

Malin Vilvang
Nina Marie Weian Grøntoft
Sigrid Nikoline Slettvoll
Ulrikke Martine Reinertsen

Verdsettelse av Mowi ASA / Valuation of Mowi ASA

AF3015 Bacheloroppgave i finansiell styring

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2024



NTNU

Kunnskap for en bedre verden

Malin Vilvang
Nina Marie Weian Grøntoft
Sigrid Nikoline Slettvoll
Ulrikke Martine Reinertsen

Verdsettelse av Mowi ASA / Valuation of Mowi ASA

AF3015 Bacheloroppgave i finansiell styring

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2024

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne bacheloroppgaven ble skrevet våren 2024 med en hensikt om å samle kunnskapen vi har tilegnet på NTNU Handelshøyskolen, samt fullføre vår spesialisering innenfor finansiell styring for bachelorgraden vår i Økonomi og Administrasjon

Gjennom semesteret har vi som gruppe jobbet sammen for å få innsikt i oppdrettsbransjen og sett på selskapet Mowi ASA. Næringen appellerte til oss på grunn av dens betydelige relevans og aktualitet, noe som har skapt flere avisoverskrifter med temaer som grunnrenteskatt, lakselus og inntektstopper. Mowi ASA har en ledende posisjon i bransjen og derfor valgte vi å se dypere på akkurat denne bedriften.

Gjennom tre år på NTNU Handelshøyskolen har vi hatt emner som har gitt oss grunnlag for å sette sammen en verdsettelse av et børsnotert selskap. Oppgaven har fremfor alt gitt oss en forståelse av den større sammenhengen i hva vi har lært, og hvordan alle de mindre bitene kan samles og anvendes til å skape en helhetlig forståelse. For det andre har oppgaven bidratt til å styrke samarbeidsevnene våre som gruppe.

Avslutningsvis vil vi rette en stor takk til vår veileder Hans Marius Eikseth for gode og utdypende drøftinger i veiledningen av oppgaven. Vi har satt pris på oppfordringen til å tenke kritisk og reflektere over hva vi presenterer i resultatene våres.

Trondheim,

April 2024

Forfatterne av denne oppgaven er ansvarlige for innholdet.

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven har vært å besvare problemstillingen «Hva er verdien av Mowi ASA per 31.12.2023?». Sammendraget oppsummerer vår analyse.

I den strategiske analysen identifiserer oppgaven selskapets styrker som blant annet er betydelig markedsandel og vertikal helintegrasjon, dette bidrar til en sterk markedsposisjon for Mowi ASA. I regnskapsanalysen kom vi frem til at Mowi ASA er et solid selskap med gode tall. Selv om vi ser en nedgang i tall fra 2022 til 2023 i de aller fleste analysene har Mowi ASA likevel hatt en positiv utvikling fra 2019 og frem til i dag.

Det ble benyttet fundamentale- og markedsbaserte verdsettelsene for å estimere Mowi ASA sin verdi per aksje 31.12.2023. Den fundamentale verdsettelsen estimerte en verdi på 224,75 kr, sammenlignet med den markedsbaserte verdsettelsen som ga oss en kurs på 143,73 kr. Disse verdsettelsene er verdsatt likt, og den gjennomsnittlige aksjeprisen vil derfor være verdsatt til 184,24 kr, sammenlignet med den faktiske verdien av aksjen som var 180,28 kr 31.12.2023.

Sensitivitetsanalysen avslørte at aksjeverdien er følsom for endringer i avkastningskravet og betaen. Prognosene for kontantstrømmene og estimatet av WACC var basert på en del antagelser og forutsetninger. Justeringer på disse forholdene ville dermed ha utslag på aksjeverdien. Slingringsmonnet for den estimerte aksjeverdien på 224,75 kr ved sensitivitetsanalysen kom mellom 210,67 kr og 241,48 kr. Dette viser at aksjeverdien er følsom for endringer av avkastningskravet og betaen

Konklusjonen i oppgaven var at gjennom den fundamentale verdsettelsen ble Mowi ASA sin aksje overvurdert, mens markedsaset verdsettelse var undervurdert. De ulike svarene understreker kompleksiteten og variasjonen i verdsettelsesmetoder og peker på potensielle muligheter for investorer med ulike tilnærminger.

Abstract

The purpose of this assignment has been to answer the question "What is the value of Mowi ASA per 31.12.2023?". The abstract summarizes our analysis.

In the strategic analysis, the thesis identifies the company's strengths, which include significant market share and vertical integration, this contributes to a strong position for Mowi ASA. In the accounting analysis, we have seen that Mowi ASA is a solid company with good figures. Although we see a decrease in numbers from 2022 to 2023 in the vast majority of analyses, Mowi ASA has nevertheless had a positive development from 2019 until today.

The fundamental and market-based valuations used to estimate Mowi ASA's value per share on 31/12/2023 were used. The fundamental valuation estimated a value of NOK 224.75, compared to the market-based valuation which gave us a rate of NOK 143.73. These valuations are valued equally, and the average share price will therefore be valued at NOK 184.24, compared to the actual value of the share, which was NOK 180.28 on 31/12/2023.

The sensitivity analysis revealed that the share value is sensitive to changes in the required return and the beta. The forecasts for the cash flows and the estimate of the WACC were based on a number of assumptions. Adjustments to these conditions would thus have an impact on the share value. The margin of error for the estimated share value of NOK 224.75 in the sensitivity analysis came between NOK 210.67 and NOK 241.48. This shows that the share value is sensitive to changes in the required rate of return and the beta.

The conclusion in the thesis was that through the fundamental valuation, Mowi ASA shares were overvalued, while the market-driven valuation was undervalued. The different answers emphasize the complexity and variation in valuation methods and point to potential opportunities for investors with different approaches.

1. INNLEDNING	1
1.1 MOTIVASJON	1
1.2 PROBLEMSTILLING.....	1
1.3 AVGRENSING	1
1.4 OPPBYGGING AV OPPGAVEN	2
2. SELSKAPS- OG BRANSJEBESKRIVELSE.....	3
2.1 BAKGRUNN TIL MOWI.....	3
2.1.1 <i>Historie</i>	3
2.1.2 <i>Den blå revolusjonen</i>	4
2.1.3 <i>Mowi sin egen merkevare</i>	4
2.1.4 <i>Utviklingen i selskapets aksjer</i>	4
2.2 LAKSEOPPDRETTSNÆRINGEN.....	5
2.2.1 <i>Verdikjede – Laks som produkt</i>	6
2.2.2 <i>Prisdannelse og kostnadsutvikling</i>	7
2.2.3 <i>Fremtiden i bransjen</i>	8
2.3 AKTØRER I BRANSJEN	8
2.3.1 <i>Lerøy Seafood Group ASA</i>	9
2.3.2 <i>SalMar ASA</i>	9
2.3.3 <i>Grieg Seafood ASA</i>	10
2.3.4 <i>Austevoll Seafood ASA</i>	10
3. STRATEGISK ANALYSE	10
3.1 EKSTERNE ANALYSER	11
3.1.1 <i>PESTEL</i>	11
3.1.2 <i>Porters Five Forces</i>	18
3.2 INTERNE ANALYSER.....	25
3.2.1 <i>VRIO-analyse</i>	25
3.3 SWOT-ANALYSE	30
4. REGNSKAPSANALYSE	31
4.1 LØNNSOMHET	31
4.1.1 <i>Totalkapitalrentabilitet</i>	32
4.1.2 <i>Egenkapitalrentabilitet</i>	33
4.1.3 <i>Driftsmargin i prosent (%)</i>	33
4.2 FINANSIERING.....	34
4.2.1 <i>Arbeidskapital</i>	34

4.2.2	<i>Finansieringsgrad 1</i>	35
4.3	SOLIDITET	36
4.3.1	<i>Egenkapitalandel i prosent (%)</i>	36
4.3.2	<i>Rentedekningsgrad</i>	37
4.3.3	<i>Gjeldsgrad</i>	37
4.4	LIKVIDITET	38
4.4.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	38
4.4.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	39
4.5	OPPSUMMERING.....	40
5.	AVKASTNINGSKRAV	40
5.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL	41
5.1.1	<i>Risikofri rente</i>	41
5.1.2	<i>Egenkapitalbeta</i>	42
5.1.3	<i>Markedets risikopremie</i>	43
5.1.4	<i>CAPM for Mowi</i>	44
5.2	AVKASTNINGSKRAV TIL GJELD.....	44
5.3	AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITAL	45
5.3.1	<i>Egenkapitalandel og gjeldsandel</i>	45
5.3.2	<i>Skattesats</i>	46
5.3.3	<i>WACC</i>	46
6.	PROGNOSE AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER	47
6.1	DRIFTSINTEKTER	48
6.1.1	<i>Volum av slakt</i>	48
6.1.2	<i>Laksepris</i>	49
6.1.3	<i>Inntektsavvik</i>	49
6.1.4	<i>Estimert driftsinntekter</i>	50
6.2	DRIFTSKOSTNADER.....	50
6.2.1	<i>Varekostnader</i>	51
6.2.2	<i>Lønnskostnader</i>	51
6.2.3	<i>Andre driftskostnader</i>	52
6.2.4	<i>Estimerte totale driftskostnader</i>	52
6.2.5	<i>Avskrivninger og amortisering</i>	53
6.2.6	<i>Nedskrivninger</i>	53
6.3	ENDRING I ARBEIDSKAPITAL.....	54
6.3.1	<i>Kundefordring</i>	54
6.3.2	<i>Varelager</i>	55
6.3.3	<i>Leverandørgjeld</i>	56

6.3.4 Estimert endring i arbeidskapital	56
6.4 INVESTERINGER	57
6.5 SKATTESATS	57
6.6 FRIE KONTANTSTRØMMER	58
6.7 VERDSETTELSE ETTER DCF-MODELLEN	59
7. MARKEDSBASERT VERDSETTELSE	61
7.1 PRICE TO EARNINGS (P/E)	61
7.2 ENTERPRISE VALUE TO EARNINGS BEFORE INTEREST AND TAX (EV/ EBIT)	62
7.3 ENTERPRISE VALUE TO KILOGRAMS (EV/ KG).....	63
7.4 OPPSUMMERING AV MARKEDSBASERT VERDSETTELSE	64
8. SENSITIVITETSANALYSE	64
8.1 SENSITIVITETSANALYSE	64
9. DISKUSJON	66
10. KONKLUSJON	67
LITTERATURLISTE	69

Figuroversikt

Figur 1: Aksjer Mowi, Yahoo Finance.....	5
Figur 2: verdikjede i Mowi i Norge.....	7
Figur 3: Sammenligning av slaktevolum blant de største aktørene i bransjen, tall hentet fra årsrapport og Q4-rapport.....	9
Figur 4: Porter's five forces analyses (Wikipedia, 2024)	18
Figur 5: Mengde norsk sjømateksport fordelt hittil i år (2023) i mengde. (Norges Sjømatråd, 2024).....	22
Figur 6: Topp 10 selskaper innen atlantisk oppdrettslaks i Norge 2022	24
Figur 7: Egenkapitalbeta	42

Tabelloversikt

Tabell 1: Indeks for matvarer (Helsedirektoratet, 2021b).....	21
Tabell 2: Oppsummering av Porters five forces.....	25
Tabell 3: Oppsummering VRIO-analyse.....	30
Tabell 4: SWOT-analyse	31
Tabell 5: Totalkapitalrentabilitet	32
Tabell 6: Egenkapitalrentabilitet	33
Tabell 7: Driftsmargin	34
Tabell 8: Arbeidskapital	34
Tabell 9: Arbeidskapital i % av driftsinntekter	35
Tabell 10: Finansieringsgrad 1	36
Tabell 11: Egenkapitalandel	36
Tabell 12: Rentedekningsgrad.....	37
Tabell 13: Gjeldsgrad	38
Tabell 14: Likviditetsgrad 1	39
Tabell 15: Likviditetsgrad 2	40
Tabell 16: Gjennomsnittlig risikofri rente 2019-2023	41
Tabell 17: Sammenligning av egenkapitalbeta	43
Tabell 18: Markedets risikopremie.....	44
Tabell 19: Gjennomsnittlig gjeldskostnad %	44
Tabell 20: Markedsverdi av EK	45
Tabell 21: Egenkapital og gjeldsandel	46
Tabell 22: Gjennomsnittlig økning slaktevolum	48

Tabell 23: Gjennomsnittlig reduksjon i laksepris.....	49
Tabell 24: Gjennomsnittlig Inntektsavvik	49
Tabell 25: Estimerte driftsinntekter.....	50
Tabell 26: Gjennomsnittlig andel varekostnad.....	51
Tabell 27: Estimert varekostnad	51
Tabell 28: Gjennomsnittlig andel lønnskostnad	52
Tabell 29: Estimerte lønnskostnader	52
Tabell 30: Gjennomsnittlig andel driftskostnader	52
Tabell 31: Estimerte andre driftskostnader	52
Tabell 32: Estimerte totale driftskostnader	53
Tabell 33: Gjennomsnittlig vekst avskrivning og amortisering	53
Tabell 34: Estimert avskrivninger og amortisering	53
Tabell 35: Nedskrivninger.....	54
Tabell 36: Estimerte nedskrivninger	54
Tabell 37: Gjennomsnittlig andel kundefordringer	55
Tabell 38: Estimert endring kundefordringer	55
Tabell 39: Gjennomsnittlig andel varelager/varekostnad.....	55
Tabell 40: Estimert endring i varelager	55
Tabell 41: Gjennomsnittlig andel leverandørgjeld/varekostnad	56
Tabell 42: Estimert endring leverandørgjeld.....	56
Tabell 43: Estimert endring i arbeidskapital	56
Tabell 44: Gjennomsnitt investering av driftsinntekt.....	57
Tabell 45: Estimert nettoinvestering	57
Tabell 46: Gjennomsnitt andel norsk EBIT	58
Tabell 47: Bunnfradrag	58
Tabell 48: Beregning av grunnrenteskatt	58
Tabell 49: Frie kontantstrøm	59
Tabell 50: Nåverdi av terminaledd.....	60
Tabell 51: Selskapsverdi	60
Tabell 52: Verdi per aksje	60
Tabell 53: Forkortelser, navn og formler på multipler	61
Tabell 54: P/E multipler og gjennomsnitts P/E for 2023	62
Tabell 55: Estimert aksjekurs for Mowi ved bruk av multipler P/E.....	62
Tabell 56: EV/EBIT multipler og gjennomsnitts EV/EBIT for 2023	62

Tabell 57: Estimert aksjekurs for Mowi ved bruk av multippel EV/EBIT	63
Tabell 58: EV/Kg multipler og gjennomsnitts EV/Kg for 2023	63
Tabell 59: Estimert aksjekurs for Mowi ved bruk av multippel EV/Kg	64
Tabell 60: Estimert gjennomsnittlig aksjekurs for Mowi.....	64
Tabell 61: Sensitivitetsanalyse av vekstfaktor og avkastningskrav	65

1. Innledning

1.1 Motivasjon

Motivasjonen til å skrive om oppdrettsbransjen er sammensatt. Havbruksnæringen har dannet næringsgrunnlag for Norge i flere hundre år. Den tradisjonsrike bransjen har dype røtter i norsk historie, og allerede på 1100-tallet ble fisk en viktig eksportnæring (Dørum, 2023). Norge har et naturlig fortrinn takket være vår langstrakte kyst og vårt forhold til havet. Dermed ligger mye av motivasjonen bak å skrive om oppdrettsbransjen i at vi ønsker dypere innsikt i historien.

I tillegg til at bransjen er tradisjonsrik, er den også spennende å se nærmere på, da havbruksnæringen opplever pågående endringer. Næringen er nå inne i en ny fase, preget av nye reguleringer og tiltak fra regjeringen som vil påvirke dens fremtid. I tillegg er det økt fokus på å utvikle matproduksjonen på en bærekraftig måte, samtidig som økende befolkningsvekst som krever nytenking på matforsyninger. Veksten i en slik bransje er begrenset av biologiske og fysiske faktorer. Disse begrensingene kan enten være en drivkraft for innovasjon og nytenking, eller føre til en stagnering på at vi har nådd toppen.

Når vi skal se nærmere på oppdrettsbransjen har vi valgt å se på konsernet Mowi ASA. Dette begrunnes med at Mowi ASA er det største selskapet i næringen og har en global markedsandel på 20% (Integrated Annual Report 2023, 2024). De vil på grunn av sin markedsposisjon stå for mye av det viktige arbeidet som skjer innenfor havbruksnæringen. Videre er selskapet notert på Oslo Børs, noe som gjør prosessen enklere for å få tilgang til data og tall. Gjennom å analysere selskapet vil dette gi oss innsikt i en svært relevant aktør i bransjen, slik at vi bedre kan forstå potensielle fremtidige utviklinger.

1.2 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling:

«Hva er verdien av Mowi ASA per 31.12.2023?».

1.3 Avgrensing

For å besvare problemstillingen har vi av flere årsaker valgt forskjellige avgrensinger. I forhold til informasjonsinnhenting har vi brukt primær- og sekundærkilder. Vi har innhentet

tall fra årsrapporter i årene 2019-2022 og rapport for regnskapstall fra Q4 2023. I tillegg er det blitt innhentet informasjon fra artikler, nettsider, offentlig informasjon fra statlige organer og private foretak eller liknende publikasjoner. Oppgaven begrenser seg til å se på historiske regnskapstall fra de siste fem årene, mens vi fremstiller prognosene og estimatene for de fire kommende årene, med avslutning i 2027. I de delene av oppgaven der vi har tatt spesielle forhold, antakelser og begrensninger blir dette spesifisert. Mowi ASA blir heretter omtalt som Mowi. Alle tallmateriale for 2023 er hentet fra den 29.12.2023 da dette var den siste virkedagen i året, og vil brukes som siste virkedag.

1.4 Oppbygging av oppgaven

Oppgaven starter med å se på Mowi sin bakgrunn og historie før vi ser på verdier og egen merkevare. Videre beskrives oppdrettsbransjen og relevante forhold som er spesifikke for bransjen, verdikjeden til laks, prisutvikling, kostnadsdannelse og hvordan fremtidsutsiktene kan se ut. I bransjebeskrivelsen ser vi også på andre aktører i oppdrettsbransjen blir presentert for å plassere Mowi i forhold til sine konkurrenter, og samt få et bilde av hvordan andre ledende bedrifter i bransjen ser ut. Informasjonen som blir presentert i selskaps- og bransjebeskrivelsen blir brukt videre i den strategiske analysen. I den strategiske analysen blir det fokusert på både eksterne og interne faktorer som vi tror vil ha en påvirkning for verdsettelsen. Vi bruker analysene PESTEL og Porters Five Forces til å analysere de eksterne faktorene. De interne faktorene vil bli analysert i henhold til en VRIO-analyse. For å avslutte den strategiske analysen oppsummerer vi forholdene i en SWOT-analyse.

I regnskapsanalysen ser vi på det økonomiske ståstedet til Mowi for å få en dypere innsikt i hvordan nøkkeltallene ser ut. Her går vi inn på lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Analysene gir oss et bilde på den historiske økonomiske utviklingen. Den økonomiske situasjonen vil sammen med den strategiske analysen danne grunnlaget for våre estimater for fremtidige kontantstrømmer. I den fundamentale analysen bruker vi DFC-tilnærmingen. For den markedsbaserte verdsettelsen benytter vi nøkkeltallene som P/E, P/B, P/Salg, EV/EBIT og EV/EBITA. I tillegg inkorporerte vi tall fra de største konkurrentene som tidligere ble presentert. Verdivurderingen fra fundamental og markedsbasert verdsettelse ga oss henholdsvis en aksjekurs per 31.12.2023 på 224,75 kr og aksjekurs per 31.12.2023 på 143,73 kr.

Avslutningsvis har vi gjennomgått tallene vi har presentert i en sensitivitetsanalyse for å vurdere realiteten og kommentere på eventuelle kritikkverdige forhold. Deretter blir analysen oppsummert, og det blir presentert en konklusjon om hva Mowi er verdt per 31.12.2023.

2. Selskaps- og bransjebeskrivelse

I de følgende avsnittene skal oppgaven presentere Mowi og oppdrettsbransjen. Innholdet som presenteres skal danne grunnlaget for verdsettelsen.

2.1 Bakgrunn til Mowi

Mowi er et norsk selskap som er verdensledende innen tilbud av oppdrettslaks.

Sjømatselskapet er Norges største oppdrettsselskap og står for rundt (Mowi, 2024a) atlantisk laks (Mowi, 2024a). Tall fra Q4-rapporten i 2023 viser at det året ble det høstet 475 000 tonn laks (Vindheim & Ellingsen, 2024). Videre viser tall fra deres nettside at selskapet har en global tilstedeværelse med 11 800 ansatte spredt over 25 land. Mowi engasjerer seg aktivt gjennom sine tre forretningsområder: fôr, oppdrett og salg og markedsføring (Mowi, 2024a).

2.1.1 Historie

Mowi ble etablert i 1964, og siden den gang har selskapet vært igjennom flere nøkkelhendelser som har vært med på å forme dem til det selskapet de er i dag. Fem år etter oppstarten kjøpte Hydro 50% av bedriften og i 1969 ble den første utsetningen av smolt i sjøvann gjennomført. Smolt er en benevning på ungfisk som er klare for en utvandring fra ferskvann til saltvann (Ugedal, Kroglund, Barlaup, & Lamberg, 2014). Noen år senere i 1975-1976 etablerte Mowi seg som en anerkjent merkevare. Dette var etterfulgt av flere fusjoner og oppkjøp. Utover på 80-tallet ble selskapet heleid av Norsk Hydro og Several M&As. Oppkjøperne gjennomførte et navnebytte fra Mowi til Marine Harvest. I 2006-2007 ble Marine Harvest Group opprettet med sammen med selskapene Marin Harvest, Pan Fish og Fjord Seafood. Samarbeidet etablerte og styrket arbeidet av en integrert verdikjede, og i 2012 etablerte gruppen sin egen fôrdivisjon og sørget for egen fabrikk. Året etter ble selskapet Morpol en del av gruppen. I 2018 ble selskapet døpt tilbake til Mowi fra Marin Harvest og lanserte merkevaren Mowi. Siden den gang har selskapet opplevd betydelig vekst (Mowi, 2024a).

2.1.2 Den blå revolusjonen

Mowi sin visjon er å lede den «blå revolusjonen». Ønske med den blå revolusjonen er å utløse potensialet i sjøen for å «produsere sunn, næringsrik og rimelig mat til verdenssamfunnet på en bærekraftig måte» (Mowi, 2024a). Bakgrunnen til denne revolusjonen handler om å utnytte tanken på å bruke mer av jordas vannareal til matproduksjon. Så langt står havet for 2% av den samlede matforsyningen. Mowi beskriver deres «guiding principles» rundt planeten, produktet, mennesker og profitt, og de skal prøve å balansere disse fire prinsippene. Strategien for å nå dette målet handler om å ta ledelsen på alle områder fra produksjonen av fiskefôr til å møte behovene til markedet (Mowi, 2022a).

Mowi sitt bærekraftige fokus har også blitt sett av andre aktører. Siden 2019 har Mowi blitt kåret som vinneren av Coller FAIRR Protein Index, som rangerer bærekraften til verdens største børsnoterte proteinprodusenter (Mowi, 2023a). Prisen tildeles Mowi basert på selskapets arbeid med dyrevelferd, arbeiderrettigheter og klimautslipp. Sammenlignet med konkurrenter fra Norge kom Lerøy på andreplass, Grieg på tredjeplass og Salmar på syvende plass i 2023. Dette viser at det norske laksebransjen har tatt bærekraft på alvor (Fairr Coller Initiative, 2023).

