

Morten Andre Skånøy Søråas

Verdsetting av Mowi ASA

En undersøkelse av hvorfor selskapet blir verdsatt ulikt ved bruk av en objektiv verdivurdering og sammenligning av tidligere analyser.

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Tom Erik Wiklund
Mai 2024

Morten Andre Skånøy Sjøraas

Verdsetting av Mowi ASA

En undersøkelse av hvorfor selskapet blir verdsatt ulikt ved bruk av en objektiv verdivurdering og sammenligning av tidligere analyser.

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Tom Erik Wiklund
Mai 2024

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse

Sammendrag

Tittel:	Verdsetting av Mowi ASA – En undersøkelse av hvorfor selskapet blir verdsatt ulikt ved bruk av en objektiv verdivurdering og sammenligning av tidligere analyser.	Dato: 30.05.24
Deltaker(e)/	Morten Andre Skånøy Sjøraas	
Veileder(e):	Tom Erik Wiklund	
Stikkord/nøkkelord (3-5 stk)	Mowi ASA, verdivurdering, DCF-analyse	
Antall sider/ord:	Antall vedlegg: 0	Publiseringsavtale inngått: ja
<p>I denne verdsettelsen blir Mowi ASA analysert, et norsk oppdrettsselskap og verdens største produsent av atlantisk laks med en global markedsandel på 20% (Mowi, 2024). Oppgaven har undersøkt hvorfor Mowi ASA blir verdsatt ulikt ved bruk av objektiv verdivurdering og sammenligning av tidligere analyser.</p> <p>Oppgaven er organisert med en innledning som presenterer formålet og problemstillingen. Deretter følger en teoridel som inkluderer strategiske analyser og en regnskapsanalyse, etterfulgt av prognostisering av kontantstrøm, bestemmelse av total kapitalens avkastningskrav, og en gjennomgang av verdsettelsesmetoder, samt en innføring i den nylig innførte grunnrenteskatten. I resultatdelen ble grunnlaget fra teoridelen brukt til å bestemme Mowi ASA sin verdi ved bruk av DCF-metoden, med WACC som diskonteringsrente. I tillegg ble multiple-metoden utarbeidet som en komplementær verdivurdering til DCF. Hovedpunktene fra tidligere analyser blir deretter presentert, og forskjellene i analysene og årsakene til disse blir drøftet i diskusjonsdelen.</p> <p>Konklusjonen peker på at verdivurdering av et selskap er en kompleks og utfordrende prosess. Forskjellen i avkastningskrav fremheves som den viktigste årsaken til divergerende verdsettelse av Mowi ASA mellom de to tidligere analysene, med en differanse på over 1,5%. Dette skyldes hovedsakelig ulikheter i beregningen av gjeldskostnaden og vektingen av egenkapitalen og gjelden. Videre viser estimerte driftsinntekter små forskjeller mellom analysene, primært grunnet valutadifferanser og små variasjoner i lakseprisestimatene. Diskusjonen omhandler også andre ulikheter, inkludert forskjeller i markedsbasert verdsettelse, vekting av metoder og diskonteringsmetoder for terminalverdi, som alle påvirker de endelige verdsettelsene.</p>		

ABSTRACT

Title:	Valuation of Mowi ASA – A study of reasons why the company is valued differently with objective valuation, and comparison of past analyses.	Date: 30.05.24
Participants/	Morten Andre Skånøy Søråas	
Supervisor(s)	Tom Erik Wiklund	
Keywords (3-5)	Mowi ASA, valuation, DCF-analysis	
Number of pages/words:	Number of appendix: 0	Availability: open
<p>In this valuation, Mowi ASA is analysed, a Norwegian farming company and the world's largest producer of Atlantic salmon with a global market share of 20% (Mowi, 2024). The assignment has investigated why Mowi ASA is valued differently by using objective valuation and comparison of previous analyses.</p> <p>The assignment is organized with an introduction that presents the purpose and the problem. This is followed by a theoretical part which includes strategic analyzes and an accounting analysis, followed by cash flow forecasting, determination of the total capital's return requirement, and a review of valuation methods, as well as an introduction to the recently introduced basic interest tax. In the results section, the basis from the theory section was used to determine Mowi ASA's value using the DCF method, with WACC as the discount rate. In addition, the multiple method was prepared as a complementary valuation to DCF. The main points from previous analyzes are then presented, and the differences in the analyzes and the reasons for these are discussed in the discussion section.</p> <p>The conclusion points out that the valuation of a company is a complex and challenging process. The difference in return requirements is highlighted as the most important reason for the divergent valuation of Mowi ASA between the two previous analyses, with a difference of over 1.5%. This is mainly due to differences in the calculation of the cost of debt and the weighting of equity and debt. Furthermore, estimated operating income shows small differences between the analyses, primarily due to currency differences and small variations in the salmon price estimates. The discussion also addresses other disparities, including differences in market-based valuation, weighting methods, and terminal value discounting methods, all of which affect the final valuations.</p>		

Forord

Denne bacheloroppgaven er det avsluttende arbeidet ved studiet økonomi og administrasjon ved NTNU Gjøvik. Fra analyser av aksjemarkedet til studier av bedriftsfinansiering, har jeg funnet glede i å dykke ned i tall og analyser for å forstå hvordan økonomiske beslutninger påvirker selskapers ytelse og vekst. Jeg har valgt derfor å fordype meg innenfor fagområdet finans i denne bacheloroppgaven.

Med innføringen av grunnrenteskatten har Mowi ASA og andre aktører i bransjen måttet revurdere sine strategier og tilpasse seg til det nye skattesystemet. Dette har ført til økt interesse og debatt rundt selskapets fremtidige utfordringer og muligheter, og det har vært spennende å kunne dykke ned i dette komplekse emnet gjennom skriving av denne oppgaven.

Jeg finner det fascinerende at to separate analyser kan komme frem til helt ulike anbefalinger angående samme selskap. En analyse kan konkludere med at aksjen er overpriset, mens en annen kan argumentere for at den er underpriset. Å utforske årsakene bak dette fenomenet har vært svært inspirerende og opplysende. Det har gitt innsikt i kompleksiteten og dynamikken som preger finansmarkedene, og har vært en verdifull læringsprosess.

Jeg vil gjerne rette en stor takk til veilederen min, Tom Erik Wiklund, for hans uvurderlige veiledning og råd gjennom hele oppgaveprosessen. Han har vært tilgjengelig og har gitt hurtige og konstruktive tilbakemeldinger som har vært til stor hjelp. Hans ekspertise har bidratt til at jeg har tilegnet meg betydelig kunnskap innen verdivurdering av selskaper, og min interesse for dette emnet har bare vokst i løpet av denne perioden.

30.05.24, Trondheim

Morten Andre Skånøy Søråas

Innholdsfortegnelse

1.0 Innledning	5
1.1 Bakgrunn	5
1.2 Formål og problemstilling	5
1.3 Mowi ASA	6
1.3.1 Produksjon	6
1.3.2 Marked	6
1.4 Avgrensinger og antagelser.....	7
1.5 Oppbygning av oppgaven.....	7
2.0 Teori.....	8
2.1 Femkraftsmodellen.....	8
2.1.1 Kritikk av femkraftsmodellen.....	9
2.2 VRIO-analyse.....	10
2.2.1 Kritikk av VRIO-analyse.....	11
2.3 PESTEL-analyse	11
2.3.1 Kritikk av PESTEL-analyse	11
2.4 Regnskapsanalyse.....	11
2.4.1 Gruppering av regnskapstall	12
2.4.2 Nøkkeltall	12
2.5 Prognostisering	12
2.5.1 Top-down-modellen.....	12
2.6 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)	13
2.6.1 Egenkapitalkostnad (R_e).....	14
2.6.2 Gjeldskostnad (R_d)	15
2.7 Verdsettelsesmetoder	17
2.7.1 Kontantstrømmodellen og Gordons formel.....	17
2.7.2 Multipelvurderinger.....	18
2.7.3 Overgangen fra selskapsverdi til egenkapitalverdi.....	18
2.8 Grunnrenteskatt.....	19
3.0 Metode	20
3.1 Kvalitativ og kvantitativ metode	20
3.1.1 Kvalitative metoder	20
3.1.2 Kvantitative metoder.....	20
3.2 Valg av metode	20
3.3 Forskningsdesign og analyser.....	21
3.3.1 Valg av analyser	21
3.4 Datainnsamling	22
3.5 Validitet og reliabilitet	22

3.6 Kritikk av metodevalg	23
4.0 Resultat	24
4.1 Analyse av historisk informasjon.....	24
4.1.1 Presentasjon av regnskapstall	24
4.2 Strategiske analyser.....	26
4.2.1 Porters fem krefter.....	27
4.2.2 VRIO-analyse	28
4.2.3 PESTEL-analyse	30
4.3 Prognostisering av kontantstrøm.....	32
4.3.1 Driftsinntekter	32
4.3.2 Driftskostnader	33
4.3.3 Avskrivninger og nedskrivninger	36
4.3.4 Skatt.....	36
4.3.5 Arbeidskapital.....	37
4.3.6 Investeringer.....	37
4.3.7 Fri kontantstrøm.....	38
4.4 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)	38
4.4.1 Egenkapitalkostnad (E(Ri))	39
4.4.2 Gjeldskostnad	40
4.5 Verdivurdering.....	41
4.5.1 Kontantstrømmodellen.....	41
4.5.2 Rimelighetssjekk – Multippelmodell	42
4.6 Presentasjon av tidligere analyser	44
4.6.1 Mowi 1 (Berg et al., 2023)	44
4.6.2 Mowi 2 (Branthus et al., 2023)	45
5.0 Diskusjon	46
5.1 Hovedfunn	46
5.2 Avkastningskrav	46
5.3 Driftsinntekter	47
5.4 Markedsbasert verdsettelse og vektning	48
6.0 Avslutning.....	50
6.1 Konklusjon	50
6.2 Begrensinger ved oppgaven.....	50
6.3 Refleksjon	51
7.0 Litteraturliste	52

Figurliste

Figur 1: Resultatregnskap fra (2019-2023) hentet fra Mowi ASA sine årsrapporter	24
Figur 2: Balanse (2019-2023) hentet fra Mowi ASA sine årsrapporter	25
Figur 3: Historiske nøkkeltall (2019-2023) beregnet av forfatter.	26
Figur 4: Historiske investeringer (2019-2023) hentet fra Mowi ASA sine årsrapporter	26
Figur 5: Estimert slaktevolum	33
Figur 6: Estimert gjennomsnittlig avvik	33
Figur 7: Estimerte driftsinntekter	33
Figur 8: Materialkostnader 2019-2023	34
Figur 9: Estimerte materialkostnader	34
Figur 10: Lønnskostnader 2019-2023.....	34
Figur 11: Estimerte lønnskostnader	35
Figur 12: Andre driftskostnader 2019-2023	35
Figur 13: Estimerte andre driftskostnader	35
Figur 14: Avskrivninger og nedskrivninger 2019-2023.....	36
Figur 15: Estimerte avskrivninger og nedskrivninger	36
Figur 16: Estimert effektiv skattesats	36
Figur 17: Arbeidskapital 2019-2023	37
Figur 18: Estimerte endringer i arbeidskapital	37
Figur 19: Investeringer 2019-2023.....	38
Figur 20: Estimerte investeringer	38
Figur 21: Estimert fri kontantstrøm	38
Figur 22: Estimert egenkapitalbeta	40
Figur 23: Gjeldskostnad	40
Figur 24: Nåverdi prognostiserte fremtidige kontantstrømmer	42
Figur 25: Nåverdi terminalledd	42
Figur 26: Pris per aksje 31.12.2023.	42
Figur 27: EV/EBIT-multipler	43
Figur 28: Estimert av aksjeverdi ved bruk av EV/EBIT-multippel	43
Figur 29: Nøkkeltall Mowi 1	44
Figur 30: Nøkkeltall Mowi 2	45

1.0 Innledning

1.1 Bakgrunn

Motivasjonen for å skrive en oppgave om verdivurdering kom gjennom min egen interesse for fagfeltet, hvor jeg mener at det er et viktig tema som jeg ønsket å lære enda mer om.

Verdivurdering spiller en nøkkelrolle i flere aspekter enn man kanskje først antar. Ikke bare brukes det i aksjeforskning, porteføljestyring, fusjoner og oppkjøp, men enhver person bør ha noe kunnskap om selskapsverdivurdering. Enten du er en privat investor på børsen eller noen som starter sin egen bedrift, er det avgjørende å ha verdivurderingsferdigheter for å få innsikt i forventet avkastning og de risikoene han eller hun tar.

Det fascinerer meg hvordan to personer kan komme til forskjellige konklusjoner om et selskaps verdi – den ene anser det som overpriset, mens den andre ser det som underpriset. Denne dynamikken inspirerer meg til å dykke dypere ned i prosessen med å verdsette et selskap og forstå hva som skiller ulike verdsettelsesmetoder. Derfor ønsker jeg å se på hvordan tidligere bacheloroppgaver har gjennomført verdsettelsen av det samme selskapet, og hva det er som skiller disse verdsettelsene.

Interessen for oppdrettsnæringen økte betydelig i løpet av høsten 2022 og gjennom hele 2023, da regjeringens forslag om å innføre grunnrenteskatt på havbasert oppdrett i Norge fikk stor oppmerksomhet. Dette vekket min nysgjerrighet rundt verdsettelsen av selskaper som blir berørt av denne nylig innførte skatten. Etter grundige vurderinger falt valget på Mowi ASA, gitt deres sentrale rolle i oppdrettsnæringen som verdens største produsent og eksportør av regnbueørret og atlantisk laks.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å estimere verdien av Mowi ASA gjennom en omfattende analyse basert på ulike verdsettelsesmodeller. Denne oppgaven vil sammenligne de estimerte resultatene med faktiske markedsdata og deretter analysere og diskutere funnene i sammenheng med tidligere bacheloroppgaver. Jeg skal derfor i denne oppgaven besvare problemstillingen:

«Hvorfor verdsettes Mowi ASA ulikt?»

For å besvare problemstillingen vil jeg utføre både kvalitative og kvantitative analyser av selskapet. Den kvalitative analysen vil omfatte en grundig strategisk gjennomgang, mens den kvantitative analysen vil fokusere på en detaljert regnskapsanalyse. Videre vil jeg sammenligne tidligere oppgavers tilnærminger til verdsettelse av selskapet og drøfte årsakene til eventuelle forskjeller i deres verdsettelsesresultater.

1.3 Mowi ASA

Mowi ASA er et av verdens ledende selskaper innen sjømatindustrien og er kjent som den største produsenten av atlantisk laks globalt, med et slaktevolum på 475 000 tonn i 2023, som tilsvarer en global markedsandel på ca. 20 % (Mowi, u.å.a.). Selskapet har forpliktet seg til å være en pioner innen levering av sunn og bærekraftig mat til den stadig voksende verdensbefolkningen. Med et sterkt fokus på både kvalitet og miljøansvar, har Mowi ASA blitt anerkjent som den mest bærekraftige proteinprodusenten av Coller FAIRR Protein Producer Index for femte år på rad.

1.3.1 Produksjon

Mowi ASA har en integrert verdikjede som strekker seg fra avl og produksjon av fiskefôr til oppdrett i både ferskvann og saltvann, samt salg. Denne helhetlige tilnærmingen muliggjør kontroll over hele produktets livssyklus, og gir selskapet muligheten til å være proaktive når det gjelder bærekraftig fôrproduksjon, avl, oppdrett og foredling. Denne fleksible tilnærmingen gjør det mulig å tilpasse seg endrede behov og miljømessige utfordringer, samtidig som det sikrer bærekraftig produksjon og levering av produkter av høy kvalitet. Gjennom investeringer i genetikk, fôr og teknologi, har Mowi posisjonert seg som en ledende aktør innen bærekraftig sjømatproduksjon, og fungerer som en industriell leder i feltet (Mowi, u.å.b.).

