og bygger på da samme regnskapsprinsipper (IFRS). For å skaffe oss et første bilde av utviklingen til Mowi, viser vi under et forenklet resultatregnskap for de siste fem årene vist.

RESULTATREGNSKAP MOWI					
	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Driftsinntekter</b>	4 941 000	4 202 000	3 760 000	4 136 000	3 812 000
<b>Avskrivinger</b>	387 000	373 000	338 000	287 000	153 000
<b>Andre driftskostnader</b>	3 500 000	3 227 000	3 239 000	3 233 000	2 734 000
<b>Driftsresultat</b>	<b>1 054 000</b>	<b>602 000</b>	<b>183 000</b>	<b>616 000</b>	<b>925 000</b>
<b>Driftsmargin (%)</b>	21,3 %	14,3 %	4,9 %	14,9 %	24,3 %
<b>Netto finans</b>	-54 000	-9 000	-63 000	-9 000	-193 000
<b>Ordinært resultat før skatt</b>	<b>1 000 000</b>	<b>593 000</b>	<b>120 000</b>	<b>607 000</b>	<b>732 000</b>
<b>Skatt</b>	215 000	105 000	1 000	131 000	165 000
<b>Ordinært resultat</b>	<b>785 000</b>	<b>488 000</b>	<b>119 000</b>	<b>476 000</b>	<b>567 000</b>

Tabell 5: Resultatregnskap 2018-2022 (tall i tusen euro)

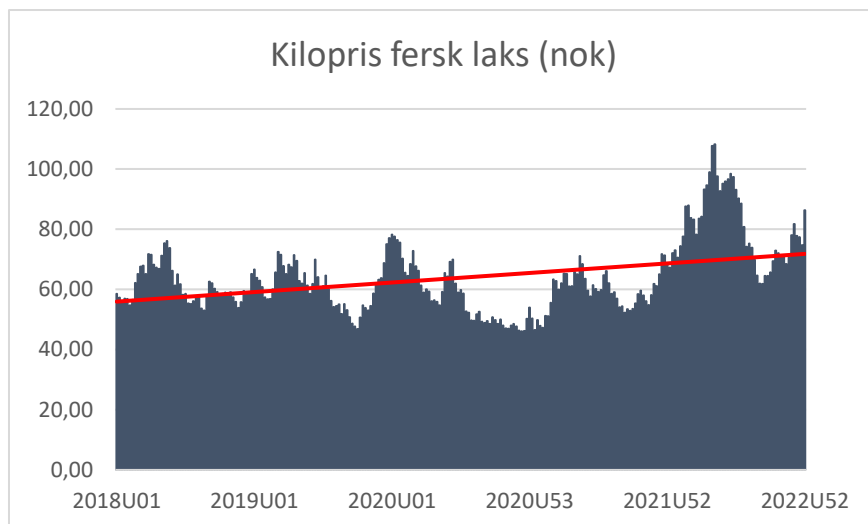
Vi ser med unntak av 2020 så har Mowi jevnt over levert solide resultater, og selv i det svakeste året, 2020, fikk de et ikke ubetydelig overskudd. De har etter det relativt sett svake året kommet seg raskt tilbake og i 2021 leverte de omtrent samme resultat som i 2019, og i 2022 har de levert rekord resultat. Økningen i driftsmargin skyldes at driftsinntektene har økt mer enn driftskostnadene. Økningen i driftsinntektene kan mye forklares gjennom økningen i lakseprisene. Den fra 2021 til 2022 har snittprisen på laks basert på ukentlige tall fra SSB har økt med over 30 % fra en snittpris i underkant av 60 kr per kg til over 80 kr per kg laks. Slaktevolum er noe ned fra 2021 til 2022 (Q4 rapport, s. 2), men på grunn av den økte lakseprisen har driftsinntektene likevel økt.

Under er årlig snittpris basert på ukentlig pris per kilo for fersk og frossen laks vist til venstre og ukentlig laksepris per kg for fersk laks fra uke 1 i 2018 til uke 52 i 2022 fremvist. Det er kun tatt med pris på fersk ukentlig, da under 5 % av mengde solgt er frossent(ssb.no).



Figur 6: Årlig laksepris (NOK)





Figur 7: Kilopris fersk laks (NOK)

Tallene viser at 2022 skiller seg ut med topp på over 100 kr per kg fersk laks, noe som gjenspeiles på resultatet til Mowi for 2022.

## 4.2 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomheten av et selskap forteller oss noe om hvorvidt selskapet er i stand til å skape resultater ut ifra de midlene de har til rådighet. Lønnsomheten kan beregnes som effektivitet i salget og som avkastning på den kapitalen som er investert i selskapet. Effektiviteten i salget kan gjerne beregnes ved hjelp av driftsmarginen da denne gjør det lett å sammenlikne ulike selskap med hverandre i og med at salget er fellesnevneren. For å se på avkastning på den investerte kapitalen bedriften har til rådighet, vil vi benytte totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet.

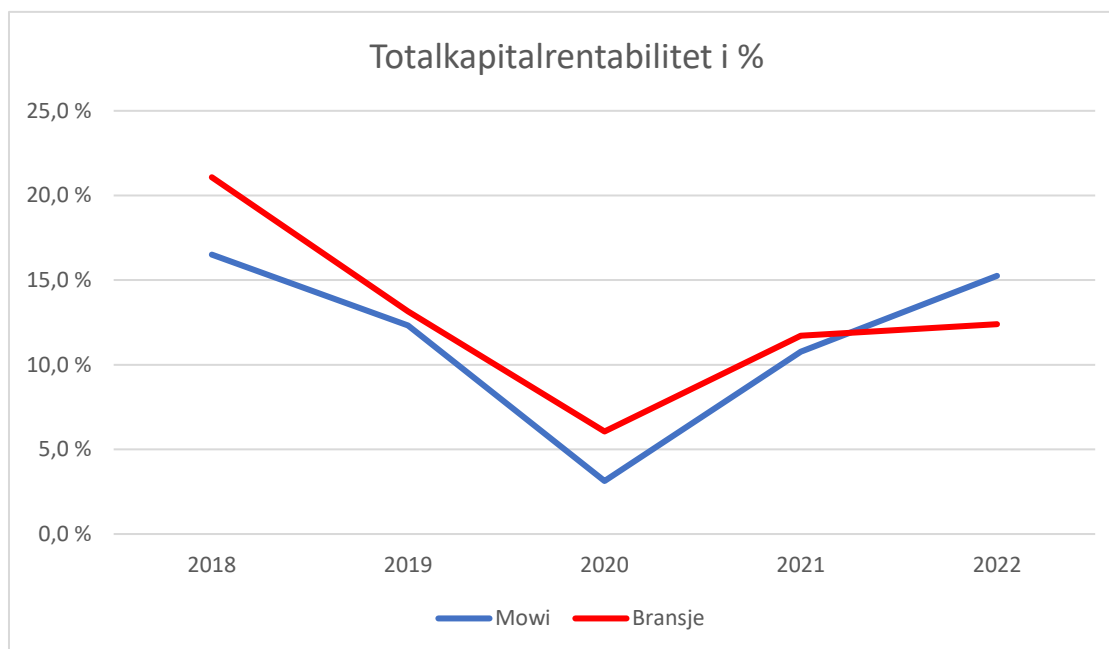
### 4.2.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet måler avkastningen Mowi oppnår med de ressursene som er investert i bedriften(kilde). Totalkapitalrentabiliteten forteller noe om hvor effektivt Mowi forvalter ressursene de har til rådighet, uavhengig av finansieringsmetode. Totalkapitalrentabiliteten kan også ses på som alternativkostnaden investorene har ved å investere pengene sine et annet sted. Formålet med denne beregningen er å kunne sammenlikne verdiskapningen uten at sammenlikningen blir påvirket av finansieringsstruktur. Formelen til totalkapitalrentabilitet er som følger:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Resultat før skatt} + \text{rentekostnad}) * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Totalkapitalrentabilitet	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Mowi</b>	15,3 %	10,8 %	3,1 %	12,3 %	16,5 %
<b>Lerøy</b>	12,3 %	11,8 %	4,3 %	9 %	17,2 %
<b>SalMar</b>	10,8 %	14,3 %	14,4 %	20,5 %	32,6 %
<b>Grieg Seafood</b>	11,2 %	10 %	2,4 %	10,8 %	18 %
<b>Bransjesnitt</b>	12,4 %	11,7 %	6,1 %	13,2 %	21,1 %

Tabell 6: Totalkapitalrentabilitet



Figur 8: Totalkapitalrentabilitet i %

*Snitt for bransje er basert på tall fra Mowi, Lerøy, SalMar og Grieg Seafood.*

Foruten om unntaksåret 2020 er totalkapitalrentabiliteten til Mowi over 10 % som bør være et minimumsmål for bedriften sin avkasting på ressursene de har til rådighet. Selv om 2022 ble et rekordår resultatmessig, kan vi se at totalkapitalrentabiliteten er lavere enn den var tilbake i 2018, noe som tilsier at selv om lakseprisene er rekordhøye, har de utnyttet ressursene de har til rådighet bedre tidligere år. Totalkapitalrentabiliteten bør minst ligge over det Mowi betaler for sine lån. I 2022 var totalkapitalrentabiliteten på over 15 %, noe som er godt over det de betaler for sine lån. Vi kan se at de siste fem årene har Mowi i fire av de ligget under snittet for bransjen, men i 2022 ligger de over og har best totalkapitalrentabilitet av selskapene, noe som tyder på at de er i dag noe mer lønnsomme enn sine konkurrenter. Mowi som det største

selskapet av de forutnevnte har stordriftsfordeler og kan dermed nyte bedre av økt laksepris, samt at de har en meget lav laksedødelighet, noe som er med å skape konkurransefortrinn.

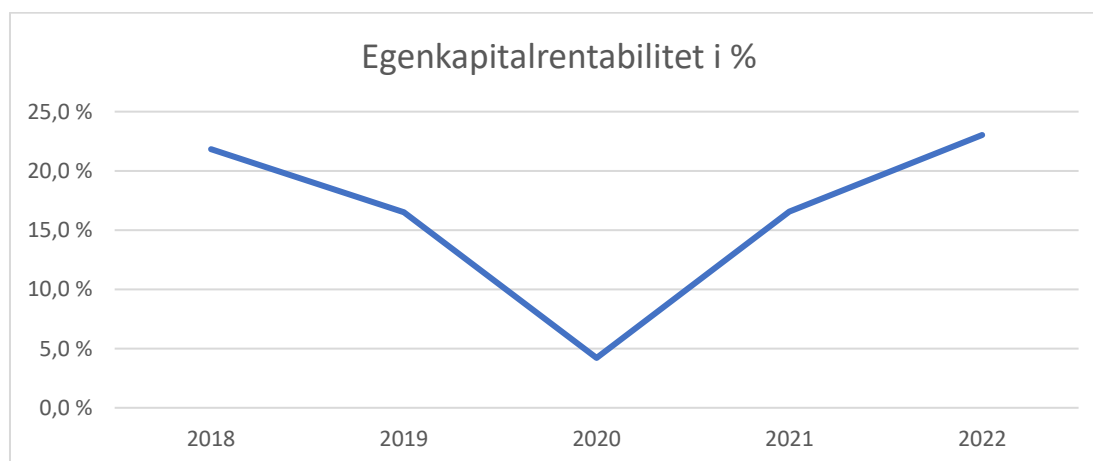
#### 4.2.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er et mål på avkastningen eierne i bedriften oppnår. Eierne er de siste som mottar godtgjørelse for sitt bidrag til bedriften og påtar seg dermed større risiko og forventer høyere avkastning på sin investering. Vi ser på egenkapitalrentabilitet etter skatt da inntektene som eierne sitter igjen med vil være beskattet. I regnskapsårene 2018 til 2022 er det ikke noen grunnrenteskatt på inntektene til Mowi, men ved fremtidige beregninger av egenkapitalrentabiliteten vil denne slå ut på avkastningen eierne kan forvente. Formelen for egenkapitalrentabiliteten er som følgende:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100 \%$$

	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	23 %	16,6 %	4,2 %	16,5 %	21,8 %

Tabell 7: Egenkapitalrentabilitet



Figur 9: Egenkapitalrentabilitet i %

Egenkapitalrentabiliteten ligger jevnt over totalkapitalrentabiliteten som nevnt over på grunn av aksjonærene sitt krav om høyere avkastning som følge av at de påtar seg større risiko enn for eksempel de som holder obligasjoner. Økte inntekter som følge av økt laksepris utspiller seg på egenkapitalrentabiliteten som vi ser øker betydelig fra 2021 til 2022.

### 4.2.3 Driftsmargin

Driftsmarginen er og vist i resultatregnskap over og brukes til å måle forholdet mellom driftsresultat og omsetning. Det vil si at jo høyere driftsmarginen er, jo mer tjener bedriften per omsatte krone.