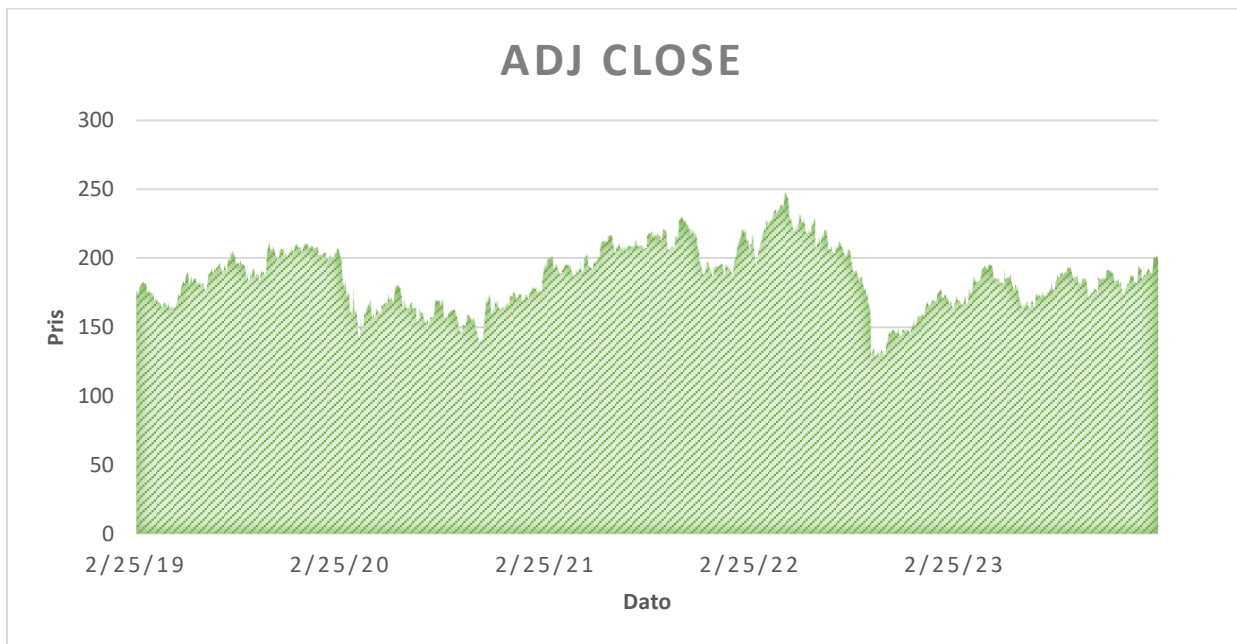
2.1.3 Mowi sin egen merkevare

Oppdrettsselskapet Mowi lanserte sin egen merkevare i 2019, og siden den gang har selskapet gjort betydelige investeringer for å etablere og styrke merkevaren (Mowi, 2024b). Denne satsingen vises ved at selskapet har investert totalt 35 millioner euro. Som et resultat av satsningen håper konsernet på et ekstra bidrag på 100 millioner euro i EBIT i 2025. I en artikkel for iLaks la konserndirektøren for salg og merkevare Ola Brattvoll ut et løfte om cash break-even for prosjektet i 2022, altså at kostnader skulle være lik inntektene (Berge, 2021).

2.1.4 Utviklingen i selskapets aksjer

Ved å se historisk data for aksjene til Mowi vil dette gi et innblikk i hvordan aksjene tidligere har oppført seg, men det er viktig å bemerke at historisk avkastning ikke er en garanti for fremtidig avkastning. Etersom denne oppgaven tar for seg data fem år tilbake i tid vil figuren under vise aksjeprisen til Mowi fra 2019 til 2023, der y-akse representerer prisen og x-aksen viser datoen. Ut ifra figuren, kan vi se noen nøkkelhendelser som skiller seg ut. Rundt mars 2020 ser vi en nedgang, som tilsvarer den perioden COVID-19 inntraff Norge for alvor. De påfølgende årene er preget av en global pandemi, og dette gjenspeiles i et turbulent og ustabil

marked med flere svingninger. Videre legger vi merke til at andre kvartal i 2022 er preget av en opptur, slik det også påpekes i Q2-presentasjonen for 2022. Her rapporteres det at det er rekordhøye laksepriser som følge av høy etterspørsel, og dette gjenspeiles i aksjeprisen til Mowi (Vindheim & Ellingsen, 2022). I tredje kvartal i 2022 ble det foreslått å innføre grunnrente skatt fra 1. januar 2023, som vises på figuren med en nedgang i prisen for aksjen (Regjeringen, 2022).



Figur 1: Aksjer Mowi, Yahoo Finance

2.2 Lakseoppdrettsnæringen

Akvakultur inkluderer fiskeoppdrett, hvor oppdrett av fisk i sjømiljø utgjør den dominerende delen av produksjonen (Miljødirektoratet, 2023a). Næringen fikk sitt gjennombrudd i 1970 da sjøvannsoppdrett av laks var vellykket, og siden da har næringen gjennomgått høy vekst og utvikling. Norge er den ledende globale produsenten og eksportøren av atlantisk laks og regnbueørret innen oppdrettsnæringen. Dette gjør at Norge har en sentral rolle i forsyningen av bærekraftig mat på verdensplan (Regjeringen, 2021).

Næringen bidrar også med å skape arbeidsplasser i distrikts- og kystområder i Norge. Totalt sett finner vi omtrent 120 selskaper som er involvert i den kommersielle produksjonen av laks (Regjeringen, 2021). Langs norske kysten finner man 1100 lakseoppdrettsanlegg, som er hovedsakelig plassert fra Stavanger til Nordkapp (Miljødirektoratet, 2023a). Næringen gir

arbeid til rundt 8000 personer i Norge, og opererer i over 160 kommuner hvor den i noen tilfeller utgjør mer enn 10% av arbeidsstyrken (NOU, 2019).

I 2023 opplevde Norge et rekordår for eksport av sjømat. Dette skyldes trolig i stor grad en svak kronekurs året før. Dette resulterte i en betydelig økning i verdien av sjømateksporten målt i norske kroner. Med andre ord viser det at selv om norskekronen er svak står den norske sjømaten sterkt i utlandet. I løpet av det siste året eksporterte Norge sjømat for 172 milliarder kroner, noe som tilsvarer 39 millioner måltider hver dag gjennom hele året. Av den samlede verdien for sjømateksporten utgjorde eksport av laks 71 prosent, som tilsvarer 122,5 milliarder kroner (Norges Sjømatråd, 2024a).

2.2.1 Verdikjede – Laks som produkt

Oppdrettsnæringen i Norge består av noen få store selskaper, i tillegg til en rekke mindre og mellomstore aktører. I de store oppdrettsnæringene er det vanlig at selskapene håndterer hele prosessen fra produksjon av rogn til et ferdigstilt produkt. Dermed har disse selskapene kontroll over hele verdikjeden (Regjeringen, 2021).

Starten av prosessen foregår i et kar flyt med ferskvann der rognen blir befruktet. Etter klekkeperioden transporteres den klekkede laksen, kjent som plommeseekkyngel, til et større ferskvannskar. Deretter gjennomgår plommeseekkyngel transformasjonsprosess for å tilpasse seg til saltvann. Videre overføres den til sjøbaserte merder til den når en vekt på mellom fire og seks kilo. Hele denne prosessen tar omtrent tre år fra klekking til en fullt utviklet laks som er klar for slakting (Laks, u.d.a). Slaktingsprosessen inkluderer avliving, sløyning, og vasking etter størrelse og kvalitet. Deretter blir den kjølt ned på is før den transporteres videre (Laksefakta, 2021). For verdsettelsen er det viktig å forstå at verdikjeden til laks er en omfattende og tidkrevende prosess hvor det tar lang tid fra investering til ferdig produkt.

Verdikjeden i Mowi Norge



Figur 2: verdikjede i Mowi i Norge

2.2.2 Prisdannelse og kostnadsutvikling

Som nevnt tidligere eksporteres det meste av oppdrettslaksen som blir produsert i Norge. Laksemarkedet har opplevd en økning i global tilgang på atlantisk laks på 186% i perioden 2001 til 2022 (Mowi, 2023b)

Det er flere faktorer som påvirker markedsprisen. Laks er som nevnt et produkt som krever lang tid før det blir produsert ferdig. Dette betyr at tilført mengde er uelastisk på kort sikt, mens etterspørsel har store variasjoner fra sesong til sesong. Andre faktorer som kan påvirke lakseprisen er globalisering, salgskontrakter, markedskanaler, kvalitet og sykdomsutbrudd (Mowi, 2023b). Gjennomsnittlig salgspris per kilo for solgt laks og regnbueørret var kr 63,69 i løpet av 2022. Dette representerer en betydelig økning på 31,6 prosent sammenlignet med 2021, og utgjør hoveddrivkraften bak den positive utviklingen av resultatet før skatt i 2022 (Fiskeridirektoratet, 2023).

Kostnadsstrukturen til bransjen er bygd opp av en rekke vanlige utgifter. Som all dyreproduksjon er fôr den største utgiftsposten, og videre kommer det kostnader tilknyttet til smolt. I tillegg er oppdrettsbransjen en kapitalintensiv næring. Flere av aktørene gjennomfører satsninger på ny teknologi, og dette medbringer tilhørende avskrivningskostnader. Arbeidskostnaden utgjør en mindre del av de totale kostnadene, men det kan oppstå fluktuasjoner i forbindelse med utbygging eller problemer knyttet til lakselus (Mowi, 2023b). Oppdrettsnæringen streber etter å nå målet om å optimalisere fiskeproduksjonen ved å minimere fôrforbruket. Selv om en effektiv drift har positive miljøfordeler, utgjør den

kontinuerlige økningen i produksjonen likevel en utfordring da de samlede miljøpåvirkningene øker (Miljødirektoratet, 2024).

2.2.3 Fremtiden i bransjen

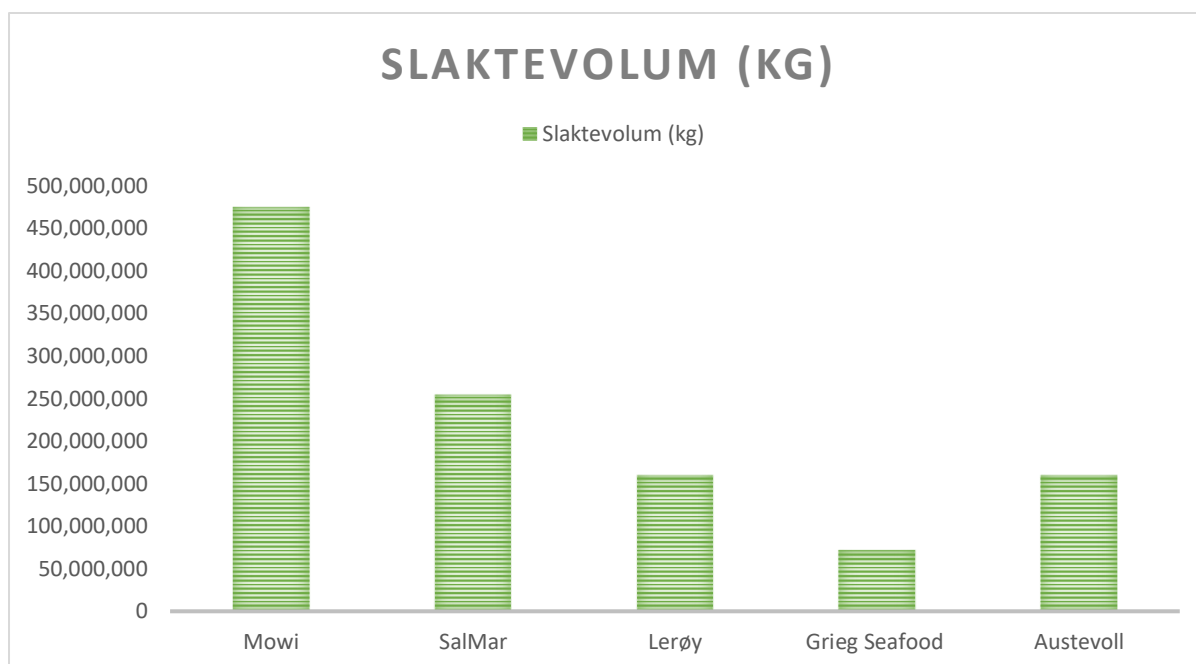
Oppdrettsnæringen viser en lovende fremtid. Norge er i dag ledende innen teknologiutvikling på flere fronter. Dette er blant annet innen biologi, fiskehelse, fôrproduksjon og utstyrsinnovasjon. Havbruksnæringen investerer i forskning på alle disse områdene med det samme målet: «Produkter med høy kvalitet, og en næring som er bærekraftig på alle måter.» (Laks, u.d.b).

Til tross for at 2023 markerte en ny rekord for sjømateksport, står sjømatekskapene fremdeles overfor utfordrende forhold. Dette skyldes hovedsakelig av økte kostnader, redusert kjøpekraft blant forbrukerne og endringer i det globale konkurranselandskapet. I tillegg påpeker Fiskeri- og havminister Cecilie Myrseth en nedgang i sjømatforbruket blant den befolkningen som en ekstra utfordring (Norges Sjømatråd, 2024a). Det er viktig å nevne at dette er en bransje som ikke har muligheten til å ekspandere i all fremtid på grunn av naturlige og biologiske begrensinger. Sjøvannstemperaturen er en faktor som vil ha påvirkning på ekspansjonsmuligheten til næringen. Temperaturen i havet varierer betydelig gjennom året, og den spiller en viktig rolle i veksthastigheten til laksen. Klimautfordringer med økning av havtemperatur kan øke risikoen for sykdommer på laksen og lavere temperatur kan føre til massedødelighet (Mowi, 2023b).

2.3 Aktører i bransjen

I Norge er det flere selskaper som spesialiserer seg på oppdrett av laks. Videre skal vi se på noen av de største konkurrentene til Mowi. Blant dem finner vi selskapene SalMar ASA, Lerøy Seafood Group ASA, Grieg Seafood ASA og Austevoll Seafood ASA. Fellestrekket til disse er at alle er store norske børsnoterte selskaper. Konkurrentene er trukket frem i oppgaven fordi vi mener selskapene kan sammenlignes med Mowi med tanke på størrelse, omsetning og marked. Oppgaven er avgrenset til det norske markedet, og vil derfor ikke ta med konkurrenter utenfor dette.

Figuren nedenfor viser antall slaktevolum i kg for de nevnte selskapene for året 2023, og har som hensikt å tilby en komparativ indikasjon på størrelsesforholdet mellom bedriftene.



Figur 3: Sammenligning av slaktevolum blant de største aktørene i bransjen, tall hentet fra årsrapport og Q4-rapport i 2023

2.3.1 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group er et av de ledene konsernene innen lakseoppdrett med røtter tilbake til 1899. Selskapet har i dag rundt 6 000 ansatte, og et hovedkontor som ligger i Bergen (Lerøy Seafood Group, u.d.a). Konsernet ble børsnotert juni 2002 ved Oslo Børs, og børsnoteringen var en viktig faktor for utviklingen fra grossist til helintegreert sjømatkonsernt på globalt nivå. Dette har gitt konsernet god kapitaltilgang og finansiell handlefrihet som har sikret konsernet god omsetning (Lerøy Seafood Group, u.d.b)

I motsetning til Mowi fokuserer ikke Lerøy Group utelukkende på oppdrett av laks og ørret, men har i tillegg til dette fangst og prosessering av hvitfisk og skalldyr (Lerøy Seafood Group, u.d.c). Videre har konsernet ekspandert og kjøpt opp flere selskaper (Lerøy Seafood Group, Historikk, u.d.b). For å kunne være en helintegreert leverandør av produktene som konsernet tilbyr, opererer konsernet i tre segmenter. Disse tre segmentene er delt inn i «villfangst», «havbruk» og «VAP, salg og distribusjon» (Lerøy Seafood Group, u.d.c).

2.3.2 SalMar ASA

Videre skal vi fokusere på konkurrenten SalMar ASA. I 1991 ble SalMar grunnlagt, og har videre utviklet seg til å bli nest størst innen lakseoppdrett i Norge. Konsernet har utviklet seg til et vertikalt integrert oppdrettskonsern, hvor de har en produksjon som går fra stamfisk til salg av ferdigvare, i likhet med Mowi. I dag er det et internasjonalt konsern som har aktivitet i

Norge, Offshore, Island og Skottland, samt salgskontorer i Asia (SalMar, Historien, u.d.a). SalMar har ulike virksomhetsområder, men i store trekk er de ulike områdene oppdrett i Midt-Norge, oppdrett i Nord-Norge og salg & industri. Samt at de eier 51% av aksjene i Icelandic Salmon, 85% av aksjene i SalMar Aker Ocean og til slutt 50% eierandel av Scottish Sea Farms (SalMar, u.d.b).

I likhet med Mowi er et av hovedfokusene til konsernet også bærekraft. SalMar ønsker å minimere de nedrivende effektene på miljøet som driften oppretter og fokuserer på god fiskevelferd i deres virksomhet. Bedriften har et helhetlig fokus som også omfatter ivaretagelse av ansatte, laksevelferden og miljøet, samt å få hele oppdrettsnæringen på en grønnere og mer miljøvennlig bane (SalMar, u.d.c).

2.3.3 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood er et norsk lakseoppdrettselskap som ble startet opp på 1990-tallet av Grieg-familien. I dag er selskapet et av verdens ledende lakseoppdrettselskaper med mål om 120 000 til 135 000 tonn slakt i 2026. Sammenlignet med selskapene over er likevel Grieg Seafood noe mindre med litt over 750 ansatte. De har oppdrettsanlegg i Rogaland og Finnmark i Norge, i tillegg til British Columbia og Newfoundland i Canada. I 2011 etablerte de sitt eget laksemerke «Skuna Bay» som selges til blant annet restauranter og førsteklasses butikker. Grieg Seafood opererer i store deler av verdikjeden, og følger produktet fra oppdrettsanlegget og til butikkhyllene (Grieg Seafood, 2024).

2.3.4 Austevoll Seafood ASA

Siste konkurrent vi skal se nærmere på er Austevoll Seafood ASA. Austevoll ble opprinnelig etablert i 1981 og het Austevoll Havfiske AS. Selskapet har i løpet av de siste tiårene kjøpt opp flere liknende selskaper og omfatter i dag eierskap og drift av fiskefartøy, fiskemelanlegg, hermetikkanlegg, fryseanlegg og lakseoppdrett. Selskapet har etablert seg over store deler av verden, med hovedlokasjon i Norge, Storbritannia, Peru og Chile. De opererer i alle deler av verdikjeden fra oppdrett og fiske til fordeling og distribusjon (Austevoll Seafood ASA, 2024).

3. Strategisk analyse

Videre skal vi se på makro- og bransjeanalyser av oppdrettsvirksomheten. Gjennom bruk av datadrevet søk skal vi utføre analysene PESTEL, Porters Five Forces og VRIO for å innhente

informasjonen. Resultatene av disse representative analysene vil bli oppsummert gjennom en SWOT-modell (Fjeldstad & Lunnan, 2023). Hensikten med disse analysene er å få en helhetlig forståelse av Mowi sine muligheter og trusler, samt å identifisere selskapets svakheter og styrker. Denne innsikten vil bli tatt med videre til å styrke grunnlaget for det estimerte avkastningskravet og de predikerte kontantstrømmene.

3.1 Eksterne analyser

3.1.1 PESTEL

En PESTEL-analyse er en strategisk analysemetode som tar for seg ulike makroøkonomiske faktorer som kan påvirke bedriftens operasjonelle miljø. Analysen vurderer politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og lovmessige forhold som kan ha innvirkning på virksomheten (Fjeldstad & Lunnan, 2023). Ved å gjennomføre denne analysen får vi et innblikk over hvilke makroøkonomiske faktorer som kan påvirke Mowi i dag og i fremtiden. Dette vil være forhold som selskapet burde ta ekstra hensyn til.

Politiske forhold

Det mest betydningsfulle politiske grepet på nasjonalt nivå som nylig har påvirket oppdrettsnæringen, er innføringen av grunnrenteskatten. Mowi har anlegg spredt over hele Norge, hvor halvparten av produksjonsaktivitetene foregår. Selskapet er derfor sårbar for eventuelle nye reguleringer fra norske myndigheter. Dette ble spesielt tydelig da regjeringen innførte grunnrenteskatt på lakseoppdrett i 2023. Denne skatten pålegger bedrifter som er involvert i oppdrett av laks og ørret en sats på 32,1 prosent av grunnrenten (Finansdepartementet, 2023). Begrunnelsen bak dette var at bedriftene drar nytte av felles naturressurser, og grunnrenteskatten er ment å kompensere for det overskuddet de oppnår gjennom denne utnyttelsen. Som nevnt tidligere, da regjeringens forslag om grunnrenteskatt på lakseoppdrett kom, utløste det umiddelbare negative effekter for aksjene til lakseselskapene på Oslo Børs. Flere oppdrettsselskaper måtte også utsette milliardinvesteringer. I tillegg antyder regjeringen at det kan bli justeringer, spesielt med tanke på prosentsatsen. Noen politikere hevder at den er for høy, noe som antyder mulige endringer i løpet av de kommende årene (Vartdal & Knudsen, 2023).

Mowi opererer ikke bare på et internasjonalt nivå, men distribuerer produkter til over 70 land globalt, noe som gjør dem svært følsomme for endringer i internasjonal handelspolitikk (Mowi, 2022a). Hendelser som Ukraina-krigen og effekten av koronapandemien har vært

utløsende faktorer for justeringer i den internasjonale handelspolitikken. Begge disse forholdene har påvirket sterkt økningen av proteksjonisme, innføringen av mer strengere importregler, opprettelsen av nye handelsblokker og endringer i varestrømmene. Dette vises blant annet ved situasjonen i Storbritannia, hvor det snart vil bli gjennomført nye regler for import, samt i Sør-Korea, der det er innført nye krav for registrering av pakkeleverandører (Norges Sjømatråd, 2024b). Dette viser at Mowi må være svært oppmerksom på nye reguleringer og endringer i lovgivningen som skjer internasjonalt. Det er derfor avgjørende for dem å holde seg konstant oppdatert på dette området.

Etter pandemien har eksporten av laks til Kina økt betydelig, og landet er nå det største markedet for norsk laks i Asia (Jenssen, 2023). Dette krever at Mowi nøye vurderer kravene og kvalifikasjonene for å sikre en lett eksport av laks til Kina. Kinesiske myndigheter krever regelmessige at produsenter søker om godkjenning hvert femte år (Norges Sjømatråd, 2024b). I tillegg signerte Norge i 2017 en avtale med Kina om å åpne opp igjen lakseeksporten til landet. Tidligere hadde eksport av laks til Kina i stor grad stoppet opp, hovedsakelig som en konsekvens av at Nobels fredspris ble tildelt den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo. I avtalen inngår det nøye krav om fiskehelsen, der oppdrettsanleggene må sertifiseres for å bekrefte at laksen ikke stammer fra anlegg hvor det er påvist eller mistanke om to spesifikke sykdommer. Dersom det skulle oppstå tilfeller av laks med slike sykdommer som blir eksportert til Kina, kan dette få betydelig konsekvenser for fremtidig eksport (Mattilsynet, 2024). Derfor er det av ekstrem betydning for Mowi å nøye følge disse retningslinjene og nye reguleringer.

Økonomiske forhold

Et økonomisk forhold som har påvirket oppdrettsbransjen det siste året er den svake kursen for norske kronen. I 2023 var den norske økonomien preget av høy rente og prisvekst som resulterte i en svak kronekurs. Årsaken for svekkelsen i kronekursen kom fra at andre lands sentralbanker hadde sannsynligvis satt opp renten mer og raskere enn Norges bank. Svekkelsen bidro til at inflasjonen ble trukket opp. En av årsakene til økning i inflasjon var den stigende prisen på importerte varer til Norge. I tillegg ble kostnadsøkningen for bedrifter som importerer varer overført til utsalgsprisen til forbrukerne. Dette førte til en økning i prisvekst i Norge, noe som igjen resulterte i svak kronekurs. For selskaper som eksporterer til utlandet var dette svært gunstig, spesielt innenfor oppdrettsnæringen (Regjeringen, 2023a). Svekkelsen i kronekursen medførte en positiv utvikling, idet det ble lettere å eksportere fisk til

utlandet på grunn av den lavere prisen i lokal valuta. Resultatet ble at eksportverdien av sjømat økte med opp mot 15 milliarder kroner for året 2023 (Norges Sjømatråd, 2024a).