1.3.2 Marked

Med hovedkontor i Bergen, Norge, er Mowi verdensledende innen oppdrett av laks, med distribusjon til mer enn 70 land og tilstedeværelse i 26 land. Selskapet er organisert i tre forretningsområder: Fôr, Oppdrett og Salg og Markedsføring. I Europa har Mowi en markedsandel på 67%, understøttet av 15 produksjonsanlegg. I Amerika står Mowi for 22% av salget, med 7 produksjonsanlegg, mens 9% av salget kommer fra Asia, med 6 produksjonsanlegg (Mowi, u.å.c.). Denne regionale distribusjonen sikrer en stabil forsyningskjede for kundene på tvers av hele kloden.

1.4 Avgrensinger og antagelser

Verdsettelsen er basert på offentlige sekundærdata som er samlet inn fra selskapenes års- og kvartalsrapporter. I verdsettelsesseksjonen av oppgaven vil jeg fokusere på to hovedmetoder for verdivurdering: kontantstrømmodellen og verdivurdering ved bruk av EV/EBIT multipler. Dette valget er gjort for å begrense omfanget av oppgaven samtidig som jeg sikrer at analysen forblir grundig og dyptgående innenfor de gitte rammene. De to tidligere bacheloroppgavene jeg refererer til, benytter seg også av disse to metodene, noe som gir et tilstrekkelig sammenligningsgrunnlag og muliggjør en direkte sammenligning av resultater og funn mellom studiene.

For å analysere Mowi ASAs historiske regnskapsdata, har jeg brukt data fra de fem siste årene til å skape en oversikt over selskapets situasjon og trender. Næringen opplever kontinuerlig vekst, og derfor vil eldre data ikke nødvendigvis være representative for fremtiden. Jeg har valgt å sammenligne Mowi ASA med SalMar, Lerøy Seafood Group AS og Grieg Seafood ASA. Disse konkurrentene ble valgt basert på deres likhet med Mowi ASA når det gjelder størrelse, forretningsområde, vekstmuligheter og notering på Oslo Børs.

1.5 Oppbygning av oppgaven

I oppgavens teoridel vil jeg utforske konseptene knyttet til verdivurdering i finans og presentere de ulike verdsettelsesmetodene som vil bli benyttet. Metod delen vil beskrive de vitenskapelige tilnærmingene som er anvendt i oppgaven. Resultatdelen vil inneholde den faktiske verdivurderingen og presentasjonen av tidligere vurderinger. Disse vil bli nøye diskutert i lys av problemstillingen i diskusjonsdelen. Avslutningsdelen vil gi en oppsummering av hele oppgaven og trekke konklusjoner basert på analysen og drøftingen som er gjort.

2.0 Teori

I denne teoridelen vil jeg utforske sentrale verktøy og metoder for analyse og verdsettelse av bedrifters økonomiske ytelse. Jeg vil se på femkraftsmodellen, VRIO-analyse, PESTEL-analyse, regnskapsanalyse, prognostisering, avkastningskravet til totalkapitalen (WACC), verdsettelsesmetoder og grunnrenteskatt. Jeg vil også diskutere kritikk og fordeler ved hver metode.

2.1 Femkraftsmodellen

I kjernen av en strategs arbeid ligger forståelsen og håndteringen av konkurranse. Imidlertid begrenser ledere ofte sin definisjon av konkurranse til kun å omfatte direkte konkurrenter (Porter, 2008). Konkurransen om profitt strekker seg imidlertid langt utover etablerte bransjeaktører og inkluderer også fire andre konkurransekrefter: kunder, leverandører, potensielle nye aktører og substituttprodukter. Disse fem konkurransekreftene, kjent som Porters fem krefter, utgjør et strategisk rammeverk utviklet av Michael Porter. Målet med modellen er å identifisere og evaluere de sentrale faktorene som påvirker lønnsomheten og attraktiviteten til en bransje.

Leverandørenes forhandlingsmakt refererer til graden av innflytelse leverandørene har når de fastsetter prisene på sine varer eller tjenester, og hvordan dette påvirker lønnsomheten til bedriftene i bransjen. Dersom leverandørene har betydelig makt, har de evnen til å øke prisene eller begrense tilgangen til nøkkelressurser, noe som potensielt kan redusere lønnsomheten til bedriftene som er avhengige av dem. Derfor er det viktig å nøye vurdere leverandørenes forhandlingsmakt når man analyserer konkurranseforholdene i en bransje.

Kundenes forhandlingsmakt refererer til graden av innflytelse kundene har når det gjelder å påvirke priser eller kreve bedre kvalitet og service fra leverandørene. Jo større kundenes forhandlingsmakt er, desto mer press kan de legge på bedriftene for å oppnå mer gunstige betingelser. Dette kan resultere i lavere priser, høyere krav til kvalitet eller økte forventninger til service fra kundene. Det er derfor avgjørende å nøye vurdere kundenes forhandlingsmakt for å utvikle effektive strategier som sikrer tilfredsstillende lønnsomhet og konkurransekraft i markedet.

Trusselen fra nye konkurrenter refererer til hvor enkelt eller utfordrende det er for nye selskaper å entre markedet og konkurrere med etablerte bedrifter. Hvis trusselnivået fra nye konkurrenter er høyt, må eksisterende bedrifter være på vakt for potensielle utfordrere som kan true deres markedsandel og lønnsomhet. Dette kan føre til økt konkurranse og press på etablerte selskaper for å opprettholde sin posisjon. Man må derfor nøye evaluere trusselnivået fra nye konkurrenter og gjennomføre tiltak som sikrer beskyttelse mot potensielle inntrengere og bevarer konkurransefortrinn.

Trusselen fra substitutter refererer til hvor enkelt kundene kan bytte til alternative produkter eller tjenester som kan dekke de samme behovene. Jo flere tilgjengelige substitutter som finnes, desto større er trusselen de representerer for etablerte bedrifter. Hvis substitutter er lett tilgjengelige til en lavere pris eller med bedre egenskaper, kan dette redusere et selskaps kundebase og påvirke lønnsomheten negativt. Derfor må man nøye vurdere trusselnivået fra substitutter og utvikle strategier som reduserer denne risikoen, enten ved å differensiere produktene sine eller ved å styrke kundelojaliteten.

Konkurranseintensiteten refererer til den intense kampen om markedsandeler og kundelojalitet blant eksisterende konkurrenter i en bransje. Jo mer aggressiv rivaliseringen er, desto større press opplever selskapene på sine priser, produkter og markedsføringsstrategier. Dette kan føre til redusert lønnsomhet og økt press på innovasjon og produktkvalitet. Man må derfor nøye analysere konkurransesituasjonen i bransjen for å utvikle effektive strategier som gir selskapet en konkurransefordel og bidrar til bærekraftig vekst.

2.1.1 Kritikk av femkraftsmodellen

Porters femkraftsmodell har lenge vært anerkjent for sin evne til å vurdere bransjens lønnsomhet og attraktivitet fra et eksternt perspektiv. Imidlertid har kritikk oppstått i lys av den stadig utviklende internettøkonomien, hvor digitalisering, globalisering og deregulering er sentrale drivkrefter. Den tradisjonelle modellen, rotfestet i den "gamle økonomien," møter utfordringer med å tilpasse seg det nye landskapet, der informasjonsteknologi har blitt en dominerende kraft (Dälken, 2014). Til tross for dette forblir modellen relevant, men krever justeringer for å effektivt fange opp de nye dynamikkene i dagens forretningsmiljø.

En av hovedkritikkene mot Porters femkraftsmodell er dens statiske natur. Modellen gir et øyeblikksbilde av konkurranseforholdene på et bestemt tidspunkt, men tar ikke tilstrekkelig hensyn til dynamikken og endringene som skjer i markedet over tid. Konkurranseforhold og bransjestrukturer kan endres raskt på grunn av teknologiske fremskritt, forandringer i forbrukernes preferanser eller påvirkning fra politiske og økonomiske faktorer. Dette kan føre til en transformasjon av Porters fem krefter fra å konkurrere i et eksisterende konkurransemiljø til å utforske muligheter i nye og innovative markeder (Gerard & Bruijl, 2018). Derfor understreker dette behovet for en mer dynamisk tilnærming innen bransjeanalyse for å kunne fange opp endringer og muligheter over tid.

I tillegg fokuserer modellen hovedsakelig på konkurranse innenfor en bransje og tar ikke nødvendigvis hensyn til andre viktige faktorer som kan påvirke en virksomhets suksess, for eksempel innovasjon, samarbeid og utfordringer knyttet til forsyningskjeden. Dette begrensede fokuset kan føre til at vesentlige drivere for verdiskaping overses. En annen begrensning ved modellen er dens manglende inkludering av nye konkurrenter. Modellen antar ofte at eksisterende konkurrenter utgjør de viktigste truslene mot en virksomhet, men tar ikke alltid hensyn til potensielle trusler fra nye konkurrenter. I dagens dynamiske forretningsmiljø kan nye aktører raskt entre markedet og endre konkurransedynamikken.

2.2 VRIO-analyse

Sammenhengen mellom strategiske ressurser og oppnåelsen av vedvarende konkurransefortrinn kan utforskes gjennom en VRIO-analyse (Barney, 1991). En VRIO-analyse vektlegger evalueringen av strategiske ressurser basert på deres verdi, sjeldenhet, imiterbarhet og organisatoriske evne til å utnytte dem. Denne tilnærmingen bidrar til å identifisere ressurser som kan gi bedriften et varig konkurransefortrinn ved å avdekke hvilke ressurser som er unike, vanskelige å etterligne, og i stand til å skape verdi for organisasjonen på en bærekraftig måte.

I en VRIO-analyse analyseres og evalueres en ressurs basert på følgende kriterier: verdi, sjeldenhet, imiterbarhet og organisasjonens evne til å utnytte ressursen. Verdifulle ressurser kan potensielt gi konkurransemessig likeverdighet. Dersom de også er sjeldne, kan de gi øyeblikkelig konkurransefortrinn. Hvis de er vanskelige å etterligne, kan de bidra til å etablere et bærekraftig konkurransefortrinn, men dette er avhengig av konteksten og organisasjonens evne til å utnytte dem effektivt (Pesic m.fl., 2013).

2.2.1 Kritikk av VRIO-analyse

VRIO-analysen, en av de mest anvendte verktøyene innen strategisk analyse, har blitt gjenstand for omfattende kritikk fra både forskere og praktikere innen feltet. En av de fremste kritikkene rettes mot dens statiske natur, som begrenser dens evne til å fange opp dynamiske endringer over tid. Dette innebærer en manglende evne til å ta hensyn til behovet for å tilpasse seg markedsendringer over tid (Costa m.fl., 2019). Ved å fokusere utelukkende på ressurser og kompetanser på et bestemt tidspunkt, kan VRIO-analysen overse nødvendigheten av å tilpasse seg nye trender og endrede markedsforhold.

2.3 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse er en metodikk som brukes til å evaluere de ulike eksterne faktorene som kan påvirke en virksomhet eller en bransje. PESTEL-analysen tar for seg politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold. Gjennom denne analysen kan man identifisere og forstå de ulike elementene som påvirker virksomheten, slik at man kan tilpasse strategiene og ta hensyn til de eksterne forholdene på best mulig måte (Fjeldstad & Lunnan, 2020, s. 83). En grundig oversikt over omgivelsesfaktorene som er mest relevante for bedriften på kort og lang sikt kan bidra til å redusere risikoen for problemer, samtidig som den øker sannsynligheten for å oppdage nye markedsmuligheter.

2.3.1 Kritikk av PESTEL-analyse

PESTEL-analysen har imidlertid flere begrensninger i praktisk bruk, inkludert usikkerhet, kostnader og tidsbegrensninger (Buye, 2021). Kritikken av PESTEL-modellen inkluderer dens begrensede evne til å håndtere kompleksitet. PESTEL-modellen bryter ned det eksterne miljøet i separate dimensjoner: politisk, økonomisk, sosial, teknologisk, juridisk og miljømessig. Dette kan oversimplifisere virkeligheten ved å behandle hvert aspekt isolert, og det tar ikke nødvendigvis hensyn til de komplekse samspillene og dynamikken mellom disse dimensjonene.

2.4 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en avgjørende del av prosessen med å verdsette et selskap og forstå dets økonomiske helse. Mens de tre hovedrapportene i regnskapet - resultatregnskapet, balansen og kontantstrømoppstillingen - gir en indikasjon på hvor godt en bedrift presterer, kan det være utfordrende å sammenligne tall direkte mellom ulike bedrifter eller over tid for samme bedrift (Boye, 2018, s. 96). Derfor er det behov for verktøy og metoder som kan hjelpe oss med å tolke og sammenligne regnskapstall på en meningsfull måte.

2.4.1 Gruppering av regnskapstall

Gruppering av regnskapstall er av avgjørende betydning for å tolke og analysere selskapets økonomiske situasjon korrekt. Et eksempel kan være med inventaret i en produksjonsbedrift. Dersom en maskin brukes i produksjonsprosessen og forventes å ha en levetid på flere år, vil den klassifiseres som et anleggsmiddel. Derimot, hvis en tilsvarende maskin er kjøpt inn for videresalg og ikke er ment å bli brukt i produksjonen over lengre tid, vil den klassifiseres som et omløpsmiddel. Denne forskjellen i klassifisering påvirker hvordan verdien av maskinen reflekteres i regnskapet og hvordan den bidrar til selskapets økonomiske ytelse. Ved å gruppere regnskapstallene riktig kan analytikere bedre forstå om selskapet investerer i langsiktige eiendeler for å styrke produksjonskapasiteten eller om det fokuserer på kortsiktig gevinst gjennom videresalg av eiendeler.

2.4.2 Nøkkeltall

Regnskapsanalyse kan i sin essens deles inn i to hovedaspekter: teknikk, som omhandler beregningen av nøkkeltall, og analyse, som fokuserer på tolkningen og vurderingen av disse tallene (Boye, 2018, s. 99). Nøkkeltall gir en objektiv måte å måle og sammenligne virksomhetens resultater og ytelse på. Gjennom analysen av nøkkeltallene kan interessenter få et klart bilde av selskapets finansielle styrker og svakheter, samt identifisere trender over tid.

Ved å analysere resultatregnskapet og balansen over tid kan man beregne nøkkeltall som rentabilitet og fremtidig vekstpotensial. Disse tallene danner grunnlaget for informerte beslutninger innen investeringer, driftsstrategier og andre forretningsbeslutninger. Videre gir de innsikt i selskapets evne til å generere profitt og øke omsetningen, noe som er avgjørende for å estimere selskapets verdi (Kaldestad & Møller, 2016, s. 87).

2.5 Prognostisering

Prognostisering er en prosess der fremtidige hendelser eller utfall blir estimert basert på tilgjengelig informasjon og analyser av tidligere data og trender. Det innebærer å forutsi hvordan en situasjon eller et utfall vil utvikle seg over tid ved hjelp av ulike metoder og verktøy. Prognostisering brukes i en rekke sammenhenger, inkludert økonomi, vær, helse, teknologi og forretningsplanlegging, for å hjelpe beslutningstakere med å ta informerte avgjørelser og planlegge for fremtiden. Det er viktig å huske at prognostisering ikke gir nøyaktige spådommer, men heller sannsynlige scenarier basert på tilgjengelig informasjon.

2.5.1 Top-down-modellen

I en top-down-modell fokuserer man på å lage prognoser for de forskjellige linjene i resultat- og balanseregnskapet, men på et overordnet nivå. Dette innebærer å bruke historiske forholdstall som EBITDA-margin, avkastning på investert kapital og egenkapitalrentabilitet. For eksempel kan omsetningen til et selskap prognostiseres ved å multiplisere forventet bransjeomsetning med markedsandel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 116). Videre utarbeider man overordnede prognoser for de viktigste kostnadskomponentene for å beregne EBITDA. Investeringer (CapEx) og arbeidskapital kan ofte anslås som prosentandeler av omsetningen, men det krever også innsikt i selskapets investeringsstrategi og likviditetsbehov.

Fordelen med denne modellen er at prediksjonsnivået er høyere enn for naive modeller, og at den samtidig er langt mindre arbeidskrevende enn bottom-up-modeller som går dypere ned i materien og gjør detaljerte analyser på selskapets produksjonslinjer. En ulempe med denne tilnærmingen er at kritiske sammenhenger mellom inntekter, kostnader og investeringer noen ganger kan overses når man kun fokuserer på overordnede forholdstall. For eksempel, ved å bygge ut et bredbåndsnett, kan omsetningen øke drastisk uten behov for nye investeringer er nødvendige i en lengre periode (Kaldestad & Møller, 2016, s. 116). Jo mer komplekse kostnadsstrukturer et selskap har, desto mer behov er det for en mer avansert modell som tar hensyn til slike dynamikker og integrerer dem i prognosene på en mer detaljert måte.