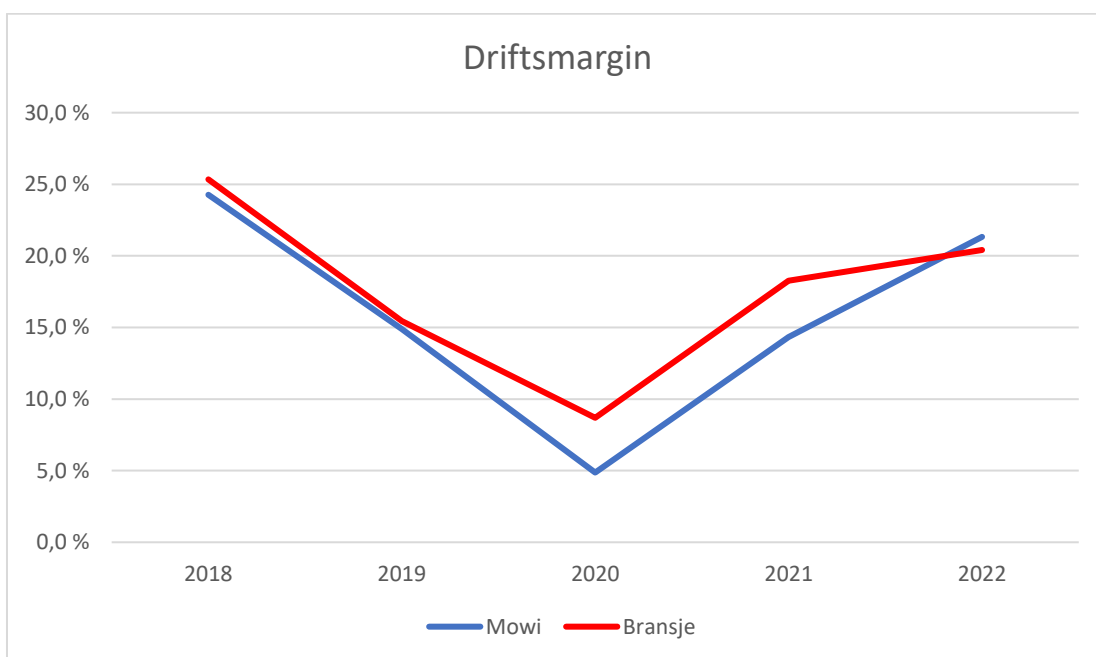
I vår analyse har vi valgt å se bort i fra resultatgrad som er tett knyttet til driftsmargin, på grunn av at finansinntektene til Mowi er ubetydelige i forhold til driftsinntektene og gir så å si samme resultat.

Formelen for driftsmargin er følgende:

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

Driftsmargin	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Mowi</b>	21,3 %	14,3 %	4,9 %	14,9 %	24,3 %
<b>Lerøy</b>	16,1 %	15,6 %	5,6 %	11,7 %	21,7 %
<b>SalMar</b>	23,5 %	22,9 %	21,9 %	24,8 %	38 %
<b>Grieg Seafood</b>	20,8 %	20,2 %	2,4 %	10,4 %	17,4 %
<b>Bransjesnitt</b>	20,4 %	18,3 %	8,7 %	15,4 %	25,3 %

Tabell 8: Driftsmargin



Figur 10: Driftsmargin i %

Driftsmarginen til Mowi har variert fra over 20 % til under 5 % de siste fem årene. Den varierer i stor grad med lakseprisene og mulighetene Mowi har for salg av laks. Som vi ser i 2020 hvor salget var lavt ettersom restaurantbransjen holdt stengt store deler av året og lakseprisene var lavere enn tidligere år, var driftsmarginen lav, mens i 2022 hvor lakseprisen tidvis har vært rekordhøy, har driftsmarginen i takt, også vært på et høyt nivå. Variasjonen i driftsmargin kan indikere at kostnadsstrukturen til Mowi er bygget opp slik at store deler av kostnadene til Mowi er faste kostnader, og de variable enhetskostnadene er stabile. Sammenliknet med de andre i bransjen har Mowi noe svakere driftsmargin, særlig i forhold til SalMar, men i bransjen har de en relativt lik driftsmargin generelt sett.

### 4.3 Finansiering og likviditetsanalyse

I likviditetsanalysen ser vi på arbeidskapitalen til Mowi og sammen med likviditetsgrad 1 og 2 og Finansieringsgrad 1 danner et bilde av hvordan eiendelene til Mowi er finansiert og hvor likvid selskapet er. Vi ser også på kontantkonverteringsperioden til Mowi i denne delen av analysen. Likviditeten til et selskap er viktig når det kommer til evne til å tåle tap, da høy likviditet vil si at selskapet har kapital tilgjengelig enten i form av kontanter eller andre eiendeler til å dekke uforutsette kostnader. I laksenæringen vil for eksempel fall i etterspørsel etter laks påvirke likviditeten til bedriftene da de vil sitte på et varelager som de ikke får omsatt og ettersom laks stort sett selges ferskt, vil de kunne ende opp med å være nødt til å kvitte seg med varelageret på en alternativ måte, og deretter få betalt betydelig mindre for sine eiendeler.

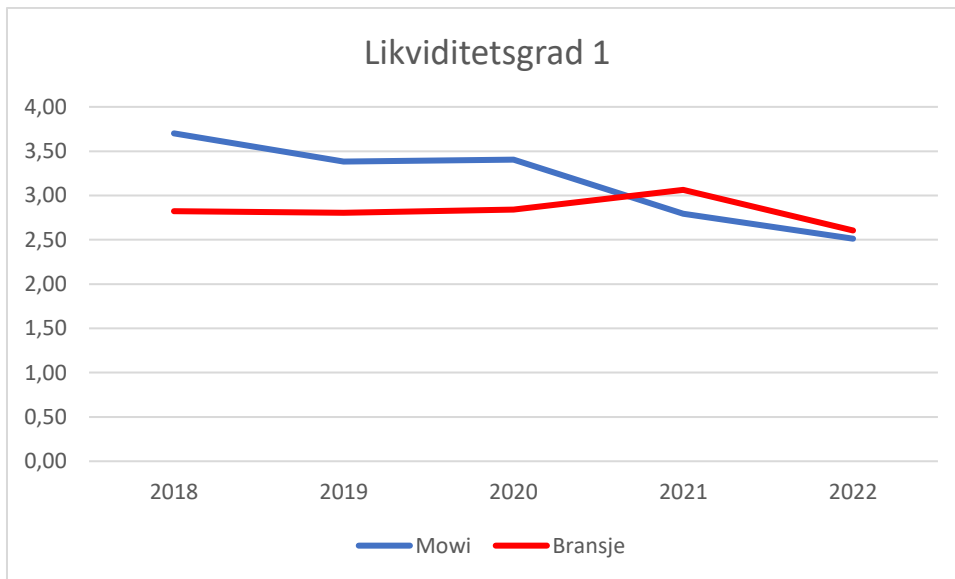
#### 4.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et mål på hvor stor andelen omløpsmidler i bedriften er i forhold til dens kortsiktige gjeld. Ved å se på midlene de har til rådighet sammenliknet med forpliktelsene i samme periode får vi en indikasjon på hva de reelt sett har til rådighet for å dekke kortsiktige uventede utgifter. Formelen for likviditetsgrad 1 er følgende:

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

Likviditetsgrad 1	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Mowi</b>	2,51	2,79	3,41	3,38	3,70
<b>Lerøy</b>	2,75	2,91	2,68	2,81	2,99
<b>SalMar</b>	1,55	2,19	1,67	2,31	2,02
<b>Grieg Seafood</b>	3,61	4,36	3,61	2,72	2,58
<b>Bransjesnitt</b>	2,6	3,06	2,84	2,81	2,82

Tabell 9: Likviditetsgrad 1



Figur 11: Likviditetsgrad 1

Vi kan se at likviditetsgrad 1 for Mowi er fallende, men i 2022 så ligger den fortsatt godt over 2 som man kan regne som god likviditet. Likevel er det i øyefallende at den har falt i en periode hvor de har levert meget streke resultater. Bakgrunnen for fallet er at selv om omløpsmidlene i bedriften har økt, så har den kortsiktige gjelden til Mowi også økt i større grad i perioden. Det er ingen grunn til å konkludere noe annet enn at likviditeten til Mowi er god basert på likviditetsgrad 1. I forhold til konkurrentene har Mowi hatt en bedre likviditet over tid enn de, men de to siste årene har de ligget under bransjesnittet.

#### 4.3.2 Likviditetsgrad 2

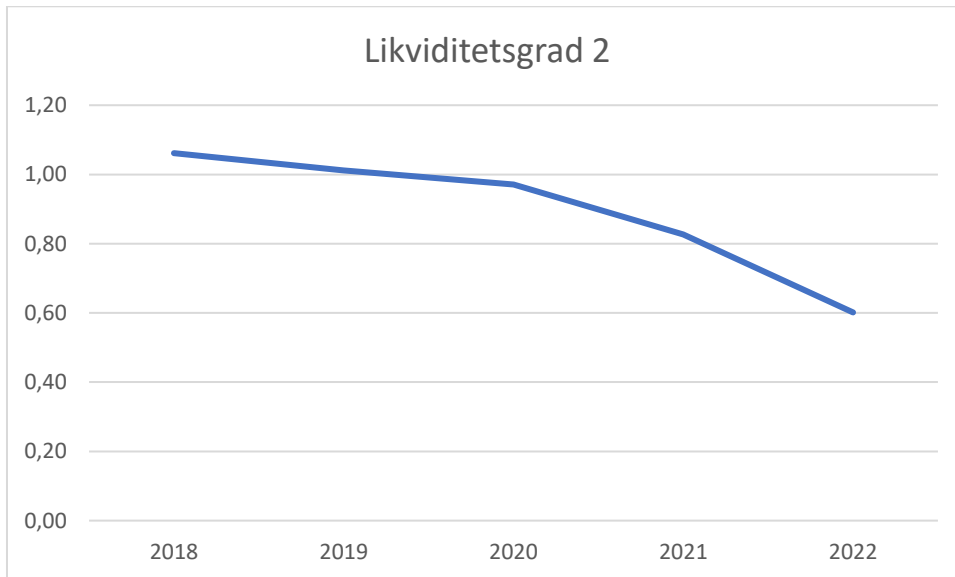
I likviditetsgrad 2 tar man og trekker ut varelageret fra omløpsmidlene, for å få et mer spisset bilde på likviditeten til bedriften. Varelageret er den minst likvide delen av omløpsmidlene og ved å trekke ut varelageret tar man høyde for et potensielt tungt omsettelig varelager for å se på forholdet mellom de mest likvide midlene og forpliktelser med kort tidshorisont. For bedrifter

i sjømatbransjen er somregel varelageret bestående av biologisk masse og er å regne som mer tungt omsettelig enn i mange andre bransjer. Formelen for likviditetsgrad 2 er følgende:

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

	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Likviditetsgrad 2</b>	0,6	0,83	0,97	1,01	1,06

Tabell 10: Likviditetsgrad 2



Figur 12: Likviditetsgrad 2

Vi ser som ved likviditetsgrad 1 at trenden er at likviditeten til Mowi er fallende. Tilbake i 2019 hadde de mer i høyt likvide midler enn de hadde i kortsiktige forpliktelser, mens de nå i 2022 har kun nok til å dekke 60 % av deres kortsiktige forpliktelser med tilsvarende midler. Bakgrunnen for dette er økningen i varelageret, som skyldes først og fremst økning i verdi på produsert laks og økt produksjon. I 2018 og 2019 kan man regne likviditeten som god etter likviditetsgrad 2, men siden 2020 har den ikke vært tilfredsstillende og trenden er fallende som er noe bekymringsverdig.

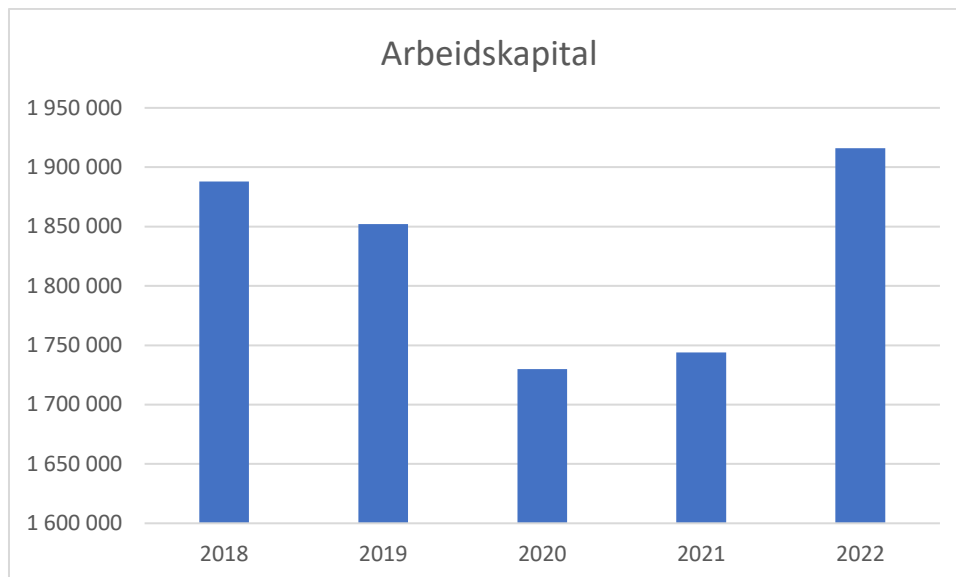
#### 4.3.3 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen benyttes som et mål på likviditet og betalingsevne og måles her i tusen euro. Formelen for arbeidskapital er følgende:

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

	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Arbeidskapital i 1000 €</b>	€1 916 000	€1 744 000	€1 730 000	€1 852 000	€1 888 000

Tabell 11: Arbeidskapital



Figur 13: Arbeidskapital

Minstekravet for arbeidskapitalen må være at den er over 0 da det er den som benyttes til å betale fortløpende forpliktelser. Etter en nedgang i 2020 og 2021 har arbeidskapitalen tatt seg opp i 2022 og er nå på nærmere 2 milliarder euro. Som vi så i likviditetsgrad 2 har andelen av omløpsmidler som ligger i varelageret økt. Bakgrunnen for verdiøkningen i varelageret ligger i økningen i lakseprisene, som er med på å øke arbeidskapitalen til Mowi.