Husholdningenes forbruk er et økonomisk forhold som også kan påvirke Mowi. Som nevnt i avsnittet over har den svake kronekursen bidratt til sterkere prisvekst i Norge. Til tross for økende prisvekst har forbruket til husholdningene holdt seg oppe, men i nasjonalbudsjettet for 2024 kommer det frem at regjeringen antar at forbruket vil avta. Samtidig har mange husholdninger etter pandemien samlet opp store buffere som vil bli brukt nå. Dermed vil forbruket ikke falle drastisk og mye, men avta gradvis. På den andre siden vil høye renteutgifter gjøre kjøpekraften dårligere (Regjeringen, 2023a).

En annen økonomisk faktor som oppdrettsnæringen må tilpasse seg er justeringer av styringsrenten i Norge. Norges bank har bestemt å ikke endre styringsrenten på 4,5% i første halvdel av 2024. Den vil i stor grad ligge på dette nivået en god stund frem i tid. Bakgrunnen for dette var at prisveksten fremdeles var for høy og over målet. Samtidig er arbeidsledigheten lav, men det veiere ikke opp mot svak vekst i økonomien. Den høye lønnsveksten og svekkelsen i kronekursen var med på å stoppe nedgangen i prisveksten, og dermed vil det være behov for å holde styringsrenten på det nivået. Utviklingen i den norske økonomien fremover er usikker. Hvis prisveksten fremdeles er høy og kronekursen svak kan det hende at renten settes opp. På den andre siden hvis den norske økonomien har god utvikling eller inflasjonen faller raskt kan renten bli satt ned tidligere enn forventet (Norges Bank, 2024a).

Sosiale forhold

Den globale befolkningsveksten vil spille en betydelig rolle i forbruket av laks og dermed påvirke oppdrettsnæringen. FN anslår at den globale befolkningen vil vokse fra 7 milliarder i dag til over 9 milliarder innen 2050. Den antatte økningen i verdens befolkning har betydning for diskusjonen om å skape en fremtid som er bærekraftig, spesielt når det gjelder produksjon av mat på en bærekraftig måte, på nasjonalt og globalt nivå. Derfor er produksjon og konsum av mat to sentrale temaer som er under stort press og som mange bedrifter må ta hensyn til (Helsedirektoratet, 2017). Mowi har begynt å svare på denne utfordringen gjennom den «blå revolusjonen». Som nevnt i avsnittet «Den blå revolusjon» står dagens havbruk for kun 2 prosent av verdens matforsyning. I tillegg er fotavtrykket fra havbruket mindre enn en tusendel av landbrukets fotavtrykk. Dette viser at havbruket har store vekstpotensialer, som kan spille en sentral rolle i å utjevne gapet mellom matforbruk og matproduksjon. Havbruket

representerer derfor en stor faktor for å møte den økende globale etterspørselen etter mat, og Mowi har allerede begynt å utnytte potensialet som havet har å by på (Mowi, 2019a).

Mowi kan også påvirkes av trender innen matforbruket som er et annet viktig sosialt forhold som de må være bevisst over. I Norge har myndighetene etablert offisielle kostråd som oppfordrer befolkningen til å ha sunne og bærekraftige kostholdsvaner. Et av disse rådene går ut på å inkludere fisk i kostholdet to til tre ganger i uken (Helsedirektoratet, 2021a). Til tross for oppfordringer fra norske myndigheter om mer inntak av fisk, har det vært en negativ trend blant nordmenn, selv når det globale forbruket av sjømat øker. Fiskeri- og Havminister i Norge uttrykker bekymringen om at nordmenn i dag konsumere mindre fisk, spesielt blant barn og unge. Dette har utviklet seg til en fallende trend i det norske samfunnet (iLaks, 2024). Samtidig har det blitt avdekket flere avsløringer i laksebransjen, spesielt med fokus på dyrevelferd. Dette har ført til en økt oppmerksomhet blant forbrukerne angående god fiskevelferd og ønsket om at dyrene man spiser skal ha en høy livskvalitet. Nyhetssakene som har kommet frem om behandlingen av oppdrettslaks utgjør en mulig trussel mot omdømmet til oppdrettsnæringen og svekker tilliten til bedriftene. Hvis tilliten til bedriftene reduseres blant forbrukerne, vil det også påvirke hvor mye laks de kjøper (Tomter, 2023).

Teknologiske forhold

Teknologiske forhold representerer de teknologiske trendene, innovasjoner og utvikling som kan påvirke selskapet. For at Mowi skal fortsette å være en ledende aktør i markedet er de avhengig av å utvikle teknologi for å holde tritt med konkurrenter. Samtidig må de følge regelverket, oppfylle miljøkrav, og finne løsninger som kan redusere både kostnader og utslipp. De er også avhengig av å øke produksjonen for å opprettholde etterspørselen etter laks. Som nevnt i avsnittet over har det vært en negativ trend til forbruket av laks i Norge. I tillegg har lakseoppdrett fått mye negativ oppmerksomhet på grunn av miljøskadene laksen har hatt på økosystemet i fjordene, blant annet gjennom lakselus, alger og rømming av oppdrettslaks. Dette har ført til en rekke teknologiske satsninger innenfor bransjen på oppdrettsanlegg på land og sensorsystemer for å få kontroll på lakselus.

I oppdrettsnæringen er det stor interesse for utvikling av landbasert oppdrettsanlegg og lukkede anlegg. Hovedformålet er å løse problemene med lakselus, rømming og utslipp (Havforskningsinstituttet, 2023a). Landbaserte anlegg krever lite tilgang på vann og kan derfor plasseres nesten hvor som helst. Utfordringen med å ha slike anlegg inne er at det

krever høy vannkvalitet, fôrkvalitet, hygiene og fiskevelferd. Det kan være stor risiko for intern smittespredning av virus, bakterier og parasitter. Lukkede anlegg er anlegg på havet som i større grad er avstengt, og bruker vann fra dypet for å unngå lakselus. Ulempen med lukkede anlegg er at det kan føre til utslipp av avfallsstoffer i havet. Mowi på sin side har forsket på oppdrettsanlegg på havdypet i prosjektet "Aquastorm". Prosjektet skulle beskytte laksen mot lakselus, sykdom og vær, men prosjektet fikk avslag fra fiskeridirektoratet (Mowi, 2019b).

Et annet prosjekt som har hatt mye fokus i oppdrettsnæringen de siste årene er utvikling av nye sensorsystemer for å registrere blant annet lakselus. I dag må alle oppdrettere ukentlig rapportere lusetall til mattilsynet og andre myndigheter. For at disse skal være så presise som mulig, krever det en kontinuerlig utvikling av registreringssystemet. Dersom man ikke opprettholder kravene, vil man risikere å måtte redusere produksjonen (Mattilsynet, 2023a). Mowi har i lengere tid utviklet slike sensorer som skal samle inn sanntids-informasjon om vektfordeling, fôringskontroll og automatisk lusekontroll. Ved å ta i bruk avansert kamerateknologi og maskinlæring skal man oppfatte fiskens adferd, miljøforhold og helse over tid (Mowi, 2019c).

Miljømessige forhold

De miljømessige forholdene spiller en avgjørende rolle for Mowi sin utvikling og framtid, og det er essensielt for selskapet å tilpasse seg disse faktorene. Dette kommer blant annet av oppdrettsbransjen dårlige omdømme når det gjelder miljøpåvirkning, samt det økende fokus på klima og strengere miljøkrav. Mowi har som sagt tidligere en visjon om å lede den «blå revolusjonen». Dette betyr at Mowi skal produsere sunn mat for mennesker som er bra for lokalsamfunn og miljø. For å oppnå dette må de ha kontinuerlig utvikling på dette området, da både konkurrenter, media, forbrukere og lovverk har økt sitt fokus på bærekraft.

Et stort miljømessig problem for bransjen er rømning av oppdrettslaks. Hvert år rømmer det tusenvis av laks fra norske oppdrettsanlegg. I enkelte tilfeller overstiger antallet rømte laks det totale antallet voksne villaks som vender tilbake til elvene for å gyte. I løpet av 2021 ble villaksen klassifisert som nær truet på rødlisten, og det er allerede observert betydelige reduksjoner i flere bestander. Rømt oppdrettslaks har dårligere gyteevne enn villaks, og når oppdrettslaks gyter med villaks vil det skje genetiske endringer hos villaksen. Endringen i egenskapene svekker bestandens tilpasningsevne til miljøforandringer og kan føre til en

nedgang i antall villaks som gyter. Rømningen kan føre til økt smittepress fra lakselus, spredning av sykdommer og konkurranse om gyteplasser og mat (Havforskningsinstituttet, 2023b).

Oppdrettsnæringen bidrar også til forurensning i havet. Det gjelder blant annet fôrrester, ekskrementer fra fisk, kobber fra nøter og andre fremmedstoffer og kjemikalier som på ulike vis påvirker miljøet i havet. Det er vanskelig å måle hvor store utslippene er fordi sjøanleggene oftest er åpne merder og avfallet havner rett i sjøen. Det stilles strenge krav til overvåking av utslipp, og oppdrettere har selv ansvar for forsvarlig oppdrett (Miljødirektoratet, 2024). Et tema som har fått mye negativ omtale i media er forurensing gjennom fiskefôr. Fiskefôret kan inneholde farlige stoffer og enkelte ansees som miljøgifter. Det finnes reguleringer for innhold av giftstoffer med tanke på kvaliteten på fisken som spises. Imidlertid kan ufordøyd fôr ende opp på havbunnen og i nærområde, noe som kan føre til forurensning og skade på andre arter (Miljødirektoratet, 2023a).

Miljømessige forhold handler ikke bare om hvordan bransjen påvirker miljøet, men også på hvordan miljøet påvirker bransjen. Vi lever i et land med mye vær, og klimaendringene er med på å gjøre været enda mer ustabil og kraftig. Dette vil påvirke hele oppdrettsnæringen. I februar i år traff uværet “Ingunn” store deler av kysten i Norge. I etterkant av denne stormen, fikk fiskeridirektoratet inn en rekke uønskede hendelser. Det ble rapportert om rømninger fra 14 merder på åtte ulike lokasjoner. Rømningene skyltes ulike skader på hoppenettet og hull i nøter. Økt ekstremvær vil også i fremtiden føre til større grad av rømning av oppdrettslaks, og næringen må aktivt jobbe for at slike ulykker ikke oppstår. I tillegg vil de føre til reparasjonskostnader og økt negativ omtale (Fiskeridirektoratet, 2024).

Juridiske forhold

Når det gjelder de juridiske forholdene, er det flere lovverk, standarder og reguleringer som oppdrettsnæringen må overholde. Dette gjelder spesielt områder som handler om bærekraft, dyrevelferd og matkvalitet. De juridiske standardene definerer retningslinjer og begrensninger for alle sider av selskapets drift, inkludert produksjon, salg, distribusjon og behandling av ansatte. Utenom de generelle lovverkene finnes det flere bransjespesifikke lovverk som akvakulturloven og lakselusforskriften. De juridiske forholdene er nært tilknyttet de politiske forholdene, spesielt med tanke på oppdrettsnæringens internasjonale drift, noe som krever at oppdrettsbedrifter må overholde ulike lands lover og regelverk.

Akvakulturloven er en norsk lov som regulerer produksjon av akvakultur. Loven omfatter regler for hvem som kan få drive med akvakultur og krav for at driften skal skje på en miljømessig forsvarlig måte. I loven er det egne bestemmelser om miljøet, og loven sier at Akvakultur skal etableres, drives og avvikles på en miljømessig forsvarlig måte. Loven stiller krav til vare- og tjenesteprodusenter, utstyr, opprydning, gjenfangst, rømming, og beskyttelse av bestemte områder (Akvakulturloven, 2020). I 2005 ble loven modernisert, og det ble etablert klare miljøkrav for aktørene i oppdrettsnæringen. Dette innebar at næringen skulle forvaltes på en måte som sikret at selskapene tok hensyn til det marine biologiske mangfoldet og havmiljøet (Regjering, u.d.). Dette er nært knyttet til de miljømessige forholdene bransjen står ovenfor, og understreker at det ikke bare handler om omdømmet hvis de ikke tar hensyn til miljøet, men at det er lovpålagt.

For å kunne drive med oppdrett i Norge må man ha akvakulturtillatelse etter loven, og drift uten en slik tillatelse er forbudt. Tillatelsen gir rett til produksjon av spesifiserte arter på bestemte geografiske områder. Det er nærings- og fiskeridepartementet som sammen med fylkeskommunene utsteder slike tillatelser. Departementet har også myndighet til å justere eller trekke tilbake tillatelser hvis det anses som nødvendig for å beskytte miljøet. I tillegg kan de tilbaketrekke eller endre hvis forutsetningene ved tillatelsen endres, ved grov overtredelse av loven eller hvis tillatelsen ikke blir benyttet. Hvor mye man kan produsere basert på tillatelsen reguleres på bakgrunn av påvirkningen lakselus har på villaks i det aktuelle området. Dette blir presentert i et trafikklys som definerer tre kategorier. Rødt lys står for uakseptable påvirkning, gult lys betyr moderat påvirkning og grønt lys er akseptabel påvirkning. Slik kan man fargelegge den norske kysten ut ifra hvor man kan øke og redusere produksjon (Regjeringen, 2023b).

En annen forskrift som oppdrettsnæringen må forholde seg til er forskrift om bekjempelse av lakselus i akvakulturanlegg. Forskriften opprettholdes i samarbeid med mattilsynet, som gjennomfører kontroller og mottar rapporteringer. Formålet med forskriften er å redusere tilfeller av lakselus for å redusere skadevirkningene på fisken i akvakulturanlegg og villfisk. Den skal også redusere og bekjempe resistensutvikling til lakselus. Loven inneholder krav til måling av sjøtemperatur, telling av lakselus, grenser for lakselus, tiltak, behandling og rapportering. Oppdrettsanleggene skal ha en plan for effektiv kontroll og bekjempelse av

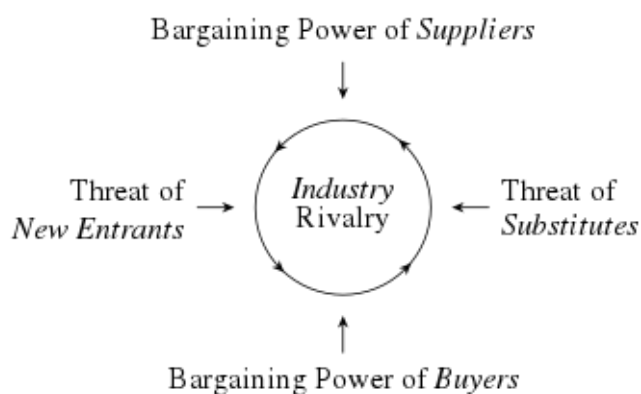
lakselus, og denne planen skal være samordnet med andre aktører i samme geografiske område jf. Lakselusforskriften (Forskrift om lakselusbekjempelse, 2023).

Oppsummering av PESTEL-analysen

Innenfor de politiske forholdene er innføringen av grunnrenteskatten den mest betydningsfulle nye faktoren som Mowi må tilpasse seg. Sett de politiske forholdene sammen med de juridiske aspektene må selskapet også følge en rekke andre nasjonale lovverk, inkludert akvakulturloven. I tillegg siden de opererer på et internasjonalt nivå må tilpasninger til globale handelsreguleringer også betraktes. Den svake kronekursen har vært svært lønnsom for bransjen det siste året, og sammen med høy rente og høyt inflasjonsnivå vinner bransjen på å eksportere varer. Disse variablene er imidlertid ustabile og krever nøye overvåking, siden de kan endres raskt. Videre er de sosiale, teknologiske og miljømessige forholdene tett sammenflettet. Økt fokus på dyrevelferd og en rekke næringsavsløringer i media har skapt en økt oppmerksomhet rundt bærekraft og miljø i bransjen. Problemer som rømming av oppdrettslaks og havforurensning er fremtredende. På den andre siden utvikles det ny teknologi for å løse disse utfordringene, og strengere lover som trafikklysordningen bidrar til bedre kontroll over situasjonen.

3.1.2 Porters Five Forces

Porters Five Forces, også kalt Porters bransjeanalyse, er et analytisk verktøy som vurderer graden av konkurranse i en bransje. Modellen tar for seg fem nøkkelkrefter som til sammen skal gi et bilde av konkurranseintensiteten (Institute for strategy and competitiveness, u.d.). Formålet med en slik analyse er å få et bilde av hvordan landskapet ser ut i forhold til trussel om nyetableringer eller substitutter og forhandlingsmakten til både leverandører og kunder.



Figur 4: Porter's five forces analyses (Wikipedia, 2024)

Fare for nyetableringer

Porters Five Forces nevner seks hovedpunkter når det kommer til etableringsbarrierer som kan legge grunnlaget for vurderingen om fare for nyetableringer. Blant disse barrierene finner vi faktorer som stordriftsfordeler, kapitalbehov og regulering, produktdifferensiering, tilgang på distribusjonskanaler og byttekostnader. De tre første faktorene vil være hovedfokuset i denne oppgaven, da disse er vesentlige for oppdrettsnæringen.

Første punktet som er relevant å trekke frem ved oppdrettsnæringen er stordriftsfordeler og kapitalbehov. Lakseoppdrettsindustrien har høye oppstartskostnader og høye driftskostnader. I en rapport fra FHF gjennomført av Nofirma AS i 2019 ble de største kostnadsdriverne gjennomgått. Oppsummering for konkurransekraft indikerte at «smolt- og fôrkostnader», samt utviklingen av andre kostnader som å «forebygge, forhindre og behandle lusepåslag og sykdom.» var de største driverne (Iversen, Hermansen, & Andreassen, 2019). Å oppnå stordriftsfordeler kan være en utfordring for nyetablerte selskaper, noe som resulterer i høyere etableringsbarrierer.

Kapitalbehov er nært knyttet til stordriftsfordelene, ettersom det kreves mye kapital for å oppnå dem. Det vil senere ofte lønne seg da stordriftsfordeler igjen kan gi gode sjanser for kapitaløkning. Oppstarten av et oppdrettsanlegg er også en kostbar prosess og investering, og siden hele prosessen fra egg til laks tar tre år vil det ta tid før man tjener de første kronene. Nyetablerte selskaper står ovenfor betydelig utgifter uten å generer inntekt før den første laksen blir solgt, og i løpet av denne perioden vil de sannsynligvis ha pådratt seg en del påløpte kostnader (Hoddevik, 2023).

Regulering av bransjen er en relevant faktor når vi vurderer trusselen for nyetableringer. Per 06.02.24 er det nytt forurensingsregelverk for havbruk som innebærer «oppdrettsnæringen som hovedregel går bort fra individuelle utslippslitatester og over til forskriftsfestede standardvilkår for forurensing» (Miljødirektoratet, 2024). For å evaluere bedriftens søknad i tråd med forurensingsloven, er både statsforvalteren og miljødirektoratet involvert i vurderingen av de ulike aspektene til regelverket. Statsforvalterens arbeidsoppgaver omfatter gjennomgang av søknader om tillatelser for fiskeoppdrett og skal senere utføre tilsyn (Miljødirektoratet, 2024)

Miljødirektoratet skal bistå som en autoritet angående klager for statsforvalterens vedtak. For eventuelle nye aktører må de gjennom en søknadsprosess for å få godkjenning fra flere myndigheter. Søknaden krever tillatelse fra myndigheter i en omfattende liste. Videre etter en eventuell godkjenning av en søknad vil det være en rekke regelverk og reguleringer som påvirker driften spesielt tilknyttet utslipp av fôrrester, legemidler fra akvakultur og fremmedstoffer. Det er nødvendig med stor kompetanse og erfaring innen næringen og på disse områdene, noe som er avgjørende for at bedriften skal kunne få søknaden godkjent. Samtidig medfører dette også betydelig kostnader (Miljødirektoratet, 2024).

Ut ifra denne samtlende introduksjonen av ulike barrierer for nye bedrifter vil det være rimelig å anta at det er lav risiko for trussel om nye innganger, da det krever høye oppstarts- og driftskostnader og videre bred kompetanse rundt regulering.

Trussel om substitutter

Trussel om substitutter er en relevant faktor for konkurranseintensiteten, da det beskriver muligheten for at kunder velger konkurrenters produkter framfor selskapets produkter. Laks er en populær matvare, men det utelukker ikke at markedet kan tilby andre substitutter. En substitutt er nødt til å ligne i nytte, smak eller kvalitet. Substituttene kan være ørret, torsk eller annen sjømat som skalldyr, eller andre proteinrike kilder som kylling, storfe eller svin. For å vurdere trusselen om substitutter er vi nødt til å se på faktorer som byttekostnader, produkt differensiering, konkurranseforhold og hvor attraktive substituttene er.

Fisk inneholder en unik kombinasjon av vitaminer og næringer som bidrar positivt til menneskers kosthold. Inkludert i denne sammensetningen finner vi protein, vitamin B12, jod og selen som alle gir helsefordeler (Helsedirektoratet, 2021a). Helsedirektoratet nevner at ved å innta et kosthold som inkluderer fisk, fiskeolje og lange flerumetta omega-3-fettsyrer, slik som EPA og DHA, er det mulig å redusere risiko for død og hjertesykdom (Helsedirektoratet, 2021a). Som tidligere påpekt i PESTEL-analysen, oppfordrer helsedirektoratet til å inkludere fisk i kostholdet to til tre ganger i uken. Samtidig understreker myndighetene at det ikke skal være for mye substitusjon av fisk med andre matvarer (Helsedirektoratet, 2021a). Det nevnes at skalldyr og annen sjømat er ikke inkludert i de ønskede to til tre porsjonene med fisk. Videre oppfordrer Helsedirektoratet innbyggerne å velge «magert kjøtt og magre kjøttprodukt.» og «Begrense mengden bearbeidet kjøtt og rødt kjøtt» i kostrådene (Helsedirektoratet, 2022).

I rapporten «Utviklingen i norsk kosthold 2021» fra Helsedirektoratet beskriver de at forbruket av fisk og sjømat har hatt en nedgang, og forbruket er lavere enn det var i 2015. Tall fra omsetningen av fisk og sjømat i perioden 2003-2020 viser en nedgang på 10-12% siden 2015. Videre status, per 2021, forteller rapporten «fiskeforbruket vesentlig lavere enn kjøttforbruket» (Helsedirektoratet, 2021b). I motsetning til dette har forbruket av kjøtt og kjøttvarene hatt en nedgang fra 2015-2019 fra 51 til 48 kilo per person per år, men i 2020 går engros forbruket av rødt kjøtt oppover. For hvitt kjøtt økte forbruket 2015-2019 fra 18 til 20 kilo per person per år, men har derimot ikke en merkbar endring fra 2020. Helsedirektoratet forteller videre at «det vil være en fordel å øke forbruket av fisk fremfor kjøtt» (Helsedirektoratet, 2021b). Helsedirektoratet sine oppfordringer kan være et insentiv til å velge fisk fremfor andre substitutter.

Som tidligere nevnt i innledningen av avsnittet, påvirker byttekostnader inn på trusselen for substitutter. For å evaluere denne trusselen, kan man analysere prisnivået ved potensielle substitutter, for eksempel kjøtt i forhold til fisk og sjømat. Nedenfor kan vi se en tabell som viser konsumprisindeks for matvarene kjøtt og fisk og sjømat med året 2015 = 100. Ut ifra tabellen kan vi se at konsumprisindeksen har økt mer for fisk enn kjøtt i perioden fra 2015-2020. Kjøtt har økt til kun 105 mens fisk og sjømat ligger på 125. Samtidig nevnt vi i økonomiske faktorer i PESTEL at det er spådd at forbruket til husholdningene vil sannsynligvis reduseres noe. Som følge av den økte prisen på fisk og sjømat, kan det hende at forbrukerne velger å kjøpe mer kjøtt, ettersom prisstigningen der er lavere.

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kjøtt	100	103	100	101	102	105
Fisk og sjømat	100	107	117	119	122	125

Tabell 1: Indeks for matvarer (Helsedirektoratet, 2021b)

For å vurdere trusselen fra substitutter, kan det være nyttig å undersøke konkurranse fra andre fiskearter. En tilnærming for dette er å se på laksens markedsandel i forhold til andre typer fisk. Tall fra Norges sjømatråd viser at laksen står for den største delen av eksporten i 2023. Per dags dato 7. april 2024, er det eksportert 246 560 tonn med laks som tilsvarer 43,7% av all norsk sjømateksport (Norges Sjømatråd, 2024c). Laks er den totalt største eksportvaren av

sjømat fra Norge. Ved første gjennomgang av diagrammet kan det være rimelig å anta at det vil ta tid før andre fisketyper kan utgjøre en reell trussel, og dette er ikke noe som skjer umiddelbart.