2.6 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)

Totalkapitalavkastningskravet, også kjent som Weighted Average Cost of Capital (WACC), representerer den gjennomsnittlige kostnaden ved å skaffe kapital til å finansiere en virksomhets drift og investeringer. En bedrift har forskjellige kilder til finansiering, for eksempel egenkapital, gjeld og preferanseaksjer, hver med sin egen risikoprofil og forventet avkastning (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). Når man beregner WACC, må man ta hensyn til disse forskjellige finansieringskildene og deres respektive risikoelementer. Man må vekte avkastningskravene til hver finansieringskilde basert på deres andel av selskapets totale kapital. Dette betyr at kilder med høyere risiko, for eksempel egenkapital, vil ha en høyere vektning i WACC-beregningen. Grunnen til at man ser på avkastningskravet til totalkapitalen, er fordi den frie kontantstrømmen som diskonteres for å estimere virksomhetsverdien, må være tilstrekkelig til å betjene alle de ulike finansieringskildene.

Avkastningskravet kan bli definert på følgende måte:

$$WACC = R_e \frac{E}{E+D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E+D}$$

Der E er markedsverdien for egenkapital, D er markedsverdien av gjeld, R_e er selskapets egenkapitalkostnad, R_d er selskapets gjeldskostnad og t er nominell selskapsskatt.

2.6.1 Egenkapitalkostnad (R_e)

For å beregne egenkapitalkostnaden bruker man kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Metoden hjelper oss med å estimere den forventede avkastningen på egenkapitalen i et selskap. CAPM tar hensyn til forholdet mellom risiko og avkastning og tar spesielt i betraktning den risikofrie renten, markedets forventede avkastning og investeringens spesifikke risiko.

Ifølge (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156) kan man bruke kapitalverdimodellen til å estimere egenkapitalkostnaden som:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Her representerer R_e forventet avkastning på investeringen, R_f den risikofrie renten, β investeringens beta (mål på systematisk risiko), R_m forventet avkastning på markedet og $(R_m - R_f)$ betegner markedspremien (differansen mellom markedets avkastning og den risikofrie renten)

2.6.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten danner grunnlaget for å vurdere avkastningskravet for investeringsprosjekter, da alle risikable investeringer må kunne forventes å gi en høyere avkastning enn den risikofrie renten for å rettferdiggjøre risikoen. Risikofri rente representerer en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke bærer med seg konkurs- eller misligholdsrisiko. Statsobligasjoner er vanligvis det nærmeste man kommer denne ideen i praktisk forstand, da de anses å ha minimal risiko for mislighold (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156).

2.6.1.2 Beta

Beta er et nøkkelbegrep innen finansiering som brukes til å måle en aksjes risiko i forhold til markedet, og hvor eksponert den er for den generelle markedsrisikoen. Betaen til en aksje er et tall som representerer aksjens relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160). Gjennomsnittlig beta er lik 1, noe som betyr at aksjen svinger i takt med markedet. Hvis betaen er større enn 1, er aksjen mer volatil enn markedet, og hvis betaen er mindre enn 1, er aksjen mindre volatil.

Betaen kan estimeres ved å identifisere egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskaper og konvertere de til forretningsbetaer gitt formelen:

$$\beta_U = \beta_E * \frac{E}{EV}$$

E er verdi av egenkapital og EV er Enterprise Value

Deretter kan man konvertere forretningsbetaen om til en ny egenkapitalbeta gitt formelen:

$$\beta_E = \beta_U * \frac{EV}{E}$$

2.6.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie representerer den ekstra avkastningen som finansielle investorer forventer å oppnå ved å investere i aksjemarkedet sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Det finnes flere metoder for å estimere markedets risikopremie, og en vanlig tilnærming er den historiske risikopremien. Denne metoden bruker historiske data for å beregne den gjennomsnittlige forskjellen mellom aksjeavkastning og den risikofrie renten over en gitt periode. Ved å basere seg på historisk data kan man få en indikasjon på den gjennomsnittlige risikopremien investorer har krevd tidligere.

2.6.2 Gjeldskostnad (R_d)

Gjeldskostnaden (R_d) refererer til kostnaden ved å låne penger, og det representerer den renten en bedrift må betale for å skaffe seg gjeldskapital. Denne renten kan variere avhengig av flere faktorer, inkludert lånebeløpet, låneperioden, kredittrisikoen til låntakeren og de generelle markedsforholdene. Når det gjelder gjeldskostnad, er det viktig å forstå at kreditorer ikke har samme potensiale for oppside som aksjonærer. I beste fall vil de kun få tilbakebetalt lånet og renten. Imidlertid bærer de også en stor nedside hvis selskapet misligholder lånet. Den forventede avkastningen på lånet vil derfor være lavere enn renten selskapet betaler, for å kompensere for denne risikoen. Det er verdt å merke seg at kun hvis det er en 0%

sannsynlighet for mislighold, vil den forventede avkastningen på gjeld og renten selskapet betaler være like (Kaldestad & Møller, 2016, s. 172). I virkeligheten vil kreditorer kreve en premie for å ta på seg risikoen knyttet til mislighold, og derfor vil den effektive avkastningen på gjeld være lavere enn den nominelle renten.

2.6.2.1 Estimere lånerenten

Når man estimerer lånerenten, er det viktig å velge en rente som reflekterer den nåværende markedsrenten for selskapets gjeld. Dette kan gjøres ved å se på renten selskapet betaler i dag, observere prisen og yielden på børsnoterte obligasjonslån, eller ved å bruke en syntetisk kredittrating for å anslå markedsrenten.

2.6.2.2 Lånets løpetid

Lånets løpetid er også en viktig faktor å vurdere. Lånerenten kan variere avhengig av løpetiden på lånet. For eksempel kan renten være lavere for kortere løpetider, men høyere for lengre løpetider. Derfor må man ta hensyn til den forventede løpetiden på selskapets gjeld når man estimerer gjeldskostnaden i WACC. Dette gjør det mulig å tilpasse renten til gjeldens løpetid og bedre reflektere selskapets faktiske gjeldsprofil.

2.6.2.3 Skatt

Skatteeffekter er også en viktig del av WACC-beregningen når man vurderer gjeldskostnaden. Skatten selskapet betaler på gjeldsfinansiert kapital påvirker den effektive gjeldskostnaden. Vanligvis blir renteutgiftene på gjeld trukket fra skattegrunnlaget, noe som reduserer den faktiske kostnaden ved å skaffe gjeld. Derfor inkluderer man skattesatsen i WACC-beregningen for å justere gjeldskostnaden etter skatt.

2.6.2.4 Vekting av egenkapital og gjeld

Etter å ha beregnet egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden, kan man estimere selskapets totale kostnad ved å veie andelen av hver finansieringsform i den totale finansieringen (Kaldestad & Møller, 2016). Det må være konsistens mellom vektene i WACC-en og beta-beregningen. Hvis vektene som brukes i WACC-en ikke samsvarer med vektene som brukes i beta-beregningen, vil den beregnede WACC-en ikke nøyaktig reflektere selskapets risikoprofil og dermed ikke gi et riktig bilde av den totale avkastningskostnaden.

2.7 Verdsettelsesmetoder

Det finnes mange ulike verdsettelsesmodeller, men i denne oppgaven vil jeg benytte kontantstrømmodellen og multipelvurderinger for å estimere verdien av selskapet. Jeg har valgt disse to verdsettelsesmetodene fordi de gir et solid grunnlag for å vurdere selskapets verdi fra forskjellige perspektiver.

2.7.1 Kontantstrømmodellen og Gordons formel

Kontantstrømmodellen er en tilnærming som baserer seg på inntjening, og den fokuserer på de forventede kontantstrømmene et selskap forventes å generere i fremtiden. Ifølge denne tilnærmingen er verdien av et selskap eller en eiendel nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29). Den første delen av kontantstrømmen tar hensyn til inntjeningen i nær fremtid, og den blir detaljert estimert og neddiskontert til nåverdien. Den andre delen av kontantstrømmen blir grovt estimert gjennom bruk av Gordons formel. Hvis kontantstrømmen forventes å være konstant eller vokse evig, kan verdien beregnes ved hjelp av Gordons formel.

Formelen som benyttes til å beregne den første delen av prognoseperioden:

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Kontantstrøm}{(1 + avkastningskrav)^t}$$

Gordons formel anvendes for å estimere den andre delen av prognoseperioden:

$$Verdi = \frac{Kontantstrøm}{(Avkastningskrav - vekstfaktor)}$$

Kontantstrømmodellen er en allsidig tilnærming med flere anvendelsesområder. I noen tilfeller kan det være mer hensiktsmessig å gjennomføre en utvidet prognoseperiode i stedet for å estimere en terminalverdi. Dette er særlig relevant ved verdsetting av selskaper som innehar eiendelsporteføljer med varierende alder og betydelig variasjon i inntjening og byggekost over tid (Kaldestad & Møller, 2016, s. 124). I bransjer der langsiktig superprofitt er vanskelig å oppnå, kan det være mer effektivt å begrense prognoseperioden til levetiden til eksisterende eiendeler, og sette terminalverdien til null for å spare tid og ressurser.

2.7.2 Multipelvurderinger

Multipelvurderinger er en tilnærming til verdsetting som tar utgangspunkt i sammenlignbare transaksjoner eller markedspriser for lignende selskaper eller eiendeler. Denne tilnærmingen estimerer verdien av et selskap ved å sammenligne det med priser som andre lignende selskaper har blitt verdsatt til i markedet. Prosessen innebærer innsamling av data om priser og nøkkeltall for sammenlignbare selskaper, etterfulgt av justering av disse tallene for å kompensere for eventuelle forskjeller mellom selskapene som verdsettes og de som blir sammenlignet med.

Den markedsbaserte tilnærmingen gir en verdi som reflekterer hva selskapet eller eiendelen kan bli solgt for i dagens marked, og er derfor nærmere en "salgsverdi". Til tross for sin enkelhet, kan denne metoden være utfordrende i praksis, spesielt når det gjelder å finne sammenlignbare selskaper med tilstrekkelig likhet. Dette kan føre til behov for grove sammenligninger, og det er derfor ikke alltid åpenbart at selskapene skal prises på samme multipler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31).

2.7.3 Overgangen fra selskapsverdi til egenkapitalverdi

For å estimere markedsverdien av egenkapitalen til et selskap, tar man hensyn til justeringer for eiendeler og gjeldsposter som ikke er relatert til driften. Den totale verdien av et selskap, kalt selskapsverdien (EV), kan uttrykkes som følger:

Enterprise Value (EV) = Egenkapitalens markedsverdi + Gjeldens markedsverdi

Den totale verdien av et selskap, kalt selskapsverdien (EV), er sammensatt av to hovedkomponenter: markedsverdien av egenkapitalen og markedsverdien av gjeld (Kaldestad & Møller, 2016, s. 218). Markedsverdien av egenkapitalen representerer den samlede verdien av alle utestående aksjer i selskapet. Dette inkluderer verdien som investorer tillegger selskapets framtidige inntjeningspotensial, vekstmuligheter og andre faktorer som påvirker aksjekursen.

For å estimere markedsverdien av egenkapitalen, tar man vanligvis selskapsverdien som beregnet fra ulike verdsettelsesmetoder og trekker fra markedsverdien av gjeld. Dette skyldes at gjeld er en forpliktelse selskapet må tilbakebetale, og verdien av egenkapitalen representerer derfor restverdien til aksjonærene etter at alle forpliktelser er dekket.

2.8 Grunnrenteskatt

Innføringen av grunnrenteskatt i havbruksnæringen i Norge har sin bakgrunn i en kombinasjon av ekstraordinær avkastning i næringen og behovet for å sikre en rettferdig fordeling av ressursene til fellesskapet. Norge nyter en unik fordel med noen av verdens beste klimatiske forhold for oppdrett av laks (Regjeringen, 2023a). De norske sjøområdene har optimale strømforhold og oksygenrikt vann med gunstige temperaturer, og fjordene gir skjerming mot vær og vind. Dette har gjort produksjonen av laks mulig til lavere kostnader enn mange andre steder i verden.

Tillatelser til å drive akvakultur utstedes av staten og gir en beskyttet og tidsubegrenset rett til næringsutøvelse. Disse tillatelsene har ført til at eierskapet i næringen har blitt stadig mer konsentrert, med noen få eiermiljøer som dominerer over halvparten av produksjonstillatelsene. Denne konsentrasjonen har ført til at verdien av tillatelsene, som gir tilgang til fellesskapets ressurser, har skapt noen av de største private formuene i Norge. En betydelig del av verdien av tillatelsene har ikke gått tilbake til fellesskapet.

Regjeringen la derfor frem et forslag til grunnrenteskatt på havbruk i september 2022, som skulle omfatte produksjon av laks, ørret og regnbueørret. Den foreslåtte effektive skattesatsen var 40%, med et bunnfradrag på mellom 4000 og 5000 tonn (Regjeringen, 2022). I mars 2023 kom de med et revidert forslag som innebar en effektiv skattesats på 35% og et bunnfradrag på 70 millioner kroner (Regjeringen, 2023a). Bunnfradraget betyr at kun selskaper med betydelig overskudd vil betale grunnrenteskatt.

Samlet marginal effektiv skattesats med en effektiv grunnrenteskattesats på 35 pst. er:

$$0,22 + 0,35 = 0,57$$

Når grunnrenterelatert selskapsskatt er fradragsberettiget i grunnrenteskatten, må grunnrente skattesatsen teknisk justeres til 44,9 pst.:

$$\frac{0,35}{(1 - 0,22)} = 0,449$$

Grunnrenteskatt på havbruk. Da holdes den samlede effektive marginale skattesatsen uendret:

$$0,22 + (1 - 0,22) \times 0,449 = 0,57$$

3.0 Metode

I denne delen vil jeg presentere metodene som er benyttet i denne studien for å samle inn og analysere data. Jeg vil begynne med å diskutere forskjellen mellom kvalitative og kvantitative metoder, før jeg går videre til valg av metode og forskningsdesign. Deretter vil jeg fokusere på datainnsamling, samt vurdere validitet og reliabilitet. Til slutt vil jeg se nærmere på eventuelle kritikker av valgte metoder.

3.1 Kvalitativ og kvantitativ metode

3.1.1 Kvalitative metoder

Kvalitative metoder skiller seg fra kvantitative metoder ved at de legger vekt på en grundig analyse av et begrenset utvalg personer (Framnes m.fl., 2018, s. 292). Disse metodene blir ofte valgt når det er stor usikkerhet rundt hva som foregår i markedet. De tillater en dypere og mer utforskende tilnærming for å forstå komplekse fenomener, spesielt når det gjelder å utforske menneskers atferd, holdninger og oppfatninger. Det er vanlig å bruke kvalitative metoder som en forstudie før man går videre til mer omfattende kvantitative studier. Dette skyldes at kvalitative metoder gir mulighet for å utforske og identifisere potensielle variabler og sammenhenger som kan være relevante for å utforme mer presise spørsmål og hypoteser for videre forskning.

3.1.2 Kvantitative metoder

Kvantitative metoder foretrekkes vanligvis når man skal samle inn og analysere store mengder data (Framnes m.fl., 2018, s. 294). Denne preferansen skyldes at slike metoder er godt egnet for håndtering av omfattende datasett med mange deltakere, og dataene som samles inn er ofte tallfestet, ikke basert på verbale svar eller beskrivelser. Ved bruk av kvantitative metoder søker man typisk å utlede generelle konklusjoner om en spesifikk gruppe, enten det er bedriftens kunder, potensielle kunder eller segmenter i markedet. Dette innebærer å identifisere mønstre, trender og statistisk signifikante funn som kan generaliseres til hele populasjonen.