#### 4.3.4 Finansieringsgrad 1

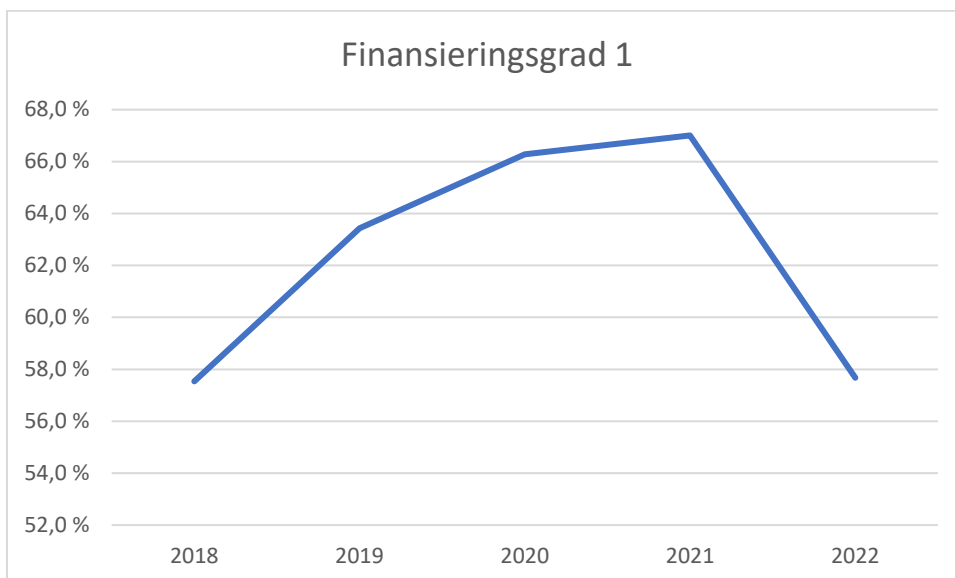
Finansieringsgrad 1 brukes til å illustrere bedriftens finansieringsstruktur og måler i hvor stor grad de langsiktige eiendelene er finansiert med langsiktig kapital. Finansieringsgrad 1 er knyttet til likviditetsgrad 1 da de forteller noe om hvor mye av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital. Finansieringsgraden bør alltid være lavere enn 100 %, da en finansieringsgrad 1 over 100 % tilsier at langsiktige eiendeler er finansiert med kortsiktige forpliktelser, som kan føre til betalingsproblemer for bedriften. Finansieringsgrad 1 beregnes slik:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{(\text{Langsiktig gjeld} + \text{Egenkapital})} * 100 \%$$



	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Finansieringsgrad 1</b>	57,7 %	67 %	66,3 %	63,3 %	57,5 %

Tabell 12: Finansieringsgrad 1



Figur 14: Finansieringsgrad 1

#### 4.3.5 Kontantkonverteringsperiode (CCC)

Kontantkonverteringsperiode også kjent som CCC (fra engelsk «Cash Conversion cycle») er et mål på hvor lang tid, målt i dager, en bedrift bruker på å konvertere investeringene i varer til kontanter gjennom salg.

Formel til kontantkonverteringsperiode er som følger:

$$CCC = KTK + GLV - KTL$$

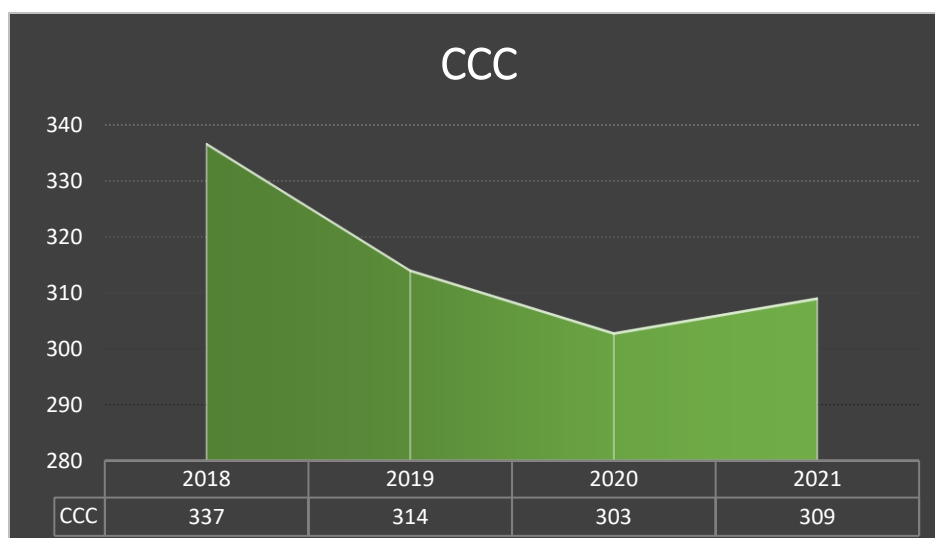
*CCC = Kontantkonverteringsperiode*

*KTK = kredittid til kunder*

*GLV = Gjennomsnittlig lagringstid varelager*

*KTL = Kredittid hos leverandører*

Ved beregning av kontantkonverteringsperiode til Mowi er det lagt til grunn 100 % kredittkjøp og -salg. Det er og beregnet med et MVA-sats på 25 %



Figur 15: Kontantkonverteringsperiode

(2022 ikke med pga. manglende tall på kundefordringer i balansen i kvartalsrapport for 2022.)

CCC bør i utgangspunktet være lav, da det å ha rask omsetning av varene, er et tegn på at det er god etterspørsel etter varene til bedriften. Mowi som driver med oppdrett vil naturligvis ha en relativt høy CCC på grunn av at varelageret består av biomasse, som går inn i varelageret før den er klar til salg. Vi ser at CCC er ned fra 2018 til 2021, noe som kan indikere at enten kredittiden til kundene er på vei ned, at lagringstiden til biomassen er redusert eller at de har fått økt kredittiden til leverandørene. Økt kredittid til leverandørene kan være grunnen til at de har lavest CCC i 2020. Hvis varelageret splittes opp i varer klart til salg og andre varer, vil nok CCC til Mowi være betydelig lavere, noe som indikerer at det eksiterer høy etterspørsel etter varene til Mowi.

## 4.4 Soliditet

Likviditeten til et selskap sier noe om hvor godt de tåler kostander på kort sikt, mens på lang sikt ser man på det man kaller soliditeten til selskapet. For å måle soliditeten og Mowis evne til å tåle risiko, ser vi på gjeldsgraden, rentedekningsgraden og egenkapitalandelen.

### 4.4.1 Gjeldsgrad

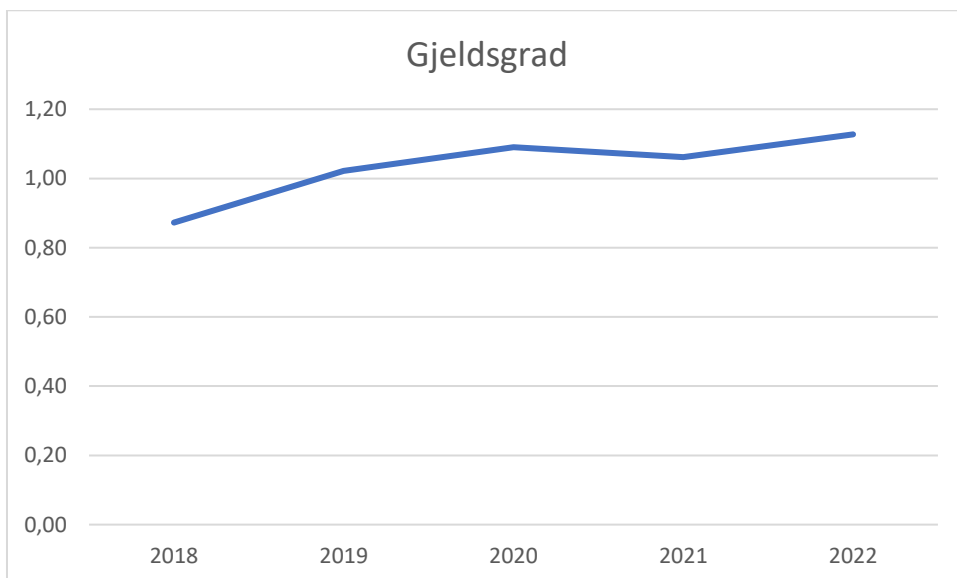
Gjeldsgrad er et mål forholdet mellom egenkapitalen og gjelden til en bedrift. Dersom gjeldsgrad er over 1, er det en større andel av eiendelene til bedriften som er finansiert med

gjeld enn egenkapital. Det å ha en gjeldsgrad over 1 er ikke negativt i seg selv. Formelen for gjeldsgrad er følgende:

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

	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Gjeldsgrad</b>	1,13	1,06	1,09	1,02	0,87

Tabell 13: Gjeldsgrad



Figur 16: Gjeldsgrad

Gjeldsgraden til Mowi er voksende, men ligger jevnt rundt 1 de siste fem årene.

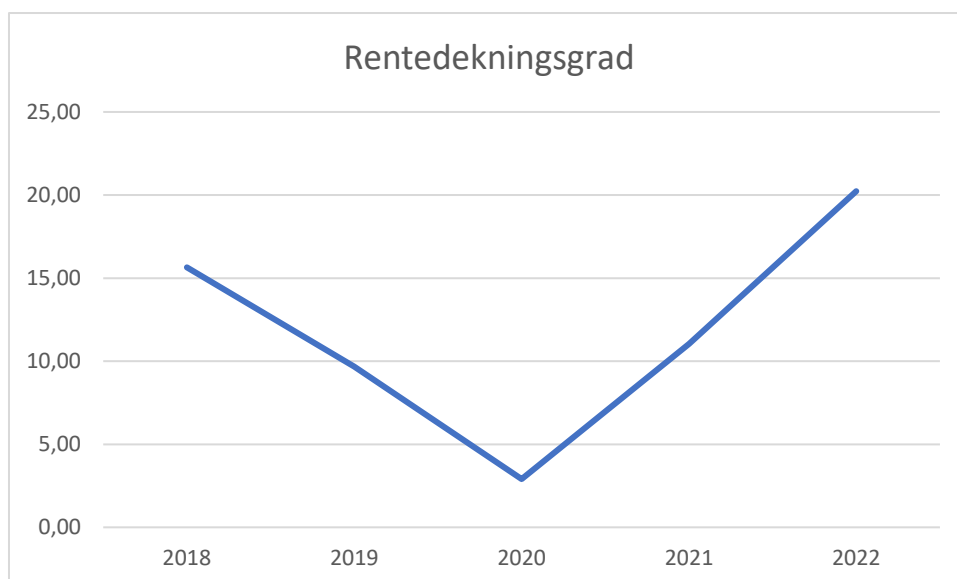
#### 4.4.2 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad brukes som et mål på kapasiteten en bedrift har til å ta opp ytterlige lån, ved å se på evnen de innehar til å betale sine renteforpliktelser. Rentedekningsgraden beregnes slik:

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

	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Rentedekningsgrad</b>	20,23	11,05	2,9	9,67	15,64

Tabell 14: Rentedekningsgrad



Figur 17: Rentedeckningsgrad

En rentedeckningsgrad på 20,23 tilsier at Mowi har driftsresultat og finansinntekter tilsvarende 20,23 ganger rentekostnadene de har i 2022.

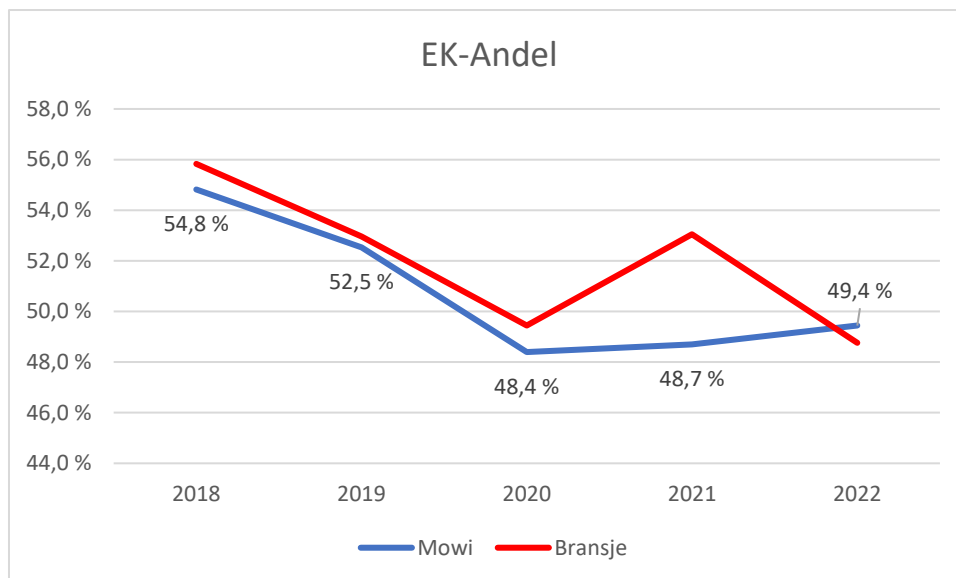
#### 4.4.3 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er et mål i prosent av hvor stor andel av totalkapitalen til bedriften er egenkapital. En egenkapitalandel over 40% er å regnes som meget god jf. Proff.no, men for å få et bilde på om man egentlig kan regnes som god, må vi sammenlikne Mowi med andre selskaper i bransjen. Egenkapitalandelen beregnes slik:

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

Egenkapitalandel	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Mowi</b>	49,4 %	48,7 %	48,4 %	52,5 %	54,8 %
<b>Lerøy</b>	57 %	56,5 %	58,5 %	58,8 %	60,4 %
<b>SalMar</b>	38,6 %	55,1 %	49,9 %	54,2 %	60,4 %
<b>Grieg Seafood</b>	50 %	51,9 %	41 %	46,3 %	47,7 %
<b>Bransjesnitt</b>	48,8 %	53 %	49,4 %	53 %	55,8 %

Tabell 15: Egenkapitalandel



Figur 18: Egenkapitalandel

Mowi sin egenkapital ligger rundt 50 % i perioden 2018-2022 og har jevnt over ligget noe under bransjegjennomsnittet. Det er fordelaktig at bedriften finansierer gjennom egenkapital, da det ikke har noen pris i motsetning til obligasjoner og lån, men det er og vanskeligere å innhente egenkapitalen som behøves for store investeringer, det er derfor naturlig at en bedrift er finansiert med deler av fremmedkapital. Mowi har noe lavere egenkapitalandel enn de sammenliknbare selskapene, men det er ikke stor forskjell på de i bransjen. Det å gjennomføre store investeringer et år vil ha en betydelig innvirkning på egenkapitalandelen for det året før det over tid vil jevne seg ut igjen. For eksempel har SalMar sin egenkapital andel stupt i 2022 som følge av at de har tatt opp store lån for å kjøpe Norwegian Royal Salmon, men det vil over tid jevne seg ut. Det er rimelig å anta at et normalnivå på egenkapitalandelen til Mowi ligger noe over 50 % og litt lavere enn konkurrentene på normalnivå.