Figur 5: Mengde norsk sjømateksport fordelt hittil i år (2023) i mengde. (Norges Sjømatråd, 2024)

Basert på vurderingen av trusselen fra substitutter, har vi sett på lignende produkter, utvikling i det norske kosthold og prisforskjeller. Etter å ha gjennomgått noen mulige trusler på disse områdene, kan det antas at trusselnivået er lavt for øyeblikket. Imidlertid er det en mulighet for at denne trusselen økes fremover hvis nåværende trender med lavere fiskeforbruk og en høyere prisøkning på sjømat fortsetter.

Kundenes forhandlingsmakt

Forhandlingsmakten til kundene er den delen av Porters Five Forces som fokuserer på kundenes evne til å påvirke prisene og vilkårene i markedet. De vanligste kundene i lakseindustrien er detaljhandel-kjeder, restauranter og matvaredistributører i form av grossister, både nasjonalt og internasjonalt (Institute for strategy and competitiveness, u.d.). Disse kundene er preget av kjøp i store mengder, noe som gir grunnlag for forhandlinger om kjøpsvolum. Produktene er også relativt ensartede, noe som kan gi kundene en forhandlingsfordel. Med få forskjeller i pris og kvalitet, har kundene muligheten til å enkelt få en bedre avtale og bytte leverandør. På samme tid har Mowi oppnådd kundelojalitet gjennom sin merkevare, og selskapet er også den ledende aktøren i Norge med en solid markedsposisjon. Disse aspektene er med på å senke kundenes forhandlingsmakt.

Som tidligere nevnt i oppgaven, er det et potensial for økt etterspørsel etter laks, på grunn av befolkningsvekst og mattrender i samfunnet. Havet har store muligheter til å imøtekomme denne etterspørselen, men produksjonen av laks trenger hjelp fra ny teknologi. Hittil har

økningen i etterspørselen etter laks overgått økningen i tilbudet, en situasjon som har vært gunstig for oppdrettsnæringen. Dette har ført til at lakseprisene har økt parallelt med tilbudet (Dahl & Egeness, 2022). Når vi ser på markedsetterspørselen, tilbudet fra Mowi og deres markedsposisjon, kan vi konkludere med at kundenes forhandlingsmakt er lav.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørmakten i en bransje avhenger av totalt antall leverandører, produktdifferensiering og volum. De sentrale leverandørene til oppdrettsselskapene er de som leverer fôr. Denne faktoren kan gi leverandørene en forhandlingsposisjon. For Mowi er ikke dette et tilfelle, da selskapet produserer sitt eget fôr internt i verdikjeden sin. Selskapet legger stor vekt på å utvikle en bærekraftig og høykvalitetsfôr, og fasiliteten er strategisk plassert i nærheten av oppdrettsvirksomheten for å optimalisere driften og minimere driftskostnadene (Mowi, 2022a). Med andre ord er Mowi helt uavhengig av eksterne fôrleverandører, og dette gjør det vanskelig for andre leverandører å konkurrere på dette området. Dette resulterer i at forhandlingsmakten til leverandørene er lav.

Intern rivalisering i bransjen

Konkurransenintensiteten referer i hvor stor grad det er intern rivalisering innad i bransjen. Den interne rivaliseringen blir påvirket av flere faktorer som kundelojalitet, antall selskaper, markedsvest, kostnader for å avslutte drift og faste kostnader.

Historisk sett har oppdrettsnæringen i Norge bestått av mange små selskaper. I løpet av de siste tiårene har næringen vært gjennom en periode med konsolidering. Det har vært mange oppkjøp og sammenslåing av mindre selskaper. For øyeblikket produserer 16 selskaper i Norge 80% av det totale slaktevolumet. Mowi står for den største totale produksjonen og produserer en femtedel av laks som blir produsert i landet. og har dermed stor innflytelse på markedet. I tillegg har Mowi en sterk posisjon i Storbritannia og Nord-Amerika, der selskapet ligger i toppen av produksjon av oppdrettslaks (Mowi, 2023b). Dette gir Mow (Mowi, 2023b)i stor innflytelse på både det nasjonale og internasjonale markedet, når det gjelder å påvirke priser og standarder for kvalitet.

	Top 10 - Norway	H.Q.
	Company	GWT
1	Mowi	294,000
2	Salmar**	178,000
3	Lerøy Seafood	152,000
4	Mitsubishi / Cermaq	78,000
5	Grieg Seafood	68,000
6	Nordlaks Oppdrett	64,000
7	Nova Sea	44,000
8	Sinkaberg-Hansen	35,000
9	Alsaker Fjordbruk	33,000
10	Bremnes Fryseri	29,000
	Top 10	975,000
	Others	390,400
	Total	1,365,400

Figur 6: Topp 10 selskaper innen atlantisk oppdrettslaks i Norge 2022 (Mowi, 2023b).

Lojaliteten er vurdert til liten da innkjøpsbetingelser og pris styrer hvor laksen blir kjøpt. Videre kan vi vurdere på markedsveksten for å bedømme graden av konkurranse. Markedet for oppdrettslaks har opplevd betydelig vekst, hovedsakelig på grunn av den økende etterspørselen etter oppdrettsprodukter. Dette har positivt påvirket veksten i oppdrettsnæringen og gir store muligheter til ekspansjon til oppdrettsselskapene. På den andre siden er det biologiske begrensninger, krav til sjøvannstemperatur og konsesjoner fra myndighetene som kan begrense tilbudet. Dette kan bidra med å øke konkurranse og rivalisering blant eksisterende oppdrettsnæringer.

Til slutt kan vi nevne det at lakseoppdrett er forbundet med betydelige kostnader tilknyttet nedleggelse og dette kan øke rivalisering. Dette får bedriftene til å fokusere på prising, produktkvalitet, bærekraftig praksis og distribusjonsnettverk samtidig som det er krav til innovasjon, da dette kan være noe som kan gi konkurransefortrinn i bransjen.

Oppsummering av Porters Five Forces

Nedenfor har vi oppsummert Porters Five Forces og evaluert deres grad for makt og trussel. Faren for nyetableringer ble vurdert til lav, ettersom det kreves betydelige investeringer og godkjenning av omfattende regulatoriske krav før en ny aktør kan komme inn på markedet. For øyeblikket er trusselen for substitutter hovedsakelig også lav, da det fortsatt er en betydelig etterspørsel etter fisk. Imidlertid, med fremveksten av ugunstige matvaner og økende priser, kan trusselnivået potensielt stige til middels. Mowi har en dominerende

markedsandel og en sterk posisjon i bransjen, noe som styrker deres posisjon når det gjelder kundenes forhandlingsmakt. I tillegg, med etterspørsel som overstiger tilbudet, kan graden av kundenes forhandlingsmakt betraktes som lav. Mowi har i stor grad kontroll over sin egen verdikjede, noe som reduserer behovet for å være avhengig av et stort antall leverandører. Fôr utgjør den største delen av produksjonskostnadene, men siden Mowi har egen fôrproduksjon, har leverandørene lav forhandlingsmakt. Konkurransenintensiteten er satt til middels, med tanke på at det er få store oppdrettsselskaper som styrer næringen. Samtidig som at det er muligheter for ekspansjon, men på grunn av begrensinger i næringen kan det øke rivaliseringen mellom de største selskapene.

PORTERS FIVE FORCES	
Fare for nyetableringer	Lav
Trussel om substitutter	Lav/middels
Kundenes forhandlingsmakt	Lav
Leverandørens forhandlingsmakt	Lav
Konkurransenintensitet	Middels

Tabell 2: Oppsummering av Porters five forces

3.2 Interne analyser

3.2.1 VRIO-analyse

Den interne analysen vil fokusere på å undersøke de interne aspektene i Mowi. Vi skal bruke VRIO-analyse, som er et verktøy som analyserer ressursene i et selskap. VRIO-rammeverket evaluerer om ressursene er verdifulle, sjeldne, ikke-kopierbare og velorganiserte. (Fjeldstad & Lunnan, 2023). Vi har valgt å fokusere på de mest sentrale ressursene for Mowi: markedsposisjon, merkevare og verdikjeden. Dersom disse ressursene oppfyller kravene i rammeverket kan de vurderes som varig konkurransefortrinn.

Markedsposisjon

Mowi dominerer oppdrettsmarkedet i Norge og har en sterk posisjon i utlandet. Derfor vil det være naturlig å betrakte markedsposisjonen som en ressurs som kan gi en konkurransefordel. Videre vil vi undersøke om markedsposisjonen, sammen med dens tilknyttede fordeler, er verdifull, sjelden, vanskelig å imitere og om den er godt organisert.

Først skal vi undersøke om markedsposisjonen til Mowi er verdifull. I vurderingen av markedsposisjonens verdi er det viktig å tydeliggjøre at det er de tilhørende fordelene av stor markedsandel som kan bidra til verdi. Dette kan åpne for investeringsmuligheter utenfor verdikjeden som kan øke effektiviteten og dermed forbedre driften av selskapet. Konsernet vil også dra nytte av stordriftsfordeler, som vil kutte kostnader per enhet i det lange løp, og dermed være av verdi for Mowi. Positivt omdømme følger ofte av høy posisjon i markedet, noe som igjen tilfører verdi til selskapet. Markedsposisjonen vil derfor bidra til verdiskapning, og er en verdifull ressurs for Mowi.

Videre skal vi vurdere om Mowi sin markedsposisjon er en sjelden ressurs. Lovverket innenfor oppdrettsnæringen utgjør en utfordring for å ekspandere virksomheter i næringen. Samtidig er det biologiske og naturlige begrensinger som kan påvirke produksjonskapasiteten. Dette gjør det vanskelig for andre konkurrenter å oppnå en tilsvarende markedsposisjon lik Mowis. I tillegg til juridiske bestemmelser, besitter selskapet med betydelig kompetanse og ressurser som bidrar til å opprettholde en slik markedsposisjon over tid. Derfor kan markedsposisjonen til Mowi betraktes som en sjelden ressurs.

Vi skal nå undersøke om ressursen er kopierbar. Ut ifra lovgivningen, vil det være en utfordring å etterligne konsernets markedsposisjon. Likevel er det muligheter som kan gjøre det mulig for konkurrenter å kopiere størrelsen. Som nevnt tidligere, er det muligheter for investeringer i landbaserte, havbaserte og lukkede oppdrettsanlegg. Disse anleggene gir mulighet for ekspansjon, og dermed en potensiell imitasjon av størrelsen til Mowi. Igjen, er det på bakgrunn av lovverk vanskelig å få slike anlegg godkjent. Det er også viktig å merke seg at Mowi har lik mulighet som sine konkurrenter til å satse på slike anlegg og kan dermed ekspandere. Det vil da være enda vanskeligere å kopiere størrelsen til konsernet. På bakgrunn av dette er markedsposisjonen til Mowi en delvis ikke-kopierbar ressurs.

Til slutt skal vi undersøke om ressursen er godt organisert eller ikke. Konsernets ledende markedsposisjon skyldes effektiv ledelse, innovasjon, bruk av ulike strategier og kvalitetskontroll av produksjon. Markedsposisjonen som Mowi besitter er derfor velorganisert, og det ville ikke vært mulig å opprettholde den i samme grad uten en godt organisert struktur.

Markedsposisjonen som ressurs kan være mulig å kopiere, men det er ikke en lett oppgave for konkurrenter å prøve å oppnå. Det vil derfor i sin helhet være grunnlag for å si at markedsposisjon er en ressurs som gir midlertidig konkurransefortrinn for Mowi.

Merkevare

Ved at Mowi har sin egen merkevare, kan det bidra til å styrke den generelle posisjonen i markedet for bedriften. Videre kan det være lettere for Mowi å skape en større identitet og skape flere arenaer som gir mulighet for gjenkjenning for kundene. Som følge av dette gir merkevaren Mowi økt mulighet til å differensiere seg, og samtidig vil den bringe en mulighet for kontroll av kundelojalitet. Følgende skal vi diskutere om merkevaren er verdifull, sjelden, ikke-kopierbar og godt organisert slik at den kan kategoriseres som et varig konkurransefortrinn.

Dersom Mowi klarer å utnytte fordelene knyttet til sitt eget merkevare, vil dette utgjøre en betydelig verdifull ressurs. Konsernsjef Ivan Vindheim kunne allerede i 2021 rapportere om positive tilbakemeldinger fra forbrukere der Mowi sitt merke var etablert (Bjergaard, 2021). Dersom Mowi klarer å differensiere seg slik at forbrukere velger deres produkt fremfor andre vil merkevaren som ressurs være verdifullt for selskapet.

Vi skal nå vurdere om Mowi sin merkevare er en sjelden ressurs. Det er få aktører i oppdrettsnæringen som har investert like mye i egen merkevare som Mowi. Blant de få som også har egen merkevare, finner vi konkurrentene Lerøy Seafood og Salmon Brands. Gitt den begrensede konkurransen på dette området, vil ressursen derfor være unik i seg selv. Å ha egen merkevare representerer automatisk en unik ressurs, ettersom ingen andre aktører i næringen kan benytte seg av denne merkevaren. Dermed blir Mowi sin merkevare betraktet som en sjelden ressurs.

Videre skal vi se nærmere på om merkevaren til Mowi vil være mulig å kopiere. Det er gjort betydelige investeringer og brukt mye tid på prosessen rundt merkevaren. Slike kostnader og tidsbruk er ikke tilgjengelig for alle selskaper, og det vil derfor være vanskelig å kopiere selve merkevaren. Det vil dog være muligheten for andre konsern med tilsynelatende lik merkevarsatsning å kopiere merkevaren til Mowi. Imidlertid vil det være en betydelig og utfordrende prosess for selskapene å omstille sin egen merkevare for å kopiere en annen. Samtidig er dette knyttet til at merkevaren skal være en sjelden ressurs. Konkurransefortrinn

med å ha en unik merkevare er å differensiere seg fra konkurrenter. Derfor vil det være lite hensiktsmessig å forsøke å etterligne en annen konkurrent. På bakgrunn av dette vil vi derfor konkludere med at merkevaren til Mowi er en ikke kopierbar ressurs.

Det siste vi skal vurdere er om merkevaren er en ressurs som er godt organisert. Det var store mål som ble satt da merkevaren Mowi besluttet å lansere sin nye merkevare. I 2019 byttet Marine Harvet navn til Mowi, og det markerte starten på en omfattende prosess for å introdusere det nye merket. Merkevarsatsingen lå i 2021 noe bak skjema, grunnet utfordringer knyttet til koronapandemien. Til tross for dette opprettholdt driftsdirektøren for salg og markedsføring, Ola Brattvoll, målet om å oppnå 100 millioner euro ekstra i EBIT innen 2025, primært på grunn av satsingen på merkevaren (Berge, 2021). Operasjonell EBIT for konsernet utgjorde omtrent 203 millioner euro i det tredje kvartal i 2023, men var noe svakere enn prognosene. Den svake kronen bidro imidlertid til å mildne effekten. Med resultat under forventningene, kan målsetningen kanskje fortsatt være noe overambisiøs (Berge, 2023). Gitt at målsetningen så langt ligger bak skjemaet, kan vi konkludere med at merkevaren er delvis velorganisert.

Ut ifra dette kan vi konkludere med at Mowi sin merkevare utgjør en ressurs som gir selskapet varig konkurransefordel. Til tross for at den bare er delvis velorganisert, er den verdifull, unik og ikke-kopierbar.

Verdikjeden

Den siste ressursen vi skal undersøke i VRIO-analysen er verdikjeden til Mowi. Konsernet har en vertikal helintegrasjon av verdikjeden som vil si at Mowi har full kontroll over hele prosessen fra avlefasen til ferdige produkter. Selskapet har dratt stor nytte av denne ressursen, da den gjør dem uavhengige fra eksterne leverandører og minimerer kostnadene forbundet med disse fasene. På bakgrunn av de ulike elementene har vi valgt å undersøke nettopp denne ressursen.

Det første vi skal se på er om verdikjeden til Mowi er verdifull og bidrar til å opprettholde en varig konkurransefordel. Ved å ha full kontroll over verdikjeden fra begynnelsen til slutt, oppnår selskapet en rekke positive effekter. Dette innebærer forbedret kvalitetskontroll gjennom alle trinnene i verdikjeden, økt kostnadseffektivitet og større muligheter for innovasjon og forskning. Alle disse fordelene, kombinert med de primære aktivitetene, spiller

en avgjørende rolle i å frembringe verdi for selskapet. Det er derfor rimelig å konkludere med at Mowi sin verdikjede utgjør en verdifull ressurs.

Vi skal videre utforske om verdikjeden er en sjelden ressurs. De ressursene som Mowi har i sin verdikjede, som avansert oppdrettsteknologi og eksklusiv tilgang til vannområder, gjør deres verdikjede sjelden og unik. I tillegg til deres egenproduksjon av fôr, gjør dette verdikjeden til Mowi ekstraordinær. Selskapet og sammen med to andre aktører, dominerer produksjonen av laksefôr i oppdrettsnæringen (Mowi, 2023b). Dette gjør at de skiller seg ut fra sine konkurrenter. Konsernets helhetlige integrasjon av verdikjeden representerer derfor en sjelden ressurs.

At verdikjeden er ikke-kopierbar er også knyttet til spørsmålet om hvorvidt ressursen er sjelden, noe vi konkluderte med at den er. Det at ressursen er sjelden og unik gjør det samtidig vanskelig å etterligne den. Mowi har også verdifull humankapital som er nødvendig for å opprettholde verdikjeden. Å etterligne denne menneskelige kapital vil være en stor utfordring for konkurrenter. I tillegg krever opprettholdelsen av en slik verdikjede betydelig økonomisk kapital, noe som gjør det utfordrende for selskaper med begrensede ressurser å etterligne. Verdikjeden til Mowi er derfor vanskelig å replisere, og utgjør derfor en ikke-kopierbar ressurs.

Det siste vi skal undersøke er om verdikjeden er en ressurs som er godt organisert. Verdikjeden har vist seg å være svært vellykket, med tanke på at Mowi er det ledende oppdrettsselskapet i Norge, og en av de fremste produsentene av oppdrettsfôr globalt. Organisasjonsstrukturen til Mowi gjør det mulig å utnytte de positive aspektene og fordelene som følger av verdikjeden. Faktorer som effektivitet, innovasjon og kvalitet gjennom hele verdikjeden bidrar til å understreke dens gode organisering. På dette grunnlaget kan vi konkludere med at verdikjeden til Mowi er en ressurs som gir Mowi en varig konkurransefordel

Oppsummering

Ressursene markedsposisjon, merkevare og verdikjede reflekterer elementer fra VRIO-rammeverket, som er med på å sikre Mowi en varig konkurransefordel. Gjennom å opprettholde en ledende posisjon i markedet, bygge en sterk merkevare og optimalisere verdikjeden, har konsernet etablert seg som en dominerende aktør innen oppdrettsindustrien.

	RESSURS	VERDIFULL	SJELDEN	IKKE-KOPIERBAR	VELORGANISERT
MARKEDSPOSISJON	Ja	Ja	Ja	Delvis	Ja
MERKEVARE	Ja	Ja	Ja	Ja	Delvis
VERDIKJEDE	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja

Tabell 3: Oppsummering VRIO-analyse

3.3 SWOT-analyse

Den strategiske analysen vil bli avsluttet ved å gjennomføre en SWOT-analyse, hvor vi vil oppsummere både de eksterne og interne faktorene i en tabell. De eksterne faktorene er basert på funn fra PESTEL-analysen og Porters bransjeanalyse, hvor vi skal identifisere muligheter og trusler Mowi står ovenfor. De interne faktorene vil bli vurdert ut ifra VRIO-analysen, og går ut på å se styrker og svakheter til selve selskapet. Dette er faktorer virksomheten har kontroll over og kan endre, mens de eksterne faktorer er utenfor selskapets kontroll og må tilpasses. Under er tabellen som viser en oversikt over styrkene, svakhetene, mulighetene og truslene til Mowi.

INTERNE	STYRKER	SVAKHETER
	<ul style="list-style-type: none"> - Bærekraftig - Vertikal fullintegrert verdikjede - Egen merkevare - Markedsposisjon - Stordriftsfordeler 	<ul style="list-style-type: none"> - Rømning av fisk - Begrenset område egnet for oppdrett
EKSTERNE	MULIGHETER	TRUSLER
	<ul style="list-style-type: none"> - Bærekraftig teknologi - Økende etterspørsel - Trend for bærekraftig kosthold - Befolkningsvekst - Fallende kronekurs 	<ul style="list-style-type: none"> - Sterkere kronekurs - Ekstremvær - Substitutter - Lakselus - Negativ holdninger knyttet til oppdrett - Internasjonal handelspolitikk - Lover og forskrifter - Grunnrenteskatt

Tabell 4: SWOT-analyse

4. Regnskapsanalyse

Vi skal nå foreta en regnskapsanalyse hvor vi skal se på lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet til Mowi for å kartlegge den økonomiske situasjonen i bedriften. Vi utarbeider disse nøkkeltallene for å kunne se på historisk utvikling for å sammenligne dagens situasjon med tidligere år. Det er flere grupper som har interesse av nøkkeltall, blant annet investorer, eiere, og kreditorer. Nøkkeltall gir en forståelse av ulike viktige forhold i bedriften (Berg, 2021). Vi merker oss at nøkkeltallsanalyser ikke har en fasit på hva som er bra og ikke, men at det brukes som et sammenligningsgrunnlag i driftsplanlegging. Nøkkeltall vil være ulike ut ifra hvilken bransje man opererer i, etablerte normer, og historisk vekst eller nedgang. Vi har valgt å undersøke tallene fra årsrapporter for perioden 2019 til 2023.

4.1 Lønnsomhet

Lønnsomhetsanalyse eller rentabilitetsanalyse er en analyse som ser på bedriftens evne til å tjene penger. Mowi sin evne til å ha god inntjening kombinert med lave kostnader er fundamentet for bedriftsøkonomien (Berg, 2021). Mowi hadde i 2023 en rekordhøy

driftsinntekt, men dette betyr likevel ikke at de er mer lønnsomme nå enn før. Derfor er det viktig å se på ulike tall som påvirker lønnsomheten. Det er viktig for børsnoterte selskaper med god lønnsomhet da dette vil tiltrekke seg investorer og utbetale utbytte. I lønnsomhetsanalysen skal vi se på total kapitalrentabilitet, egen kapitalrentabilitet, og driftsmargin.

4.1.1 Total kapitalrentabilitet

Total kapitalrentabiliteten forteller oss hvor mye hver krone som er investert i bedriften, gir i avkastning uavhengig av hvor finansieringen kommer fra. Tallet kan påvirkes av mange forhold, men både lakseprisen i markedet, produsert kvantum og produksjonskostnader er viktige faktorer. Hvor stor denne må være kommer an på bransje, men en gjennomsnittlig total kapitalrentabilitet er på 10% i Norge. Tallet man finner bør minst være lik den gjennomsnittlige lånerenten bedriften betaler for sine lån. I dag ligger renten på mellom 5-7%. Siden det ikke er risikofritt å investere i en bedrift, bør man plusse på et risikotillegg (Berg, 2021).

$$\text{Total kapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Vi ser på tallene under at de har variert en god del fra år til år, men et stort avvik i 2020 hvor total kapitalrentabiliteten lå på 3.14%. Dette kan forklares med et lavere driftsresultat på grunn av korona. Vi ser også at total kapitalen har gått noe ned fra 2022 med litt over 2%. Dette skyldes at både resultatet gikk ned, og at total kapitalen økte. For Mowi blir det viktig og ikke opprettholde den negative trenden vi ser det siste året. Likevel har vi en likviditetsgrad på nesten 12% noe som kan tyde på at det er god avkastning i selskapet.