3.2 Valg av metode

I en verdsettelse av et selskap kan både kvalitative og kvantitative metoder være nyttige, avhengig av formålet med verdsettelsen og den tilgjengelige informasjonen. I dette tilfellet ble den strategiske analysen gjennomført som en kvalitativ undersøkelse fordi det ikke fantes tidligere forskning eller etablert kunnskap om de spesifikke temaene som skulle undersøkes. Samtidig ble kvantitative metoder brukt for å analysere økonomiske data og identifisere trender og mønstre i selskapets økonomiske ytelse. Ved å kombinere kvalitative og

kvantitative metoder kunne oppgaven gi et helhetlig bilde av selskapets strategiske posisjon og verdsettelse.

3.3 Forskningsdesign og analyser

I denne oppgaven ble et casestudiedesign valgt som forskningsmetode. En case-studie er en form for studier der selve studieobjektet er avgrenset i tid og rom (Jacobsen, 2015). Dette designet ble valgt for å kunne undersøke og analysere Mowi ASA grundig, slik at jeg kunne få et dyp og detaljert innblikk i selskapets strategiske situasjon og finansielle ytelse.

Casestudiedesignet tillater en grundig tilnærming til forskning som gir mulighet for en dyp og detaljert analyse av en spesifikk situasjon eller case. En av fordelene med dette designet er den grundige og detaljerte forståelsen det gir av det aktuelle emnet. Gjennom casestudier kan forskeren utforske komplekse problemstillinger og få innsikt i unike aspekter ved caset som kanskje ikke ville blitt fanget opp av mer overordnede tilnærminger.

Analysene inkluderer regnskapsanalyser for å forstå selskapets finansielle helse og ytelse, samt verdsettelsesmetoder som diskontert kontantstrømanalyse (DCF) og markedsmultipler. Disse metodene vil bidra til å kvantifisere verdien av selskapet basert på dets fremtidige kontantstrømmer, og sammenligne det med lignende selskaper i bransjen og vurdere effekten av ulike forutsetninger og scenarier.

3.3.1 Valg av analyser

Blant de strategiske verktøyene som er benyttet, finner vi femkraftsmodellen, VRIO-analysen og PESTEL-analysen. Disse verktøyene gir innsikt i både de eksterne og interne faktorene som påvirker selskapet eller eiendelen. Femkraftsmodellen bidrar til å analysere den konkurransmessige dynamikken i bransjen, mens VRIO-analysen og PESTEL-analysen gir forståelse for selskapets interne ressurser, kapabiliteter og de makroøkonomiske faktorene som påvirker det eksterne miljøet.

På den finansielle siden har flere modeller blitt benyttet. Top-down-modellen tar sikte på å forstå bransjen og markedets utvikling for å kunne gjøre fremtidige prognoser. Totalkapitalens avkastningskrav er avgjørende for å bestemme den nødvendige avkastningen som investorene krever for å investere i selskapet eller eiendelen. Kontantstrømmodellen, som inkluderer diskontert kontantstrømanalyse (DCF), gir en kvantitativ vurdering av både selskapets nåværende og fremtidige kontantstrømmer og verdsettelsen. Til slutt benyttes en multiplmodell for å sammenligne selskapet med andre selskaper i bransjen.

3.4 Datainnsamling

Datainnsamlingen i denne studien ble gjennomført ved å kombinere både kvantitative og kvalitative sekundærdatakilder, samt utføre analyser som resulterte i primærdata. For å oppnå en helhetlig forståelse av selskapets situasjon og ytelse, ble det benyttet flere tilnærminger for å sikre relevante og pålitelige data.

Kvantitative sekundærdata ble hentet fra selskapets offentlige rapporter, som kvartals- og årsrapporter. Disse kildene ga detaljert informasjon om selskapets økonomiske resultater, inkludert inntekter, kostnader, eiendeler, gjeld og andre finansielle parametere. På den andre siden ble kvalitative sekundærdata samlet fra ulike kilder, inkludert relevante artikler, bøker og pensumlitteratur innenfor fagområdet. Disse kildene bidro til å gi kontekstuell innsikt i bransjetrender, markedsforhold, regulatoriske forhold og andre faktorer som påvirket selskapets virksomhet.

I tillegg til å samle inn kvantitative og kvalitative sekundærdata, ble det utført analyser som førte til primærdata. For eksempel kan verdsettelsesmodeller som brukes i studien, betraktes som primærdata, da de er resultatet av analyse og tolkning av tilgjengelige informasjon. Disse modellene, som verdsettelsen av Mowi ASA, gir et estimat av selskapets verdi basert på en rekke faktorer og forutsetninger.

3.5 Validitet og reliabilitet

Validitet og reliabilitet er to sentrale begreper innen forskning som vurderer kvaliteten og påliteligheten av forskningsresultatene. Validitet handler om i hvilken grad en studie faktisk måler det den har til hensikt å måle, mens reliabilitet handler om hvor pålitelig og konsistent resultatene er over tid og under ulike omstendigheter.

I denne studien ble det gjort flere tiltak for å sikre både validitet og reliabilitet. For å opprettholde validitet ble det først og fremst lagt vekt på å benytte pålitelige kilder og metoder for innsamling og analyse av data. Kvantitative data fra offentlige rapporter ble nøye gjennomgått og verifisert for nøyaktighet, mens kvalitative data ble hentet fra anerkjente kilder og litteratur innen feltet.

Videre ble det utført grundige analyser og tolkninger av dataene for å sikre at konklusjonene var logiske og relevante i forhold til forskningsspørsmålene og målene. Dette bidro til å styrke validiteten ved å sikre at resultatene reflekterte virkeligheten så nært som mulig.

For å adressere reliabilitetsaspekter ble det også gjort forsøk på å sikre at forskningsmetodene og analyseteknikkene var gjennomførbare og gjentagbare. Dette innebar å dokumentere

prosessen grundig og være transparent omkring metodene som ble brukt, slik at andre forskere kunne gjenta studien og oppnå lignende resultater.

Til slutt ble det også gjennomført nøye vurderinger av eventuelle bias eller feilkilder som kunne påvirke resultatene, og tiltak ble satt inn for å minimere disse effektene. Dette bidro til å styrke både validiteten og reliabiliteten i forskningen, og økte tilliten til studiens resultater og konklusjoner.

3.6 Kritikk av metodevalg

Kritikk av metodevalg utgjør en viktig del av forskningsprosessen, da det bidrar til å identifisere eventuelle svakheter eller begrensninger ved studien. I denne oppgaven ble det valgt å benytte en enkeltcase-studie, som kommer med noen klare begrensninger. En vesentlig begrensning er vanskeligheten med å generalisere resultatene til andre tilfeller eller situasjoner. Ved å kun analysere ett selskap kan det være utfordrende å trekke bredere konklusjoner som gjelder for bransjen som helhet.

Oppgaven baserte seg hovedsakelig på sekundærdata. Mangelen på primærdata kan begrense dybden og nøyaktigheten av analysene, da intervjuer eller direkte observasjoner kunne gitt et mer presist innblikk i casen. Videre kan bruk av sekundærdata være lite fleksibelt, og det kan eksistere en risiko for at det er produsert med en skjult agenda eller bias. Dette kan utfordre gyldigheten og påliteligheten av resultatene, og det er derfor viktig å være kritisk til kildene og resultatene som presenteres.

I tillegg kan det oppstå usikkerhet knyttet til tallene som benyttes i verdsettelsesprosessen, spesielt når det gjelder å estimere fremtidsprognoser. Estimeringen av disse prognosene kan påvirkes av forfatternes egne meninger eller antagelser, noe som potensielt kan utfordre objektiviteten og påliteligheten til studien.

Til tross for disse begrensningene ble det gjort forsøk på å begrense påvirkningen av subjektive meninger og bias, og å utføre en så objektiv verdsettelse som mulig. Dette er avgjørende for å sikre oppgavens reliabilitet og validitet, selv om det alltid vil være en grad av usikkerhet og begrensninger knyttet til forskningsprosessen.

4.0 Resultat

I denne delen vil jeg presentere resultatene fra analysen av historisk informasjon og strategiske vurderinger. Først vil jeg gi en oversikt over regnskapstallene og deres implikasjoner. Deretter vil jeg utforske strategisk analyse ved å bruke Porters fem krefter, VRIO-analyse og PESTEL-analyse for å evaluere selskapets posisjon i markedet. Videre vil jeg prognostisere kontantstrømmen, inkludert driftsinntekter, kostnader, investeringer og avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Til slutt vil jeg gjennomføre en verdivurdering ved å bruke kontantstrømmodellen og en rimelighetssjekk med multippelmodellen. Jeg vil avslutningsvis inkludere presentasjonen av de tidligere analysene.

4.1 Analyse av historisk informasjon

I analysen av historisk informasjon presenteres resultatregnskapene og balansene for de siste fem årene, hentet fra Mowi sine årsrapporter (Mowi, u.å.d.). Deretter gjennomføres en nøkkeltallsanalyse basert på denne informasjonen fra den samme perioden.

4.1.1 Presentasjon av regnskapstall

4.1.1.1 Resultatregnskap

Resultatregnskapet til Mowi ASA viser en jevn vekst i driftsinntektene, med unntak av 2020 da covid-19-pandemien hadde betydelig innvirkning. Driftskostnadene har også økt over tid, men ikke i samme grad som de økte driftsinntektene, noe som gjenspeiles i EBIT. Denne utviklingen har bidratt til en jevn vekst i fri kontantstrøm frem til 2023. Imidlertid førte innføringen av grunnrenteskatten dette året til en negativ vekst i kontantstrømmen for første gang siden 2020.

Resultatregnskap					
Tall i EUR (mill)	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	4 135,6	3 760,2	4 202,2	4 940,8	5 505,8
Materialkostnader	-1 982,8	-1 970,4	-2 191,5	-2 347,3	-2 791,8
Lønnskostnader	-563,5	-558,5	-568,3	-612,6	-648,0
Andre driftskostnader	-680,7	-691,7	-392,1	-481,1	-657,8
EBITDA	908,6	539,6	1 050,3	1 499,8	1 408,2
Avskrivninger og nedskrivninger	-291,6	-356,2	-448,0	-446,1	-427,4
Operasjonell EBIT eksklusive biomasse	617,0	183,4	602,3	1 053,7	980,8
Biomass justert	-127,5	-145,6	119,8	113,7	37,3
EBIT	489,5	37,8	722,1	1 167,4	1 018,1
Grunnrenteskatt I Norge	0,0	0,0	0,0	0,0	-224,4
Annen Skatt	-131,2	-1,4	-105,5	-215,5	-234,8
NOPLAT	358,3	36,4	616,6	951,9	558,9
Avskrivninger og nedskrivninger	291,6	356,2	448,0	446,1	427,4
Gross cash flow	649,9	392,6	1 064,6	1 398,0	986,3
Endring i netto arbeidskapital	-34,4	-124,0	15,4	255,5	714,5
Investeringer (CapEx)	-286,1	-308,8	-240,2	-325,9	-388,5
Fri kontantstrøm (FCF)	329,4	-40,2	839,8	1 327,6	1 312,3

Figur 1: Resultatregnskap fra (2019-2023) hentet fra Mowi ASA sine årsrapporter

4.1.1.2 Balanse

Over de siste fem årene har Mowi ASA opplevd en jevn økning i både immaterielle eiendeler, anleggsmidler og omløpsmidler som har resultert i en stor vekst i eiendelene for selskapet. For å finansiere veksten i eiendeler har Mowi ASA hatt en jevn økning i egenkapitalen sin.

Sammen med at egenkapitalen har økt har den langsiktige gjelden holdt seg nokså stabil, mens den kortsiktige gjelden har økt betraktelig.

Balanse	2019	2020	2021	2022	2023
Tall i EUR (mill)					
Anleggsmidler					
Lisenser	858	872,9	919,7	1194,2	1213,9
Goodwill	317,9	313,4	321,1	371,4	368,1
Utsatt skattefordel	19,9	26,1	51,1	69,1	76
Andre immatrielle eiendeler	24,8	24,1	26,7	29,8	32,5
Sum immatrielle eiendeler	1220,6	1236,5	1318,6	1664,5	1690,5
Tomt og bygg	1361,6	1394,7	1504	1711	1883,9
Bruksrettsmidler	386,8	536,4	513,2	452,1	470,1
Investeringer i tilknyttede selskaper	238,5	166,9	203,9	211,7	211,7
Andre langsiktige finansielle eiendeler	1,9	1,9	2	2,7	3,3
Andre anleggsmidler	1	0,8	0,5	0,6	0
Sum anleggsmidler	3210,4	3337,2	3542,2	4042,6	4259,5
Omløpsmidler	0	0	0	0	0
Inventar	320,7	334,1	384,1	603,9	605,1
Biologiske eiendeler	1522,4	1416,6	1529,5	1912,5	2143,6
Kundefordringer	504,8	454	492,1	600,1	927,9
Andre fordringer	146,2	125,8	177,2	183,7	0
Andre omløpsmidler	6,9	11,1	33	10	0
Begrensede bankkontoer	11,1	6,9	6,8	7,6	0
Kontanter	117,5	100,3	94,9	170,9	302,8
Sum omløpsmidler	2629,6	2448,8	2717,6	3488,7	3979,4
Eiendeler holdt for salg	0	60	0	0	0
Sum eiendeler	5840	5846	6259,8	7531,3	8238,9
Egenkapital					
Aksjekapital og reserver som kan henføres til eiere av Mowi ASA	2892,2	2762	3129	3507,5	3593,3
Ikke-kontrollerende interesser	0,4	2,1	2,4	179,7	161,4
Sum egenkapital	2892,6	2764,1	3131,4	3687,2	3754,7
Langsiktig gjeld					
Utsatt skatteforpliktelse	436	392,2	441,4	332,4	820,4
Langsiktig rentebærende gjeld	1465,8	1565,5	1358,9	1725,8	2093
Langsiktige leasingforpliktelser	258,9	379,9	335,7	289,4	299,3
Annen langsiktig gjeld	10,5	24,8	19,3	8,2	6,6
Sum langsiktig gjeld	2171,2	2362,4	2155,3	2355,8	3219,3
Kortsiktig gjeld					
Løpende skatteforpliktelser	0	0	79,9	377,4	0
Nåværende rentebærende gjeld	99,6	26,3	0,1	211,6	0,1
Kortsiktige leasingforpliktelser	127,1	153,2	182,7	173,5	174,5
Leverandørgjeld	296,8	316,5	392,8	437	0
Annen kortsiktig finansiell gjeld	34,1	30,1	7	11,9	0
Bestemmelser	18,7	25,4	65,4	33,7	0
Annen kortsiktig gjeld	199,9	167,9	244,9	243,3	1090,2
Sum kortsiktig gjeld	776,2	719,4	972,8	1488,4	1264,8
Sum egenkapital og gjeld	5840	5845,9	6259,5	7531,4	8238,8

Figur 2: Balanse (2019-2023) hentet fra Mowi ASA sine årsrapporter

4.1.1.3 Nøkkeltallsanalyse

Nøkkeltallsanalysen vil bli brukt til å beregne prosentsatser som vil bli brukt videre i prognostiseringen av fremtidige kontantstrømmer i tråd med top-down-modellen. Vi ser at driftsinntektene har hatt en positiv vekst hvert år, med unntak av 2020 hvor covid-19 pandemien påvirket driftsinntektene negativt. Andelen materialkostnader og lønnskostnader har holdt seg stabilt, men har vokst sammen med inntektene i absolutte termer. Dette medfører at EBITDA-marginen ikke har vokst i takt med inntektene. Andre driftskostnader har vært noe volatilt og er noe av forklaringen bak at EBITDA-marginen har variert så mye som den har gjort. Selv om netto investeringer øker, så holder andelen investeringer seg noenlunde stabilt. Avskrivningene og nedskrivningene har vært høyere enn investeringene i perioden. Dette kan ikke vedvare over tid, da de regnskapsmessige verdiene til anleggsmidlene vil bli lik 0 til slutt.