## 4.5 Sammenlikning bransje

### 4.5.1 Driftsinntekter

Lakseprisen økte betraktelig fra 2021 til 2022 noe som har gitt stort utslag på driftsinntektene til Mowi. For med relativt likt slaktevolum i 2021 og 2022 (marginalt mindre i 2022) har driftsinntektene økt betraktelig. For å se om det er kun økningen i laksepris som er årsaken bak dette eller om de har en bedre utnyttelse vil vi se på hvordan utviklingen i driftsinntekter i

forhold til slaktevolum har vært for Mowi og sammenliknbare selskaper. Til denne delen av analysen har vi også valgt å se på Mowi opp imot Lerøy, SalMar og Grieg Seafood.

Siden regnskapet til Mowi publiseres i euro, mens regnskapene til konkurrentene føres i norske kroner, har vi konvertert regnskapstallene til konkurrentene til euro. Snittkurs for 2021 var 10,1648, og for 2022 var snittkursen 10,104. (Norges Bank, 2023)

Bedrift	Mowi		Lerøy		SalMar		Grieg Seafood	
År	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
Driftsinntekter (millioner euro)	4 941	4 202	2 637	2 270	1 995	1 480	709	452
<i>Endring driftsinntekter (%)</i>	18 %		16 %		35 %		57 %	
Slaktevolum (Tonn)	463635	465600	246355	258156	193700	182100	84697	75601
<i>Endring slaktevolum (%)</i>	-0,42 %		-5 %		6 %		12 %	
Driftsinntekter per kilo	10,66	9,02	10,70	8,79	10,30	8,13	8,37	5,98
<i>Endring driftsinntekter per kilo (%)</i>	18 %		22 %		27 %		40 %	

Tabell 16: Driftsinntekter per kilo bransje

Ut ifra tabellen kan man se at driftsinntektene til Mowi har økt med 18 % fra 2021 til 2022 mens slaktevolumet er ned med i underkant av en halv prosent. I sammenlikningen med de andre i bransjen er det fornuftig at vi ser på endingen i driftsinntekter per kilo som blir et mer nøytralt mål, ettersom økningen i driftsinntekter er knyttet til øking i slaktevolum. Per kilo har Mowi økt minst, mens Grieg Seafood har økt mest. Dette kan forklares med at antageligvis er marginalinntekten per kilo laks avtagende. I 2021 tjente Mowi mest per kilo laks, mens i 2022 tjener de nest mest, noe som kan tyde på at Mowi nyter av stordriftsfordeler. Alle selskapene øker i driftsinntekter per kilo, noe som tyder på at økingen i lakseprisen har gagnet alle, men tilsynelatende har resten av bransjen utnyttet økingen bedre enn Mowi, selv om Mowi tjener per kilo enn både Grieg Seafood og SalMar.

#### 4.5.2 EBIT per kg

Et vanlig mål i laksebransjen er EBIT per kilo slaktet laks. Dette er et tall de fleste store sjømat-selskaper oppgir i sine respektive rapporter, og regnes ut ved å dele EBIT (driftsresultat) på slaktevolum i kilo.

Bedrift	Mowi		Lerøy		SalMar		Grieg Seafood	
År	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
EBIT per Kilo laks (euro)	2,17	1,12	1,78	1,33	2,28	1,58	2,03	0,58
<i>Endring</i>	94 %		34 %		44 %		250 %	

Tabell 17: EBIT per kilo

EBIT per kilo har for Mowi økt med nesten 100% fra 2021 til 2022, noe som er nest best i bransjen bare slått av Grieg Seafood. I absolutte tall har de også nest best resultat, der kun SalMar er bedre. Det er en generell øking i bransjen, og Mowi er blant de som øker mest, noe som tyder på at de utnytter ressursene de har til rådighet bra. Selv med det største volumet produsert, dermed og de største kostnadene knyttet til drift, har de fortsatt bedre driftsresultat per kilo slaktet laks enn Lerøy og Grieg Seafood.

#### 4.6 Oppsummering av regnskapsanalysen

Basert på regnskapsanalysen kan vi se at Mowi har levert sitt beste resultat på flere år i 2022, og lønnsomheten til Mowi er stigende, men er ikke bedre enn den var for 5 år siden. Likviditeten til Mowi er nedadgående, mye grunnet økning i varelageret, men er ganske likt bransjesnittet. Det er en jevnt over positiv tendens i regnskapsanalysen, mye av forklaringen ligger i økingen i lakseprisen. Dette indikerer at det er rimelig å legge til grunn at økonomisk vekst i Mowi er knyttet til lakseprisene. Men Mowi produserer positive resultater selv i dårlige år, indikerer at det er naturlig å anta vekst, selv om lakseprisene vil synke i fremtiden. Dette vi vil ta med inn i beregningen av forventet fremtidig kontantstrøm.

## 5. Avkastningskrav

For å finne nåverdien til fremtidige kontantstrømmer trenger vi en diskonteringsrente, også kalt avkastningskrav. Avkastningskravet sier noe om hvilken avkastning en investor krever av en investering, og reflekterer risikoen i denne investeringen sammenlignet med andre investeringer.

For å finne avkastningskravet til totalkapitalen benyttes WACC (*Weighted average cost of capital*). Den er gitt ved  $WACC = Egenkapitalandel * r_E + Gjeldsandel * r_D * (1 - skattesats)$ , der  $r_E$  er avkastning på egenkapitalen, og  $r_D$  er rente på gjeld. For å finne  $r_E$  brukes CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), gitt ved  $CAPM = R_f + (R_m - R_f) * \beta$ .

$R_f =$  risikofri rente

$R_m =$  markedets forventede avkastning

$\beta =$  aksjens betaverdi

### 5.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastningen man kan forvente å få på en investering uten risiko. Alle investeringer vil ha en viss risiko, men det nærmeste vi kommer en risikofri investering i Norge er tiårige statsobligasjoner. Det er flere alternativer til hva man kan benytte seg av som målestokk til risikofri investering enn tiårige statsobligasjoner. Treårige og femårige er og gode alternativer, men ettersom det har vært en svært rask renteheving det siste året, velger vi å benytte oss av tiårige obligasjoner. Dette på bakgrunn av at det gir en noe lavere forventet risikofri avkastning som det er mer rimelig å anta når man skal estimere langt frem i tid. Tiårig norsk statsobligasjon benyttes dermed som referanse for risikofri rente i denne oppgaven. Per 30.12.2022 var denne 3,18 % (Norges Bank, 2023).

### 5.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie kan defineres som meravkastningen en investor krever for å ta risikoen en investering medfører, altså differansen mellom den forventede avkastningen og risikofri rente. PwC har – i samarbeid med Forening for finansfag Norge (FFN) – undersøkt risikopremien i det norske markedet siden 2011, og kommet fram til at risikopremien har ligget



stabil på 5,0% så lenge undersøkelsen har blitt utført (PwC, 2023). I denne oppgaven benyttes dermed 5,0% som markedets risikopremie for 2022.

	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%

Tabell 18: Markedets risikopremie

### 5.3 Beta

En aksjes beta er et mål på aksjens volatilitet sammenlignet med markedet. En betaverdi på 1 vil si at aksjen endrer seg like mye som markedet. En positiv betaverdi under 1 betyr at aksjen svinger mindre enn markedet, mens en aksje med beta over 1 vil svinge mer. En negativ betaverdi vil si at aksjen beveger seg i motsatt retning av markedet. Betaverdien finner man ved å dele kovariansen mellom aksjen og markedet på variansen til markedet.

$$\beta = \frac{Cov(\text{marked}, \text{aksje})}{Var(\text{marked})}$$

Det ble lastet ned daglige aksjekurser for Mowi og verdier for hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) over en femårsperiode (2018-2022) fra *Yahoo! Finance*, som deretter ble lagt inn i en Excel-fil. Ved å bruke formelen  $(\text{dagens verdi} / \text{gårsdagens verdi} - 1)$  ble det funnet daglig endring i både aksjekursen og for OSEBX. De innebygde Excel-formlene *Covariance* og *Var* ble benyttet for å finne henholdsvis kovariansen mellom Mowi og OSEBX og variansen til OSEBX. Ved å dividere kovariansen på variansen ble betaverdien funnet til å være 0,809.

### 5.4 CAPM

Vi har nå de nødvendige komponentene for å regne ut kostnaden på egenkapitalen, og setter disse inn i formelen for CAPM (*Capital Asset Pricing Model*):

$$r_E = 3,18 \% + 5,0 \% * 0,809 = \mathbf{7,225 \%}$$

## 5.5 WACC

WACC (*Weighted average cost of capital*) er den gjennomsnittlige kapitalkostnaden til selskapet. Det vil si at det tas hensyn til kapitalstrukturen i selskapet, altså andelen egenkapital og andelen gjeld. Tabellen nedenfor viser kapitalstrukturen til Mowi år for år i perioden 2018-2022. Gjennomsnittet i denne perioden brukes i utregningen. Alle tall er hentet fra Mowis årsrapporter og oppgis i millioner EUR.

	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapital	2879,00	2892,60	2764,10	3131,40	3687,10
Gjeld	2266,20	2947,50	3082,00	3128,10	3844,30
Andel Egenkapital	55,96 %	49,53 %	47,28 %	50,03 %	48,96 %
Andel Gjeld	44,04 %	50,47 %	52,72 %	49,97 %	51,04 %
Gjennomsnitt andel egenkapital					50,35 %
Gjennomsnitt andel gjeld					49,65 %

Tabell 19: Andel egenkapital og gjeld

Gjeldskostnaden, altså avkastningskravet til kreditorene, finnes ved å fordele Mowis rentekostnader på gjelden år for år i samme periode. Gjennomsnittet av disse rentene regnes ut og brukes i utregningen av WACC.

	2018	2019	2020	2021	2022
Rentekostnader	50,00	70,20	63,00	59,00	52,60
Gjeld	2266,20	2947,50	3082,00	3128,10	3844,30
Gjeldsrente	2,21 %	2,38 %	2,04 %	1,89 %	1,37 %
Gjennomsnittlig gjeldsrente					1,98 %

Tabell 20: Gjennomsnittlig rente

Det gis skattefradrag for rentekostnader. Derfor multipliseres gjeldskostnaden med skattesatsen – som i Norge er 22 % – i formelen for WACC. Alle tall som trengs for å regne ut avkastningskravet på totalkapitalen er funnet og settes inn i formelen:

$$WACC = (50,35\% * 7,225\%) + (49,65\% * 1,98\%) * (1 - 22\%) = 4,405\%$$

## 6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

### 6.1 Generelt om verdsettelse ved DCF (Discounted Cash Flows)

For verdsettelsen av MOWI velger vi å benytte oss av Discounted Cash Flows (DCF) metoden for å komme frem til en verdi på MOWI. Vi benytter oss av kontantstrømmer, da de forteller noe om selskapets likviditet og deretter evne til å gjøre investeringer som bidrar til vekst og evne til å betale utbytte.

Vi estimerer fremtidige kontantstrømmer for en gitt periode for å så neddiskontere disse til dagens verdi, til å neddiskontere kontantstrømmene benytter vi oss av avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Når man beregner fremtidige kontantstrømmer, benytter man seg av en eksplisitt periode og et terminalledd. Det er begrenset hvor langt frem i tid man kan estimere kontantstrømmene til en bedrift, da det vil bli større rundt usikkerhet knyttet til de antakelsene og estimatene man benytter seg av til beregning kontantstrømmene. Derfor blir det benyttet et terminalledd til en implisitt periode. Terminalleddet forutsetter en konstant evig vekst til kontantstrømmene, med et fast avkastningskrav. Summen av de neddiskonterte kontantstrømmene og terminalleddet blir selskapets estimerte verdi.

Vi estimerer kontantstrømmer i perioden 2023 til 2030 og benytter oss av regnskapstall fra Mowi sine egne årsrapporter til å estimere de fremtidige kontantstrømmene. Estimerer for fremtidige laksepriser har vi benyttet oss av tall fra Fishpool, som vi og har benyttet oss av for de historiske lakseprisene. Vi benytter de samme eurokursene som i regnskapsanalysen, som vi har hentet fra Norges Bank. Grunnen til at vi velger en eksplisitt periode på 8 år er for å unngå at for stor del av selskapet verdi havner i terminalleddet og at vi estimerer kontantstrømmer med for stor usikkerhet rundt estimatene. Vi mener at 8 år er en rimelig mellomgrunn hvor det verken er for stor usikkerhet rundt kontantstrømmene eller terminalleddet ikke blir for stor andel av verdien.

### 6.2 Estimering av driftsinntekter

For å estimere driftsinntektene til Mowi benytter vi oss av laksepris og slaktevolum. Selv om ikke alle inntektene til Mowi kommer fra laks, er det den største inntektskilden og gir derfor et gunstig grunnlag til å estimere driftsinntektene til Mowi.

### 6.2.1 Lakseprisen

I perioden fra 2018 til 2021 lå lakseprisen stabilt med en snittkurs på rundt 60 kr per år, men i 2022 skjøyt lakseprisen i været og hadde en snittpris på 83,18 kr, en trend som har fortsatt inn i 2023. I de første månedene i 2023 har lakseprisen på det minste vært på rundt 90 kr, mens på det høyeste vært over 120 kr. At lakseprisen stabiliserer seg på et nivå over 100 kr per kilo er det vanskelig å se for seg, noe Fishpool sine estimer og reflekterer. Tilbudet av laks er høyere enn noen gang, og prisen går opp ettersom etterspørselen øker mer enn tilbudet, men på et tidspunkt vil markedet mettes, og det er urimelig å anta at lakseprisen vil stabilisere seg på et nivå som er dobbelt så høyt som det har vært for få år siden. Til forward priser på laks har vi som nevnt tidligere, benyttet oss av Fishpool sine estimer per 04.04.2023. Fishpool har estimer for priser frem til og med 2025, for perioden fra og med 2025, velger vi å anta at lakseprisen stabiliserer seg på 80 kr per kg.

