



UiT Norges arktiske universitet

Fakultet for biovitenskap, fiskeri og økonomi, Handelshøyskolen ved UiT

## **Verdsettelse av Mowi ASA**

Markus Vaughan Nilssen og Tobias Ringstad

Masteroppgave i Strategisk ledelse og økonomi, BED-3910, juni 2022

# MOWI®

# Sammendrag

I denne avhandlingen har vi gjennomført en verdsettelse av Mowi ASA (Mowi). Hensikten har vært å estimere aksjeverdien til Mowi 31.12.21, samt utarbeide en kjøps-, hold- eller salgsanbefaling. Tilnærmingen som nyttes er fundamental verdsettelse og herunder total kapitalmetoden. Til slutt presenteres en handlingsstrategi basert på estimert verdi og aksjekursen til Mowi på Oslo Børs.

Mowi er verdensledende innen oppdrett av atlantehavslaks, og har som eneste aktør implementert fôrproduksjon som en del av verdikjeden. Selskapet har en kostnadslederstrategi som innebærer at de har et stort fokus på å effektivisere produksjonen. Oppdrettsbransjen har vært i sterk vekst, og har et potensiale for å innta en større del av matforbruket globalt.

Lønnsomhetsanalysen viser at selskapet har en avkastning på investert kapital for alle år over 10%, som indikerer at selskapet øker sin verdi. Mowi har en lavere total kapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet enn de komparative selskapene, men analysene viser en tilfredsstillende rentabilitet. Videre viser lønnsomhetsanalysen en god soliditet og likviditet for selskapet. Vi har identifisert at lakseprisene og råvareprisene påvirker lønnsomheten i bransjen i stor grad.

Den strategiske analysen viser at bransjen treffer godt på makrotrendene, og det vurderes derfor som at framtidsutsiktene i bransjen er gode. For fremtidsprognosene legger avhandlingen derfor til grunn økt slaktevolum og salgsinntekter. Videre har vi identifisert at Mowi har midlertidig konkurransefortrinn innen fôrproduksjon og diversifisert drift. De største utfordringene bransjen står ovenfor i fremtiden er en sterkt regulert og miljøskadelig drift.

Med utgangspunkt i historisk regnskap og strategisk analyse beregnes fremtidige kontantstrømmer til total kapitalen. I den fundamentale verddivurderingen kommer vi frem til en aksjepris på 205,4NOK per 31.12.21. Den komparative tilnærmingen nyttes for å kontrollere egne funn. Ved bruk av multipler får vi en aksjekurs på 190,9NOK. Den fundamentale verdsettelsen vektet med 90%, og den komparative med 10%. Vår konklusjon er at Mowi sin aksjepris er 204NOK per 31.12.21, sammenliknet med 209NOK på Oslo Børs samme dato. Handlingsstrategien blir derfor en holdanbefaling.

## Forord

Denne masteravhandlingen inngår som en avsluttende del av studiet i Strategisk ledelse og økonomi ved Universitetet i Tromsø. Den utgjør 30 studiepoeng, og er skrevet våren 2022. Avhandlingen er en fundamental verdsettelse av Mowi.

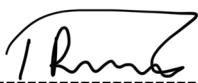
Vi besluttet tidlig i studiet å gjennomføre en verdsettelse i den avsluttende masteravhandlingen. Bakgrunnen for valget er interessen vi utviklet etter faget Økonomisk styring og finansiell analyse i første semester. Vi fikk en inngående kjennskap til den finansielle analysen frem til verdsettelsen av et selskap. Ettersom begge har en bachelorgrad fra Krigsskolen, ønsket vi derfor en større forståelse for finansfaget.

Valget av selskap er basert på oppdrettsbransjen sin nåværende og fremtidige rolle i samfunnet. Vi anser bransjen som spennende med et stort potensial til å utvikle lønnsomheten og bærekraften til næringslivet i Norge. Videre valgte vi Mowi ettersom de er det største selskapet i bransjen, og har en verdensledende posisjon. Vi anser de som viktig for å bevare Norge sin posisjon innen oppdrett av atlantehavslaks. Til slutt var det viktig for oss å velge et selskap som er notert på Oslo Børs, da det gjør det lettere å innhente informasjon.

Arbeidet med masteravhandlingen har vært spennende, lærerikt og utfordrende. Vi har spesielt kjent på at det er en tidkrevende prosess, ettersom vi begge er i 100% stilling ved siden av studiet. Samtidig har vi fått en dypere forståelse innen finans og regnskap, som vi tar med oss videre ut til nye utfordringer i arbeidslivet.