Nøkkeltall	2019	2020	2021	2022	2023	Snitt
Vekst driftsinntekter	8,49 %	-9,08 %	11,75 %	17,58 %	11,44 %	8,04 %
Materialkostnader i % av inntekter	47,94 %	52,40 %	52,15 %	47,51 %	50,71 %	50,14 %
Lønnskostnader i % av inntekter	13,63 %	14,85 %	13,52 %	12,40 %	11,77 %	13,23 %
Andre kostnader i % av inntekter	16,46 %	18,40 %	9,33 %	9,74 %	11,95 %	13,17 %
EBITDA-margin	21,97 %	14,35 %	24,99 %	30,36 %	25,58 %	23,45 %
Avskrivninger i % av inntekter	6,94 %	8,99 %	8,88 %	7,82 %	7,33 %	7,99 %
EBIT-margin	11,84 %	1,01 %	17,18 %	23,63 %	18,49 %	14,43 %
Netto arbeidskapital i % av inntekter	-0,83 %	-3,30 %	0,37 %	5,17 %	12,98 %	2,88 %
Varige driftsmidler i % av inntekter	67,14 %	76,72 %	66,92 %	61,41 %	65,82 %	67,60 %
Investeringer/inntekter	6,92 %	8,21 %	5,72 %	6,60 %	7,06 %	6,90 %
Investeringer/avskrivninger	99,65 %	91,33 %	64,36 %	84,30 %	96,21 %	87,17 %
Kapitalens omløpshastighet	76,18 %	65,94 %	71,41 %	73,55 %	71,40 %	71,69 %

Figur 3: Historiske nøkkeltall (2019-2023) beregnet av forfatter.

Historiske investeringer	2019	2020	2021	2022	2023	Snitt
Tall i EUR (mill)						
Kjøp varige driftsmidler	292,7	315,8	244,7	335,2	396,3	316,94
Salg varige driftsmidler	-6,6	-7	-4,5	-9,3	-7,8	-7,04
Netto investeringer	286,1	308,8	240,2	325,9	388,5	309,9

Figur 4: Historiske investeringer (2019-2023) hentet fra Mowi ASA sine årsrapporter

4.2 Strategiske analyser

I dette kapittelet vil det bli gjennomført en strategisk analyse. For å kunne estimere fremtidig vekst vil det være nødvendig å se på andre forhold enn kun regnskapsmessige historiske verdier. Det vil bli gjennomført tre ulike strategiske analyser, nemlig porters fem krefter, VRIO-analyse og en PESTEL-analyse.

4.2.1 Porters fem krefter

Porters fem krefter vurderer konkurransekraftene som påvirker Mowi ASA. I analysen vurderes Mowis posisjon gjennom følgende fem konkurransedynamikker: Kundenes forhandlingsstyrke, leverandørenes forhandlingsstyrke, trusselen fra nye konkurrenter, trusselen fra substitutter og den generelle konkurransesituasjonen.

4.2.1.1 Kundenes forhandlingsstyrke

Kundene til oppdrettere består omtrent av 30 % HoReCa (hotell, restaurant og catering), mens de resterende 70 % inkluderer ulike grossister, inkludert dagligvarekjeder (Mossige & Vorren, 2021). Kundenes forhandlingsmakt ligger i deres evne til å enkelt bytte leverandører, gitt at laks er et homogent produkt hvor prisen ofte styrer markedet. Oppdrettsselskaper som benytter seg av kostnadsledelse kan derfor vinne større markedsandeler, da prisen kan senkes uten at produktkvaliteten reduseres. Produktdifferensiering kan også påvirke kundenes forhandlingsstyrke; unike og høykvalitetsprodukter kan redusere kundenes evne til å bytte til alternative merker.

4.2.1.2 Leverandørens forhandlingsstyrke

En betydelig del av kostnadene i lakseoppdrett knytter seg til føring av laksen. Dersom det er få store leverandører av fôr, kan disse leverandørene ha en betydelig forhandlingsmakt. Mowi har en høy grad av vertikal integrasjon i sin verdikjede, og gjennom Mowi Feed produserer de fôr på sine anlegg i Norge og Skottland (Mowi, u.å.e.). Dette medfører at omtrent 95 % av fôrforbruket til Mowi Farming stammer fra deres egen verdikjede. Den høye graden av selvforsyning reduserer selskapets sårbarhet overfor mulige forsyningskjedeforstyrrelser og sikrer tilgangen til nødvendige ressurser til konkurransedyktige priser.

4.2.1.3 Trusler fra nyetableringer

Oppdrettsbransjen har vært preget av flere år med betydelige overskudd og solide driftsmarginer (E24, 2019). Lønnsomme bransjer har en tendens til å tiltrekke seg potensielle nye konkurrenter, men dette blir begrenset av etableringsbarrierer. Oppdrettsvirksomhet kan drives enten på land eller til sjøs. For å bedrive sjøbasert oppdrett kreves det en maktfisktillatelse, også kjent som konsesjon, for å oppdrette laks, ørret og regnbueørret (Fiskeridirektoratet, u.å.a). Disse konsesjonene er kostbare og setter også en øvre grense for det totale produksjonsvolumet som er tillatt for hvert enkelt selskap og for bransjen som helhet. Ved landbasert oppdrett er konsesjonene gratis, og kravene som stilles, er ikke like

strengere som ved sjøbasert oppdrett. Landbasert oppdrett er også mer bærekraftig enn sjøbasert oppdrett, med kortere avstander og mindre utslipp. Dette kan potensielt utgjøre en trussel for tradisjonelt oppdrett av laks til sjøs på sikt.

4.2.1.4 Trusler fra substitutter

Alternative animalske proteinkilder som andre typer fisk, kylling, storfe og svin kan representere nære substitutter til laks. I dette kapitlet vil det bli belyst de andre animalske proteinene som legges mest vekt på i Mowi sine årsrapporter. Fra et prisperspektiv er laks, storfe og svin relativt like per kilo ferskt produkt, mens kylling er noe rimeligere. Fra et klimaperspektiv har storfe og svin et mye større klimaavtrykk per kilo ferdigprodukt, mens kylling har bare halvparten av klimaavtrykket til laksen (Norsk-kylling, 2022). Fra et økonomisk og bærekraftsmessig perspektiv er kyllingen den største konkurrenten, men fra et helseperspektiv kan man argumentere for at laksen fortsatt har et konkurransefortrinn med sitt innhold av viktige vitaminer og sunne omega-3-fettsyrer.

4.2.1.5 Konkurransesituasjonen

I oppdrettsbransjen er det et fåtall aktører som dominerer mesteparten av tilbudet. Mowi er verdens desidert største atlantiske lakseoppdretter med et slaktevolum på 475 000 tonn i 2023, noe som tilsvarer en global markedsandel på omtrent 20%. Laksen som selges i dag er hovedsakelig et homogent produkt uten differensiering på tvers av aktørene, noe som fører til høy konkurranseintensitet i bransjen. Tilbudet blir begrenset av konsesjoner utstedt av myndighetene. Dermed er det etterspørselen som i hovedsak styrer prisen på laks. Etterspørselen etter laks har vokst globalt de siste årene og forventes å øke ytterligere fremover (Seafood, 2022). Tilbudet kan imidlertid øke i årene som kommer hvis landbasert oppdrettsvirksomhet viser seg å være like effektiv som tradisjonell sjøbasert oppdrett.

4.2.2 VRIO-analyse

4.2.2.1 Markedsposisjon

Mowi er som sagt verdens desidert største atlantiske lakseoppdretter og det faller derfor naturlig å vurdere om deres markedsposisjon bidrar til å skape konkurransefortrinn. Mowi ASA, som verdens største oppdrettsselskap, opplever betydelige stordriftsfordeler som følge av sin massive virksomhet. En slik skala gir dem en unik posisjon i bransjen, da de kan dra nytte av skalaøkonomi. Ved å produsere store volumer av sjømat, kan Mowi redusere de gjennomsnittlige kostnadene per enhet. I tillegg til kostnadsbesparelser muliggjør størrelsen til

Mowi også en bedre risikostyring. Med produksjon spredt over flere regioner og land, kan selskapet diversifisere risikoen knyttet til miljømessige faktorer, sykdomsutbrudd og andre bransjespesifikke utfordringer. En annen fordel med å være den største aktøren i markedet er tilgang til ressurser og kapital. Selv om Mowis stordriftsfordeler er verdifulle og sjeldne, er det viktig å erkjenne at de ikke er immun mot etterligning. Andre oppdrettsselskaper kan potensielt begynne med landbasert oppdrett, noe som kan redusere kostnader og øke effektiviteten, og dermed true Mowis konkurranseposisjon. For å opprettholde sitt konkurransefortrinn, må Mowi kontinuerlig fokusere på å organisere og utnytte sine stordriftsfordeler på en optimal måte.

4.2.2.2 Forskning og utvikling

Forskning og utvikling (FoU) spiller en avgjørende rolle for Mowi ASA når det gjelder å opprettholde sin konkurransedyktige posisjon, drive innovasjon og sikre bærekraftig vekst i sjømatindustrien. Mowi investerer betydelige ressurser i FoU for mer bærekraftig i fiskefôr, mer automatisering i produksjonsprosessene og effektivisering av alle ledd i verdikjeden. Disse initiativene bidrar til å gi verdi gjennom å styrke selskapets konkurranseevne ved å redusere kostnader, forbedre produktkvalitet og minimere miljøpåvirkningen av oppdrettsvirksomheten. De fleste konkurrenter og leverandører besitter evner og ressurser til å skape nye, nyskapende løsninger, slik at ressursen kan ikke ses på som sjelden. Hvorvidt ressursen er ikke-imiterbar avhenger om hvilken type kapital de anvender for å drive forskning og utvikling. Finansiell kapital og humankapital er lette å erstatte, mens innovasjonskultur er vanskeligere å imitere. For å se om de har utnyttet seg av ressursen kan man se på deres historikk i forskning og utvikling. De har blant annet klart å opparbeide seg en vertikal integrasjon av verdikjeden, og dermed også utnyttet seg av ressursen som FoU er.

4.2.2.3 Merkevare

Satsing på merkevarebygging er viktig for å kunne øke salget, ta vare på kundene og potensielt ta en høyere pris for varen man selger. Mowi har satset tungt på merkevarebygging og introdusert Mowi Brands i flere land. Mowi har en betydelig verdi som merkevare i sjømatindustrien. Selskapet har et sterkt omdømme for å tilby høykvalitets sjømatprodukter som er bærekraftig produsert. Mowis merkevare er ganske sjelden i bransjen, spesielt på grunn av deres fokus på bærekraftighet og kvalitet, og ettersom at ingen andre kan bruke merkevaren deres så kan den anses som sjelden. Deres omdømme som verdens største oppdrettsselskap bidrar til å skille dem fra konkurrentene. I tillegg er deres sterke

tilstedeværelse i globale markeder og omfattende distribusjonsnettverk relativt unikt i bransjen. På grunn av Mowi sin posisjon som verdens største vil det være vanskelig for andre å etterligne deres sterke merkevare. Mowi har også tilgang til mye kapital som de kan benytte på merkevarebygging, noe som gjør det enda vanskeligere å imitere de. Det er derimot vanskelig for Mowi å utnytte seg av ressursen, da dagligvarehandel har stor konkurranse blant butikkene sine egne billigmerker og man må ofte betale for å få hylleplass.

4.2.3 PESTEL-analyse

4.2.3.1 Politiske forhold

På grunn av sin store økonomiske betydning og innvirkning på miljøet, er oppdrettssektoren nøye regulert for å sikre en bærekraftig fremtid. Det utstedes ikke nye konsesjoner til oppdrettsvirksomhet fra myndighetene av hensyn til bærekraft. Selskapene som ønsker vekst utover tillatt biomasse må enten kjøpe ekstra konsesjoner fra konkurrenter eller alternativt følge de bærekraftige retningslinjene som myndighetene fastsetter for å øke tillatt biomasse. Dette fører til svært skiftende omgivelser for aktørene i bransjen, som stadig må tilpasse seg nye lover og forskrifter for å kunne operere innenfor rammen av bærekraftige praksiser. Høsten 2022 la regjeringen frem et forslag om å innføre grunnrenteskatt på havbruk fra 1. januar 2023 (Regjeringen, 2022). Bakgrunnen for innføringen var den ekstraordinære avkastningen i havbruksnæringen de siste årene, sammen med at oppdrettsnæringen tar i bruk felleskapets ressurser. Forslaget innebar en effektiv skattesats på 40% og et bunnfradrag på mellom 4000 og 5000 tonn, men er nå justert til en effektiv skattesats på 25% med et bunnfradrag på 70 millioner kroner (Regjeringen, 2023b). Innføringen av grunnrenteskatten bidrar til at lønnsomheten i industrien går ned, og et resultat av dette kan bli mer utstrakt bruk av landbasert oppdrett og større investeringer på oppdrettsvirksomhet i utlandet.

4.2.3.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold som kan påvirke driften til Mowi ASA er konjunktoren i samfunnet, rentenivå, råvarepriser og andre forhold som påvirker eksport av laks. Mowi er avhengig av etterspørselen etter laks, som er påvirket av den generelle økonomiske situasjonen. Lavere økonomisk vekst eller resesjon i viktige markeder kan redusere etterspørselen. Dette skjer gjennom at kjøpekraften til forbrukeren blir redusert og laks kan risikere å bli substituert mot billigere proteinkilder. Økning i det generelle kan også bidra til høyere råvarepriser. Høyere råvarepriser vil videre påvirke innsatsfaktorene til fiskefôr som vil slå ut på overskuddet til oppdrettsnæringen. Styringsrenten ble i januar 2024 satt til 4,5% og vil trolig holdes på dette

nivået en god stund fremover (NorgesBank, 2024). Rentenivået påvirker kapitalkostnadene ved investeringer, hvor et høyere rentenivå vil føre til høyere kapitalkostnad og stimulere til mindre investering.

4.2.3.3 Sosiokulturelle forhold

To sosiokulturelle forhold som kan påvirke Mowi ASA sin konkurransesituasjon er en økende verdensbefolkning og endring i kjøpeatferd hos forbrukeren. I 2022 passerte vi 8 milliarder mennesker på jorden, og FN forventer at vi skal passere 8,5 milliarder i 2030 og 9,7 milliarder i 2050 (FN, u.å.). Befolkningsveksten gir en større etterspørsel etter mat global og kan potensielt skape flere konsumenter av laks. Dersom det bare oppstår befolkningsveksten i områder med lav kjøpekraft, mens områder med høy kjøpekraft får befolkningsnedgang grunnet lave fødselsrater, så vil dette påvirke etterspørselen etter laks negativt. Det er forventet at vi skal få en økende middelklasse, noe som vil påvirke etterspørselen positivt, ettersom at dette er den primære kjøpegruppen til laks. Endring i kjøpeatferd hos forbrukeren gjennom større fokus på helse og bærekraft kan slå positivt ut på etterspørselen etter laks. Laks har et lavere klimaavtrykk enn rødt kjøtt og inneholder dessuten sunne vitaminer og omega-3-fettsyrer.

4.2.3.4 Teknologiske forhold

I atlantisk lakseoppdrett er det en begrensning på antall konsesjoner som blir delt ut og strenge regler for bærekraftig produksjon, hvor lakselus og lakserømning er et stort problem. Løsningen på det første problemet kan være landbasert oppdrett for selskap som ønsker å ekspandere. Det er ikke like strenge regler for å få oppnå konsesjoner der, og de krever ikke de samme geografiske forutsetningene som tradisjonelle oppdrettsanlegg. Teknologiske fremskritt innen lakseoppdrett, for eksempel avanserte oppdrettsanlegg og overvåkningssystemer, kan forbedre effektiviteten og bærekraften til lakseselskap. Nye innovative løsninger kan være med på å redusere lakselus og lakserømning, og skape konkurransefortrinn for de oppdrettsselskapene som lykkes med dette.

4.2.3.5 Miljømessige forhold

Miljøpåvirkningen fra lakseoppdrett er et stadig tilbakevendende tema. Utslipp av avfall, medikamentrester og lakselus fra oppdrettsanlegg kan ha alvorlige konsekvenser for det omkringliggende økosystemet. Dette kan inkludere forurensning av nærliggende vannmasser, skade på bunnhabitatet og potensiell påvirkning på viltlevende fiskebestander. Lakserømning

er et de største problemene for oppdrettsindustrien. En av hovedutfordringene med lakserømning er den potensielle genetiske forurensningen når rømte oppdrettslaks blander seg med villaksbestander. Dette kan redusere genetisk mangfold og tilpasningsevne hos villaksen, og true overlevelsen til lokale bestander. I tillegg fører lakserømning til spredning av sykdommer og parasitter fra oppdrettsmiljøet til villaksbestandene, noe som kan føre til alvorlige sykdomsutbrudd og tap av villfiskpopulasjoner. Fiskeridirektoratet fører rømningsstatistikk over innrapportert rømt oppdrettsfisk, og den viser at det har vært nedgang i rømt fisk de siste tre årene (Fiskeridirektoratet, u.å.b).