	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsresultat	617,0	183,5	602,2	1 053,8	981,0
Finansinntekt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total kapital	5 840,1	5 846,1	6 259,5	7 531,3	8 239,0
Total kapitalrentabilitet	10,56%	3,14%	9,62%	13,99%	11,91%

Tabell 5: Total kapitalrentabilitet

4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten gir oss innblikk i hvor mye avkastning eierne sitter igjen med. Vi har valgt å regne egenkapitalrentabiliteten etter skatt. Egenkapitalrentabiliteten bør være høyere enn totalkapitalrentabiliteten vi fant over. Dette forklares med at eiere tar større risiko enn det banken tar ved å gi penger til selskapet. Skulle Mowi gå konkurs, er det banken som får tilbakebetalt deres penger først (Berg, 2021).

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært regnskap (før el. etter skatt)} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Vi ser at Mowi har tilfredsstilt kravet med høyere egenkapitalrentabilitet i alle årene under, og at den også har vært mer enn dobbelt så stor i forhold til tallene i totalkapitalrentabiliteten. I 2023 ender vi med 24.43% noe som er en nedgang fra 2022, men tallet er fortsatt høyt. Vi ser at det er stor sammenheng mellom resultatene i totalkapitalrentabiliteten og at 2020 også er et unntaksår i denne beregningen.

	2019	2020	2021	2022	2023
Resultat før skatt	607,4	120,6	593,4	1 000,9	898,7
Egenkapital IB	2 879,0	2 892,6	2 764,0	3 131,4	3 687,1
Egenkapital UB	2 892,6	2 764,0	3 131,4	3 687,1	3 671,4
Gjennomsnittlig egenkapital	2 885,8	2 828,3	2 947,7	3 409,3	3 679,3
Egenkapitalrentabilitet	21,05%	4,26%	20,13%	29,36%	24,43%

Tabell 6: Egenkapitalrentabilitet

4.1.3 Driftsmargin i prosent (%)

Driftsmarginen gir oss et inntrykk av virksomhetens effektivitet, ved å se på hvor mye vi sitter igjen med etter å ha benyttet ressursene som skal til for å skape inntektene våre. Vi får et innblikk i om man bruker mer eller mindre ressurser for å oppnå resultatet. Ved en høy driftsmargin, utgjør kostnadene ved produksjonen en mindre andel av inntektene, og man tjener mer penger per ressurs. Driftsinntekten vil bli påvirket av markedsprisen på laks, og en høyere pris i markedet vil gi bedre driftsmargin. En driftsmargin på over 10% kan ansees som god, mens alt rundt 1% er dårlig (Berg, 2021).

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

Vi ser at driftsmarginen for samtlige år med unntak av 2020 var innenfor kravet for god margin og over 14%. I 2022 hadde Mowi en driftsmargin på 21,33% som er en økning på 48,8% fra året før. Driftsmarginen i 2023 reduseres fra året før, men selskapet har fortsatt en lav kostnadsprosent på 82,18.

	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsresultat	617,0	183,5	602,2	1 053,8	981,0
Driftsinntekt	4 135,6	3 760,2	4 202,2	4 940,8	5 505,7
Driftmargin	14,92%	4,88%	14,33%	21,33%	17,82%

Tabell 7: Driftsmargin

4.2 Finansiering

Mowi sin finansiering gir innsikt i hvor godt de anvender og anskaffer kapital. Analysen tar utgangspunkt i hvordan selskapets eiendeler er sammensatt (Kristoffersen, 2019). Her tar vi utgangspunkt i nøkkeltallene arbeidskapital og finansieringsgrad 1.

4.2.1 Arbeidskapital

Arbeidskapital er et mål på hvordan de mest likvide eiendelene, altså omløpsmidler, dekker de løpende utgiftene samt andre forpliktelser på kort sikt. Den burde være positiv, fordi det indikerer at midlene investert i anleggsmidler ikke er dekket av kortsiktig gjeld (Knardal & Sending, 2022).

$$\text{Arbeidskapital} = \text{omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld}$$

Mowi har hatt positiv arbeidskapital de siste fem årene, som reflekterer god likviditet og sunn finansiell stilling. Den sank litt i 2020 som reflektere en reduksjon i omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Årene etter har den økt som skyldes en større økning i omløpsmidler enn kortsiktig gjeld.

(EUR million)	2019	2020	2021	2022	2023
Omløpsmidler	2629,6	2448,8	2717,5	3488,7	3979,5
Kortsiktig gjeld	776,3	719,5	972,9	1488,4	1264,9
Arbeidskapital	1853,3	1729,3	1744,6	2000,3	2714,6

Tabell 8: Arbeidskapital

Ved å se på arbeidskapital i prosent av salget kan man få en indikasjon på hvordan likviditeten har utviklet seg i løpet av årene. Dette forholdstallet er bedre egnet for å sammenligne resultatet fra ett år til det neste.

$$\text{Arbeidskapital i \% av driftsinntekter} = \frac{\text{Arbeidskapital}}{\text{Driftsinntekter}} * 100\%$$

Vi ser fra tabellen under at arbeidskapitalen har ligget på mellom 40% og 50% de siste fem årene. Dette er klart høyere enn kravet som ligger på over 10-15% (Berg, 2021).

(EUR million)	2019	2020	2021	2022	2023
Arbeidskapital	1853,3	1729,3	1744,6	2000,3	2714,6
Driftsinntekter	4135,6	3760,2	4202,2	4940,8	5505,7
Arbeidskapital i % av driftsinntekter	45%	46%	42%	40%	49%

Tabell 9: Arbeidskapital i % av driftsinntekter

4.2.2 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 vurderer i hvilken grad anleggsmidlene er finansiert av langsiktig kapital. Siden anleggsmidler er varige eiendeler, bør de også bli finansiert med langsiktig kapital siden den er mer stabil og oftest billigere en kortsiktig gjeld. I teorien burde forholdstallet være mindre enn 1. En høyere verdi indikerer at en del av de langsiktige eiendelene er finansiert med kortsiktig kapital. Dette er ugunstig for bedriften og kan potensielt skape betalingsproblemer i fremtiden (Kristoffersen, 2019).

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

Når vi analyserer tabellen, ser vi tydelig at finansieringsgraden for Mowi forblir under 1 gjennom alle de fem årene, og har en lett økende trend. Dette indikerer en stabil trend uten betydelig svingninger. Mowi sine anleggsmidler er dermed finansiert med den langsiktige kapitalen. Basert på dette kan vi konkludere med at Mowi har en sunn finansiering.

(EUR million)	2019	2020	2021	2022	2023
Anleggsmidler	3210,4	3337,3	3542,2	4042,6	4259,5
Langsiktig gjeld	2171,2	2362,5	2155,3	2355,7	3219,3
Egenkapital	2892,6	2764,1	3131,4	3687,1	3754,7
Langsiktig kapital	5063,8	5126,6	5286,7	6042,8	6974
Finansierungsgrad 1	0,63	0,65	0,67	0,67	0,61

Tabell 10: Finansierungsgrad 1

4.3 Soliditet

Videre i regnskapsanalysen skal vi se på soliditet, som er en av hovedområdene innenfor en regnskapsanalyse. Soliditet kan beskrives som en bedrifts evne til å tåle tap. Vi finner altså ut hvor robust selskapet er, og hvordan de tåler tider med svak lønnsomhet. Ved å regne på soliditet finner vi også ut langsiktig risiko, som sier noe om overlevelsen til en bedrift for årene som kommer fremover (Berg, 2021).

4.3.1 Egenkapitalandel i prosent (%)

Det viktigste vi gjør når vi ser på soliditet er å se på hvor mye egenkapital bedriften har. Dersom en bedrift har tapt all egenkapitalen de har opparbeidet seg, kan en si at bedriften er konkurs. Når vi ser på egenkapitalandelen er det egenkapital og totalkapitalen som er i fokus (Berg, 2021).

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

De siste årene har gjennomsnittlig egenkapitalandel for aksjeselskaper vært rundt 40 prosent (Knardal & Sending, 2022). Vi ser her at Mowi har en egenkapital fra de siste fem årene over gjennomsnittlig andel på ca. 40 prosent. Den har vært ganske stabil, men vi ser en relativt liten nedgang i 2023.

(EUR million)	2019	2020	2021	2022	2023
Egenkapital	2 892,6	2 764,1	3 131,4	3 687,1	3 754,7
Totalkapital	5 840,1	5 846,1	6 259,5	7 531,3	8 239,0
Egenkapitalandel	49,5%	47,3%	50,0%	49,0%	45,57%

Tabell 11: Egenkapitalandel

4.3.2 Rentedeckningsgrad

Videre skal vi se på rentedeckningsgraden, som sier oss noe om hvor godt man er i stand til å betjene lån. Rentedeckningsgraden indikerer hvor mye av resultatet før rentekostnader som dekker rentekostnadene. Dersom en bedrift har rentedeckningsgrad lik 1, vil alt driften genererer av inntjening gå til å betale renter, og resultatet vil dermed være lik null (Berg, 2021). Derfor burde en rentedeckningsgrad på 1 være minimum, og er den over har bedriften en buffer.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært res f. skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{rentekostnader}}$$

De siste årene har rentedeckningsgraden til Mowi vært svært varierende. Lavest i 2020 med 2.91 og høyest i 2022 hvor den lå på 20.03. Når det legges til grunn en minimumsgrense på 1, tilfredsstiller Mowi kravet for samtlige år med varierende margin. Som vi har nevnt tidligere er renten et politisk virkemiddel som vil variere ut ifra eksterne forhold. Renten var rekordlav under koronapandemien, men har det siste året blitt vesentlig høyere. Vi ser at tallene til Mowi reflekterer denne renteendringen relativt godt. Det er forventet at renten vil holde seg stabilt høy også neste år, og man kan derfor tenke seg at dette vil påvirke rentedeckningsgraden negativt også neste år før renten blir lavere.

(EUR million)	2019	2020	2021	2022	2023
Ordinært res. Før skatt	607,40	120,60	593,40	1 000,90	898,7
Rentekostnader	70,20	63,00	59,00	52,60	113,1
Rentedeckningsgrad	9,65	2,91	11,06	20,03	8,95

Tabell 12: Rentedeckningsgrad

4.3.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden forteller oss noe om hvor stor andel av eiendelene i virksomheten som er finansiert av kortsiktig eller langsiktig gjeld og dette nøkkeltallet er sterkt knyttet til egenkapitalandelen. En høy gjeldsgrad gir en indikasjon på at man har lite egenkapital. En gjeldsgrad på 1 tilsvarer at man har like mye gjeld og egenkapital. Det er ønskelig med lav gjeldsgrad fordi det kan indikere at selskapet er mer solid (Kristoffersen, 2019).

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Vi ser at gjeldsgraden har variert mellom 1 og 1,19. Selskapet har hatt en økning i samlet gjeld siden 2019, hvor vi ser en spesiell økning på den langsiktige gjelden. Dette kan skyldes at det i perioden 2020 til 2022 var billig å ta opp lån eller at flere investeringer ble gjennomført. Nå som det er kostbart å ha lån er det ønskelig at gjeldsgraden reduseres noe i fremtiden, enten ved å øke egenkapitalen eller redusere gjelden.

(EUR million)	2019	2020	2021	2022	2023
Kortsiktig gjeld	776,3	719,5	972,9	1 488,4	1264,9
Langsiktig gjeld	2 171,2	2 362,5	2 155,3	2 355,7	3219,3
Gjeld	2 947,5	3 082,0	3 128,2	3 844,1	4484,2
Egenkapital	2 892,6	2 764,1	3 131,4	3 687,1	3754,7
Gjeldsgrad	1,02	1,12	1,00	1,04	1,19

Tabell 13: Gjeldsgrad

4.4 Likviditet

Likviditet handler om bedriftens evne til å betale for sine økonomiske forpliktelser (Knardal & Sending, 2022). Høy likviditet viser til at man ha sterk betalingsevne og kjøpekraft, og man vil derfor kunne være mer fleksibel. God likviditet er viktig for å opprettholde en sunn økonomisk posisjon, fordi det gir virksomheten mulighet til å møte kortsiktige økonomiske forpliktelser uten å selge eiendeler til rabatterte priser. Likviditeten påvirkes av forholdet mellom kortsiktig gjeld og omløpsmidler. I likviditetsanalysen skal vi se nærmere på likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

4.4.1 Likviditetsgrad 1

Vi starter likviditetsanalysen med å se på likviditetsgrad 1. Den viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Omløpsmidler kjennetegnes ved å være eiendeler som raskt kan omsettes til kontanter. Likviditetsgrad 1 kan ha ulike standarder for forskjellige bransjer, men en generell retningslinje er å minst ha et forholdstall på 2. Er forholdstallet på 1 betyr det at arbeidskapitalen er på 0 og da kan det raskt forekomme økonomiske problemer (Knardal & Sending, 2022).

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

Som vi ser på tallene under har Mowi et forholdstall mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld som er høyere enn den generelle retningslinjen på 2, og i flere tilfeller over 3. Det tyder på en sterk betalingsevne. Vi ser at likviditetsgrad 1 har økt fra 2022 som var det laveste året, og vi ender i 2023 på 3,15. Økningen kommer som et resultat av redusert kortsiktig gjeld kombinert med en stor økning i omløpsmidler.

(EUR million)	2019	2020	2021	2022	2023
Omløpsmidler	2629,6	2448,8	2717,5	3488,7	3979,5
Kortsiktig gjeld	776,3	719,5	972,9	1488,4	1264,9
Likviditetsgrad 1	3,39	3,40	2,79	2,34	3,15

Tabell 14: Likviditetsgrad 1

4.4.2 Likviditetsgrad 2

Sammenlignet med likviditetsgrad 1 ser vi også her på omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Forskjellen er at vi her ser på «de mest likvide omløpsmidlene» og vi ser derfor bort ifra varebeholdningen. Siden Mowi opererer med oppdrett og har en stor beholdning av fisk som etter hvert skal bli til en del av varebeholdningen, fjerner vi også den biologiske beholdningen fra omløpsmidlene. Generelt sett bør forholdstallet være på minst 1, men det kan variere fra bransje til bransje (Knardal & Sending, 2022).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{(\text{Omløpsmidler} - \text{Varebeholdning})}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

I årene fra 2020 til 2023 ligger Mowi sine tall under den generelle retningslinjen på 1. Historisk er ikke tallene tilfredsstillende, men vi ser en positiv utvikling etter bunnivået i 2022. Den positive utviklingen skyldes som nevnt tidligere én økning i omløpsmidler og én nedgang i kortsiktig gjeld. Økningen i den biologiske beholdningen i året 2023 har kun en påvirkning på likviditetsgrad 2, og derfor vil differansen i likviditetsgrad 1 være større.

(EUR million)	2019	2020	2021	2022	2023
Omløpsmidler	2629,6	2448,8	2717,5	3488,7	3979,5
Varebeholdning	320,7	334,1	384,1	603,9	605,1
Biologisk beholdning	1522,4	1416,6	1529,5	1912,5	2143,6
Kortsiktig gjeld	776,3	719,5	972,9	1488,4	1264,9
Likviditetsgrad 2	1,01	0,97	0,83	0,65	0,97

Tabell 15: Likviditetsgrad 2

4.5 Oppsummering

Basert på nøkkeltallene over fremstår Mowi som et solid selskap med gode tall. Selskapet har forbedret lønnsomheten sammenlignet med tidligere år, noe som øker inntektene for eierne. I tillegg viser Mowi en trend der de bruker mindre ressurser. Vi ser i lønnsomhetsanalysen at de hadde rekordinntjening i 2022, og at de fleste nøkkeltallene var verre i 2020 på grunn av korona. I finansieringsanalysen finner vi også gode tall for Mowi.

Videre har vi sett på soliditeten og likviditeten. Vi ser at Mowi i stor grad tåler tap i fremtiden. Både egenkapitalandelen, rentedekningsgraden og likviditetsgraden var tilfredsstillende. Vi merker oss at gjeldsgraden har økt noe som kan være negativt på sikt, og at likviditetsgraden er noe lavere enn det anbefalte. Alt oppsummert har Mowi tilfredsstillende tall.

5. Avkastningskrav

Avkastningskrav er minimumsavkastningen investorer kan forvente å få som kompensasjon for å ha investert pengene i eksempelvis en bestemt aksje, eiendom eller obligasjoner. Størrelsen på avkastningskravet skal både reflektere hvilken forventet avkastning investorer kan få, og hvilken risiko som er knyttet til investeringen (Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2021). Et høyt avkastningskrav vil gi en lavere nåverdi, og kjennetegnes ved at det er høy risiko forbundet med investeringen. For at vi senere skal kunne verdsette Mowi, er vi nødt til å finne avkastningskravet. Det brukes i hovedsak til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer for å finne nåverdien. Det finnes flere måter å regne ut avkastningskravet på, i denne oppgaven vil kapitalverdimodellen og total kapitalverdimodellen bli tatt i bruk.

5.1 Avkastningskrav til egenkapital

For å finne avkastningskravet til egenkapitalen skal vi bruke kapitalverdimodellen, heretter nevnt som CAPM. CAPM består av den risikofrie renten, egenkapitalbeta og markedets risikopremie. Under skal vi se nærmere på de ulike elementene i modellen, og til slutt finne CAPM til Mowi.

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

R_f = Risikofri rente

B = Beta

MRP = Markedets risikopremie

5.1.1 Risikofri rente

Det første faktoren i CAPM vi skal se på er risikofri rente. Risikofri rente er avkastningen man kan forvente å få på en investering uten noen form for risiko. Typisk vil en slik investering være statsobligasjoner eller innskudd i bank med høy kredittvurdering. Vi har brukt generisk rente som utgangspunkt for den risikofrie renten. Den generiske renten er den effektive renten på det statspapiret som er nærmest den oppgitte løpetiden, som i dette tilfellet er på 10 år. Tallet er hentet fra Norges Bank sin nettside, her finner vi en risikofri rente på 3,254 per 31.12.2023 (Norges Bank, 2024).

Under ser vi en tabell med oversikt over gjennomsnittlig rente på statsobligasjoner fra 2019 til 2023. Vi ser at renten var veldig lav i 2020 og 2021, noe som i stor grad skyldes koronapandemien. Renten har økt en god del i 2022 og frem til 2023. Dette kan forklares med en økning i inflasjon og høy styringsrente. Når styringsrenten øker, vil dette også føre til økning i avkastningskravet. Videre i oppgaven benytter vi en risikofri rente på 3,25 hentet fra Norges Bank. Vi ser at denne er noe lavere enn gjennomsnittet på 3,48% vist i tabellen under.

År	Risikofri rente
2019	1,484
2020	0,820
2021	1,397
2022	2,835
2023	3,480

Tabell 16: Gjennomsnittlig risikofri rente 2019-2023

5.1.2 Egenkapitalbeta

Betaen til egenkapitalen skal måle svingningene i avkastningen som kommer fra generelle markedsrisiko. Dersom betaen er større enn 1, indikerer det at aksjen har høy systematisk risiko og svinger mer enn markedet som helhet. En beta mindre enn 1 indikerer lavere volatilitet, og aksjen svinger mindre enn markedet (Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2021).

Formålet med vår analyse er å evaluere den estimerte betaen for egenkapitalen til Mowi, med fokus på å vurdere hvor påvirkelig egenkapitalavkastningen er av markedssvingninger. Metoden innebærer at vi ser på daglig avkastningstall for Mowi-aksjene og markedet over de siste fem årene. I dette tilfelle valgt vi OSEBX som markedsindeks, siden det er en hovedindeks med de 70 største aksjene på Oslo Børs (Nordnet, u.d.). Derfor er det rimelig å anta at det vil være en pålitelig indikator for utviklingen til Oslo Børs for de fem årene. Mowi-aksjene kjøpes og selges på Oslo Børs, og dermed fungerer børsen som markedsplass for aksjene. På bakgrunn av dette bruker vi data fra Oslo Børs i perioden 2019-2023.

Vi skal nå analysere dataene for OSEBX og Mowi-aksjen i tidsperioden fra 02.01.2019 til 29.12.2023. I løpet av analysen ble det nødvendig å utelate enkelte dager på grunn av manglende data fra OSEBX. Dagene med manglene data ble utelatt, da de kunne ha en innvirkning på det endelige resultatet.



Figur 7: Egenkapitalbeta

Figuren over viser en regresjonsanalyse som illustrer sammenhengen mellom Mowi-aksjen og OSEBX. Regresjonslinjen viser at betaen til Mowi er på 0,7991 over de fem årene og har en positiv trend. Egenkapitalbetaen illustrer at når markedets avkastning øker med 1 prosent vil aksjene til Mowi øke med 0,7991%.

For å redusere usikkerheten rundt estimatet vårt for egenkapitalbetaen til Mowi, er det også regnet egenkapitalbeta ut for sammenlignbare selskaper. Vi har valgt selskapene Lerøy, SalMar, Grieg Seafood og Austevoll, som tidligere i oppgaven er presentert som Mowi sine største konkurrenter.

Selskap	Egenkapitalbeta
Mowi	0,799
Lerøy	0,871
SalMar	0,763
Grieg	0,926
Austevoll	0,933

Tabell 17: Sammenligning av egenkapitalbeta

Estimatet for de andre egenkapitalbetaene viser at alle har positiv korrelasjon. Dermed vil alle betaene til selskapene øke når avkastningen til markedet øker. Det selskapet som blir mest påvirket av markedet er Austevoll med en beta på 0,933%, og det selskapet som er minst påvirkelig er SalMar. Tabellen viser at selskapenes beta-verdier er relativt like, og Mowi befinner seg omtrent på midten. På bakgrunn av dette konkluderer vi med at estimatet for egenkapitalbetaen til Mowi er pålitelig.

5.1.3 Markedets risikopremie

For å finne markedets risikopremie tar vi utgangspunkt i undersøkelsen til PwC i samarbeid med Foreningen for finansfag. Risikopremien for markedet skal reflektere den ekstra avkastningen en investor forventer å få fra en diversifisert portefølje sammenlignet med den risikofrie renten (PwC, 2023). Målingen er avgjørende for å fange den unngåelige systematiske risikoen, som alltid vil være til stedet for enhver bedrift. (Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2021).

År	2019	2020	2021	2022	2023
Gjennomsnitt	4,9%	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%
Median	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Kvartil 1	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	5,0%
Kvartil 3	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Tabell 18: Markedets risikopremie

I tabell 18 observerer vi at risikopremien i markedet har holdt seg stabil de siste fem årene. Median har vært konstant på 5%, mens gjennomsnittet har få variasjoner. Derfor planlegger vi videre i oppgaven å anvende satsen 5% for markedets risikopremie.

5.1.4 CAPM for Mowi

I løpet av 5.1 har vi gjennomført utregninger av komponenter som vi kan bruke til å estimere avkastningskravet for egenkapitalen til Mowi. Avkastningskravet for egenkapitalen skal finnes ved å anvende CAPM. Ut fra dette får vi et avkastningskrav for EK på 7,25% som vi vil bruke for beregning av avkastningskravet for totalkapitalen.

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

$$r_E = 3,25\% + 0,799 * 5\% = 0,0725 = 7,25\%$$

5.2 Avkastningskrav til gjeld

Videre skal vi finne avkastningskravet til gjeld. For beregningen bruker vi gjeldskostnaden, da dette viser kostnaden som er knyttet opp til betjening av gjeld. Vi gjør dette ved å identifisere Mowi sine rentekostnader og rentebærende gjeld i perioden 2019 til 2023, og deretter beregne gjennomsnittet.

(EUR million)	2019	2020	2021	2022	2023
Rentekostnader	70,2	63	59	52,6	113,1
Rentebærende gjeld	1465,8	1565,5	1358,9	1725,8	2093
Gjeldskostnad %	4,79%	4,02%	4,34%	3,05%	5,40%
Gjennomsnittlig gjeldskostnad %	4,32%				

Tabell 19: Gjennomsnittlig gjeldskostnad %

For å finne gjeldskostnad dividerer man rentekostnader på rentebærende gjeld. Tabellen over viser noe fluktuasjon i gjeldskostnad, men ikke store nok til at estimatet på gjennomsnittlig gjeldskostnad ikke er gjeldende for videre bruk på avkastningskrav til totalkapital.