Avslutningsvis vil vi rette en stor takk veileder Ove Roy Schjølberg for gode innspill og støtte i utarbeidelsen av avhandlingen.

Oslo, mai 2022



Tobias Ringstad



Markus Vaughan Nilssen

# Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>Innledning .....</b>	<b>1</b>
1.1	Relevans .....	1
1.2	Formål og problemstilling .....	1
1.3	Avgrensninger .....	1
<b>2</b>	<b>Presentasjon av Mowi og bransjen .....</b>	<b>2</b>
2.1	Selskapet.....	2
2.2	Strategi .....	4
2.3	Organisering .....	4
2.3.1	Fôr. ....	4
2.3.2	Oppdrett.....	5
2.3.3	Salg og markedsføring. ....	6
2.4	Bransjen.....	6
2.4.1	Laks som matvare.....	7
2.4.2	Bransjespesifikke forhold.....	8
2.4.3	Komparative selskaper i bransjen .....	9
2.4.4	Oppsummering av selskapet og bransjen .....	11
<b>3</b>	<b>Teori.....</b>	<b>12</b>
3.1	Verdivurdering .....	12
3.1.1	Den fundamentale verdivurderingen .....	13
3.1.2	Komparativ verdivurdering .....	14
3.1.3	Opsjonsbasert tilnærming.....	14
3.1.4	Valg av verdsettelsestilnærming .....	15
3.1.5	Markedseffisiens .....	18
3.2	Strategisk analyse .....	18
3.2.1	Makroanalyse .....	19
3.2.2	Porters fem konkurransekrefter .....	19
3.2.3	VRIO .....	19
3.2.4	SWOT.....	20
<b>4</b>	<b>Metode.....</b>	<b>20</b>
4.1	Undersøkellesdesign .....	20
4.2	Valg av metode.....	21
4.3	Datainnsamling og -analyse .....	22
4.4	Dataestimering .....	23
4.5	Gyldighet og troverdighet .....	24
<b>5</b>	<b>Analyse av historisk informasjon.....</b>	<b>25</b>

5.1	Valg av analyseperiode .....	26
5.2	Analyse av regnskapstallene .....	26
5.2.1	Historiske tall .....	26
5.2.2	Omgruppert og normalisert resultatregnskap. ....	27
5.2.3	Omgruppering av balanse.....	29
5.3	Nøkkeltallanalyse .....	31
5.3.1	Salgsinntekter .....	31
5.3.2	Varekostnader.....	31
5.3.3	Resterende nøkkeltall .....	32
5.4	Lønnsomhetsanalyse .....	33
5.4.1	ROIC .....	33
5.4.2	Totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet .....	34
5.5	Soliditet og likviditet.....	36
5.5.1	Soliditet .....	36
5.5.2	Likviditet .....	37
5.6	Oppsummert lønnsomhet-, soliditet- og likviditetsanalyse.....	38
<b>6</b>	<b>Strategisk analyse.....</b>	<b>38</b>
6.1	Makroanalyse .....	38
6.1.1	Populasjonsvekst .....	39
6.1.2	Helse.....	40
6.1.3	Utnyttelse av ressurser .....	41
6.1.4	Voksende middelklasse .....	42
6.1.5	Aldrene populasjon .....	42
6.1.6	Klima- og miljøendringer.....	43
6.1.7	Oppsummering makroanalysen.....	43
6.2	Porters Five Forces.....	44
6.2.1	Trusler fra nye konkurrenter .....	44
6.2.2	Leverandørmakt .....	45
6.2.3	Kunders forhandlingsmakt .....	46
6.2.4	Trusler fra substitutter .....	46
6.2.5	Trusler fra eksisterende konkurrenter .....	47
6.2.6	Oppsummering Porter .....	47
6.3	VRIO – Interne kapabiliteter.....	48
6.3.1	Fôrproduksjon .....	48
6.3.2	Forskning og utvikling (FoU) .....	49
6.3.3	Diversifisert drift .....	50
6.3.4	Oppsummering VRIO .....	50