4.2.3.6 Juridiske forhold

Den viktigste loven i Norge lakseoppdrettere må forholde seg til er akvakulturloven. Loven gir vilkår for å få tillatelse til å bedrive akvakultur og fastslår at dette skal drives på en miljømessig forsvarlig måte (Fiskeridirektoratet, u.å.c.). Akvakulturlov inkluderer bestemmelser om lisensiering og tillatelser, som regulerer prosedyrer og krav for å få tillatelse til å etablere og drive oppdrettsanlegg, inkludert miljøvurderinger og regulering av produksjonsvolum. Ved brudd på bestemmelsene i loven kan det forekomme bøter eller inndragning av tillatelser.

4.3 Prognostisering av kontantstrøm

4.3.1 Driftsinntekter

Mowi genererer hovedsakelig inntekt gjennom salg av laks, og dermed kan selskapets driftsinntekter estimeres ved å vurdere slaktevolumet og lakseprisene. I denne studien er disse faktorene estimert ved å analysere historiske data om slaktevolum og laksepriser. Imidlertid fører denne tilnærmingen til avvik mellom de faktiske historiske driftsinntektene og de estimerte verdiene. For å korrigere for dette avviket, beregnes et avvik for hvert år og det gjennomsnittlige avviket for perioden blir deretter bestemt. Dette gjennomsnittlige avviket blir deretter brukt til å forbedre nøyaktigheten av estimatene og prognostisere fremtidige inntekter.

4.3.1.1 Slaktevolum

Slaktevolumet til oppdrettsselskapene er begrenset av antallet konsesjoner og deres størrelser. Dette innebærer at å øke produksjonskapasiteten er utfordrende, da det krever tilgang til flere konsesjoner. I løpet av de siste fem årene har slaktevolumet til Mowi ASA hatt en gjennomsnittlig vekst på 5%, med den største økningen registrert i 2019. Basert på Mowi's

forventninger for 2024, hvor de estimerer et slaktevolum på 500 000 tonn, en økning på 5% fra 2023, virker dette som et rimelig estimat for fremtidig slaktevolum.

Slaktevolum							
Tall i tonn (1000 kg)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Snitt
Slaktevolum	375 237	435 904	439 829	465 600	463 635	474 664	
Vekst		16 %	1 %	6 %	0 %	2 %	5 %

Figur 5: Estimert slaktevolum

4.3.1.2 Laksepris

Lakseprisen har en betydelig innvirkning på Mowi ASA's fremtidige inntekter. Historiske laksepriser er hentet fra (FishPool, 2024), og man observerer avvik mellom faktiske og beregnede driftsinntekter som varierer fra 64,41% til 29,17%. For å estimere driftsinntektene er gjennomsnittlig avvik derfor blitt benyttet.

Avvik					
Tall i EUR (mill)	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	4136	3760	4202	4941	5506
Laksepris	6,01	5,2	5,74	8,25	8,26
Slaktevolum	435 904	439 829	465 600	463 635	474 664
Beregnet driftsinntekt	2620	2287	2673	3825	3921
Avvik	1516	1473	1530	1116	1585
Avvik i %	57,86 %	64,41 %	57,24 %	29,17 %	40,43 %
Gjennomsnittlig avvik	49,82 %				

Figur 6: Estimert gjennomsnittlig avvik

På grunn av den volatiliteten som kjennetegner lakseprisen og dens raske endringer, er det utfordrende å estimere den nøyaktig. Derfor har forwardprisene til FishPool blitt brukt for å anslå de kommende lakseprisene (FishPool, 2024). Forwardprisen for Q3+Q4-24 er benyttet for å prognostisere den fremtidige lakseprisen, ettersom lakseprisen forventes å være noe ustabil i begynnelsen av året, men stabilisere seg i andre halvdel av året.

Driftsinntekter					
Tall i EUR (mill)	2024	2025	2026	2027	Terminalår
Laksepris	7,71	7,71	7,71	7,71	7,71
Slaktevolum	500 000	525 000	551 250	578 813	607 753
Estimert salgssinntekt	3855	4048	4250	4463	4686
Avvik (salgsinntekt * 49,82%)	1921	2017	2117	2223	2334
Estimerte driftsinntekter	5776	6064	6368	6686	7020

Figur 7: Estimerte driftsinntekter

4.3.2 Driftskostnader

I denne oppgaven er driftskostnadene til Mowi ASA blitt kategorisert som materialkostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. Disse tre komponentene blir estimert ved å basere

seg på historisk andel av driftsinntektene. Siden prognosen antyder en årlig vekst på 5% for driftsinntektene, vil prognosene for driftskostnadene følge den samme trenden..

4.3.2.1 Materialkostnader

Materialkostnadene har fulgt en jevn økning i tråd med driftsinntektene og har i gjennomsnitt utgjort 50,14% av driftsinntektene. Økningen i slaktevolumet over de siste årene kan ha ført til behovet for å skaffe flere råvarer eller materialer for å møte det økte produksjonsnivået. Samtidig kan den økte materialkostnaden også være et resultat av stigende priser på råvarer eller materialer i markedet.

Materialkostnader					
Tall i EUR (mill)	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	4136	3760	4202	4941	5506
Materialkostnader	1983	1970	2192	2347	2792
Andel materialkostnader	47,94 %	52,40 %	52,15 %	47,51 %	50,71 %
Gjennomsnittlig andel	50,14 %				

Figur 8: Materialkostnader 2019-2023

Materialkostnadene blir beregnet ved å anvende den gjennomsnittlige andelen av driftsinntektene de siste fem årene.

Materialkostnader					
Tall i EUR (mill)	2024	2025	2026	2027	Terminalår
Estimerte driftsinntekter	5776	6064	6368	6686	7020
Gjennomsnittlig andel materialkostnader	50,14 %	50,14 %	50,14 %	50,14 %	50,14 %
Estimerte materialkostnader	2896	3041	3193	3353	3520

Figur 9: Estimerte materialkostnader

4.3.2.2 Lønnskostnader

Lønnskostnadene har hatt en moderat vekst i forhold til driftsinntektene de siste fem årene, selv om den har vært lavere enn veksten i inntektene. Dette skyldes delvis at antall ansatte i Mowi har holdt seg relativt stabilt til tross for økningen i driftsinntekter.

Lønnskostnader					
Tall i EUR (mill)	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	4136	3760	4202	4941	5506
Lønnskostnader	564	559	568	613	648
Andel lønnskostnader	13,63 %	14,85 %	13,52 %	12,40 %	11,77 %
Gjennomsnittlig andel	13,23 %				

Figur 10: Lønnskostnader 2019-2023

Man observerer en nedadgående trend i lønnskostnadene i løpet av perioden. Derfor er det valgt å bruke en gjennomsnittlig andel på 10% i prognosen.

Lønnskostnader					
Tall i EUR (mill)	2024	2025	2026	2027	Terminalår
Estimerte driftsinntekter	5776	6064	6368	6686	7020
Gjennomsnittlig andel lønnskostnader	10,00 %	10,00 %	10,00 %	10,00 %	10,00 %
Estimerte lønnskostnader	578	606	637	669	702

Figur 11: Estimerte lønnskostnader

4.3.2.3 Andre driftskostnader

Andelen andre driftskostnader har variert de siste fem årene, med en gjennomsnittlig andel på 13,17%. Disse kostnadene omfatter ulike utgifter som ikke er direkte knyttet til materialkostnader eller lønnskostnader. En betydelig faktor som påvirker volatiliteten til andre driftskostnader er posten "netto rettferdig verdi-justering av biomasse", hvor verdien av biomasse, for eksempel fisk i oppdrettsanlegg, må justeres for å reflektere den rettferdige verdien i regnskapet. Denne justeringen tar hensyn til faktorer som endringer i biomassevolum, priser på fisk og andre relevante økonomiske forhold. Derfor er det mest hensiktsmessig å bruke den gjennomsnittlige andelen for å estimere de andre driftskostnadene fremover.

Andre driftskostnader					
Tall i EUR (mill)	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	4136	3760	4202	4941	5506
Andre driftskostnader	681	692	392	481	658
Andel andre driftskostnader	16,46 %	18,40 %	9,33 %	9,74 %	11,95 %
Gjennomsnittlig andel	13,17 %				

Figur 12: Andre driftskostnader 2019-2023

Det blir benyttet den gjennomsnittlige andelen på 13,17% til å prognostisere de andre driftskostnadene fremover i tid.

Andre driftskostnader					
Tall i EUR (mill)	2024	2025	2026	2027	Terminalår
Estimerte driftsinntekter	5776	6064	6368	6686	7020
Gjennomsnittlig andel andre driftskostnader	13,17 %	13,17 %	13,17 %	13,17 %	13,17 %
Estimerte andre driftskostnader	761	799	839	881	925

Figur 13: Estimerte andre driftskostnader

4.3.3 Avskrivninger og nedskrivninger

For å anslå de kommende avskrivningene og nedskrivningene, beregnes de som en historisk andel av driftsinntektene. På grunn av betydelige investeringer utgjør avskrivninger og nedskrivninger betydelige kostnader for Mowi ASA.

Avskrivninger og nedskrivninger					
Tall i EUR (mill)	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	4136	3760	4202	4941	5506
Avskrivninger og nedskrivninger	164	292	356	448	446
Andel avskrivninger og nedskrivninger	3,98 %	7,75 %	8,48 %	9,07 %	8,10 %
Gjennomsnittlig andel	7,48 %				

Figur 14: Avskrivninger og nedskrivninger 2019-2023

For å anslå fremtidige avskrivninger og nedskrivninger, benyttes den gjennomsnittlige andelen avskrivninger og nedskrivninger de siste fem årene, som var på 7,48%.

Avskrivninger og nedskrivninger					
Tall i EUR (mill)	2024	2025	2026	2027	Terminalår
Estimerte driftsinntekter	5776	6064	6368	6686	7020
Gjennomsnittlig andel avskrivninger og nedskrivninger	7,48 %	7,48 %	7,48 %	7,48 %	7,48 %
Estimerte avskrivninger og nedskrivninger	432	453	476	500	525

Figur 15: Estimerte avskrivninger og nedskrivninger

4.3.4 Skatt

For å estimere den effektive skattesatsen for Mowi ASA, blir det tatt utgangspunkt i den historiske effektive skattesatsen for selskapsskatt og den effektive skattesatsen for den nylig innførte grunnrenteskatten for 2023. Etersom Mowi ASA opererer i flere ulike land, blir det benyttet en gjennomsnittlig effektiv skattesats for selskapsskatten de siste fem årene for å anslå fremtidig selskapsskatt. Deretter vil den effektive skattesatsen for grunnrenteskatten i 2023 bli benyttet til å estimere fremtidig grunnrenteskatt.

Skatt					
Tall i EUR (mill)	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT	489	38	722	1167	1018
Selskapsskatt	131	1	106	216	235
Effektiv skattesats selskapsskatt	26,80 %	3,70 %	14,61 %	18,46 %	23,06 %
Gjennomsnittlig skattesats	17,33 %				
Grunnrenteskatt 2023	224				
Effektiv skattesats grunnrenteskatt	22,04 %				
Estimert effektiv skattesats med grunnrente	39,37 %				

Figur 16: Estimert effektiv skattesats

Basert på beregningene, ser man at den gjennomsnittlige skattesatsen for selskapsskatten er 17,33%, mens den effektive skattesatsen for grunnrenteskatten var 39,37% for 2023. Disse tallene vil bli brukt til å estimere fremtidige skattekostnader for Mowi ASA.

4.3.5 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen, som representerer differansen mellom de kortsiktige eiendelene og kortsiktig gjeld, spiller en betydelig rolle i å påvirke den frie kontantstrømmen. Når arbeidskapitalen reduseres, øker den frie kontantstrømmen, og omvendt når arbeidskapitalen øker. Selv om arbeidskapitalen har økt i absolutte tall de siste fem årene, har andelen i forhold til driftsinntektene holdt seg stabil. Den gjennomsnittlige andelen blir derfor brukt til å estimere arbeidskapitalen fremover.

Arbeidskapital					
Tall i EUR (mill)	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	4136	3760	4202	4941	5506
Arbeidskapital	1853	1729	1745	2000	2715
Andel arbeidskapital	44,82 %	45,99 %	41,52 %	40,49 %	49,31 %
Gjennomsnittlig andel	44,42 %				

Figur 17: Arbeidskapital 2019-2023

Arbeidskapitalen blir estimert for kommende år, og dette inkluderer også estimater for endringene i arbeidskapitalen som vil påvirke prognosene for de frie kontantstrømmene.

Arbeidskapital					
Tall i EUR (mill)	2024	2025	2026	2027	Terminalår
Estimerte driftsinntekter	5776	6064	6368	6686	7020
Estimert arbeidskapital	2566	2694	2829	2970	3119
Estimerte endringer i arbeidskapital	-149	128	135	141	149

Figur 18: Estimerte endringer i arbeidskapital

4.3.6 Investeringer

Investeringer refererer til bruken av midler nå i håp om å oppnå økonomisk avkastning i fremtiden. Man ser en jevn vekst i investeringene i absolutte tall de siste fem årene, med unntak av 2021. Med betydelige avskrivninger er det også rimelig å anta at investeringene må opprettholdes, da avskrivningene over tid ikke kan overstige investeringene. Dette er viktig for å sikre at den regnskapsmessige verdien av anleggsmidlene ikke blir null.

Investeringer (CAPEX)					
Tall i EUR (mill)	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	4136	3760	4202	4941	5506
Netto investeringer	286	309	240	326	389
Andel investeringer	6,92 %	8,21 %	5,72 %	6,60 %	7,06 %
Gjennomsnittlig andel	6,90 %				

Figur 19: Investeringer 2019-2023

Det blir derfor benyttet den gjennomsnittlige andelen av investeringer de siste fem årene til å estimere fremtidige investeringer, og ser at den gjennomsnittlige andelen blir på 6,90%.

Investeringer (CAPEX)					
Tall i EUR (mill)	2024	2025	2026	2027	Terminalår
Estimerte driftsinntekter	5757	6045	6347	6665	6998
Gjennomsnittlig andel andre driftskostnader	6,90 %	6,90 %	6,90 %	6,90 %	6,90 %
Estimerte netto investeringer	397	417	438	460	483

Figur 20: Estimerte investeringer

4.3.7 Fri kontantstrøm

Prognostisering fri kontantstrøm					
Tall i EUR (mill)	2024	2025	2026	2027	Terminalår
Driftsinntekter	5776	6064	6368	6686	7020
(-) Materialkostnader	-2896	-3041	-3193	-3353	-3520
(-) Lønnskostnader	-578	-606	-637	-669	-702
(-) Andre driftskostnader	-761	-799	-839	-881	-925
EBITDA	1541	1618	1699	1784	1873
(-) Avskrivninger og nedskrivninger	-432	-453	-476	-500	-525
EBIT	1109	1165	1223	1284	1348
(-) Skatt	-437	-459	-482	-506	-531
NOPLAT	673	706	742	779	818
(+) Avskrivninger og nedskrivninger	432	453	476	500	525
(-) Endring netto arbeidskapital	149	-128	-135	-141	-149
(-) Investeringer (CAPEX)	-399	-418	-439	-461	-484
Fri kontantstrøm	855	613	644	676	709

Figur 21: Estimert fri kontantstrøm

4.4 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)

For å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene i oppgaven, blir det benyttet selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad (WACC). For å finne avkastningskravet til totalkapitalen må man beregne egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden, og deretter veie dem i henhold til deres relative andeler av totalkapitalen.

Avkastningskravet kan bli definert på følgende måte:

$$WACC = R_e \frac{E}{E+D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E+D}$$

4.4.1 Egenkapitalkostnad (E(Ri))

For å beregne egenkapitalkostnaden, bruker man kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Denne metoden hjelper oss med å estimere den forventede avkastningen på egenkapitalen i et selskap.