Laksepris	2023e	2024e	2025e	2026-2030e
<b>Estimat (NOK)</b>	96,2	87,5	80,5	80

Tabell 21: Laksepris estimat

### 6.2.2 Slaktevolum

I 2022 hadde Mowi et slaktevolum på 463 635 tonn, noe som var en svak nedgang fra 2021, men trenden er at Mowi øker sin slaktemengde. Mowi har ifølge årsrapporten fra 2022 hatt en sammensatt årlig vekstrate på 5,2% de siste fem årene, noe som er over markedssnittet på 4,1%, og de regner med å slakte 484 000 tonn i 2023(MOWI, 2022). Det gir en vekst fra 2022 til 2023 på 4,39 %, noe som er over markedssnittet, men lavere enn veksten de har hatt de siste fem årene. Det er vanskelig å forutse veksten i slaktevolum, Mowi har hatt en stor vekst de siste fem årene, selv om de hadde en liten nedgang fra 2021 til 2022. Men de forventer større volum i 2023 enn i 2022, og derfor velger vi å sette veksten i slaktevolum lik til snittet til bransjen på 4,1% for den resterende perioden vi predikerer.

År	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>Slaktevolum (1000 tonn)</b>	464	484	504	525	546	568	592	615	641

Tabell 22: Slaktevolum estimat

### 6.2.3 Driftsinntekter

For å estimere driftsinntektene finner vi inntektsavviket mellom salgsinntekter fra laks og de faktiske driftsinntektene. Gjennom å se på historiske tall for driftsinntekter, laksepris og slaktevolum kan vi komme frem til et gjennomsnittlig inntektsavvik for årene 2018 til 2022. Gjennomsnittstallet vi kommer frem til benytter vi som et faktortall for å estimere fremtidige driftsinntekter fra slaktevolum og laksepris.

Inntektsavvik	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Laksepris (kr per kg)</b>	60,76	59,15	55,48	58,26	83,18
<b>Slaktevolum (tonn)</b>	375 237	435 904	439 904	465 600	463 635
<b>Laksepris*volum (I tusener kroner)</b>	22 799 400	25 783 722	24 401 713	27 125 856	38 565 159
<b>Driftsinntekter (I tusener kroner)</b>	36 580 714	40 750 767	40 309 832	42 712 490	49 923 864
<b>Inntektsavvik</b>	60,45 %	58,05 %	65,19 %	57,46 %	29,45 %
<b>Gjennomsnittlig inntektsavvik</b>	<b>54,12 %</b>				

Tabell 23: Inntektsavvik (2018-2022)

Formelen for estimering av driftsinntekter blir da følgende:

$$\text{Driftsinntekter} = (\text{Laksepris} * \text{Slaktevolum}) * \text{Faktortall}$$

Driftsinntekt (1000 kr)	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Laksepris (kr per kg)</b>	96,2	87,5	80,5	80
<b>Slaktevolum (tonn)</b>	484 000	503 844	524 502	546 006
<b>Vekst volum</b>	4,39 %	4,10 %	4,10 %	4,10 %
<b>Laksepris*volum</b>	46 560 800	44 086 350	42 222 379	43 680 494
<b>Faktortall</b>	1,5412	1,5412	1,5412	1,5412
<b>Estimert driftsinntekt</b>	<b>71 759 537</b>	<b>67 945 947</b>	<b>65 073 192</b>	<b>67 320 440</b>

Driftsinntekt (1000 kr)	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>Laksepris (kr per kg)</b>	80	80	80	80
<b>Slaktevolum (tonn)</b>	568 392	591 697	615 956	641 210
<b>Vekst volum</b>	4,10 %	4,10 %	4,10 %	4,10 %
<b>Laksepris*volum</b>	45 471 394	47 335 721	49 276 486	51 296 821
<b>Faktortall</b>	1,5412	1,5412	1,5412	1,5412
<b>Estimert driftsinntekt</b>	<b>70 080 578</b>	<b>72 953 882</b>	<b>75 944 991</b>	<b>79 058 736</b>

Tabell 24: Estimert driftsinntekt 2023-2030

### 6.3 Estimering av kostnader

Når vi skal estimere kostandene til Mowi baserer vi oss også på de historiske tallene i perioden 2018 til 2022. Gjennom å finne ut hvor stor andel i snitt varekostnadene, lønnskostnadene og andre driftskostnader utgjør av driftsinntektene, kan vi estimere disse kostnadene for den eksplisitte perioden. Vi benytter oss av forholdet mellom driftsinntekter og disse kostnadene ettersom vi allerede har estimert driftsinntektene og forholdet mellom disse tenderer å holde seg jevnt selv med vekst eller nedgang i driftsinntekter. Det er derfor et godt estimat for kostandene å basere de på driftsinntektene.

#### 6.3.1 Varekostnad

I perioden 2018 til 2022 har varekostnaden i snitt utgjort 49,87 % av driftsinntektene til Mowi. Vi benytter dette som grunnlag når vi estimerer de fremtidige varekostnadene.

Varekostnad (1000 kr)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Driftsinntekt</b>	36 580 714	40 750 767	40 309 832	42 712 490	49 923 864
<b>Varekostnad</b>	17 388 314	20 799 050	22 685 001	21 061 466	22 562 232
<b>Varekostnad/ driftsinntekt</b>	47,53 %	51,04 %	56,28 %	49,31 %	45,19 %

<b>Gjennomsnittlig andel av driftsinntekter</b>	<b>49,87%</b>
---	---------------

Tabell 25: Varekostnad 2018-2022

Varekostnad (1000 kr)	2023e	2024e	2025e	2026e
Estimert driftsinntekt	71 759 573	67 945 947	65 073 192	67 320 440
<b>Estimert varekostnad (49,87 % av driftsinntekt)</b>	<b>35 786 999</b>	<b>33 885 117</b>	<b>32 452 454</b>	<b>33 573 172</b>

Varekostnad (1000 kr)	2027e	2028e	2029e	2030e
Estimert driftsinntekt	70 080 578	72 953 882	75 944 991	79 058 736
<b>Estimert varekostnad (49,87 % av driftsinntekt)</b>	<b>34 949 673</b>	<b>36 382 609</b>	<b>37 874 296</b>	<b>39 427 142</b>

Tabell 26: Estimert varekostnad 2023-2030

### 6.3.2 Lønnskostnad

For å finne lønnskostnadene til Mowi, benytter vi oss av samme metode som ved varekostnadene. Vi fant at lønnskostnadene utgjorde 13,53 % av driftsinntektene i snitt de siste fem årene.

Lønnskostnad (1000 kr)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Driftsinntekt</b>	36 580 714	40 750 767	40 309 832	42 712 490	49 923 864
<b>Lønnskostnad</b>	4 846 081	5 556 923	5 982 151	5 773 606	6 193 752
<b>Lønnskostnad/ Driftsinntekt</b>	13,25 %	13,64 %	14,84 %	13,52 %	12,41 %

<b>Gjennomsnittlig andel av driftsinntekter</b>	<b>13,53 %</b>
---	----------------

Tabell 27: Lønnskostnad 2018-2022

Lønnskostnad (1000 kr)	2023e	2024e	2025e	2026e
Estimert driftsinntekt	71 759 573	67 945 947	65 073 192	67 320 440
<b>Estimert lønnskostnad (13,53 % av driftsinntekt)</b>	<b>9 708 811</b>	<b>9 192 841</b>	<b>8 804 168</b>	<b>9 108 213</b>

Lønnskostnad (1000 kr)	2027e	2028e	2029e	2030e
Estimert driftsinntekt	70 080 578	72 953 882	75 944 991	79 058 736
<b>Estimert lønnskostnad (13,53 % av driftsinntekt)</b>	<b>9 481 649</b>	<b>9 870 397</b>	<b>10 275 083</b>	<b>10 696 362</b>

Tabell 28: Estimert lønnskostnad 2023-2030

### 6.3.3 Andre driftskostnader

Vi estimerer andre driftskostnader på samme måte som vi gjorde med varekostnadene og lønnskostnadene. Vi kom her frem til at de siste fem årene har andre driftskostnader utgjort 13,49 % av driftsinntektene til Mowi.

Andre driftskostnader (1000 kr)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Driftsinntekt</b>	36 580 714	40 750 767	40 309 832	42 712 490	49 923 864
<b>Andre driftskostnader</b>	5 297 102	5 497 807	6 057 196	5 204 378	6 133 128
<b>Andre driftskostnader/ Driftsinntekt</b>	14,48 %	13,49 %	15,03 %	12,18 %	12,28 %

<b>Gjennomsnittlig andel av driftsinntekter</b>	<b>13,49 %</b>
---	----------------

Tabell 29: Andre driftskostnader 2018-2022

Andre driftskostnader (1000 kr)	2023e	2024e	2025e	2026e
Estimert driftsinntekt	71 759 573	67 945 947	65 073 192	67 320 440
<b>Estimerte andre driftskostnader (13,49 % av driftsinntekt)</b>	<b>9 682 966</b>	<b>9 168 370</b>	<b>8 780 731</b>	<b>9 083 966</b>



Andre driftskostnader (1000 kr)	2027e	2028e	2029e	2030e
Estimert driftsinntekt	70 080 578	72 953 882	75 944 991	79 058 736
<b>Estimerte andre driftskostnader (13,49 % av driftsinntekt)</b>	<b>9 456 409</b>	<b>9 844 122</b>	<b>10 247 731</b>	<b>10 667 888</b>

Tabell 30: Estimerte andre driftskostnader 2023-2030

### 6.3.4 Avskrivninger og nedskrivninger

Kontantstrømmen til et selskap blir ikke direkte påvirket av avskrivninger og nedskrivninger, ettersom det ikke er en innbetaling eller en utbetaling. Men ettersom selskaper betaler skatt, som inngår i kontantstrømmen, må vi ta hensyn til avskrivninger og nedskrivninger ettersom de påvirker skatten selskapet betaler. Vi benytter oss her også av forholdet mellom avskrivninger og nedskrivninger og driftsinntekter til å estimere disse. Vi kom frem til at de siste fem årene har avskrivninger og nedskrivninger utgjort 7,39 % av driftsinntektene til Mowi, der avskrivninger utgjør den største andelen.

Avskrivninger og nedskrivninger (1000 kr)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Driftsinntekt</b>	36 580 714	40 750 767	40 309 832	42 712 490	49 923 864
<b>Avskrivninger og nedskrivninger</b>	1 573 777	2 827 725	3 623 597	3 791 470	3 910 248
<b>Andel av driftsinntekter</b>	4,30 %	6,94 %	8,99 %	8,88 %	7,83 %

<b>Gjennomsnittlig andel av driftsinntekter</b>	<b>7,39 %</b>
---	---------------

Tabell 31: Avskrivninger og nedskrivninger 2018-2022

Avskrivninger og nedskrivninger (1000 kr)	2023e	2024e	2025e	2026e
Estimert driftsinntekt	71 759 573	67 945 947	65 073 192	67 320 440
<b>Estimerte avskrivninger og nedskrivninger (7,39 % av driftsinntekt)</b>	<b>5 301 566</b>	<b>5 019 817</b>	<b>4 807 579</b>	<b>4 973 605</b>

Avskrivninger og nedskrivninger (1000 kr)	2027e	2028e	2029e	2030e
Estimert driftsinntekt	70 080 578	72 953 882	75 944 991	79 058 736
<b>Estimerte avskrivninger og nedskrivninger (7,39 % av driftsinntekt)</b>	<b>5 177 523</b>	<b>5 389 801</b>	<b>5 610 783</b>	<b>5 840 825</b>

Tabell 32: Estimerte avskrivninger og nedskrivninger 2023-2030

### 6.3.5 Leverandørgjeld

Endringer i leverandørgjelden påvirker kontantstrømmen til et selskap, økt leverandørgjeld bedrer kontantstrømmen, mens en reduksjon reduserer kontantstrømmen. Vi må derfor estimere den for Mowi. Til å estimere leverandørgjelden ser vi på forholdet mellom leverandørgjeld og varekostnaden, da disse er tett knyttet til hverandre. Vi kom frem til at de siste fem årene har leverandørgjelden utgjort 16,61 % av varekostnaden til Mowi i snitt.

Leverandørgjeld (1000 kr)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Varekostnad</b>	17 388 314	20 799 050	22 685 001	21 061 466	22 562 232
<b>Leverandørgjeld</b>	2 686 936	2 926 525	3 398 462	3 994 766	4 415 448
<b>Andel av varekostnad</b>	15,45 %	14,07 %	14,98 %	18,97 %	19,57 %
<b>Gjennomsnittlig andel av varekostnad</b>	<b>16,61 %</b>				

Tabell 33: Leverandørgjeld 2018-2022

Leverandørgjeld (1000 kr)	2023e	2024e	2025e	2026e
Estimert varekostnad	35 786 999	33 885 117	32 452 454	33 573 172
Estimert leverandørgjeld (16,61 % av varekostnad)	5 943 509	5 627 645	5 389 708	5 575 837
<b>Ending leverandørgjeld</b>	<b>1 528 061</b>	<b>- 315 865</b>	<b>- 237 937</b>	<b>186 129</b>

Leverandørgjeld (1000 kr)	2027e	2028e	2029e	2030e
Estimert varekostnad	34 949 673	36 382 609	37 874 296	39 427 142
Estimert leverandørgjeld (16,61 % av varekostnad)	5 804 446	6 042 428	6 290 168	6 548 065
<b>Endring leverandørgjeld</b>	<b>228 609</b>	<b>237 982</b>	<b>247 740</b>	<b>257 897</b>

Tabell 34: Estimert leverandørgjeld 2023-2030

### 6.3.6 Varelager

I likhet med endringer i leverandørgjelden, påvirker endringer i varelageret kontantstrømmen til selskapet. En økning i varelageret reduserer kontantstrømmen, mens en reduksjon i varelageret bedrer den. Vi finner endringen i varelageret på samme måte som leverandørgjelden ved å se på forholdet til varekostnaden. Vi kom frem til at i snitt de siste fem årene har varelageret utgjort 95,38 % av varekostnaden.