5.3 Avkastningskrav til totalkapital

Fremgangsmåten vi skal bruke for å beregne avkastningskrav til totalkapitalen betegnes WACC. WACC står for «Weighted Average Cost», og er derfor et vektet gjennomsnitt av kapitalkostnaden til selskapet. Vi bruker avkastningskrav til totalkapital for å vurdere lønnsomheten og risikoen til en investering. Formelen for WACC benytter egenkapitalandel, avkastningskrav til egenkapital, gjeldsandel, avkastningskrav til gjeld og skattesats (Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2021). Vi har tidligere regnet ut avkastningskravet til egenkapital og gjeld, og vil derfor nå regne ut egenkapital- og gjeldsandel samt skattesatsen.

$$WACC = \frac{EK}{TK} * r_E + \frac{G}{TK} * r_G * (1 - s)$$

5.3.1 Egenkapitalandel og gjeldsandel

Vi har funnet egenkapitalandel og gjeldsandel basert på Mowi sin markedsverdi. For å finne markedsverdien på egenkapitalen har vi tatt utgangspunkt i den justerte sluttkursen på 180,28 kr per 31.12.23. Vi har brukt valutakursen for euro på samme datering; 11,24 per 31.12.23 (Norges Bank, u.d.). Ifølge rapporten fra Q4 til Mowi hadde selskapet 517 111 091 utsendte aksjer per 31.12.2023. I utregningen har vi konvertert aksjeprisen til euro, og deretter multiplisert aksjeprisen med antall utsendte aksjer og funnet en markedsverdi på 8 293,65 millioner euro.

Markedsverdi av Egenkapital	
Aksjepris i NOK	180,28
Aksjepris i euro	16,04
Antall utstedet aksjer	517 111 091
Markedsverdi av EK (millioner euro)	8 293,65

Tabell 20: Markedsverdi av EK

Q4 rapporten viser også bokført gjeld for 2023 til å bli 4484,2 millioner euro. Vi beregner gjeldsandelen ved å dele bokført verdi på totalkapitalen. Dette gjør vi også med markedsverdien av EK, og finner egenkapitalandelen. Vi har kommet frem til at Mowi har en egenkapitalandel på 64,8% i 2023, og en gjeldsandel på 35,2%.

Egenkapital- og gjeldsandel	
Markedsverdi Egenkapital	8 293,65
Gjeld	4 484,20
Totalkapital	12 777,85
EK andel	64,80%
Gjeldsandel	35,20%

Tabell 21: Egenkapital og gjeldsandel

5.3.2 Skattesats

For å kunne regne ut avkastningskravet til totalkapitalen for Mowi må vi regne med skatt. Den norske selskapskatten skal beregnes på bedriftens originale bedriftsresultat og er 22% (Regjeringen, 2023c). Mowi er et selskap innen havbruksnæringen, og dermed blir det regnet som grunnrentenæring. For grunnrentenæring er det egen skatt, og grunnrenteskatten for havbruk er satt til 32,1 % for 2023 (Regjeringen, 2023c). Vi har valgt og ikke ta med grunnrenteskatten når vi skal beregne avkastningskravet til totalkapital. Dette baseres på bakgrunn om at grunnrenteskatten betales av inntekter som Mowi generer utover det en kan forvente av normale investeringer og arbeidsinnsats. Disse ekstra genererte inntektene kommer fra utnyttelse av felleskapets naturressurser, og satsen gjelder derfor ikke finanskostnader som vi skal se på (Ørnhaug, 2023).

5.3.3 WACC

Til slutt finner vi avkastningskravet til totalkapitalen, ved å sette inn resultatene fra utregningen over i formelen for WACC.

$$WACC = \frac{EK}{TK} * r_E + \frac{G}{TK} * r_G * (1 - s)$$

$$WACC = 64,80\% * 7,25\% + 35,20\% * 4,32\% * (1 - 22\%) = 5,88\%$$

Ved bruk av WACC for beregning av avkastningskravet til totalkapitalen, finner vi ut at totalavkastningen er på 5,88%. Dette betyr at konsernet har en lav risiko og høy lønnsomhet for deres totale investeringer. Vi skal videre bruke totalavkastningen for prognoser av fremtidige kontantstrømmer.

6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

For å verdsette Mowi og fastslå verdien av selskapets aksjer per 31.12.2023, er det første steget å beregne de fremtidige frie kontantstrømmene. Kontantstrømmene gir oss en helhetlig forståelse over innbetalingene og utbetalingene til Mowi over en periode og bidrar til å forklare likviditetsendringer (Kristoffersen, 2019). Det er disse årlig endringene vi bruker til å estimere de fremtidige kontantstrømmene.

Det er viktig å bemerke at estimatene for kontantstrømmer fungerer som retningsgivende indikatorer og kan ikke gi et eksakt svar. Estimaten kan likevel gi verdifulle indikasjoner på hva Mowi kan forvente i fremtiden hvis trenden i regnskapstallene og forutsetningene vi har lagt til grunn fortsetter. I den strategiske analysen er det forsøkt å identifisere muligheter og trusler for bransjen. Faktorer som ble bemerket her vil bli lagt til grunn for justering av prognosene. Vi er likevel klar over at ettersom tiden vi lever i er preget av tidvise brå og drastiske endringer, kan endringer som vi ikke har forutsett tre i kraft og gjøre prognosene uriktige.

Vi skal predikere kontantstrømmen til Mowi over en periode på fire år fra 2024 til 2027. Grunnen til at vi har tatt for oss en fireårsperiode er av hensyn for den økende usikkerheten som følger med et lengere tidsrom. Dataen vi bruker for å estimere de frie kontantstrømmene er hentet fra Mowi sine årsrapporter fra 2019 til 2022. I tillegg vil vi også bruke data hentet fra kvartalsrapporten for fjerde kvartal Q4 2023. Alle tall i prognosen av fremtidige kontantstrømmer vil være i EUR. Dette skyldes at tallene i Mowi sin årsrapport er oppgitt i EUR, og det er derfor mer hensiktsmessig å bruke samme valuta videre i våre beregninger.

Basert på innsamlet data vil vi analysere og beregne variabler, gjennomsnitt og prosentandeler som vil bli anvendt til å forutsi de kommende kontantstrømmene. Vi bryter ned kontantstrømoppstillingen i ulike deler. De ulike delene består av driftsinntekter, driftskostnader, endring i arbeidskapital og investeringer. Samtidig inkluderer vi et avsnitt for beregning av grunnrenteskatten. Til slutt samler vi alle disse elementene for å danne en helhetlig fremtidsrettet kontantstrømoppstilling for perioden fra 2024 til 2027.

6.1 Driftsinntekter

Driftsinntekter til Mowi består av to viktige faktorer, laksepris og salgsvolum. Derfor vil denne oppgaven basere sine estimater på dette. Vi bruker volum av slakt, laksepris og inntektsavvik for å lage prognoser som vil videre bli brukt i arbeidet for å finne fremtidige kontantstrømmer for verdsettelsen av Mowi.

6.1.1 Volum av slakt

For å beregne estimatene for hvor mye Mowi kommer til å ha i slaktet volum, har vi regnet ut gjennomsnittlig økning i slaktevolum. Dette baseres på at Mowi de siste årene har hatt økning i slaktevolum alle år utenom 2022 hvor de hadde en liten nedgang. Derfor har vi valgt å estimere med vekst også i fremtiden. For å ta hensyn til urealistisk høy vekst er utstikkere fjernet fra beregningen. I utregningen er årlig økning i 2019 fjernet, da denne har store avvik fra de andre årene, og derfor gi et uriktig bilde av gjennomsnittet. I stedetfor å estimere økning på 5%, får vi da en gjennomsnittlig økning på 2,18.

Mowi skriver på sin nettside at 2023 var et rekordår når det kommer til slaktet volum. Videre forteller de at Mowi hadde en vekst på 2,4% mens det var en global forsyningsnedgang på 2,5%. Vi vurderer realiteten av økningen opp mot uttalelser fra Mowi. Mowi forventer å øke lisensutnyttelsen, redusere produksjonstiden i sjøen og forbedre overlevelsesraten de neste årene. Disse uttalelsene forteller at det er rimelig å anta at det blir en økning i slaktevolum (Mowi, 2024c). Vi merker oss likevel at Mowi ikke kan ha en økning i slaktevolum i all fremtid, men at det kan være realistisk de neste fire årene. En kontinuerlig økning i all fremtid er urealistisk, da det er strenge regler for tillatelser for oppdrett og at man ikke kan ekspandere veksten uten godkjenning fra myndighetene.

Slaktevolum (GWT)	2019	2020	2021	2022	2023
Slaktevolum (GWT)	435 904	439 829	465 600	463 635	474 664
Årlig økning (%)	16,17%	0,90%	5,86%	-0,42%	2,38%
Gjennomsnittlig økning	2,18%				

Tabell 22: Gjennomsnittlig økning slaktevolum

6.1.2 Laksepris

For å regne ut lakseprisen har vi valgt å bruke tall fra årsrapportene til Mowi. Vi henter tall for laksepris i euro og finner en årlig endring i prosent for perioden 2019 til 2023. Deretter bruker vi dataen for å finne en gjennomsnittlig endring. Vi kommer frem til en gjennomsnittlig reduksjon på 1,47%.

Det endelige resultatet er justert for rekordåret 2022. Dersom vi velger å inkludere prisen for 2022, ville vi fått en gjennomsnittlig økning i pris på 7,57%. Resultatene fra den strategiske analysen legger grunnlaget for at vi mener det er urealistisk å forvente en så stor prisøkning hvert år i fremtiden. I tillegg skriver Mowi i sin årsrapport i 2022 at de hadde en «All-time High» pris på laksen, og at etterspørselen førte til et rekordår inntektsmessig. Dette kan forklares med flere faktorer, men krigen i Ukraina og en svak krone kan være noe av årsaken. Som diskutert i avsnittet for prisdannelse er laksepris styrt av tilbud og etterspørsel. Det er rimelig å anta at prisen ikke krever ytterligere nedjusteringer, da markedet for laks har en trend med høy etterspørsel, begrenset tilbud og høy inflasjon.

Laksepris	2019	2020	2021	2022	2023
Laksepris (Euro)	6,01	5,20	5,74	8,25	8,26
Årlig endring (%)	-2,91%	-13,48%	10,38%	43,73%	0,12%
Gjennomsnittlig reduksjon (eksl. 2022)	-1,47%				

Tabell 23: Gjennomsnittlig reduksjon i laksepris

6.1.3 Inntektsavvik

Inntektsavvik regnes som en prosentvis sats av salgsinntektene som ikke kommer fra direkte inntekter på oppdrettsfisk. Denne satsen skal adderes på driftsinntektene vi har regnet ut og skal vise differansen mellom beregnede driftsinntekter og de virkelige driftsinntektene selskapet har oppgitt i årsrapporten. Inntektsavviket har historisk variert noe, og basert på dette har vi funnet et gjennomsnittlig inntektsavvik på 49,82%. Dette tallet skal senere ganges med våre estimerte driftsinntekter for å finne et tall som kan gjenspeile virkelige driftsinntekter.

Inntektsavvik	2019	2020	2021	2022	2023
Laksepris (Euro)	6,01	5,20	5,74	8,25	8,26
Slaktetvolum (GWT)	435 904	439 829	465 600	463 635	474 664
Beregnet driftsinntekter (millioner, Euro)	2 619,8	2 287,1	2 672,5	3 825,0	3 920,7
Virkelig driftsinntekter (millioner, Euro)	4135,6	3760,2	4202,2	4940,8	5505,7
Inntektsavvik	57,86%	64,41%	57,24%	29,17%	40,43%
Gjennomsnittlig inntektsavvik	49,82%				

Tabell 24: Gjennomsnittlig Inntektsavvik

6.1.4 Estimert driftsinntekter

Til slutt skal vi estimere driftsinntekter basert på tallene vi har funnet ut over. Vi bruker estimert laksepris som multipliseres med estimert slaktevolum og får beregnede driftsinntekter. Driftsinntektene skal multipliseres med gjennomsnittlige inntektsavvik for å finne estimert avvik. Til slutt summerer vi sammen beregnede driftsinntekter og inntektsavviket og finner estimerte driftsinntekter. Vi ser at dette gir en samlet marginal inntektsøkning fra 2024 til 2027. Dette forklares med at økning i produksjon er større enn reduksjon i laksepris, og at avviket er stabilt. En økning i driftsinntekter vil være viktig for å opprettholde god lønnsomhet for Mowi. Dette vil blant annet kunne gi økning i både total kapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten.

Driftsinntekter	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert laksepris (Euro)	8,14	8,02	7,90	7,78
Estimert slaktevolum (GWT)	485 007,55	495 576,50	506 375,77	517 410,36
Beregnet driftsinntekter (millioner, Euro)	3 947,28	3 974,01	4 000,92	4 028,01
Inntektsavvik	1 966,55	1 979,86	1 993,27	2 006,77
Estimert driftsinntekt	5 913,82	5 953,87	5 994,19	6 034,78

Tabell 25: Estimerte driftsinntekter

6.2 Driftskostnader

Driftskostnader er alle de kostnadene som er forbundet med den løpende driften i en virksomhet. For å beregne estimert driftskostnader har vi valgt å bruke produksjonsvolum som utgangspunkt for å beregne kostnader. Dette skyldes at de estimerte driftsinntektene består av to faktorer; estimert slaktevolum og estimert markedspris på laks. Markedsprisen vil variere noe, men den vil likevel ikke påvirke kostnadene på driften. Derfor mener vi at det er mer presist å se på hvor mye de faktisk produserer i sammenheng med kostnadene som bedriften har, altså kostnadene i sammenheng med produksjon. Vi vil likevel poengtere at det er mange liknende oppgaver som benytter driftsinntekter som utgangspunkt for å beregne driftskostnader. Dersom vi hadde benyttet driftsinntekt som grunnlag og lakseprisen i fremtiden hadde gått ned, så vil dette påvirke driftsinntektene negativt. Da ville også driftskostnadene gått ned, uten at produksjon og kostnadene i virkeligheten ville gått ned. Dette ville gitt et misvisende kostnadsbilde. Under skal vi se nærmere på varekostnader, lønnskostnader, avskrivning og amortisering, nedskrivning og andre kostnader.

6.2.1 Varekostnader

For å finne estimerte varekostnader starter vi med å se på hvordan varekostnadene fordeler seg i løpet av de fem siste årene. For å se på dette har vi funnet andel varekostnad ved å dividere varekostnaden med produksjonen, altså slaktet volum. Videre finner vi økning av andel varekostnad.

For å regne ut hvor stor prosent varekostnaden er av slaktet volum bruker vi historiske varekostnader og slaktet volum i perioden 2019 til 2023. Videre bruker vi dette forholdstallet til å finne årlig endring. Deretter tar vi de årlige endringene og regner ut gjennomsnittet så vi kommer frem til en gjennomsnittlig økning på 0,021%

Varekostnad	2019	2020	2021	2022	2023
Varekostnad	1982,8	1970,4	2191,5	2347,3	2791,7
Slaktet volum	435 904	439 829	465 600	463 635	474 664
Andel varekostnad av slaktet volum	0,45%	0,45%	0,47%	0,51%	0,59%
Årlig endring	-0,03%	-0,007%	0,023%	0,036%	0,082%
Gjennomsnittlig økning	0,021%				

Tabell 26: Gjennomsnittlig andel varekostnad

Når vi estimerer varekostnaden for perioden 2024 til 2027 brukes estimert slaktet volum og estimert andel varekostnad av slaktet volum. Estimert slaktet volum er hentet fra tabell 25. Estimert andel varekostnad regnes ut med en konstant økning på 0,021% for hvert år, jf.

Tabell 26. Deretter multipliseres faktorene sammen.

Varekostnader estimert	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert slaktet volum	485 007,6	495 576,5	506 375,8	517 410,4
Estimert andel varekostnad av slaktet volum	0,61%	0,63%	0,65%	0,67%
Estimert varekostnad	2954,52	3123,12	3297,66	3478,32

Tabell 27: Estimert varekostnad

6.2.2 Lønnskostnader

I likhet som varekostnaden beregnes estimerer for lønnskostnadene på bakgrunn av slaktet volum. Vi ser at andel lønnskostnad har økt i takt med produksjonen, og at andel lønnskostnad holder seg relativt likt fra 2019 til 2023. Gjennomsnittet er derfor et presentabelt tall for estimatet i fremtiden. I utregningen finner vi at gjennomsnittlig andel lønnskostnader kommer på 0,13% jf. tabell 28. Gjennomsnittlige andel lønnskostnad multipliseres med estimert slaktet volum for å finne estimerte lønnskostnader for de fire neste årene.

Lønnskostnad	2019	2020	2021	2022	2023
Slaktet volum	435 904	439 829	465 600	463 635	474 664
Lønnskostnad	563,5	558,5	568,3	612,6	647,9
Andel lønnskostnad	0,129%	0,127%	0,122%	0,132%	0,136%
Gjennomsnittlig andel lønnskostnad	0,13%				

Tabell 28: Gjennomsnittlig andel lønnskostnad

Lønnskostnader estimert	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert slaktet volum	485 007,6	495 576,5	506 375,8	517 410,4
Andel lønnskostnad	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Estimert lønnskostnader	627,54	641,21	655,19	669,46

Tabell 29: Estimerte lønnskostnader

6.2.3 Andre driftskostnader

Neste ut er andre driftskostnader, som er en samlebetegnelse for mindre kostnadsposter i regnskapet. Summen av andre driftskostnader tilsvarer likevel en relativt stor kostnadspost, og hos Mowi er disse relativt like lønnskostnadene. For å finne estimerte driftskostnader har vi sett på slaktet volum i forhold til driftskostnadene. Vi ser at dette tallet er veldig stabilt på mellom 0,115% og 0,135% og vi finner en gjennomsnittlig prosent på 0,128. Dette gir oss en økende trend i andre driftskostnader, fordi estimert slaktevolum øker i fremtiden.

Andre driftskostnader	2019	2020	2021	2022	2023
Slaktet volum	435 904	439 829	465 600	463 635	474 664
Andre driftskostnader	585,6	547,6	534,4	607,4	642,9
Andel andre driftskostnader	0,134%	0,125%	0,115%	0,131%	0,135%
Gjennomsnittlig andel andre driftskostnader	0,128%				

Tabell 30: Gjennomsnittlig andel driftskostnader

Andre driftskostnader	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert slaktet volum	485 007,6	495 576,5	506 375,8	517 410,4
Andel andre driftskostnader	0,128%	0,128%	0,128%	0,128%
Estimert andre driftskostnader	620,88	634,41	648,23	662,36

Tabell 31: Estimerte andre driftskostnader

6.2.4 Estimerte totale driftskostnader

Vi har valgt å samle alle kostnadspostene vi har estimert over i en tabell som viser de totale driftskostnadene. Dette tallet vil bli brukt senere i analysen. Vi ser fra tabellen under at driftskostnadene kommer til å øke i fremtiden som en konsekvens av økt slaktevolum.

Estimerte driftskostnader	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert varekostnader	2954,52	3123,12	3297,66	3478,32
Estimert lønnskostnader	627,54	641,21	655,19	669,46
Estimert andre driftskostnader	620,88	634,41	648,23	662,36
Estimerte totale driftskostnader	4202,94	4398,74	4601,08	4810,15

Tabell 32: Estimerte totale driftskostnader

Videre vil vi estimere avskrivninger og nedskrivninger, men velger å utelate disse fra driftskostnadene. Avskrivninger og amortisering er regnskapsmessige kostnader som ikke direkte påvirker bedriftens kontantstrømmer. Disse kostnadene vil dog gi konsernet et redusert skattepliktig resultat, noe som påvirker kontantstrømmen. For å få riktig skattepliktig resultat må vi derfor estimere disse regnskapsmessige kostnadene.

6.2.5 Avskrivninger og amortisering

Vi skal nå estimere avskrivninger og amortisering for Mowi. Vi har valgt å estimere avskrivninger og amortiseringer for de neste fire årene ved å se på vekstraten. Dette valget er basert på den tydelige veksten de foregående årene har vist. Vi antar at selskapet vil fortsette å ekspandere, noe som vil føre til økte avskrivninger.

Vi utelater 2019 fra den gjennomsnittlige veksten da vekstøkningen fra 2018 er betydelig høyere enn de resterende årene. Ved å gjøre dette reduseres risikoen for feil i estimatet. Vi fant en gjennomsnittlig økning på 9,05%, dette gir oss estimatene vist i tabellen under.

Avskrivning og amortisering	2019	2020	2021	2022	2023
Avskrivninger	287,10	338,10	373,20	386,60	403,80
Vekst fra året før	0,872	0,178	0,104	0,036	0,044
Gjennomsnittlig økning	9,05%				

Tabell 33: Gjennomsnittlig vekst avskrivning og amortisering

	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert avskrivninger og amortisering	440,33	480,16	523,60	570,96

Tabell 34: Estimert avskrivninger og amortisering

6.2.6 Nedskrivninger

Neste vi skal se på er nedskrivninger. Nedskrivninger er regnskapsmessige kostnader som reflekterer uforutsette verdifall. Disse kostnadene har store svingninger, og er derfor svært vanskelig å estimere. Vi ser på tallene fra 2019 til 2023 at det har vært store svingninger i nedskrivningen. Derfor velger vi å bruke medianen til nedskrivningene som estimat i stedet

for gjennomsnittet, da vi anser dette som mest korrekt. Dette skyldes at medianen eliminerer ekstremalpunktene. Vi får da et pålitelig estimat lik 23,50 for nedskrivningene for Mowi.

Nedskrivninger	2019	2020	2021	2022	2023
Nedskrivninger	4,50	18,10	74,80	59,50	23,50
Median nedskrivninger	23,50				

Tabell 35: Nedskrivninger

	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert nedskrivninger	23,50	23,50	23,50	23,50

Tabell 36: Estimerte nedskrivninger

6.3 Endring i arbeidskapital

Det som nå mangler for å beregne kontantstrømmen fra selskapets drift er endringen i arbeidskapitalen til Mowi. Differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld representerer arbeidskapitalen som et konsern har. Omløpsmidlene til Mowi består for det meste av varelager og kortsiktige fordringer, mens den største delen av kortsiktig gjeld er leverandørgjeld. Som vi så i regnskapsanalysen hadde Mowi en positiv arbeidskapital. Under skal vi estimere endringen i arbeidskapitalen.

6.3.1 Kundefordring

Kundefordringer er en av de mest kapitalkrevende postene og inngår i beregning av arbeidskapital. For å estimere kundefordringen ser vi de opp mot driftsinntektene, siden de svinger ofte i takt med periodens salg. Beregningen av kundefordringen er satt sammen av ordinære kundefordringer, andre fordringer og andre kortsiktige finansielle eiendeler. Bakgrunnen for dette er at alle de tre postene er kortsiktige fordringer og derfor forventes å bli betalt innen kort tid. Dette gjelder for årene 2019 til 2022. I Q4-rapporten for 2023 har selskapet alle postene under én kundefordringspost, og det er denne vi tar utgangspunkt for året 2023. Videre har de utelatt kortsiktige leasingforpliktelser i Q4, og derfor ekskluderer vi også denne posten for de foregående årene før 2023.

Basert på tallene i tabell 37 observerer vi at i løpet av de fem årene er det få svingninger og minimal variasjon i andelen kortsiktige fordringer i forhold til driftsinntekten. På grunn av dette kan vi konkludere med at et gjennomsnitt av disse andelene vil være en pålitelig variabel å benytte for å beregne fremtidige kundefordringer. Gjennomsnittet ligger på 16,25%. Denne variabelen vil vi dermed bruke til å beregne de estimerte kundefordringene. Dette gjøres ved å

gange satsen 16,25% med de estimerte driftsinntektene som vi har funnet litt lengre opp i oppgaven. Deretter analyserer vi endringen i kundefordringene i løpet av den estimerte perioden ved å se på hvor mye den øker eller synker fra året før.