Ifølge (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156) kan man bruke kapitalverdimodellen til å estimere egenkapitalkostnaden som:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

4.4.1.1 Risikofri rente (Rf)

Den risikofrie renten, basert på avkastningen på 10-årige norske statsobligasjoner, danner grunnlaget for å vurdere avkastningskravet for investeringsprosjekter. Denne renten representerer den forventede avkastningen på en investering uten konkurs- eller misligholdsrisiko, og betraktes som et fornuftig valg for langsiktige investeringer. Med den nåværende avkastningen på 3,51% (NorgesBank, 2024), reflekterer denne renten forventningene til avkastning på kapital med minimal risiko. Dagens rentenivå vil være avgjørende for å vurdere avkastningskravet for prosjektet, da det gir en indikasjon på investorenes forventninger til avkastning på kapital med minimal risiko.

4.4.1.2 Betakoeffisient

For å estimere betaen, må man først identifisere egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskaper. Deretter kan man konvertere disse egenkapitalbetaene til forretningsbetaer ved hjelp av formelen:

$$\beta_U = \beta_E * \frac{E}{EV}$$

der E er verdien av egenkapitalen og EV er selskapets Enterprise Value. Etter dette kan man konvertere forretningsbetaen tilbake til en ny egenkapitalbeta ved hjelp av formelen:

$$\beta_E = \beta_U * \frac{EV}{E}$$

Beta (5 år) konkurrenter			
Selskap	Egenkapitalbeta	MC/EV	Forretningsbeta
Salmar ASA	0,69	0,84	0,58
Lerøy Seafood Group	0,88	0,79	0,69
Grieg Seafood Group	0,66	0,60	0,40
Snitt	0,74		0,56
Egenkapitalbeta Mowi ASA			
Snitt forretningsbeta	EV/MC	Egenkapitalbeta	
0,56	1,26	0,70	

Figur 22: Estimert egenkapitalbeta. Egenkapitalbetaene er hentet fra finbox (2024) og markedsverdi (MC) og selskapsverdi (EV) er hentet fra Tradingview (2024)

4.4.1.3 Markedets risikopremie (E(R_m))

PWC har gjennomført en markedsanalyse som viser at markedsrisikopremien i det norske markedet er på 5% (PWC, 2023). Derfor blir det benyttet 5% som markedsrisikopremie i oppgaven.

4.4.1.4 Avkastningskravet til egenkapitalen

Nå kan man sette inn den risikofrie renta, betakoeffisienten og markedets risikofrie rente inn i formelen for kapitalverdimodellen. Og man får da et avkastningskrav på 7,01% som vist i formelen nedenfor:

$$R_e = 3,51\% + 0,70(5\%) = 7,01\%$$

4.4.2 Gjeldskostnad

For å beregne gjeldskostnaden deler man rentekostnaden med den totale mengden rentebærende gjeld. Deretter ser man på rentekostnadene for det forrige inntektsåret i 2023 for å fastslå gjeldskostnaden som vil bli brukt i videre estimer av kapitalkostnaden. Ettersom gjeldskostnaden var på 5,40% i dette inntektsåret, blir dette benyttet som gjeldskostnad i de videre beregningene.

Gjeldskostnad Mowi ASA	2023
Rentekostnader	113,1
Rentebærende gjeld	2093
Gjeldskostnad %	5,40 %

Figur 23: Gjeldskostnad

4.4.2.1 Skattesats

I WACC benytter man seg av den nominelle selskapsskattesatsen og ikke den effektive skattesatsen når man går fra før skatt til etter skatt. Mowi ASA må betale en selskapsskatt på 22% til staten. Derfor blir gjeldskostnaden korrigert, da rentekostnadene kvalifiserer for skattefradrag. Grunnrenteskatten er knyttet til resultatet og skal dermed ikke benyttes på finansielle aktiviteter. Derfor skal den heller ikke inngå i beregningen av WACC. Formelen under viser gjeldskostnaden til Mowi ASA etter skatt.

$$\text{Gjeldskostnad etter skatt} = 5,40\% * (1 - 22\%) = 4,21\%$$

4.4.3 Vekting av egenkapital og gjeld

For å vekte egenkapital og gjeld, må man først beregne prosentandelen av hver kapitalkilde i forhold til den totale kapitalen. Dette gjør man gjennom å dividere markedsverdien av egenkapitalen og gjelden med selskapsverdien. Selskapsverdien til Mowi ASA er på 128,94 MRD NOK, mens markedsverdien av egenkapitalen er på 101,77 MRD NOK, og man får da at markedsverdien på gjelden er på 27,17 MRD NOK. Man setter dette inn i formelen for WACC og får at avkastningskravet til totalkapitalen blir:

$$7,01\% \frac{101,77 \text{ MRD NOK}}{128,94 \text{ MRD NOK}} + 4,21\% \frac{27,17 \text{ MRD NOK}}{128,94 \text{ MRD NOK}} = 6,42\%$$

4.5 Verdivurdering

I verdivurderingen av Mowi ASA blir det først benyttet fundamental verdsettelse til å vurdere selskapsverdien av Mowi ASA. Deretter blir markedsbasert verdsettelse brukt som et supplement for å gi ytterligere innsikt i selskapets verdi i forhold til konkurrenter og markedet generelt. Til slutt blir disse to verdsettelsesmodellene vektet for å komme frem til en aksjekurs per 31.12.2023.

4.5.1 Kontantstrømmodellen

Nå skal selskapsverdien til Mowi ASA blir estimert ved å bruke kontantstrømmodellen. Etter å ha beregnet selskapsverdien, trekker vi fra markedsverdien av netto rentebærende gjeld for å finne markedsverdien av egenkapitalen. Det blir anvendt de frie kontantstrømmene og diskonteringsraten som er blitt funnet tidligere i oppgaven og får følgende utregning:

DCF	2024E	2025E	2026E	2027E
Fri kontantstrøm	855	613	644	676
Nåvverdi av fri kontantstrøm	803	541	534	527
Sum nåvverdi	2405			

Figur 24: Nåvverdi prognostiserte fremtidige kontantstrømmer

Deretter blir den diskonterte verdien av terminalverdien beregnet:

Terminalledd	
Fri konantstrøm terminalår	709
Vekstrate	2,00 %
Diskonteringsrate	6,42 %
Verdi	16373
Nåvverdi	11995

Figur 25: Nåvverdi terminalledd

Til slutt finner man aksjeverdien til Mowi ASA ved å legge sammen den diskonterte verdien av de frie kontantstrømmene og den diskonterte verdien av terminalverdien:

Aksjeverdi Mowi ASA	
Sum nåvverdi fri kontantstrøm	2 405
Nåvverdi terminalledd	11 995
Markedsverdi totalkapital	14 400
Markedsverdi gjeld	4 484
Markedsverdi egenkapital	9 916 360 534
Antall utestedte aksjer	517 111 091
Pris per aksje (euro)	19,18
Pris per aksje (nok)	224,75

Figur 26: Pris per aksje 31.12.2023.

Ifølge den fundamentale analysen er Mowi ASA sin aksje verdt 224,75 NOK basert på den anvendte verdsettelsesmodellen.

4.5.2 Rimelighetssjekk – Multippelmodell

Når man vurderer verdien til et selskap, er det fornuftig å bruke flere verdivurderingsmetoder av flere grunner. Ved å sammenligne og analysere resultatene fra ulike tilnærminger kan man oppnå en mer pålitelig og robust verdiansettelse, og samtidig redusere risikoen for eventuelle feil og ekstremverdier. Den alternative verdivurderingsmetoden som er valgt her, er EV/EBIT-multippel. Dette forholdstallet representerer selskapsverdien (EV) i forhold til driftsresultatet (EBIT) til et selskap.

For å bruke denne modellen, begynner man med å beregne selskapsverdien (EV), som inkluderer markedsverdien for egenkapitalen samt selskapets gjeld, justert for kontanter og kontantekvivalenter. Deretter finner man driftsresultatet for selskapet, som er inntjeningen før

renter og skatter. Ved å dele EV på EBIT får man EV/EBIT-multiplikatoren. Denne multiplikatoren gir et mål på hvor mye markedet er villig til å betale for hver enhet av selskapets inntjening før renter og skatter. En høy EV/EBIT-multiplikator indikerer at markedet vurderer selskapet som relativt dyrt i forhold til dets inntjeningsevne, mens en lav multiplikator indikerer det motsatte.

Denne prosessen blir gjentatt med lignende selskap og finner gjennomsnittet av EV/EBIT-multiplikatorene for disse selskapene. Dette gjennomsnittet vil representere den riktige prisingen av et selskap i en spesifikk bransje. På Oslo Børs er det ikke mange selskaper som er sammenlignbare med Mowi ASA når det gjelder markedsverdi. Derfor det blitt valgt de tre største oppdrettsselskapene på Oslo Børs, i tillegg til Mowi ASA, for å sammenligne med.

EV/EBIT-multippel sammenlignbare selskap	2023
Mowi ASA	10,37
Salmar ASA	12,92
Lerøy Seafood Group ASA	10,66
Grieg Seafood ASA	15,63
Snitt av multipler	12,39

Figur 27: EV/EBIT-multipler

Snittet av multiplene er 12,39, og man beregner deretter produktet av dette snittet og EBIT for å finne selskapsverdien. Man trekker deretter fra markedsverdien av gjelden for å finne markedsverdien av egenkapitalen. Videre finner man aksjekursen ved å dele markedsverdien av egenkapitalen på antall utestående aksjer. Vi finner at verdien per aksje er 19,4 EUR, og med EUR/NOK på 11,74 blir aksjekursen 228,1 NOK.

EV/EBIT	Sum
Tall i EUR (mill)	
Multiippel	12,39
EBIT	1 027
Selskapsverdi	12 729
Markedsverdi gjeld	2 682
Markedsverdi egenkapital	10 047
Antall aksjer (millioner)	517
Verdi per aksje (EURO)	19,4
Verdi per aksje (NOK)	228,1

Figur 28: Estimat av aksjeverdi ved bruk av EV/EBIT-multippel

4.6 Presentasjon av tidligere analyser

I dette delkapittelet vil de to tidligere analysene av Mowi ASA bli presentert. Begge analysene er bacheloroppgaver skrevet av studenter ved handelshøyskolen i Trondheim våren 2023, med tittelen «Verdsettelse av Mowi ASA».

4.6.1 Mowi 1 (Berg et al., 2023)

Mowi 1	
Estimerte nøkkeltall	2023
Slaktevolum atlantisk laks	484 000
Laksepris	8,5
Inntektsavvik	54,12 %
Driftsinntekter laks	4 120 425
Driftsinntekter totalt	6 350 399
Driftskostnader	4 883 078
EBITDA (EUR)	1 467 321
Avskrivninger og nedskrivninger	469 165
EBIT (EUR)	998 156
Fri kontantstrøm (EUR)	- 300 600
CAPEX (EUR)	462 124
Diskonteringsrente	4,41 %
Fundamental verdsettelse	242,74
Markedsbasert verdsettelse	164,11
Endelig kursmål (NOK)	223,08

Figur 29: Nøkkeltall Mowi 1

Den første analysen av Mowi ASA er gjennomført av Berg, Halseth, Killi og Oldervik hvor jeg har valgt å kalle oppgaven deres for Mowi 1. Problemstillingen de skulle løse i sin oppgave var: «Hva er verdien på en Aksje i Mowi ASA per 31.12.2022?» (Berg et al., 2023). Resultatene deres viste et endelig kursmål på 223,08 NOK for Mowi ASA. Dette ble bestemt gjennom en fundamental verdsettelse som ga et kursmål på 242,74 NOK, og en markedsbasert verdsettelse på 164,11 NOK. For å komme frem til det endelige kursmålet ble disse vurderingene vektet, med 75% vekt på den fundamentale og 25% vekt på den markedsbaserte tilnærmingen. Det er også verdt å merke seg den relativt lave diskonteringsrenten på 4,41%.

4.6.2 Mowi 2 (Branthus et al., 2023)

Mowi 2	
Estimerte nøkkeltall	2023
Slaktevolum atlantisk laks	484 000
Laksepris	8,5
Inntektsavvik	53,83 %
Driftsinntekter laks	4 113 000
Driftsinntekter totalt	6 327 028
Driftskostnader	3 441 000
EBITDA (EUR)	2 886 028
Avskrivninger og nedskrivninger	497 580
EBIT (EUR)	2 388 448
Fri kontantstrøm (EUR)	32 000
CAPEX (EUR)	370 000
Diskonteringsrente	5,96 %
Fundamental verdsettelse	140,80
Markedsbasert verdsettelse	139,60
Kursmål (NOK)	140,20

Figur 30: Nøkkeltall Mowi 2

Den andre analysen av Mowi ASA er gjennomført av Branthus, Jørgentvedt, Krogh og Wettergreen hvor jeg har valgt å kalle oppgaven deres for Mowi 2. Problemstillingen de skulle løse i sin oppgave var: «Hva er Mowi ASA verdt per 31.12.2022?» (Branthus et al., 2023). Resultatene viste et endelig kursmål på 140,20 NOK for Mowi ASA. Dette ble bestemt gjennom en fundamental verdsettelse som ga et kursmål på 140,80 NOK, og en markedsbasert verdsettelse på 139,60 NOK. For å komme frem til det endelige kursmålet ble disse vurderingene vektet likt, med 50% vekt på den fundamentale og 50% vekt på den markedsbaserte tilnærmingen. Det er også verdt å merke seg den noe høyere diskonteringsrenten på 5,96%.

5.0 Diskusjon

I denne delen vil jeg fremheve hovedfunnene og deres betydning for variasjonen i Mowis verdsettelse. Deretter vil jeg utforske avkastningskravet, driftsinntektene, multiplikatorvurderingen og vektens betydning for verdsettelsen mer grundig, inkludert hvordan vektingen av de to verdsettelsesmetodene påvirker den totale verdsettelsen av Mowi.

5.1 Hovedfunn

Hovedfunnene som forklarer hvorfor Mowi 1 og Mowi 2 har verdsatt Mowi ASA ulikt, kan oppsummeres som følger. Forskjellen i avkastningskrav er den primære driveren bak divergensen, med Mowi 1 som setter sitt avkastningskrav betydelig lavere på 4,41% sammenlignet med Mowi 2's 5,96%. Denne avvikelsen stammer hovedsakelig fra ulikheter i beregningen av gjeldskostnaden og vektingen av egenkapitalen og gjelden. Mens Mowi 1 beregner gjeldskostnaden ved å fordele rentekostnadene på den totale gjelden, deler Mowi 2 rentekostnadene på den totale rentebærende gjelden. Videre benytter Mowi 1 bokført egenkapitalverdi, mens Mowi 2 bruker markedsverdien av egenkapitalen. Bokført egenkapitalverdi reflekterer selskapets egenkapital som oppført i regnskapet, basert på historiske kostnader. Markedsverdien av egenkapitalen derimot, representerer den aktuelle verdien av selskapets aksjer på børsen, som kan variere betydelig fra bokført verdi. Dette resulterer i forskjellig vekting av egenkapital og gjeld mellom de to metodene.

Når det gjelder estimerte driftsinntekter, viser begge oppgavene små forskjeller hovedsakelig på grunn av valutadifferanser (NOK vs. EUR) og små variasjoner i lakseprisestimatene. Mowi 1 har imidlertid betydelig mer optimistiske estimater for både laksepris og slaktevolum, noe som resulterer i vesentlig høyere estimerte driftsinntekter sammenlignet med Mowi 2. Disse forskjellene i avkastningskrav og estimerte driftsinntekter fører til ulike verdsettelsesresultater for Mowi ASA mellom Mowi 1 og Mowi 2.

5.2 Avkastningskrav

Den viktigste forklaringen på hvorfor de to oppgavene har verdsatt Mowi ASA ulikt, er på grunn av avvikene i avkastningskravene deres med over 1,5%. Mowi 1 satte avkastningskravet sitt til 4,41%, mens Mowi 2 satte det til 5,96%. Begge brukte WACC-modellen, som er det vektete gjennomsnittet av kapitalkostnadene fra eiere og långivere. To hovedforskjeller kommer frem her: vektingen av egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden, samt ulik beregning av gjeldskostnaden. I beregningen av egenkapitalkostnaden har de gjort mye likt, hvor de har benyttet seg av samme risikofrie rente og markedets risikofrie premie,

men med noen små forskjeller i egenkapitalbeta. Dette resulterte i en CAPM på 7,225% for Mowi 1 og 7,25% for Mowi 2.