Varelager (1000 kr)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Varekostnad</b>	17 388 314	20 799 050	22 685 001	21 061 466	22 562 232
<b>Varelager</b>	17 704 989	18 158 526	18 771 946	19 445 262	25 421 644
<b>Andel av varekostnad</b>	101,82 %	87,30 %	82,75 %	92,33 %	112,67 %

<b>Gjennomsnittlig andel av varekostnad</b>	<b>95,38 %</b>
---	----------------

Tabell 35: Varelager 2018-2022

Varelager (1000 kr)	2023e	2024e	2025e	2026e
Estimert varekostnad	35 786 999	33 885 117	32 452 454	33 573 172
Estimert varelager (95,38 % av varekostnad)	34 131 925	32 318 001	30 951 596	32 020 484
<b>Ending varelager</b>	<b>8 710 261</b>	<b>- 1 813 924</b>	<b>- 1 366 405</b>	<b>1 068 887</b>

Varelager (1000 kr)	2027e	2028e	2029e	2030e
Estimert varekostnad	34 949 673	36 382 609	37 874 296	39 427 142
Estimert varelager (95,38 % av varekostnad)	33 333 323	34 699 990	36 122 689	37 603 720
<b>Ending varelager</b>	<b>1 312 840</b>	<b>1 366 666</b>	<b>1 422 700</b>	<b>1 481 030</b>

Tabell 36: Estimert varelager 2023-2030

### 6.3.7 Kundefordringer

Kundefordringer påvirker i likhet med varelageret kontantstrømmen ved at en økning i kundefordringer reduserer kontantstrømmen. For å estimere kundefordringene benytter vi oss av driftsinntektene, vi fant her at i snitt de siste fem årene har kundefordringer utgjort 12,21 % av driftsinntektene.

Kundefordringer (1000 kr)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Driftsinntekt</b>	36 580 714	40 750 767	40 309 832	42 712 490	49 923 864
<b>Kundefordringer</b>	4 730 927	4 975 614	4 867 198	5 001 082	6 062 400
<b>Andel av driftsinntekter</b>	12,93 %	12,21 %	12,07 %	11,71 %	12,14 %

<b>Gjennomsnittlig andel av driftsinntekter</b>	<b>12,21 %</b>
---	----------------

Tabell 37: Kundefordringer 2018-2022

Kundefordringer (1000 kr)	2023e	2024e	2025e	2026e
Estimert driftsinntekt	71 759 573	67 945 947	65 073 192	67 320 440
Estimerte kundefordringer (12,21 % av driftsinntekt)	8 764 596	8 298 806	7 947 933	8 222 408
<b>Endring kundefordringer</b>	<b>2 702 196</b>	<b>- 465 709</b>	<b>- 350 874</b>	<b>274 475</b>

Kundefordringer (1000 kr)	2027e	2028e	2029e	2030e
Estimert driftsinntekt	70 080 578	72 953 882	75 944 991	79 058 736
Estimerte kundefordringer (12,21 % av driftsinntekt)	8 559 527	8 910 467	9 275 796	9 656 104
<b>Endring kundefordringer</b>	<b>337 199</b>	<b>350 941</b>	<b>365 329</b>	<b>380 308</b>

Tabell 38: Estimert kundefordringer 2023-2030

## 6.4 Investeringer

I Mowi sine årsrapporter står det ikke eksplisitt beløp som benyttes til investeringer i regnskapet, vi benytter oss dermed av det de omtaler som «Capital expenditures» i årsrapportene sine som netto investeringer. Når vi skal beregne dette bruker vi her og andel av driftsinntekt til å estimere årlige investeringer. De siste fem årene har investeringer utgjort i snitt 7,28 % av driftsinntekter.

Investeringer (1000 kr)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Driftsinntekt</b>	36 580 714	40 750 767	40 309 832	42 712 490	49 923 864
<b>Netto investeringer</b>	3 262 708	2 817 872	3 312 696	2 449 717	3 293 904
<b>Andel av driftsinntekter</b>	8,92 %	6,91 %	8,22 %	5,74 %	6,60 %

<b>Gjennomsnittlig andel av driftsinntekter</b>	<b>7,28 %</b>
---	---------------

Tabell 39: Investeringer 2018-2022

Investeringer (1000 kr)	2023e	2024e	2025e	2026e
Estimert driftsinntekt	71 759 573	67 945 947	65 073 192	67 320 440
<b>Estimerte netto investeringer</b> (7,28 % av driftsinntekt)	<b>5 222 002</b>	<b>4 944 481</b>	<b>4 735 428</b>	<b>4 898 962</b>

Investeringer (1000 kr)	2027e	2028e	2029e	2030e
Estimert driftsinntekt	70 080 578	72 953 882	75 944 991	79 058 736
<b>Estimerte netto investeringer</b> (7,28 % av driftsinntekt)	<b>5 099 820</b>	<b>5 308 912</b>	<b>5 526 578</b>	<b>5 753 167</b>

Tabell 40: Estimerte netto investeringer 2023-2030

## 6.5 Grunnrenteskatt

Til den siste delen av kontantstrømmen trekker vi inn grunnrenteskatten som er foreslått på oppdrett i Norge. Selv om den er vedtatt lavere enn den opprinnelig ble foreslått av regjeringen, velger vi å sette den til den opprinnelige 40 % beskatningen som ble foreslått. Grunnen til at vi setter den til 40 % er at vi verdsetter til 1.1.2023, og på det tidspunktet var det generelt antatt blant investorer og andre at den ville bli 40 %. Det er kun oppdrettsvirksomheten til Mowi i Norge som blir beskattet med grunnrente skatt, så når vi beregnet denne måtte vi finne oppdrettsvolum i Norge. I årsrapporten for 2022, kommer det frem at Mowi antar at de skal ha et slaktevolum på 290 000 tonn i 2023. Vi finner så driftsinntekter og varekostnad for oppdrett i Norge på samme måte som for hele selskapet over. Det er og et bunnfradrag på skatten på 5000 tonn som er foreslått for å beskytte mindre oppdrettsvirksomheter, fradraget tas høyde for ved beregningen. Når vi finner resultatet fra laks i Norge for Mowi, kan vi estimere hva de må betale i grunnrenteskatt, og trekke dette inn i kontantstrømmen. Siden grunnrenteskatten er basert på lakseprisen i markedet, vil vi beregne resultatet fra laks som følger:

$$\text{Resultat fra laks i Norge} = \text{Laksepris} * \text{volum} - \text{bunnfradrag} - \text{estimert varekost}$$

Her betegnes laksepris \* volum – bunnfradrag som *inntektgrunnlag*

<b>Grunnrenteskatt</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>(1000 kr)</b>				
Laksepris (kr)	96,2	87,5	80,5	80
Slaktevolum Norge (tonn)	290 000	301 890	314 267	327 152
Vekst volum	4,10 %	4,10 %	4,10 %	4,10 %
Laksepris * volum	27 898 000	26 415 375	25 298 533	26 172 197
Bunnfradrag (5000 tonn)	481 000	437 500	402 500	400 000
<b>Inntektsgrunnlag</b>	<b>27 417 000</b>	<b>25 977 875</b>	<b>24 896 000</b>	<b>25 772 197</b>
Estimert driftsinntekt (Norge)	42 996 438	40 711 414	38 990 136	40 336 627
<b>Estimert varekostnad (Norge)</b>	<b>21 442 623</b>	<b>20 303 066</b>	<b>19 444 652</b>	<b>20 116 157</b>
<b>Resultat fra laks i Norge</b>	<b>5 974 377</b>	<b>5 674 809</b>	<b>5 451 381</b>	<b>5 656 039</b>
<b>Grunnrenteskatt (40 %)</b>	<b>2 389 751</b>	<b>2 269 924</b>	<b>2 180 552</b>	<b>2 262 416</b>

<b>Grunnrenteskatt</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	<b>2029e</b>	<b>2030e</b>
<b>(1000 kr)</b>				
Laksepris (kr)	80	80	80	80
Slaktevolum Norge (tonn)	340 556	354 529	369 065	384 196
Vekst volum	4,10 %	4,10 %	4,10 %	4,10 %
Laksepris * volum	27 245 257	28 362 312	29 525 167	30 735 699
Bunnfradrag (5000 tonn)	400 000	400 000	400 000	400 000
<b>Inntektsgrunnlag</b>	<b>26 845 257</b>	<b>27 962 312</b>	<b>29 125 167</b>	<b>30 335 699</b>

Estimert driftsinntekt (Norge)	41 990 429	43 712 037	45 504 230	47 369 904
Estimert varekostnad (Norge)	20 940 920	21 799 497	22 693 277	23 623 701
Resultat fra laks i Norge	5 904 337	6 162 815	6 431 890	6 711 998
Grunnrenteskatt (40 %)	2 361 735	2 465 126	2 572 756	2 684 799

Tabell 41: Beregning grunnrenteskatt (40 %)



## 7. Verdsettelse etter DCF-modellen

I forrige kapittel redegjorde vi for metoden bak verdsettelse med DCF-metoden. Med beregningene vi gjorde i forrige kapittel, kan vi nå sette sammen en kontantstrøm for perioden 2023 til 2030 og neddiskontere denne til å komme frem til selskapets nåverdi.

### 7.1 Kontantstrømmen

Kontantstrøm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	71 759 573	67 945 947	65 073 192	67 320 440	70 080 578	72 953 882	75 944 991	79 058 736
Varekostnad	-35 786 999	-33 885 117	-32 452 454	-33 573 172	-34 949 673	-36 382 609	-37 874 296	-39 427 142
Lønnskostnad	-9 708 811	-9 192 841	-8 804 168	-9 108 213	-9 481 649	-9 870 397	-10 275 083	-10 696 362
Andre driftskostnader	-9 682 966	-9 168 370	-8 780 731	-9 083 966	-9 456 409	-9 844 122	-10 247 731	-10 667 888
Avskrivninger og nedskivninger	-5 301 566	-5 019 817	-4 807 579	-4 973 605	-5 177 523	-5 389 801	-5 610 783	-5 840 825
<b>Driftsresultat</b>	<b>11 279 230</b>	<b>10 679 801</b>	<b>10 228 259</b>	<b>10 581 483</b>	<b>11 015 324</b>	<b>11 466 952</b>	<b>11 937 097</b>	<b>12 426 518</b>
Skatt (22%)	2 481 431	2 349 556	2 250 217	2 327 926	2 423 371	2 522 730	2 626 161	2 733 834
Grunnrenteskatt	2 389 751	2 269 924	2 180 552	2 262 416	2 361 735	2 465 126	2 572 756	2 684 799
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>6 408 049</b>	<b>6 060 321</b>	<b>5 797 490</b>	<b>5 991 141</b>	<b>6 230 218</b>	<b>6 479 097</b>	<b>6 738 180</b>	<b>7 007 885</b>
Avskrivninger og nedskivninger	5 301 566	5 019 817	4 807 579	4 973 605	5 177 523	5 389 801	5 610 783	5 840 825
Endring varebeholdning	-8 710 261	1 813 924	1 366 405	-1 068 887	-1 312 840	-1 366 666	-1 422 700	-1 481 030
Endring kundefordringer	-2 702 196	465 790	350 874	-274 475	-337 119	-350 941	-365 329	-380 308
Endring Levrandørgjeld	1 528 061	-315 865	-237 937	186 129	228 609	237 982	247 740	257 897
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>1 825 219</b>	<b>13 043 987</b>	<b>12 084 411</b>	<b>9 807 513</b>	<b>9 986 392</b>	<b>10 389 274</b>	<b>10 808 674</b>	<b>11 245 270</b>
Investeringer	-5 222 002	-4 944 481	-4 735 428	-4 898 962	-5 099 820	-5 308 912	-5 526 578	-5 753 167
<b>FCF</b>	<b>-3 396 783</b>	<b>8 099 506</b>	<b>7 348 983</b>	<b>4 908 550</b>	<b>4 886 572</b>	<b>5 080 361</b>	<b>5 282 096</b>	<b>5 492 102</b>

Tabell 42: Kontantstrøm (1000 kr)

### 7.2 Terminalverdien

For å finne terminalverdien til selskapet, benytter vi oss av Gordons formel. Gordons formel går ut på å ta den siste kontantstrømmen og dele den på avkastningskravet til bedriften fratrukket forventet vekst.

I Gordons formel har man et ledd som kalles for  $g$ , som representerer fremtidig vekst i selskapet. Det er naturlig å sette vekstraten nær inflasjonsmålet i pengepolitikken på 2 %, ettersom dette kan regnes som et mål på samlet vekst i økonomien til et land. I årsrapporten til Mowi for 2022 kommer det frem at der har vært en samlet vekst på 4,1 % i bransjen de siste årene og Mowi har hatt en vekst på over 10 %. Vi velger å ha en mer nøktern tilnærming til vekst for Mowi i fremtiden, da det er knapphet på ressursene som er deres hovedinntekt, og for å unngå at terminalleddet blir uendelig stort. På bakgrunn av at det finnes et metningspunkt i oppdrettsnæringen og at de fremover blir beskattet hardere enn tidligere, velger vi å sette vekstraten til 1,5 %, ettersom dette er veksten til evig tid.