Kundefordringer	2019	2020	2021	2022	2023
Kundefordringer	657,9	590,9	702,3	793,8	927,9
Driftsinntekter	4 135,6	3 760,2	4 202,2	4 940,8	5 505,7
Andel kortsiktig fordringer	15,91%	15,71%	16,71%	16,07%	16,85%
Gjennomsnitt kundefordringer / driftsinntekter	16,25%				

Tabell 37: Gjennomsnittlig andel kundefordringer

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert driftsinntekter	5 505,7	6265,9	6580,7	6911,4	7258,6
Estimert kundefordringer	927,9	1018,3	1069,4	1123,2	1179,6
Estimert endring kundefordringer	134,1	90,4	51,2	53,7	56,4

Tabell 38: Estimert endring kundefordringer

6.3.2 Varelager

Beregningen til varelageret for Mowi består av begge regnskapspostene «varelager» og «biologiske eiendeler» fra regnskapene til Mowi. Grunnen til at vi velger å ta med dette er fordi Mowi er et oppdrettsselskap og derfor vil selskapets oppdrettsfisk også være en del av et varelager. Vi har tidligere i oppgaven beregnet estimerte varekostnader i tabell 27 og sammen med tall fra rapportene finner vi andel ved å dele varelageret på varekostnaden. Videre ser vi på den gjennomsnittlige andelen for de fem årene slik som presentert i tabellen under. Vi bruker denne informasjonen til å videre estimere endringen i varelager ved å multiplisere varekostnad med gjennomsnittlig andel varelager. Endringen utregnes ved å se på differansen mellom det valgte året og året før.

Varelager	2019	2020	2021	2022	2023
Varelager	1843,1	1750,7	1913,6	2516,4	2748,7
Varekostnad	1982,8	1970,4	2191,5	2347,3	2791,7
Varelager / varekostnad	92,95%	88,85%	87,32%	107,20%	98,46%
Gjennomsnitt varelager / varkostnad	94,96%				

Tabell 39: Gjennomsnittlig andel varelager/varekostnad

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert varekostnad	2791,70	2954,52	3123,12	3297,66	3478,32
Estimert varelager	2748,70	2805,54	2965,64	3131,37	3302,93
Estimert endring i varelager	232,30	56,84	160,09	165,74	171,55

Tabell 40: Estimert endring i varelager

6.3.3 Leverandørgjeld

Leverandørgjelden inkluderer de fleste postene under kortsiktig gjeld, med unntak av kortsiktige leasingforpliktelser som nevnt over. I tabell 41 har vi dividert leverandørgjelden på varekostnaden for å finne et forholdstall. Deretter bruker vi forholdstallene for perioden og regner ut gjennomsnittlige leverandørgjelden per varekostnad. Resultatet ble et gjennomsnitt på 38,52%, og dette skal brukes til å estimere leverandørgjelden. Videre multipliseres den gjennomsnittlige satsen med de estimerte varekostnadene, og dette gir oss estimert leverandørgjeld. Til slutt regnes endringen mellom periodene ut.

Leverandørgjeld	2019	2020	2021	2022	2023
Leverandørgjeld	649,2	566,3	790,2	1314,9	1090,4
Varekostnad	1982,8	1970,4	2191,5	2347,3	2791,7
Leverandørgjeld / varekostnad	32,74%	28,74%	36,06%	56,02%	39,06%
Gjennomsnitt leverandørgjeld / varekostnad	38,52%				

Tabell 41: Gjennomsnittlig andel leverandørgjeld/varekostnad

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert varekostnad	2791,70	2954,52	3123,12	3297,66	3478,32
Estimert leverandørgjeld	1090,4	1138,18	1203,12	1270,36	1339,96
Estimert endring i leverandørgjeld	-224,50	47,78	64,95	67,24	69,60

Tabell 42: Estimert endring leverandørgjeld

6.3.4 Estimert endring i arbeidskapital

Arbeidskapital er differansen mellom kortsiktige omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

Kortsiktige omløpsmidler består av kundefordringer og varelager. Vi har estimert endringen av de følgende postene i tabell 38, 40 og 42 og deretter brukt disse tallene til å finne estimatet på endringen i arbeidskapitalen presentert i tabellen nedenfor.

Som vi ser i tabellen skiller året 2023 seg ut. Dette er fordi vi fikk en stor negativ endring i leverandørgjeld fra 2022 til 2023. Ser vi bort fra 2023, har vi estimert med en stigende kurve i endringen i arbeidskapital.

Estimert endring i arbeidskapital	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert kundefordringer	927,9	1018,27	1069,44	1123,17	1179,61
Endring i kundefordringer	134,1	90,37	51,16	53,73	56,43
Estimert varelager	2748,70	2805,54	2965,64	3131,37	3302,93
Endring i varelager	232,30	56,84	160,09	165,74	171,55
Estimert leverandørgjeld	1090,4	1138,18	1203,12	1270,36	1339,96
Endring i leverandørgjeld	-224,5	47,78	64,95	67,24	69,60
Estimert endring i arbeidskapital	590,90	99,44	146,31	152,23	158,39

Tabell 43: Estimert endring i arbeidskapital

6.4 Investeringer

Når vi skal finne de fremtidige kontantstrømmene til Mowi må vi også regne på fremtidige investeringer. Vi har valgt å finne andelen investeringer av driftsinntektene, og deretter funnet gjennomsnittet fra 2019 til 2023 for å estimere fremtidige investeringsbeløp. For å finne investeringene har vi brukt “kjøp av anleggsmidler og immaterielle anleggsmidler” og fjernet inntekter fra salg av anleggsmidler fra investeringsverdien.

I tabell 44 ser vi at investeringer i snitt har utgjort 6,9 % av driftsinntektene, og vi tar utgangspunkt i denne andelen av investeringer når vi predikerer fremtidige investeringer for konsernet. For å finne de estimerte verdiene for 2024 til 2027, har vi ganget de estimerte driftsinntektene med gjennomsnittlig andel investeringer.

Investering	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekt	4135,6	3760,2	4202,2	4940,8	5505,7
Investeringer (CAPEX)	286,10	308,80	240,20	325,90	388,40
Andel av driftsinntekter	6,92%	8,21%	5,72%	6,60%	7,05%
Gjennomsnitt investeringer / driftsinntekt	6,90%				

Tabell 44: Gjennomsnitt investering av driftsinntekt

Investeringer estimert	2024E	2025E	2026E	2027E
Estimert driftsinntekt	5 913,82	5 953,87	5 994,19	6 034,78
Estimert netto investering	408,02	410,78	413,56	416,36

Tabell 45: Estimert nettoinvestering

6.5 Skattesats

For å finne riktig skattesats til Mowi må vi legge til grunn både selskapsskatt og grunnrenteskatt, som nevnes tidligere i oppgaven. Først må vi regne ut bunnfradraget for å ha riktig grunnlag for grunnrenteskatten. Det er da viktig å finne ut hvor stor andel av fortjenesten som kommer fra Norge, da grunnrenteskatten er en norsk skatteregel. Gjennomsnittlig andel Norsk EBIT er på 76,56%. Videre har vi funnet gjennomsnittlig EBIT i EUR per kilo produsert og gjennomsnittet ble 1,51 EUR per kilo. Dette gjennomsnittet har vi ganget med slaktet volum fra 2023 som lå på 4246,64 tonn. For at et konsern skal ha bunnfradraget så skal volumet ligge på mellom 4000 og 5000 tonn (Regjeringen, 2022). Vi har derfor valgt å bruke virkelig volum fra Mowi. Vi får da et bunnfradrag på 6,42 som brukes i alle estimatene.

Videre beregner vi grunnrenteskatten. Skattesatsen er hentet fra regjeringen og ligger på 32,1%. Denne kommer i tillegg til den ordinære skattesatsen på 22%. Vi ser under at man først ganger skattesatsen med EBIT for å finne ordinær skatt. Deretter finner man grunnlag for grunnrenteskatt med å trekke fra selskapsskatten, investeringer og bunnfradrag fra EBIT. Regner så ut netto norsk grunnrenteinntekt som ganges med grunnrenteskatten. Som et resultat av lavere EBIT for hvert år, vi også skatten man betaler gå ned ifølge våre estimater.

	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT Norge	485,9	269,3	389,4	806,1	831,5
EBIT total	720,9	337,7	522,6	1005,1	1027,5
Andel Norsk EBIT	67,4%	79,7%	74,5%	80,2%	80,9%
Gjennomsnitt andel norsk EBIT	76,56%				

Tabell 46: Gjennomsnitt andel norsk EBIT

	2019	2020	2021	2022	2023
Bunnfradrag					
EBIT (EUR per kg)	1,42	0,42	1,29	2,27	2,16
Gjennomsnittlig EBIT (EUR per kg)	1,51				
Slaktvolum 2023 (tonn)	4 246,64				
Gjennomsnittlig EBIT (EUR per tonn)	0,00151				
Bunnfradrag	6,42				

Tabell 47: Bunnfradrag

	2024E	2025E	2026E	2027E
Grunnrenteskatt				
Driftsinntekt	5 913,82	5 953,87	5 994,19	6 034,78
Driftskostnad	4 202,94	4 398,74	4 601,08	4 810,15
EBITDA	1 710,88	1 555,13	1 393,11	1 224,64
Avskrivninger og amortiseringer	440,33	480,16	523,60	570,96
Nedskrivninger	23,50	23,50	23,50	23,50
EBIT	1 247,05	1 051,47	846,01	630,17
Selskapsskatt (22%)	274,35	231,32	186,12	138,64
Investeringer	408,02	410,78	413,56	416,36
Bunnfradrag	6,42	6,42	6,42	6,42
Grunnlag grunnrenteskatt	558,26	402,94	239,91	68,75
Netto grunnrenteinntekt Norge (76,56%)	427,39	308,48	183,66	52,63
Grunnrenteskatt (32,1%)	137,19	99,02	58,96	16,89

Tabell 48: Beregning av grunnrenteskatt

6.6 Frie kontantstrømmer

Etter å ha estimert alle komponentene i kontantstrømoppstillingen, kombinerer vi dem for å få estimat for de frie kontantstrømmene for år 2024 til 2027. Som vi kan se fra tabellen har vi en samlet reduksjon i den frie kontantstrømmen for hvert år som går.

ÅR	2024E	2025E	2026E	2027E
Driftsinntekter	5 913,82	5 953,86	5 994,17	6 034,76
- Varekostnader	2 954,52	3 123,12	3 297,66	3 478,32
- Lønnskostnader	627,54	641,21	655,19	669,46
- Andre driftskostnader	620,88	634,41	648,23	662,36
= EBITDA	1 710,87	1 555,12	1 393,09	1 224,61
- Avskrivninger og amortiseringer	440,33	480,16	523,60	570,96
- Nedskrivninger	23,50	23,50	23,50	23,50
= EBIT (Driftsresultat)	1 247,05	1 051,45	845,99	630,15
- Skatt (22%)	274,35	231,32	186,12	138,63
- Grunnrenteskatt (32,1%)	137,19	99,02	58,95	16,89
= Driftsresultat etter skatt	835,51	721,11	600,92	474,62
+ Avskrivninger og amortiseringer	440,33	480,16	523,60	570,96
+ Nedskrivninger	23,50	23,50	23,50	23,50
- Endring arbeidskapital	42,22	101,65	105,05	108,55
= Kontantstrøm for drift	1 257,11	1 123,12	1 042,97	960,54
- Investering	408,02	410,78	413,56	416,36
= Fri kontantstrøm	849,09	712,34	629,41	544,18

Tabell 49: Frie kontantstrøm

6.7 Verdssettelse etter DCF-modellen

For å finne verdsettelsen til Mowi, analyserer vi selskapets fremtidige kontantstrømmer ved hjelp av DCF-metoden. DCF står for Discountet Cash Flow og innebærer at man ser på innbetalinger og utbetalinger i en periode, og neddiskonterer til dagens verdi ved bruk av et avkastningskrav (Kristoffersen, 2019). Dermed vil nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene være en prognose for verdien av selskapet. Avkastningskravet vi bruker vil være avkastningskravet til totalkapitalen som vi tidligere estimerte i kapittel 5.3 på 5,88%.

I tillegg må vi beregne terminalverdien, da det er begrensninger på hvor langt frem i tid man kan estimere på grunn av usikkerhet knyttet til antagelser. Derfor benytter man et terminalledd som antar konstant vekst i evig tid og skal stå som en indikator for selskapets verdi utenfor de estimerte frie kontantstrømmene. Vekstraten vi har satt for terminalverdien er 1,5%. Norges Bank har et inflasjonsmål på 2%, men med hensyn til grunnrenteskatten har vi valgt å sette vekstraten litt lavere. Terminalleddet vi bruker beregnes av dette uttrykket:

$$P = \frac{FCF_{2027} * (1 + g)}{(r - g)} \quad P = \frac{544.19 * (1 + 1,5\%)}{(5,88\% - 1,5\%)}$$

Etter vi har funnet terminalverdien neddiskonterer vi den med totalkapitalens avkastningskrav slik at vi har nåverdien av terminalleddet. Nåverdien av terminalleddet har vi regnet ut at skal være 10 031,93 millioner euro.

Terminalledd	
Fri kontantstrøm 2027E	544,19
g	1,50%
r	5,88%
Verdi	12 608,24
Nåverdi av terminaledd	10 031,93

Tabell 50: Nåverdi av terminaledd

Ved å legge sammen nåverdiene av de fremtidige frie kontantstrømmene og nåverdien av terminalleddet finner vi selskapsverdien til Mowi 31.12.2023. Vi estimerer en selskapsverdi på 12 432,53 millioner euro.

WACC		5,88%			
Selskapsverdi	2024E	2025E	2026E	2027E	
Fri kontantstrøm	849,10	712,35	629,42	544,19	
Neddiskontert	801,94	635,42	530,26	432,99	
Sum NPV	2 400,60				
Terminalverdi	10 031,93				
Selskapsverdi	12 432,53				

Tabell 51: Selskapsverdi

Til slutt i verdsettelsen skal vi omgjøre selskapsverdien til Mowi om til verdi per aksje. Dette har vi gjort ved å ta selskapsverdien og fjerne gjelden for å finne egenkapitalen. Så har vi delt denne på antall aksjer som per 2023 var 517,11 millioner. For å finne aksjeprisen i Norge har vi omregnet verdien per aksjer i EUR med verdien på EUR per 31.12.2023 som lå på 11,24 Nok. Dette gir en estimert verdi per aksje på 224,75 kr. Virkelig verdi per aksje ifølge Oslo børs var 180,28 kr. Dette tilsvarer at vi har estimert med en aksjepris som er 25% høyere enn virkelig verdi.

Verdi per aksje	
Selskapverdi	12 432,53
Rentebærende gjeld	2 093,00
Verdi EK (millioner)	10 339,53
Antall aksjer	517,11
Verdi per aksje i Euro	19,99
Euro 31.12.2023	11,24
Verdi per aksje i NOK	224,75
Pris per aksje 31.12 Oslo Børs	180,28
Differanse i NOK	44,47
Differanse i %	25%

Tabell 52: Verdi per aksje

7. Markedsbasert verdsettelse

Vi skal gjennomføre en markedsbasert verdsettelse for få å en annen innfallsvinkel på Mowi sin verdi. Dette gjøres ved å se på verdien til markedsaktører i oppdrettsbransjen. De forskjellige markedsaktørene vi har valgt å sammenligne Mowi med er tidligere nevnte konkurrenter, Lerøy, SalMar, Grieg og Austevoll. De forskjellige multiplene vi skal ta i bruk for å sammenligne er P/E, EV/EBIT og EV/Kg. Vi vil etter endt utregning få en indikasjon på om aksjene til Mowi er priset for lavt eller for høyt sammenlignet med nevnte konkurrenter. Tallene i den markedsbaserte verdsettelsen er hentet fra Q4-kvartalsrapporten for 2023 for de representative selskapene. Da alle konkurrentene til Mowi har rapporter i NOK er alle tallene til Mowi multiplisert med eurokursen 31.12.2023 på 11,24 slik de blir representert i NOK. Det er gjort slik for å kunne ha et sammenlignbart utgangspunkt.

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

Tabell 53: Forkortelser, navn og formler på multipler

7.1 Price to Earnings (P/E)

Den første multipelen vi skal se på er price to earnings, som også blir omtalt som P/E. Når vi regner ut P/E får vi markedsverdien til konsernet i forhold til inntjeningen de har hatt. For å regne ut P/E multipl bruker vi aksjekursen per 31.12.23 og årsresultatet er gitt ved EPS, earnings per share, som forteller hvor mye konsernet har tjent per aksje. I tabell 54 er det regnet ut P/E multipl for de nevnte selskapene innen lakseoppdrettsbransjen. Denne

tabellen viser oss at Mowi ligger over gjennomsnittet, men dette trenger ikke å bety at aksjen er overpriset da differansen er marginal.

P/E multipl	Mowi	SalMar	Lerøy	Grieg Seafood	Austevoll
Aksjekurs 31.12 i NOK	180,28	569,20	41,84	68,30	74,15
EPS i NOK	16,97	27,64	4,88	10,3	12,34
P/E 2023	10,62	20,59	8,57	6,63	6,01
Gjennomsnitt P/E 2023	10,49				

Tabell 54: P/E multipler og gjennomsnitt P/E for 2023

Det vil nå være mulig å estimere aksjekursen for konsernet, etter vi har regnet ut P/E for bransjen. Dette gjøres ved å først multiplisere årsresultatet med gjennomsnitt P/E i 2023 for å få egenkapital til Mowi, og deretter dele egenkapitalen på antall aksjer. Da sitter vi igjen med en estimert aksjekurs på 100,17 NOK, jf. tabell 55. Virkelig verdi per aksje ifølge Oslo børs var på 180,28 NOK. Dette betyr at markedet har priset aksjene til Mowi betydelig høyere enn den forventede verdien på dette tidspunktet.

P/E	
Multipl	10,49
Årsresultat (NOK)	4 939 980 000,00
= Verdi egenkapital	51 799 149 377,73
Antall aksjer	517 111 091
= Verdi per aksje NOK	100,17

Tabell 55: Estimert aksjekurs for Mowi ved bruk av multipl P/E

7.2 Enterprise value to Earnings Before Interest and Tax (EV/ EBIT)

Videre skal vi ta i bruk multipl EV/EBIT for å estimere Mowi sin aksjekurs per 31.12.23. Enterprise value to earnings before interest and tax indikerer hvor mye konsernet er verdt per krone av driftsresultatet. Enterprise value er den totale verdien av et selskap, definert i forhold til finansieringen. For å regne ut EV legger en sammen markedsverdien til selskapet og nettogjelden og trekker fra kontantbeholdningen. Markedsverdien finnes ved å multiplisere sammen antall aksjer og aksjepris 31.12.23. Multiplene blir så regnet ut ved å dele EV på EBIT. I tabell 56 ser man at Mowi igjen er litt over gjennomsnittet.

EV/EBIT multipl	Mowi	SalMar	Lerøy	Grieg Seafood	Austevoll
Antall aksjer	517 111 091	132 038 920	595 773 680	113 447 042	202 717 374
Aksjekurs 31.12 i NOK	180,28	569,20	41,84	68,30	74,15
= Markedsverdi (NOK)	93 224 140 062	75 156 554 848	24 927 170 771	7 748 433 309	15 031 493 688
Netto gjeld (NOK)	50 402 408 000	30 252 000 000	21 498 459 000	7 294 012 000	25 784 000 000
Kontant beholdning (NOK)	3 403 472 000	785 000 000	4 323 109 000	216 318 000	5 474 000 000
= EV	140 223 076 062	104 623 554 848	42 102 520 771	14 826 127 309	35 341 493 688
EBIT	11 026 440 000	8 088 000 000	3 335 000 000	980 730 000	3 626 000 000
EV/EBIT	12,72	12,94	12,62	15,12	9,75
Gjennomsnitt EV/EBIT 2023	12,63				

Tabell 56: EV/EBIT multipler og gjennomsnitt EV/EBIT for 2023

Etter utregningen av multiplert EV/EBIT for bransjen er det mulig å estimere aksjekursen for konsernet. Første steget er å multiplisere EBIT med multiplert EV/EBIT for å få enterprise value. For å finne egenkapital til konsernet trekker man fra netto gjeld fra enterprise value. Verdi per aksje finnes etter å ha delt egenkapitalen på antall aksjer selskapet har. Den estimerte verdien for aksjekursen 31.12.23 til Mowi er da regnet ut til 171,8 NOK vist i tabell 57. Dette tyder igjen på at markedet har priset aksjene til Mowi høyere enn den forventede estimerte verdien på dette tidspunktet, siden aksjeprisen for Mowi per 31.12.2023 var 180,28 NOK.

EV/EBIT	
Multiplert	12,63
EBIT	11 026 440 000,00
= EV (Enterprise value)	139 244 554 404,78
- Netto gjeld (NOK)	50 402 408 000
= Egenkapital (NOK)	88 842 146 404,78
Antall aksjer	517 111 091
= Verdi per aksje NOK	171,80

Tabell 57: Estimert aksjekurs for Mowi ved bruk av multiplert EV/EBIT

7.3 Enterprise value to kilograms (EV/ Kg)

Siste multiplert vi skal undersøke i denne verdsettelsen er EV/kg. Enterprise value to kilograms indikerer hvor mye selskapets totale verdi er i forhold til hvor stort slaktevolum de har. I beregningene av multiplert brukes EV fra tabell 56 og slaktevolum. Vi ser i tabell 58 at Mowi er høyere enn gjennomsnittet, som kan indikere at aksjen er noe overpriset.

EV/Kg multiplert	Mowi	SalMar	Lerøy	Grieg Seafood	Austevoll
EV (NOK)	140 223 076 062	104 623 554 848	42 102 520 771	14 826 127 309	35 341 493 688
Slaktevolum (kg)	474 664 000	254 100 000	159 620 000	72 015 000	159 620 000
EV/kg 2023	295,42	411,74	263,77	205,88	221,41
Gjennomsnitt EV/kg 2023	279,64				

Tabell 58: EV/Kg multipler og gjennomsnitt EV/Kg for 2023

Det vil nå være mulig å estimere aksjekursen for Mowi basert på multiplert EV/Kg for bransjen. Det vil være lik fremgangsmåte som ved multiplert EV/EBIT for å finne den estimerte aksjekursen. Ved bruk av multiplert EV/Kg er den estimerte verdien per aksje 31.12.23 regnet ut til 159,22 NOK vist i tabell 59. Som ved de andre multiplertene er den estimerte verdien lavere enn den faktiske verdien på 180,28 NOK per 31.12.23. Mowi sin aksjekurs kan derfor betraktes som overpriset.

EV/Kg	
Multipel	279,64
slaktevolum	474 664 000
= EV	132 735 993 181
- Netto gjeld (NOK)	50 402 408 000
= Egenkapital (NOK)	82 333 585 181
Antall aksjer	517 111 091
= Verdi per aksje NOK	159,22

Tabell 59: Estimert aksjekurs for Mowi ved bruk av multipel EV/Kg

7.4 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse

I denne markedsbaserte verdsettelsen er det tre forskjellige multipler som er blitt tatt hensyn til; P/E, EV/EBIT og EV/Kg. Hver av multiplene tyder på at aksjeverdien 31.12 er overpriset da alle de estimerte verdiene har lavere verdi per aksje. Gjennomsnittlig aksjeverdi per 31.12.2023 basert på de tre multiplene er 143,73 NOK vist i tabell 60. Dette kan gi en helhetlig indikasjon på at aksjen var overpriset i markedet, da den virkelige kursen lå på 180,28 NOK 31.12.2023.

Oppsummering	Multipel aksjeverdi
P/E	100,17
EV/EBIT	171,80
EV/Kg	159,22
Estimert aksjeverdi 31.12.2023	143,73

Tabell 60: Estimert gjennomsnittlig aksjekurs for Mowi

8. Sensitivitetsanalyse

Så langt har vi vurdert og beregnet flere faktorer som påvirker verdsettelsen til Mowi. Ettersom disse vurderingen er basert på estimater, vil det alltid være usikkerhet knyttet til våre konklusjoner. Gjennom å utvikle en sensitivitetsanalyse undersøker vi hvordan små justeringer i faktorene kan påvirke selskapets totale verdi. Dette utføres ved å analysere variasjoner i to variabler mens vi holder alle andre faktorer konstante, slik at vi kan observere effekten på aksjekursen til Mowi.

8.1 Sensitivitetsanalyse

I vår sensitivitetsanalyse har vi valgt å se på vekstfaktoren og avkastningskravet. Valget av disse to faktorene kommer av at vi ønsker å forstå Mowi sitt potensial for vekst og risikotoleransen til investorene.