Forskjellen kommer frem i beregningen av gjeldskostnaden. Mowi 1 beregnet den ved å dele rentekostnadene på den totale gjelden til selskapet, mens Mowi 2 beregnet den ved å dele rentekostnadene på den totale rentebærende gjelden til selskapet. Siden den totale gjelden er høyere, var nevneren i brøken til Mowi 1 høyere, og de fikk dermed en lavere gjeldskostnad på kun 1,98%, mens Mowi 2 fikk en gjeldskostnad på 4,12%. Den største forskjellen i beregningen av avkastningskravet kommer fra vektingen av egenkapitalen og gjelden. Mowi 1 brukte den bokførte verdien av egenkapitalen i regnskapet, mens Mowi 2 brukte markedsverdien av egenkapitalen, som de fant ved å multiplisere aksjeprisen med antall utstedte aksjer. Mowi 1 fant ut at andelen egenkapital var på 50,35%, mens Mowi 2 fant ut at andelen egenkapital var på 67,98%. Etersom Mowi 1 hadde lavest gjeldskostnad og høyest gjeldsandel i avkastningskravet sitt, førte dette til at de også fikk det laveste avkastningskravet av de to oppgavene.

5.3 Driftsinntekter

For å estimere driftsinntektene har både Mowi 1 og Mowi 2 først funnet inntektsavviket mellom salgsinntekter fra laks og de faktiske inntektene. Deretter har de beregnet salgsinntektene fra laks ved å multiplisere det estimerte slaktevolumet med den estimerte lakseprisen. Til slutt har de lagt til inntektsavviket og funnet estimerte driftsinntekter. De har brukt det samme slaktevolumet i beregningen av inntektsavviket, men noen små forskjeller i laksepris. Dette skyldes mest sannsynlig at Mowi 1 har gjennomført beregningene sine i NOK, mens Mowi 2 har gjennomført beregningene sine i EUR, og valutakursvekslinger har skapt noen små desimaler i forskjell. Mowi 1 har beregnet et inntektsavvik på 54,12%, mens Mowi 2 har beregnet et inntektsavvik på 53,83%. Etersom de har gjort beregningene sine i ulike valutaer, er det vanskelig å få et nøyaktig svar på hvor optimistisk estimatet faktisk er. For å sammenligne dem har det blitt antatt at de to valutaene holder seg stabile gjennom hele perioden, og det har blitt benyttet en vekslingskurs på 10,55 for 31.12.2022 (DNB, u.å.).

Mowi 1 har en laksepris på 96,2-87,5-80,5 og 80 NOK for de neste fire årene, mens Mowi 2 har en laksepris på 89,7-79,1-75,01-75,01 i samme tidsperiode. Mowi 1 har altså en betydelig høyere forventning til lakseprisen for perioden enn Mowi 2. Når det kommer til å estimere fremtidig slaktevolum, har begge benyttet seg av Mowi sin årsrapport fra 2022, hvor de estimerer et slaktevolum på 484 000 tonn i 2023. Videre har Mowi 1 benyttet seg av en vekst på 4,10% for resten av perioden, mens Mowi 2 har benyttet seg av en vekst på 3,75%. Mowi 1

har dermed et mer optimistisk estimat både for lakseprisen og slaktevolumet, noe som reflekteres i deres estimater av driftsinntektene. De estimerte driftsinntektene til Mowi 1 er på 70-72-75 og 79 millioner kroner for perioden, mens de er på 66-61-60 og 62 millioner kroner for Mowi 2. Siden driftsinntektene danner grunnlaget for andre prognoser i estimeringen av fri kontantstrøm i en top-down-modell, vil så store forskjeller i driftsinntektene bidra til store utslag i estimeringen av disse.

5.4 Markedsbasert verdsettelse og vekting

Den markedsbaserte verdsettelsen er gjennomført noe ulikt i de to oppgavene. Begge har benyttet seg av Enterprise Value to kilograms (EV/kg), Enterprise Value to Earnings Before Interest and Tax (EV/EBIT), og Price to Earnings (P/E). Den eneste forskjellen er at Mowi 1 også har benyttet seg av en annen multipl, nemlig Price to Book (P/B). Begge oppgavene har valgt å vekte de ulike multiplene likt i den markedsbaserte verdsettelsen og funnet gjennomsnittet av disse. Begge oppgavene har valgt å bruke Mowi, Salmar, Lerøy Seafood, og Grieg Seafood, men Mowi 2 har også valgt å inkludere Austevoll i sine vurderinger. Austevoll trekker ned snittet til Mowi 2 på alle tre multiplene de har valgt å bruke og er også delvis grunnen til at gjennomsnittet til deres markedsbaserte verdsettelse er lavere enn Mowi 1 sin. Mowi 1 hadde en P/E-multipl på 11,92, EV/EBIT-multipl på 10,69, og EV/kg-multipl på 212,96, mens Mowi 2 hadde en P/E-multipl på 10,03, EV/EBIT-multipl på 9,83, og EV/kg-multipl på 235,27 (justert for deres benyttede vekslingskurs på 11,37 under den markedsbaserte verdsettelsen). Det er også her forskjell i regnemetode som er benyttet videre til å finne aksjekursen basert på multiplene, hvor også her som i avkastningskravet har de benyttet seg av ulike måter å beregne markedsverdien på gjelden på. Gjennom av at Mowi 1 verdsetter markedsverdien på gjelden mye lavere enn hva Mowi 2 gjør, så ender de opp med en mye høyere aksjekurs.

Vektingen av den fundamentale og markedsbaserte verdsettelsen er gjort ulikt i de to besvarelsene. I besvarelsen til Mowi 1 har de valgt å vektlegge den fundamentale med 75% og den markedsbaserte med 25%, mens Mowi 2 valgte å gi begge metodene like stor vekt. Mowi 1 fant ved hjelp av den fundamentale verdsettelsen at Mowi var verdt 242,74 NOK, mens den markedsbaserte med multipler ga en verdi på 164,11 NOK. Etter å ha vektet de to metodene, fikk de frem til at Mowi hadde en vektet verdi på 223,08 NOK. Mowi 2 på den andre siden fant ved hjelp av den fundamentale verdsettelsen at Mowi var verdt 140,80 NOK, mens den markedsbaserte ga en verdi på 139,60 NOK. Etter som at de vektet de metodene likt, kom de frem til at Mowi hadde en verdi på 140,20 NOK. Hadde Mowi 1 vektet på

samme måte som Mowi 2 gjorde, hadde deres verdsettelse av Mowi vært på 203,43 NOK, altså en betydelig lavere verdsettelse. Ettersom at Mowi 2 sin fundamentale og markedsbaserte verdsettelse var tilnærmet lik i verdi, så hadde ikke vektingen noen særlig betydning for det endelige resultatet deres. De kunne ha hatt hvilken som helst vekting og vært innenfor et avvik på 1,20 NOK, ettersom at dette var forskjellen på de verdsettelsene deres.

6.0 Avslutning

Avslutningen oppsummerer analysen av Mowi ASA-verdsettelsen, diskuterer funnene fra ulike verdsettelsesmodeller og sammenligner tidligere bacheloroppgavers verdsettelse. Den adresserer også begrensninger ved analysen og reflekterer over verdsettelsesprosessen.

6.1 Konklusjon

I denne oppgaven er det forsøkt å svare på problemstillingen: «Hvorfor blir Mowi ASA verdsatt ulikt». Formålet med oppgaven var å estimere verdien av Mowi ASA gjennom egne analyser basert på ulike verdsettelsesmodeller og deretter vil sammenligne hvorfor to tidligere bacheloroppgaver har verdsatt Mowi ASA ulikt.

Hovedforskjellene i analysen av Mowi ASA skyldes ulik beregning av gjeld som ble brukt til å estimere avkastningskravet og den endelige aksjekursen i den markedsbaserte verdsettelsen. Mowi 1 benyttet bokført egenkapitalverdi, mens Mowi 2 brukte markedsverdien av egenkapitalen, noe som resulterte i ulik vektning av egenkapital og gjeld. Til tross for store avvik i beregningen av gjelden, var markedsverdien av gjelden nokså lik under den fundamentale verdsettelsen, noe som gjorde at dette ikke påvirket den endelige verdsettelsen nevneverdig. Ved estimering av driftsinntektene kom de frem til forskjellige beregninger på grunn av ulik vurdering av fremtidig laksepris og slaktevolum. I tillegg benyttet de seg av ulik vektning av den fundamentale og den markedsbaserte analysen.

6.2 Begrensinger ved oppgaven

Sammenligningen mellom de to tidligere analysene av selskapet avdekket begrensede forskjeller i de strategiske vurderingene som ble gjort, noe som resulterte i minimale variasjoner i de konkrete tallene. Begge analyseteamene gjennomførte grundige interne undersøkelser av selskapets ressurser og identifiserte potensielle konkurransefortrinn. Videre vurderte de begge makroomgivelsene på en lignende måte. De største avvikene i verdsettelsen oppsto hovedsakelig på grunn av ulike tilnærminger til å beregne gjeld, der regnetoden varierte mellom de to oppgavene. Denne fokusforskjellen på regneteknikker bidro til en diskusjonsdel som primært var kvantitativ og talltung, med begrenset rom for kvalitative refleksjoner om de strategiske analysene. Som et resultat ble oppgaven tungt vektlagt på den kvantitative siden og lettere på den kvalitative.

6.3 Refleksjon

Gjennom arbeidet med denne bacheloroppgaven har jeg måttet reflektere rundt spørsmålet: Hvor lenge er en verdsettelse gyldig? Verdsettelse av selskaper og eiendeler er en essensiell praksis innen økonomi og finans, og det er ofte et sentralt element i strategiske beslutningsprosesser, investeringsanalyser og transaksjonsvurderinger. Likevel har jeg oppdaget gjennom arbeidet med denne bacheloroppgaven at verdsettelse ikke bare er en teknisk øvelse, men også en dyptgripende utforskning av tid og usikkerhet.

Verdsettelsesmetoder og estimater er ikke statiske, men påvirkes av endringer i markedet, selskapets ytelse og eksterne faktorer. Derfor er det viktig å erkjenne at verdsettelsen kun representerer et øyeblikksbilde og har begrenset gyldighet over tid. For å opprettholde relevansen må verdsettelsen jevnlig revideres og tilpasses de rådende forholdene. Dette innebærer å vurdere og oppdatere forutsetningene, revidere prognosene og ta hensyn til nye informasjon og hendelser.

Egne tanker rundt dette temaet avslører den spennende balansen mellom stabilitet og usikkerhet. På den ene siden er det fristende å søke etter en uforanderlig sannhet i tall og analyser. På den annen side er det viktig å anerkjenne at økonomiske forhold og markedsmessige realiteter er i konstant bevegelse. Det er denne spenningen mellom stabilitet og foranderlighet som gjør verdsettelse til en utfordrende og fascinerende øvelse.

7.0 Litteraturliste

- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120.
- Boye, K., Koekebakker, S., Krakstad, S. O. & Oust, A. (2018). *Finansielle emner* (15. utg.). Cappelen Damm Akademisk.
- Bruijl, D. G. H. T. (2018). The relevance of Porter's five forces in today's innovative and changing business environment. Available at SSRN 3192207.
- Buye, R. (2021). Critical examination of the PESTEL Analysis Model. Project: Action Research for Development.
- DNB (u.å). *Historiske valutakurser*. Hentet 20. april fra <https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valutakurser-og-renter/HistoriskeValutakurser/Hovedvalutaerdaglig/Historikk/2022.html>
- Dälken, F. (2014). Are porter's five competitive forces still applicable? a critical examination concerning the relevance for today's business (Bachelor's thesis, University of Twente).
- E24 (2019). *Ny rapport: Store svingninger i oppdrettsnæringen taler mot ekstraskatt*. Hentet 9. mars fra <https://e24.no/naeringsliv/i/VbdPaW/ny-rapport-store-svingninger-i-oppdrettsnaeringen-taler-mot-ekstraskatt>
- Finbox (2024). *Beta (5 year)*. Hentet 11. mars 2024 fra <https://finbox.com/OB:GSF/explorer/beta/>
- Fishpool (2024). *Prices*. Hentet 28. mars 2024 fra <https://fishpool.eu/prices/>
- Fishpool (2024). *Price history*. Hentet 29. mars 2024 fra <https://fishpool.eu/price-history/>
- Fiskeridirektoratet (u.å.a). *Tildelingsprosessen*. Hentet 1. april 2024 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- Fiskeridirektoratet (u.å.b). *Rømningsstatistikk*. Hentet 5. april 2024 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Roemningsstatistikk>
- Fiskeridirektoratet (u.å.c). *Akvakulturloven*. Hentet 17. april fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Akvakulturloven-og-forskrifter>
- Fjeldstad, Ø & R. Lunnan (2020). *Strategi* (2. utg.). Fagbokforlaget.

FN (2023). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. Hentet 10. april fra <https://fn.no/tema/baerekraftig-utvikling-fattigdom-og-befolkning/befolkning#:~:text=N%C3%A5%20vokser%20verdens%20befolkning%20i%20den%20laveste%20takten,2050%2C%20og%20hele%2010%2C4%20milliarder%20mennesker%20i%202100.>

Framnes, R., Huse, H., Pettersen, Arve & Thjømøe, H. M. (2018). *Markedsføringsledelse* (utg. 10.). Universitetsforlaget.

Jacobsen, D. I. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (2. utg.). Cappelen Damm AS.

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

Lopes da Costa, R., Geraldes, R., & Geraldes, J. (2019). VRIO: Static or dynamic?. Proceedings of the 2019 European Academy of Management:(EURAM 2019).

Mossige, I., & Vorren, M. (2021). Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Mowi ASA (Master's thesis).

Mowi ASA (u.å.a). *About us*. Hentet 25. februar 2024 fra <https://mowi.com/about-us/>

Mowi ASA (u.å.b). *Our strategy*. Hentet 25. februar 2024 fra <https://mowi.com/about-us/our-strategy/>

Mowi ASA (u.å.c). *Global presence*. Hentet 25. februar 2024 fra <https://mowi.com/about-us/global-presence/>

Mowi ASA (u.å.d). *Investor reports*. Hentet 5. mars 2024 fra <https://mowi.com/investors/reports/>

Mowi ASA (u.å.e). *Mowi Feed*. Hentet 7. mars fra <https://mowi.com/no/om-oss/var-struktur/mowi-feed/>

Mowi ASA (2024). *Annual report 2023*. Hentet 25. april fra https://mowi.com/wp-content/uploads/2024/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2023.pdf

Norges-Bank (2024). *Statslån – Generiske renter*. Hentet 26. mars 2024 fra <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?frequency=B&startdate=2023-03-26&stopdate=2024-03-26>

- Norsk kylling (2022). *Ansvarsrapport 2021*. Hentet 15. mars fra <https://www.norsk-kylling.no/nyheter/ansvarsrapport-2021/>
- Norsk sjømatråd (2022). *Slik går det for den norske laksen frem mot 2030*. Hentet 30. mars 2024 fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/slik-gar-det-for-den-norske-laksen-frem-mot-2030/>
- Regjeringen (2023a). *Regjeringens forslag om grunnrenteskatt på havbruk*. Hentet 2. mars 2024 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-forslag-om-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2968430/>
- Regjeringen (2022). *Grunnrenteskatt på havbruk*. Hentet 2. mars 2024 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>
- Regjeringen (2023b). *Skattesatser 2024*. Hentet 14. april 2024 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2024/id2997174/>
- Tradingview (2024). *Grieg Seafood*. Hentet 11. mars 2024 fra <https://www.tradingview.com/symbols/OSL-GSF/financials-overview/>
- Tradingview (2024). *Mowi ASA*. Hentet 27. mars <https://www.tradingview.com/symbols/OSL-MOWI/financials-overview/>
- PwC (2024). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet 26. mars 2024 fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard business review*, 86(1), 78.
- Pesic, M. A., Milic, V. J., & Stankovic, J. (2013). Application of VRIO framework for analyzing human resources' role in providing competitive advantage. *Tourism & Management Studies*, (2), 575-586.