WACC	4,40 %
g	1,50 %

Terminalverdi	
FCF	189084071,4
Diskonteringsfaktor	1,411745704
Nåverdi	133936353,3

Tabell 43: Terminalverdi (1000 kr)

### 7.3 Verdsettelse etter DCF-metoden

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminalverdi
FCF	-3 396 783	8 099 506	7 348 983	4 908 550	4 886 572	5 080 361	5 282 096	5 492 102	189 084 071
Diskonteringsfaktor	1,044045821	1,090031676	1,138043016	1,188169055	1,240502937	1,295141907	1,352187496	1,411745704	1,411745704
Nåverdi	-3 253 480	7 430 524	6 457 561	4 131 189	3 939 186	3 922 629	3 906 334	3 890 291	133 936 353
Sum Nåverdi	<b>164 360 587</b>								

Tabell 44: Verdsettelse MOWI ASA (2023-2030) (1000 kr)

Vi har nå kommet frem til summen av nåverdiene til Mowi i perioden 2023 til 2030 og terminalleddet. Verdien vi har kommet frem til er i tusen kroner, så virksomhetsverdien til Mowi blir da 164 360 587 468 kr etter våre beregninger. For å komme frem til verdien på egenkapitalen, som er den vi må finne må vi trekke ut gjelden til Mowi per 31.12.2022. Ifølge årsrapporten for 2022 var samlet gjeld på 38 840 786 400 kr. Vi trekker så ut gjelden for å finne egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen til Mowi blir da 125 519 801 068 kr. Mowi har (per 31.12.2022) 517 100 000 utstedte aksjer. Aksjekursen finner vi så ved å dele egenkapitalen på antallet aksjer.

$$\text{Aksjekurs} = \frac{125\,519\,801\,068}{517\,100\,000} = 242,74 \text{ kr}$$

Etter våreberegninger blir da verdien per aksje 242,74 kr den 31.12.2022.

Sum nåverdi	164 360 587 468
Sum gjeld	38 840 786 400
Grunnlag	125 519 801 068
Antall Akjsjer	517 100 000
<b>Aksjekurs</b>	<b>242,74</b>

Tabell 45: Aksjekurs

En aksjekurs på 242,47 kr er 46,5 % over den faktiske kursen 31.12.2022 på 165,53 kr. Så ifølge våre estimater var Mowi på det tidspunktet underpriset, noe som kan skyldes i hovedsak sterk overvurdering av effekten av grunnrenteskatten. Man vet ennå ikke hvordan denne skatten kommer til å påvirke Mowi, men etter våre estimater, vil de ikke bli påvirket i

like stor grad som det markedet forventer. Det er og flere faktorer som spiller inn i våre beregninger, i den eksplisitte perioden har vi lagt til grunnlag en vekst på 4,1% som følger historisk vekst de siste årene, mens vi har vært mer nøktern i vekstraten til terminalleddet. Kanskje vi har forventet for stor vekst i den eksplisitte perioden, og veksten kommer til å stagnere tidligere enn vi forventer.

## 8. Markedsbasert verdsettelse

En markedsbasert verdsettelse av et selskap gjøres ved å bruke ulike finansielle nøkkeltall og sammenligne dem med lignende selskaper i samme bransje. For å estimere verdien av Mowi vil det i denne oppgaven brukes følgende multipler: P/E, P/B, EV/EBIT og EV/KG.

Vi velger å sammenligne Mowi med selskapene Salmar, Lerøy Seafood og Grieg Seafood. Dette er selskaper som tilfredsstillt kravet om bransjetilhørighet og har lakseoppdrett som sin primære inntektskilde. De er alle norskregistrerte aksjeselskaper børsnotert på Oslo Børs, og er i stor grad utsatt for samme makroøkonomiske forhold som Mowi.

### 8.1 Price to Earnings (P/E)

*Price to Earnings* uttrykker markedsverdien til selskapene i forhold til inntjeningen. P/E-verdiene finnes ved å dele aksjekursene per 31.12.2022 med selskapenes inntjening per aksje (*Earnings Per Share, EPS*) for 2022. Mowis estimerte aksjekurs finnes ved å multiplisere bransjens gjennomsnittlige P/E-verdi med Mowis EPS for 2022. Tabellen under viser at gjennomsnittlig P/E for bransjen var 11,92, noe som gir en aksjekurs for Mowi på 181,84 kroner.

	Mowi	Salmar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood
EPS	15,25	22,61	4,42	10,7
Aksjekurs 31.12.2022	165,53	384,8	55,15	78,6
P/E	10,85	17,02	12,48	7,35

Gjennomsnittlig P/E	11,92
---------------------	-------

Estimert aksjekurs	181,84
--------------------	--------

Tabell 46: Price to earnings MOWI

### 8.2 Price to Book (P/B)

*Price to Book* sier noe om selskapenes markedsverdi sammenlignet med deres bokførte verdier. For å finne P/B-verdiene for selskapene deles aksjekursene per 31.12.2022 med selskapenes egenkapital per aksje på samme tidspunkt. P/B-verdi for bransjen ble funnet til å være 1,88, noe som gir en estimert aksjekurs for Mowi på 135,59 kroner.

	Mowi	Salmar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood
Egenkapital (mNOK)	37247,45	24155,00	21023,69	6485,71
Antall aksjer (m)	517,11	145,12	595,48	112,03
EK per aksje	72,03	166,45	35,31	57,89
Aksjekurs 31.12.2022	165,53	384,8	55,15	78,6
P/B	2,30	2,31	1,56	1,36

Gjennomsnittlig P/B	1,88
---------------------	------

Estimert aksjekurs	135,59
--------------------	--------

Tabell 47: Price to book MOWI

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

*Enterprise value to Earnings Before Interest and Tax* uttrykker forholdet mellom selskapsverdi og driftsresultat. Selskapsverdi er et mål på et selskaps totale verdi, og kan regnes ut ved å ta summen av selskapets markedsverdi og gjeld fratrukket kontantbeholdning. Tabell og utregning under viser at gjennomsnittlig EV/EBIT for bransjen var 10,69, noe som gir en estimert aksjekurs for Mowi på 178,95 kroner.

	Mowi	Salmar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood
Markedsverdi (mNOK)	85597,22	55842,18	32840,72	8805,56
Netto gjeld (mNOK)	17768,58	19079,00	4346,08	2222,52
Kontantbeholdning (mNOK)	1803,22	2746,00	3304,88	642,72
EBIT	10153,62	4465,00	3194,88	1739,00
EV/EBIT	10,00	16,16	10,61	5,97

Gjennomsnitlig EV/EBIT	10,69
------------------------	-------

Estimert aksjekurs	
Gjennomsnitlig EV/EBIT	10,69
x EBIT	10153,62
= EV	108502,49
- Netto gjeld	17768,58
+ Kontantbeholdning	1803,22
= Markedsverdi	92537,13
/ Antall aksjer	517,11
= Aksjekurs	178,95

Tabell 48: Enterprise Value to Earnings Before Interest and Tax MOWI

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

*Enterprise value to kilograms* viser forholdet mellom selskapsverdi og selskapets slaktevolum i kilogram. Gjennomsnittlig EV/kg for bransjen ble 212,96 og estimert aksjekurs for Mowi per 31.12.2022 ble 160,06 kroner.

	Mowi	Salmar	Lerøy Seafood	Grieg Seafood
EV (1000 NOK)	101562577,14	72175176,00	33881927,00	10385361,00
Slaktevolum (1000 kg)	463635,00	193700,00	246355,00	84697,00
EV/kg	219,06	372,61	137,53	122,62

Gjennomsnittlig EV/kg	212,96
-----------------------	--------

Estimert aksjekurs	
Gjennomsnittlig EV/kg	212,96
x Slaktevolum	463635,00
= EV	98733522,54
- Netto gjeld	17768583,69
+ Kontantbeholdning	1803224,85
= Markedsverdi	82768163,70
/ Antall aksjer	517110,00
= Aksjekurs	160,06

Tabell 49: Enterprise Value to kilograms MOWI

## 8.5 Oppsummering

Vi finner den estimerte aksjekursen for Mowi ved å ta gjennomsnittet av de fire multiplene. Det gir en aksjekurs på 164,11 kroner, noe som er veldig nære den faktiske aksjekursen 31.12.2022 på 165,53 kroner. Det vil si at ved verdsettelse ved bruk av multipler kan det se ut til at Mowi er riktig priset i markedet.

Multipel	Estimert aksjekurs
P/E	181,84
P/B	135,59
EV/EBIT	178,95
EV/kg	160,06
Gjennomsnitt	164,11

Tabell 50: Markedsbasert verdsettelse MOWI

## 9. Sensitivitetsanalyse

Vi vil i dette kapittelet gjennomføre en sensitivitetsanalyse basert de kontantstrømmene vi fant tidligere. Vi vil i denne analysen til å se på hvordan noen usikkerhetsfaktorer kan påvirke verdien til Mowi. Vi vil se på vekstraten, WACC og grunnrenteskatten i denne analysen. Vi har valgt å se på hvordan trinnvise endinger på 10 % på de ulike momentene for å se hvordan aksjekursen blir påvirket. Det vil si at 0,90 tilsier en nedgang på 10 % og 1,10 tilsvarer en oppgang på 10 %. For WACC vil 1 tilsvare 4,405 %, for vekstraten er 1 lik 1,5 % og for grunnrenteskatten er 1 lik 40 %.

		Vekstrate				
		0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
WACC	0,80	307,49	329,83	355,49	385,25	420,19
	0,90	255,90	271,52	289,04	308,83	331,36
	1,00	218,49	230,02	242,74	256,84	272,57
	1,10	190,12	198,98	208,63	219,19	230,79
	1,20	167,87	174,89	182,46	190,66	199,57

Tabell 51: WACC/Vekstrate terminalledd

I tabellen over ser vi på hvordan endinger i WACC og vekstraten for terminalleddet påvirker aksjekursen. Vi har her hold WACC for den eksplisitte perioden lik 4,40 % som benyttet tidligere, mens vi har kjørt en analyse på hvordan ulike verdier på WACC og vekstraten påvirker aksjekursen. Når vi kun endrer på WACC til terminalleddet vil en 10% øking i WACC føre til en 14,1 % nedgang i aksjekursen. En 10 % øking i vekstraten fører til en 5,8 % øking i aksjekursen. Vi ser at endinger i WACC påvirker aksjekursen i større grad enn det en endring i vekstraten. Vi kan se fra tabellen at dersom vi øker WACC med 20 % for beregningen av terminalleddet og senker vekstraten med 20 %, vil vi få en kurs nære markedskursen 31.12.2023.

Under ser vi på når vi endrer WACC for hele perioden, ikke bare terminalleddet.

		Vekstrate				
		0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
WACC	0,80	332,70	356,61	384,07	415,92	453,31
	0,90	266,50	282,65	300,77	321,24	344,55
	1,00	218,49	230,02	242,74	256,84	272,57
	1,10	182,09	190,65	199,98	210,19	221,41
	1,20	153,53	160,09	167,17	174,84	183,17

Tabell 52: WACC/Vekstrate hele perioden

Her, som i den første tabellen som bare tok for seg terminalleddet, vil en 10 % økning i vekstraten gi en 5,81 % økning i aksjekursen, gitt at WACC er 4,40 %. Når vi endrer WACC med 10 % for hele perioden fører det til en nedgang i aksjekursen på 17,6 %. Vi ser og at her, vil en øking i WACC på 20 % gi en aksjekurs lik markedskursen 31.12.2022, men her er den nærmest kursen om vi holder vekstraten lik 1,5 % og øker WACC til ca. 5,30 %.

		Grunnrenteskatt				
		0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
WACC	0,80	429,31	406,69	384,07	361,45	338,38
	0,90	337,88	319,33	300,77	282,22	263,67
	1,00	274,17	258,46	242,74	227,02	211,30
	1,10	227,24	213,61	199,98	186,35	172,72
	1,20	191,23	179,20	167,17	155,15	143,12

Tabell 53: WACC/Grunnrenteskatt

I den siste analysen ser vi på hvordan endringer i WACC og grunnrenteskatten påvirker aksjekursen. Endringer i WACC er lik som i tabellen over, mens en 10 % økning i grunnrenteskatten vil gi en nedgang på 6,5 % i aksjekursen. Vi ser her at det er samme scenario som i forrige tabell som gir aksjekurs nærmest markedskursen den 31.12.2022, noe som tilsier at en grunnrenteskatt på 40 % var noe som ble forventet i markedet på det tidspunktet.

## 9.1 Diskusjon

Ut ifra sensitivitetsanalysen kan vi konkludere med at endringer i WACC påvirker aksjekursen mer enn det endringer i vekstrate og grunnrenteskatten gjør. Vi fant i alle tre alternativene aksjekurser som samsvarer med markedskursen den 31.12.2022 basert på kontantstrømmene vi beregnet tidligere. I alle tilfellene var det en høyere WACC enn det vi har beregnet som ga kurs tilsvarende markedsverdien, noe som kan tilsa at investorer forventer høyere avkastning på det å eie en Mowi aksje enn det vi har beregnet.

Gjennom markedsbasert verdsettelse kom vi frem til en verdi kom vi frem til en verdi som var nære den faktiske markedsverdien 31.12.2022, noe som tyder på at de øvrige aktørene i markedet blir priset på samme grunnlag som Mowi.

Koronapandemien i 2020 påvirket Mowi i stor grad, noe vi kan se på regnskapet fra 2020. Kontantstrømmene vi kom frem til baserte seg på regnskapstall som inkluderte dette året, som var et unntaksår, noe som kan ha påvirket vårt resultat. Nedstigninger påvirket Mowi,



ved at de ikke fikk solgt like mye som tidligere år, noe som kommer tydelig frem i resultatregnskapet. Man kan ikke utelukke at nedstigninger og pandemier er noe som kan skje i fremtiden og er å regne som en risikofaktor for Mowi.

Mowi blir og påvirket i stor grad av politiske vedtak som grunnrenteskatt og produksjonsavgift knyttet til oppdrett i Norge. Det er allerede vedtatt i 2023 at det skal innføres en grunnrenteskatt på oppdrett i Norge, i tillegg til at det i 2020 ble innført en produksjonsavgift knyttet til oppdrett. At det kommer endringer på både avgifter og skatt knyttet til oppdrett i fremtiden er høyst sannsynlig. Gjennom at det kommer flere reguleringer knyttet til tradisjonelloppdrett, gjør det mer attraktivt for nye aktører å satse på landbasert oppdrett, noe som vil øke konkurransen til Mowi i markedet. Mowi er nødt til å holde seg oppdatert på hvilke vedtak som blir fattet for å tilpasse seg for å kunne holde på sin posisjon i markedet.