Vekstfaktoren har en direkte innvirkning på terminalverdien i DFC-modellen. I DFC-modellen representerer terminalverdien den største delen av selskapets totale verdi. Dermed vil ulike scenarier for vekstfaktoren gi oss verdifull innsikt i opp- og nedganger i selskapets verdsettelse. Dette vil være interessant å utforske med tanke på muligheter og trusler selskapet kan møte, slik det ble presentert i SWOT-analysen. Dette er spesielt relevant med tanke på vår vurdering av den estimert vekstfaktor, som ble satt etter inflasjonsmålet med nedjustering på grunn av grunnrenteskatten. Dette viser allerede et eksempel hvor veksten ble påvirket av eksterne forhold. Derfor vil utforskning av alternativer scenarier av vekstfaktoren gi innsikt i hvordan aksjeverdien til selskapet utvikler seg.

Avkastningskravet blir brukt som diskonteringsrente i DFC-modellen og har dermed direkte innvirkning på den beregnede aksjeverdien til Mowi. Gjennom testing av ulike avkastningskrav får vi verdifull innsikt i hvordan endringer i investorenes risikopreferanser kan påvirke selskapets verdsettelse.

Avkastningskrav	Vekstfaktor (g)							
	224,75	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
	5,48%	210,67	222,57	235,86	250,83	267,81	287,22	309,64
	5,68%	200,72	211,58	223,66	237,20	252,45	269,77	289,62
	5,88%	191,50	201,45	212,47	224,75	238,52	254,06	271,74
	6,08%	183,04	192,19	202,29	213,49	225,98	240,00	255,86
	6,28%	175,16	183,60	192,87	203,12	214,49	227,20	241,48

Tabell 61: Sensitivitetsanalyse av vekstfaktor og avkastningskrav

Spredningen vi bruker for vekstfaktoren er +/- 0,25% i forhold til vår antatte vekstfaktor på 1,50%. Verdien på avkastningskravet endres med +/- 0,20% fra den verdien vi brukte på 5,88%. Tabellen over viser at minimale endringer i vekstfaktoren og/eller avkastningskravet har stor påvirkningskraft på aksjeverdien til Mowi. Siden estimatet på aksjekursen kom på 224,75 kr ble nedre grense på 210,67 kr og øvre grense på 241,48 kr. Ved å holde vekstfaktorene stabil og samtidig redusere avkastningskravet med 0,20% ser vi at aksjeverdien øker fra 224,75 kr til 237,20 kr. Omvendt, hvis avkastningskravet forblir uendret og vi øker vekstfaktoren med 0,25% reduserer aksjeverdien fra 224,75 kr til 212,47 kr. Dette illustrere at når avkastningskravet øker og vekstfaktoren minker, reduseres verdien av Mowi sin aksje. Tilsvarende vil en reduksjon i avkastningskrav og en økning i vekstfaktoren gi en økning i selskapets aksjeverdi. Denne dynamikken viser samspillet mellom avkastningskravet

og vekstfaktoren ved verdsettelsen av Mowi, og hvordan endringer i disse faktorene kan påvirke aksjens verdi på markedet.

9. Diskusjon

I diskusjonen skal vi drøfte noen forhold som vi opplever er relevante å bemerke i forhold til resultatet vårt. Her skal vi komme med eventuelt kritikk og mulige feil som har blitt gjort.

Først ønsker vi å gjøre oppmerksom på at det kan være feil antagelser rundt fremtidsutsikter. Med dette menes det at tolkningen av markedet og estimatene kan være for positive i forhold til hva realiteten tilsier. Dette kan ha flere grunner, blant annet at det er flere risikofaktorer som vi ikke har lagt vekt på. En av risikoene som ikke har blitt lagt vekt på i analysen er ledelse og organisatoriske faktorer. Dette kan ha stor innvirkning på driften av bedriften og strategiske avgjørelser som den foretar seg, som igjen vil påvirke det endelige resultatet. I tillegg er det en risiko for at vi ikke har tatt nok hensyn til begrensingene knyttet til vekst. Ved å være for optimistiske i forhold til dette vil bedriften komme bedre ut enn det som er realistisk. Videre er det ikke lagt inn noen beregninger i forhold til usikkerhet for globale hendelser. Dette er noe som kan påvirke resultatet i stor grad da lakseoppdrett eksporterer det meste av sin produksjon. Til slutt vil vi nevne at til tross for grunnleggende undersøkelser og informasjonsinnhenting så er det ikke usannsynlig at det er flere risikoer som er ukjente for gruppen i skrivende stund.

I regnskapsanalysen har vi valgt og ikke sammenlikne regnskapstall fra andre bedrifter. Dette er en begrensing vi la til grunn mest av praktiske årsaker. Blant annet var det flere av de relevante aktørene som ikke hadde årsrapporter tilgjengelig og oppgaven ble skrevet med en tidsbegrensing. Dette kan ha en innvirkning på resultatet vårt da det kunne påvirket inntrykket vårt og fått oss til å justere estimatene. Med dette menes at Mowi sine tall kan se bedre ut enn det de egentlig er, og en dypere innsikt i de andre aktørenes tall kunne hjulpet oss å innse dette. Mowi er en del større enn konkurrentene, og tallene er derfor ikke nødvendigvis sammenlignbare. Begrunnelsen for at vi i stor grad har fokusert internt er fordi vi ønsket å dykke dypere inn i selskapets utvikling og hvordan selskapets interne tall har endret seg.

Avslutningsvis ønsker vi å påpeke noen punkter ved den fundamentale- og markedsbaserte verdsettelsen. Først og fremst har vi valgt å vekte begge analysene like mye. Dette danner

grunnlaget for at vi kan si at gjennomsnittlig kurs kan verdsettes til 184,24 NOK. For det andre har vi valgt å inkludere Mowi da vi utregnet gjennomsnittet på multipler i den markedsbaserte verdsettelsen. Begrunnelsen for denne avgjørelsen er at Mowi er relativt stor i forhold til sine konkurrenter i markedet og vi føler det er mer representativt å inkludere dem. Alternativt er det mulig å gjennomføre undersøkelsen ved å ekskludere Mowi ut av markedet.

10. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å besvare problemstillingen «Hva er verdien av Mowi ASA per 31.12.2023?».

Ved å gjennomføre den strategiske analysen identifiserte vi en rekke interne og eksterne faktorer som Mowi bør ta i betraktning. Selskapets styrke ligger i stor grad i dens betydelige markedsandel innen næringen og sin vertikale helintegrasjon av verdikjeden. Dette gir Mowi mulighet til å dra nytte av gunstige forhold i bransjen, som den stigende internasjonale etterspørslene etter oppdrettslaks. Posisjonen og merkevaren til selskapet gjør at de har et varig konkurransefortrinn i markedet. Videre har det blitt stadig større oppmerksomhet rundt bærekraft og miljøhensyn i næringen, spesielt med tanke på rømming av oppdrettslaks og havforurensning. Mowi har tatt tak i dette gjennom visjonen sin «den blå revolusjon», men samtidig står selskapet overfor juridiske og miljømessige forhold som begrenser effektiviteten av tiltakene. Selskapet har store muligheter for vekst i fremtiden med tanke på sin markedsposisjon, konkurransefortrinn, og vektlegging av bærekraft.

I regnskapsanalysen har vi sett at Mowi er et solid selskap med gode nøkkeltall. Til tross for en generell nedgang i regnskapstallene fra 2022 til 2023 har Mowi likevel hatt en positiv utvikling fra 2019 og frem til i dag.

I denne oppgaven er både fundamental- og markedsbasert verdsettelse benyttet for å estimere Mowi sin verdi per aksje 31.12.2023. Ved å benytte to forskjellige verdsettelsesmetoder satt vi igjen med to ulike estimat på konsernets markedsverdi per 31.12.2023. Den fundamentale verdsettelsen estimerte en verdi på 224,75 NOK, sammenlignet med den markedsbaserte verdsettelsen som ga oss en kurs på 143,73 NOK.

Avslutningsvis utførte vi en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvordan justeringer i avkastningskravet og betaen påvirket verdien på aksjen. Slingsmonnet for den estimerte aksjeverdien på 224,75 kr kom mellom 210,67 kr og 241,48 kr. Dette viser at aksjeverdien er følsom for endringer av avkastningskravet og betaen.

Vi kan dermed konkludere med at gjennom fundamentale verdsettelse kom vi frem til at Mowi sin aksje er overvurdert, mens ved markedsbasert verdsettelse er den undervurdert. Disse verdsettelsene er som nevnt i diskusjonen verdsatt likt, og den gjennomsnittlige aksjeprisen vil derfor være verdsatt til 184,24 NOK, sammenlignet med den faktiske verdien av aksjen som var 180,28 NOK 31.12.2023.

Litteraturliste

- Miljødirektoratet. (2023). *Miljøstatus Fiskeoppdrett*. Hentet 01 31, 2024 fra <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>
- fiskeridepartementet, N. o. (2021, 10 11). *Norsk havbruksnæring*. Hentet 02 01, 2024 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/>
- The FAIRR Initiative. (u.d.). *The FAIRR Initiative*. Hentet 02 01, 2024 fra <https://www.fairr.org/about>
- Lerøy Seafood Group. (u.d.). *Bærekraft*. Hentet 01 06, 2024 fra <https://www.leroyseafood.com/no/barekraft/fokusomrader/>
- Fjeldstad, Ø. D., & Lunnan, R. (2023). I *STRATEGI* (s. 64 og 245). Bergen: Fagbokforlaget.
- Iversen, A., Hermansen, Ø., & Andreassen, O. (2019). *Kostnadsdriverne i lakseoppdrett Rapport 41-2015*. Nofima.
- Helsedirektoratet. (2022). *Kostråd om kjøtt og kjøtprodukt*. Hentet 02 13, 2024 fra <https://www.helsenorge.no/nn/kosthold-og-ernaring/kostrad/velg-magert-kjott/>
- Jenssen, T. T. (2023). *Kina er nå det største markedet i Asia for norsk laks: – Rekord*. Hentet February 12, 2024 fra <https://ilaks.no/kina-er-na-det-storste-markedet-i-asia-for-norsk-laks-rekord/>
- Fiskeridirektoratet. (2024). *Hendeler etter "Ingunn"*. Hentet 02 07, 2024 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2024/hendelser-etter-ingunn>
- Helsedirektoratet. (2017, 11). *Bærekraftig kosthold - vurdering av de norske kostrådene i et bærekraftperspektiv*. Hentet 02 13, 2024 fra https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/barekraftig-kosthold-vurdering-av-de-norske-kostradene-i-et-barekraftperspektiv/Barekraftig%20kosthold%20-%20vurdering%20av%20de%20norske%20kostradene%20i%20et%20bærekraftperspektiv.pdf/_/attachment/inline/fb84
- Laksefakta. (2021). *Slakting av oppdrettslaks*. Hentet 02 04, 2024 fra https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/slakting_av_oppdrettslaks/
- Mattilsynet. (2024). *Fiskehelsekrav ved eksport av laks til Kina*. Hentet 02 12, 2024 fra <https://www.mattilsynet.no/eksport/eksport-av-mat-og-drikke/eksport-av-fisk-og-sjomat/landoversikt/eksport-av-fisk-og-sjomat-til-kina/regler-og-sertifikat-ved-eksport-av-fisk-og-sjomat-til-kina/fiskehelsekrav-ved-eksport-av-laks-til-kina>
- Regjeringen. (2021). *Norsk havbruksnæring*. Hentet 02 04, 2024 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/>
- Tomter, L. (2023). *Fiskeriministeren varsler strengere krav til fiskehelse*. Hentet 02 12, 2024 fra <https://www.nrk.no/norge/fiskeriministeren-varsler-strengere-krav-til-fiskehelse-1.16695665>
- Vartdal, R., & Knudsen, C. (2023). *Nå er lakseskatten vedtatt i Stortinget: – Vinn-vinn-situasjon*. Hentet 02 12, 2024 fra <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/XbJXOn/naa-er-lakseskatten-vedtatt-i-stortinget-vinn-vinn-situasjon>
- iLaks. (2024). *Stadig færre spiser fisk. Regjeringen gir 3,9 millioner kroner ekstra til tiltak*. Hentet 02 13, 2024 fra <https://ilaks.no/stadig-faerre-spiser-fisk-regjeringen-gir-39-millioner-kroner-ekstra-til-tiltak/>
- Regjering. (u.d.). *H-6/18 Lover og retningslinjer for planlegging og ressursutnytting i kystnære sjøområder*. Hentet 02 14, 2024 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/lover-og-retningslinjer-for-planlegging-og-ressursutnytting-i-kystnare-sjoomrader/id2616581/?ch=10>

- Fairr Coller Initiative. (2023). *Bærekraftig akvakulturengasjenment*. Hentet 02 12, 2024 fra <https://www.fairr.org/engagements/sustainable-aquaculture>
- Austevoll Seafood ASA. (2024). *Om oss*. Hentet 01 31, 2024 fra <https://www.auss.no/>
- Grieg Seafood. (2024). *Om oss*. Hentet 01 31, 2024 fra <https://griegseafood.com/>
- Mattilsynet. (2023, 06 30). *Saksgangen i etablering og utvidelse av akvakulturanlegg*. Hentet fra Mattilsynet: <https://www.mattilsynet.no/fisk-og-akvakultur/oppdrettsanlegg/saksgangen-i-etablering-og-utvidelse-av-akvakulturanlegg>
- Knardal, P. S., & Sending, A. (2022). *Finansregnskaps med analyse* (1. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Berge, A. (2023, 10 18). *En svak krone hjalp Mowi til å dra inn 2,3 milliarder kroner på driften i tredje kvartal*. Hentet fra iLaks: <https://ilaks.no/en-svak-krone-hjalp-mowi-til-a-a-dra-inn-23-milliarder-kroner-pa-driften-i-tredje-kvartal/>
- Bjergaard, A. P. (2021, 05 19). *Satser knallhardt på merkevarebygging*. Hentet 02 13, 2024 fra Finansavisen: <https://www.finansavisen.no/nyheter/sjomat/2021/05/19/7675523/mowi-satser-knallhardt-merkevarebygging>
- Hoddevik, B. (2023, 02 13). *Havforskningsinstituttet*. Hentet fra Risikorapporten: Fortsatt høy dødelighet hos oppdrettslaks: <https://www.hi.no/hi/nyheter/2023/februar/fortsatt-hoy-dodelighet-hos-oppdrettslaks>
- Hoff, K. G., & Helbæk, M. (2016). *Bedriftens økonomi*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Kristoffersen, T. (2019). *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*. Beren: Fagbokforlaget.
- Vindheim, I., & Ellingsen, K. (2022, 08 24). *Q2 2022 presentation*. Hentet fra Mowi: <https://cdn.prod.nntech.io/fundamentals-file-proxy/quartr/pdf/28575efde44cb65be79a16cbb91f10f6.pdf>
- Wikipedia. (2024, 02 24). *Porter's five forces analysis*. Hentet fra Wikipedia: https://en.wikipedia.org/wiki/Porter%27s_five_forces_analysis
- NOU. (2019). *Skattelegging av havbruksvirksomheten*. Hentet fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/?ch=4>
- Norges Bank. (2024). *Statslån, Generisk rente*. doi:<https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/security?frequency=B&startdate=2023-02-28&stopdate=2024-02-28>
- Nordnet. (u.d.). *Indeks*. Hentet fra Nordnet: <https://www.nordnet.no/no/marked/nordnet-markets/indeks>
- PwC. (2023, Desember 07). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra Publikasjoner: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2023.pdf>
- Boye, K., Koekebakker, S., Krakstad, S. O., & Oust, A. (2021). *Finansielle Emner* (15. utg.). Oslo: Cappelen Damm Akademisk.
- Ørnhaug, E. R. (2023, 03 28). *Reagerer på det nye forslaget til «Lakseskatten»: – Har lyttet med døde ører*. Hentet 02 2024 fra NRK: <https://www.nrk.no/trondelag/reagerer-pa-regjeringens-endelige-forslag-til-grunnrenteskatt-pa-havbruksnaeringen-1.16354895>
- Berg, T. (2021). *Grunnleggende økonomistyring* (3. utg.). Oslo: Cappelen Damm AS.
- Vindheim, I., & Ellingsen, K. (2024). *Q4 2023 presentation*. Mowi.
- Finansdepartementet. (2023, Juni 17). *Skattesatser 2023*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2023/id2929581/>
- Miljødirektoratet. (2024, Februar 07). *Akvakultur - oppdrett*. Hentet 02 12, 2024 fra <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>
- Dahl, H., & Egeness, F.-A. (2022, Mars 29). *Nye produksjonsformer er nødvendig for å dekke en stadig økende etterspørsel etter oppdrettsfisk*. Hentet fra Intrafish:

- <https://www.intrafish.no/kommentarer/nye-produksjonsformer-er-nodvendig-for-a-dekke-en-stadig-okende-ettersporsel-etter-oppdrettsfisk/2-1-1188922>
- Ugedal, O., Kroglund, F., Barlaup, B., & Lamberg, A. (2014). *Smolt – en kunnskapsoppsummering*. Hentet 04 2024 fra Miljødirektoratet: <https://www.miljodirektoratet.no/globalassets/publikasjoner/m136/m-136.pdf>
- Berge, A. (2021, 03 24). *Når kommer effekten av mowis merkevare?* Hentet fra iLaks: <https://ilaks.no/nar-kommer-effekten-av-mowis-merkevare/>
- Dørum, K. (2023, 01 04). *Snl.no*. Hentet 04 2024 fra Norsk fiskerihistorie: https://snl.no/norsk_fiskerihistorie
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2021, 10 11). *Norsk havbruksnæring*. Hentet 04 2024 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/Norsk-havbruksnaring/id754210/>
- Integrated Annual Report 2023*. (2024, 03 21). Hentet 04 2024 fra Mowi.com: https://mowi.com/wp-content/uploads/2024/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2023.pdf
- Institute for strategy and competitiveness. (u.d.). *The Five Forces*. Hentet 04 2024 fra Harvard Business School: <https://www.isc.hbs.edu/strategy/business-strategy/Pages/the-five-forces.aspx>
- Mowi. (2024a). *Om oss*. Hentet 02 01, 2024 fra Mowi: <https://mowi.com/no/om-oss/>
- Mowi. (2022a). *MOWI Integrated Annual Report 2022*. MOWI.
- Mowi. (2023a). *Mowi til topps i bærekraftskårning*. Hentet 02 11, 2024 fra <https://mowi.com/no/blog/2019/09/05/mowi-til-topp-i-baerekraftskaring/>
- Mowi. (2024b, 02 13). *Laks*. Hentet fra Mowi: <https://mowi.com/no/laks/>
- Miljødirektoratet. (2023a). *Fiskeoppdrett - en næring i vekst*. Hentet 02 06, 2024 fra <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>
- Laks. (u.d.a). *Norsk laks fra fjord til bord*. Hentet 02 04, 2024 fra : <https://laks.no/lakseproduksjon/>
- Mowi. (2023b). *Salmon Farmin Industry Handbook 2023*. Hentet fra Mowi: <https://mowi.com/wp-content/uploads/2023/06/2023-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2023.pdf>
- Laks. (u.d.b). *Lakseeventyr*. Hentet 02 06, 2024 fra <https://laks.no/lakseeventyret/>
- Norges Sjømatråd. (2024a). *Prisvekst og svak krone ga eksportrekord for norsk sjømat*. Hentet 02 06, 2024 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/prisvekst-og-svak-krone-ga-eksportrekord-for-norsk-sjomat-i-2023/>
- Lerøy Seafood Group. (u.d.a). *Om oss*. Hentet 01 06, 2024 fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>
- Lerøy Seafood Group. (u.d.b). *Historikk*. Hentet 01 06, 2024 fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/historikk/>
- Lerøy Seafood Group. (u.d.c). *Verdikjeden*. Hentet 01 06, 2024 fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/verdikjeden/>
- SalMar. (u.d.a). *Historien*. Hentet 01 06, 2024 fra <https://www.salmar.no/om-salmar/salmar-i-dag/historien/>
- SalMar. (u.d.b). *Våre virksomhetsområder*. Hentet 01 06, 2024 fra <https://www.salmar.no/om-salmar/vare-virksomhetsomrader/>
- SalMar. (u.d.c). *Bærekraft i alt vi gjør*. Hentet 01 06, 2024 fra <https://www.salmar.no/baerekraft/baerekraft-i-alt-vi-gjor/>
- Norges Sjømatråd. (2024b). *Stadig mer krevende å få sjømat over landegrensene*. Hentet 02 12, 2024 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/stadig-mer-krevende-a-fa-sjomat-over-landegrensene/>

- Regjeringen. (2023a). *De økonomiske utsiktene*. Hentet 02 14, 2024 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-1-20232024/id2998356/?ch=2>
- Norges Bank. (2024a). *Rentebeslutning januar 2024*. Hentet 02 14, 2024 fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2024/januar-2024/>
- Mowi. (2019a). *Vi møter de globale utfordringene*. Hentet 02 13, 2024 fra <https://mowi.com/no/blog/2019/03/17/addressing-global-challenges/>
- Helsedirektoratet. (2021a). *Kostråd om fisk og annen sjømat*. Hentet 02 12, 2024 fra <https://www.helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere/>
- Havforskningsinstituttet. (2023a). *Landbaserte oppdrettsanlegg / lukkede anlegg*. Hentet 02 14, 2024 fra <https://www.hi.no/hi/temasider/akvakultur/landbaserte-oppdrettsanlegg-lukkede-anlegg>
- Mowi. (2019b, Mai 08). *Mowi planlegger å drive oppdrett av fisk i dypet*. Hentet 02 14, 2024 fra <https://mowi.com/no/blog/mowi-planlegger-a-drive-oppdrett-av-fisk-i-dypet/>
- Mattilsynet. (2023a). *Lusetallene må være riktige – derfor stilles det strenge krav til nye tellemetoder*. Hentet 02 24, 2024 fra <https://www.mattilsynet.no/fisk-og-akvakultur/fiskesykdommer/lakselus/veileder-for-soknader-om-nye-metoder-for-telling-og-rapportering-av-lakselus/veiledning-om-kravene-til-soknader-om-a-bruke-nye-metoder-for-a-telle-og-rapportere-lakselus/usetallene-ma>
- Mowi. (2019c). *Mowi samarbeider med X, Alphabet sitt innovasjonsselskap, om å gjøre havbruk mer bærekraftig*. Hentet 02 14, 2024 fra <https://mowi.com/no/blog/2020/03/03/mowi-samarbeider-med-x-alphabet-sitt-innovasjons-selskap-om-a-gjore-havbruk-mer-baerekraftig/>
- Havforskningsinstituttet. (2023b). *Rømt oppdrettslaks - Risikovurdering og kunnskapsstatus 2023*. Hentet 02 14, 2024 fra <https://www.hi.no/hi/nettrapporter/rapport-fra-havforskningen-2023-5>
- Regjeringen. (2023b). *Høringsnotat*. Hentet 02 14, 2024 fra https://www.regjeringen.no/contentassets/f9e44f0072904d308e960625fc7fb44f/horing_snotat.pdf
- Forskrift om lakselusbekjempelse. (2023). *Forskrift om bekjempelse av lakselus i akvakulturanlegg §1-4*. Hentet 02 14, 2024 fra Lovdata: <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2012-12-05-1140>
- Akvakulturloven. (2020). *Lov om akvakultur (akvakulturloven)*. Hentet 02 09, 2024 fra Lovdata: <https://lovdata.no/pro/#document/NL/lov/2005-06-17-79?searchResultContext=1637&rowNumber=1&totalHits=497>
- Helsedirektoratet. (2021b). *Utviklingen i norsk kosthold 2021*. Oslo: Helsedirektoratet.
- Norges Sjømatråd. (2024c). *Nøkkeltall*. Hentet 02 13, 2024 fra <https://nokkeltall.seafood.no>
- Norges Bank. (u.d.). *Valutakurs*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR>
- Regjeringen. (2023c, 06 17). *Skattesatser 2023*. Hentet 02 2024 fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2023/id2929581/>
- Mowi. (2024c). *Sterkt kvartal for å avslutte nok et rekordår for Mowi*. Hentet 03 19, 24 fra <https://mowi.com/blog/strong-quarter-to-end-another-record-year-for-mowi/>
- Regjeringen. (2022, 09 28). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Hentet fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>