Det er flere risikofaktorer knyttet til Mowi og oppdrettsnæringen enn de nevnt over. Faktorer som kronekurs og renter er også med på å påvirke verdien til Mowi. Kronekursen er viktig for Mowi ettersom de fører sine regnskap i euro. Når kronen er svak, vil de ha mer til å betale Norske avgifter og skatt med, men de vil ikke få den samme økningen i resultat og inntekter som sine norske konkurrenter, ettersom de ikke drar nytte av valutaeffekten. Når kronen er sterk vil norske avgifter og skatter være dyrere å betale, men det vil og ha mindre effekt på årsresultatet til Mowi enn det vil for de øvrige norske konkurrentene i markedet. I 2023 har inflasjon og renter vært høye, særlig sammenliknet med de par foregående årene. Høy rente fører til økning i avkastningen som investorer forventer, noe som og påvirker verdien til Mowi.

Det er mange faktorer som påvirker Mowi, og det er usikkerhet rundt hvordan etterspørsel, laksepris, renter, kronekurs, skatter, avgifter, osv. utvikler seg. Det gjør det derfor vanskelig å predikere utviklingen til Mowi da det er flere uforutsette faktorer som kan spille inn.

## 10. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven var å gjennomføre en verdsettelse av Mowi ASA for å kunne svare på problemstillingen vår «*Hva er verdien på en aksje i Mowi ASA per 31.12.2022?*». Ut ifra dette skulle vi konkludere om aksjen var underpriset, overpriset eller riktig priset i markedet. Vi har funnet at den er underpriset.

Konklusjonen bygger vi på vår strategiske analyse og regnskapsanalyse som munnet ut i en kontantstrøm, så vel som multiplbasert verdsettelse av aksjen. Det kan rettes kritikk mot at vi kun har benyttet offentlig tilgjengelig informasjon i vår analyse av Mowi, da det kan være momenter som påvirker verdsettelsen som ikke inngår i vår analyse. Vi har og kun estimerer på laksepris frem til 2025 og slaktevolum til 2023 fra eksterne kilder, resten er estimerer basert på antagelser vi har foretatt. Beregninger er og basert på dagens estimerer av kronekurs og rentenivå, noe som kan endre seg i fremtiden uten at vi får inkludert dette i vår analyse. Vi vil likevel hevde at vår analyse er solid fundert: Gjennom en strategisk analyse kom vi frem til noen styrker og svakheter hos Mowi. Gjennom analysen kom vi frem til at noen av de største styrkene til Mowi er at de har en integrert næringskjede, stordriftsfordeler og en sterk merkevare. Den integrerte næringskjeden sørger for at de ikke er avhengige av øvrige aktører for at de skal kunne vedlikeholde produksjonen. Vi konkluderte og med at Mowi nyter godt av stordriftsfordeler og har en sterk merkevare som gir de en fordel i markedet. Av svakheter vi kom frem til er det verd å nevne faren ved sykdom og rømning blant laksen. Det kan komme nye sykdommer i anleggene til Mowi som de ikke klarer å kontrollere, noe som påvirker både inntjening og merkevaren til Mowi. En potensiell trussel for Mowi er landbasert oppdrett som øker konkurransen, men vi ser og på dette som en mulighet for Mowi til å utvide sitt marked.

Ut ifra regnskapsanalysen vi gjennomførte konkluderte vi med at det er en jevnt over positiv tendens i lønnsomheten til Mowi, mens likviditeten er nedadgående. Vi kom og frem til at Mowi leverer positive resultater selv i dårlige år, noe som ga oss utgangspunkt til å anta vekst ved beregning av kontantstrømmer.

Gjennom den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til en pris på 242,74 kr per aksje, noe som var 46,5 % over den faktiske markedsprisen 31.12.2022 på 165,53 kr. Med bakgrunn i den fundamentale verdsettelsen konkluderte vi med at Mowi var underpriset på verdsettelses tidspunktet.

Vi gjennomførte og en markedsbasert verdsettelse med multipler hvor vi kom frem til en pris på 164,11 kr. Dette er svært nære den faktiske prisen i markedet, som tilsier at Mowi var riktig priset i markedet på verdsettelses tidspunktet.

Basert på de to verdsettelsene har vi konkludert med at Mowi var underpriset den 31.12.2022, men ikke til like stor grad som den fundamentale verdsettelsen tilsier.

Vi velger å vekte 75 % til den fundamentale verdsettelsen og 25 % til den markedsbaserte verdsettelsen da valget av selskap vi sammenlikner med har stor påvirkning på den markedsbaserte verdsettelsen. Vi kom frem til en endelig vektet verdi på 223,08 kr og konkluderer med at Mowi var underpriset.

## Kilder:

Akvakulturloven (2006) *Lov om akvakultur*. Tilgjengelig fra:

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79> (Hentet: 27 mars 2023)

Aurdal, B.H (2022) *Mowi kåret til verdens mest bærekraftige proteinprodusent*, *finansavisen.no*. Tilgjengelig fra:

<https://www.finansavisen.no/nyheter/sjomat/2022/12/06/7966611/mowi-karet-til-verdens-mest-baerekraftige-proteinprodusent> (Hentet 27.03.23)

Berge, A. (2018) Marine Harvest er nå større enn fødselshjelperen Norsk Hydro, *ilaks.no*

Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/marine-harvest-er-na-storre-enn-fodseshjelperen-norsk-hydro/> (Hentet 12. april 2023)

Bringslid, M., M. (2021) Mowi-sjefen har ikke tro på lukkede anlegg. Varsler satsing på digitalisering, *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/jBmo6A/mowi-sjefen-har-ikke-tro-paa-lukkede-anlegg-varsler-satsing-paa-digitalisering> (Hentet: 10 mars 2023)

Bjergaard, A., P. (2021) Satser knallhardt på merkevarebygging, *finansavisen.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.finansavisen.no/nyheter/sjomat/2021/05/19/7675523/mowi-satser-knallhardt-merkevarebygging> (Hentet 10. april)

Fishpool (2023) *Forward Prices*. Tilgjengelig fra: <https://fishpool.eu/forward-prices/> (Hentet 04.04.2023)

Fishpool (2023) *Price History*. Tilgjengelig fra: <https://fishpool.eu/price-history/> (Hentet 04.04.2023)

Fiskeridirektoratet (2023) *Tildelingsprosessen*. Tilgjengelig fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen> (Hentet 15.02.23)

Furuset, A., H. (2021) Mowi skal ha «Smart Farming» innen 2025, *intrafish.no* Tilgjengelig

fra: <https://www.intrafish.no/finans/mowi-skal-ha-smart-farming-innen-2025/2-1-981852> (Hentet 10. april 2023)

Grieg Seafood ASA (2023) *Q4 Report 2022* Tilgjengelig fra:

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/58a237499b6a821a9079c782fd24a16a2bfef074.pdf> (Hentet: 27.02.2023)

Guttormsen, M. & Rønning, S. (2023) Slik mener eksperter at oppdretterne kan unngå ny lakseskatt, *NRK.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/nordland/eksperter-mener-dette-grepet-kan-gjore-at-lakseoppdrettere-kan-omga-grunnrenteskatt-1.16242777> (Hentet: 15. februar 2023).

Havforskningsinstituttet (2021) Tema: Landbaserte oppdrettsanlegg/lukkede anlegg, *hi.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.hi.no/hi/temasider/akvakultur/landbaserte-oppdrettsanlegg-lukkede-anlegg> (Hentet: 10. mars 2023)

Høgseth, M. *et al.* (2023) Over en fjerdedel av Salmars markedsverdi forduftet, *E24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/rlWB2m/over-en-fjerdedel-av-salmars-markedsverdi-forduftet> (Hentet: 16. februar 2023).

iLaks (2021) Mowi utelukker ikke landbasert oppdrett. *iLaks.no*. Tilgjengelig fra: <https://ilaks.no/mowi-utelukker-ikke-landbasert-oppdrett/> (Hentet: 10. mars 2023)

Knudsen, C. (2023) Mowi skal kutte 435 jobber uavhengig av lakseskatten, *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/0Q3qMo/mowi-skal-kutte-435-jobber-uavhengig-av-lakseskatten> (Hentet: 18. februar 2023).

Knudsen, C. & Ghaderi, H. (2022) Norske lakseoppdrettere får medhold i Canada, *Aftenbladet.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.aftenbladet.no/okonomi/i/QyzlXW/norske-lakseoppdrettere-faar-medhold-i-canada> (Hentet: 24. februar 2023)

Knudsen, C. (2020) Mowi-sjefen om historisk kronesvekkelse: – Vi fikk ikke være med på reisen, *E24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/qLzeaO/mowi-sjefen-om-historisk-kronesvekkelse-vi-fikk-ikke-vaere-med-paa-reisen> (Hentet 4. mars 2023)

Laks (2023) *Laks er viktig for Norge*. Tilgjengelig fra: <https://laks.no/laksenaringen/> (Hentet 12. april 2023)

Landbruksdirektoratet (2023) *Noteringspris fjørfe*. Tilgjengelig fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/nb/industri-og-handel/marked-og-pris/priser-og-prisuttak/noteringspris-fjorfe#:~:text=Ukentlig%20noteringspris%20for%20fj%C3%B8rfe.,kr%2029%2C75%20per%20kilo> (Hentet 15. mars 2023)

Lerøy Seafood Group (2023) *Delårsrapport 4. kvartal 2022*. Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2022/lsg-q4-22-rapport.pdf> (Hentet 27.02.2023)

Mowi. (2019). Tilgjengelig fra: <https://ml.globenewswire.com/Resource/Download/1766f220-c83b-499a-a46e3941577e038b> (Hentet 3.3.23)

Mowi ASA (2020) *Annual report 2019*. Tilgjengelig fra: [https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi\\_Annual\\_Report\\_2019.pdf](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi_Annual_Report_2019.pdf) (Hentet 27.02.2023)

Mowi ASA (2022) *Annual report 2021*. Tilgjengelig fra: [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: 27.02.2023)

Mowi ASA (2023) *Q4 Report 2022*. Tilgjengelig fra: <https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/05/Quarterly-Report-Q4-2022.pdf> (Hentet: 27.02.2023)

MOWI ASA (2023) *Annual Report 2022*. Tilgjengelig fra: <https://mowi.com/wp-content/uploads/2023/03/Mowi-Integrated-Annual-Report-2022.pdf> (Hentet 04.04.2023)

Mowi (2022) *Salmon industry Handbook*. Tilgjengelig fra: <https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/07/2022-Salmon-Industry-Handbook-1.pdf> (Hentet 27.03.2023)

Mowi (2023) *Laks er bra for deg*. Tilgjengelig fra: <https://mowi.com/no/blog/2019/03/11/salmon-is-good-for-you/> (Hentet: 5. mars 2023)

Mowi 2 (2023) *Bærekraftig laks til verden*. Tilgjengelig fra: <https://mowi.com/no/om-oss/> (Hentet 12. april 2023)

Mowi 2 (2022) *Mowi 4.0*. Tilgjengelig fra: <https://mowi.com/blog/mowi-4-0/> (Hentet 10. april 2023)

Norges Bank (2023) *Statslån - Generiske Renter*. Tilgjengelig fra: <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&frequency=B&startdate=2022-01-01&stopdate=2023-02-15> (Hentet 15.02.2023)

Norges Bank (2023) *Valutakurser*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/valutakurser/?tab=currency&id=EUR> (Hentet 27.02.2023)

Norges sjømatråd (2023) *Norge eksporterte sjømat for 151,4 milliarder kroner i 2022*. Tilgjengelig fra:

<https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norge-eksporterte-sjomat-for-1514-milliarder-kroner-i-2022/#:~:text=Det%20var%20i%202022%20rekordh%C3%B8y,rekord%C3%A5r%2C%20so m%20var%20i%202017> (Hentet 15.03.23)

NTB (2019) Demonstrasjonskaos under kongebesøk i Chile – dronningen tok grep, *nrk.no*. Tilgjengelig fra: [https://www.nrk.no/urix/demonstrasjonskaos-under-kongebesok-i-chile-\\_-dronningen-tok-grep-1.14497555](https://www.nrk.no/urix/demonstrasjonskaos-under-kongebesok-i-chile-_-dronningen-tok-grep-1.14497555) (Hentet: 24. februar 2023)

NTB/E24 (2020) Mowi ilagt rekordstor bot for lakserømming i Chile, *E24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/9vjqPl/mowi-ilagt-rekordstor-bot-for-lakseroemming-i-chile> (Hentet: 24. februar 2023)

Proff.no (2023) *Marine Harvest ASA*. Tilgjengelig fra: <https://proff.no/regnskap/marine-harvest-asa/bergen/akvakultur/IFY0ECV000M/> (Hentet 04.04.2023)

PwC (2023) *Risikopremien i det norske markedet*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> (Hentet 15.02.2023)

Regjeringen (2022) *Grunnrenteskatt på havbruk*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/> (Hentet 04.04.2023)

SalMar ASA (2023) *Quarterly report Q4 2022*. Tilgjengelig fra: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/8c7272b6-e83e-447a-b4f3-890dbe20971d> (Hentet 27.02.2023)

SSB (2023) *Ekspert av laks*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/03024/> (Hentet 27.02.2023)

## Figurliste:

Figur 1. Bøhren, L. (2022). *Witzøe puster Fredriksen i nakken etter rekordoppkjøp*.

Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/z73Lvb/witzoe-puster-fredriksen-i-nakken-etter-rekordoppkjoep>

Figur 2. Fiskeridirektoratet (2023) *Rømmingsstatistikk*. Tilgjengelig fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Roemningsstatistikk> (Hentet: 15 mars 2023)

Figur 3. Miljødirektoratet (2023) *Påvirkning fra fiskeoppdrett*. Tilgjengelig fra:

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/> (Hentet: 16 mars 2023)

Figur 4. Norway. (2005). *Act on Aquaculture* (Akvakulturloven) (Nr. 79). Tilgjengelig fra:

[https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fkd/reg/2005/0001/ddd/pdfv/255327-1-0525\\_akvakulturloveneng.pdf](https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fkd/reg/2005/0001/ddd/pdfv/255327-1-0525_akvakulturloveneng.pdf)

Tabell 2. ThePowerMBA. (2020). *VRIO-analyse: Definisjon og eksempler*. Tilgjengelig fra:

<https://www.thepowermba.com/en/blog/vrio-analysis>