6.4	SWOT – Oppsummering av strategisk analyse.....	51
<b>7</b>	<b>Estimering av avkastningskrav.....</b>	<b>52</b>
7.1	Egenkapitalkostnaden.....	52
7.1.1	Risikofri rente.....	53
7.1.2	Egenkapitalbeta .....	53
7.1.3	Markedets risikopremie.....	54
7.2	Gjeldskostnad .....	55
7.3	Totalkapitalens avkastningskrav .....	56
<b>8</b>	<b>Prognostisering av kontantstrøm.....</b>	<b>57</b>
8.1	Prognosemodell.....	58
8.2	Inntekter .....	59
8.3	Varekostnader.....	60
8.4	Lønnskostnader .....	61
8.5	Andre kostnader .....	61
8.6	Investeringer og avskrivninger.....	62
8.7	Arbeidskapital .....	62
8.8	Skatt.....	62
8.9	Resterende poster .....	62
8.10	Fri kontantstrøm .....	63
8.11	Terminalverdi .....	63
<b>9</b>	<b>Fundamental verdsettelse .....</b>	<b>64</b>
9.1	Sensitivitetsanalyse .....	64
<b>10</b>	<b>Komparativ verdsettelse .....</b>	<b>65</b>
10.1	Price to Earnings (P/E).....	66
10.2	Price-to-book.....	66
10.3	EV/EBITDA.....	67
10.4	EV/Kg.....	67
10.5	Oppsummering av komparativ verdivurdering .....	68
<b>11</b>	<b>Oppsummering og handlingsstrategi .....</b>	<b>68</b>
11.1	Oppsummering .....	68
11.2	Handlingsstrategi.....	70
	<b>Referanseliste.....</b>	<b>71</b>

## Tabelliste

Tabell 1: Driftsresultat Mowi 2016-2021.....	26
Tabell 2: Omgruppert regnskap Mowi 2016-2021.....	29
Tabell 3: Omgruppert balanseregnskap Mowi 2016-2021.....	30
Tabell 4: Investert kapital Mowi 2016-2021.....	31
Tabell 5: Nøkkeltall Mowi 2016-2021.....	31
Tabell 6: ROIC Mowi 2016-2021.....	34
Tabell 7: Oppsummering Porters konkurransekrefter Mowi.....	48
Tabell 8: Oppsummering VRIO Mowi.....	51
Tabell 9: Lånerente Mowi.....	56
Tabell 10: Gjeldskostnad Mowi.....	56
Tabell 11: Totalkapitalens avkastningskrav Mowi.....	56
Tabell 12: Slaktevolum og inntjening Mowi 2016-2021.....	60
Tabell 13: Laksepris og slaktevolum Mowi 2016-2021.....	60
Tabell 14: Varekostnader Mowi 2016-2021.....	61
Tabell 15: Lønnskostnader Mowi 2016-2021.....	61
Tabell 16: Andre kostnader Mowi 2016-2021.....	61
Tabell 17: Investeringer og avskrivninger Mowi 2016-2021.....	62
Tabell 18: Arbeidskapital Mowi 2016-2021.....	62
Tabell 19: Skattesats Mowi 2016-2021.....	62
Tabell 20: Fri kontantstrøm Mowi.....	63
Tabell 21: Terminalverdi Mowi.....	64
Tabell 22: Fundamental verdsettelse Mowi.....	64
Tabell 23: Sensitivitetsanalyse Mowi.....	64
Tabell 24: Pris per fortjeneste Mowi.....	66
Tabell 25: Price-to-book Mowi.....	66
Tabell 26: EV/EBITDA Mowi.....	67
Tabell 27: EV/Kg Mowi.....	67
Tabell 28: Oppsummering multippelanalyse Mowi.....	68
Tabell 29: Endelig verdiestimat Mowi.....	70

# Figurliste

Figur 1: Historien til Mowi ASA (Mowi ASA, 2021a, s. 3).....	3
Figur 2: Aksjekurs Mowi juli 2017 til januar 2022 (Nordnet, 2022a).....	3
Figur 3: Mowi verdikjede (Mowi ASA, 2022a, s. 15).....	4
Figur 4: Mowi fôrproduksjon (Mowi ASA, 2022a, s. 4).....	5
Figur 5: Mowi slaktevolum (Mowi ASA, 2022a, s. 5).....	5
Figur 6: Global produksjon av atlantehavslaks 2005–2018 per 1 000 tonn (Regjeringen, NOU 2019: 18, s. 65).....	7
Figur 7: Atlantehavslaks som del av global kilde til inntak av protein (Mowi ASA, 2021c, s. 11).....	8
Figur 8: Lakseprisen sin utvikling i euro fra 2010 til 2021.....	9
Figur 9: Verdens 20 største lakseoppdrettere (Berge, 2020).....	10
Figur 10: Aksjeprisen til Lerøy Seafood Group fra juli 2017 til januar 2022 (Nordnet, 2022b).....	10
Figur 11: Aksjeprisen til SalMar fra juli 2017 til januar 2022 (Nordnet, 2022c).....	11
Figur 12: Aksjepris for Grieg Seafood fra juli 2017 til januar 2022 (Nordnet, 2022d).....	11
Figur 13: Sammenheng mellom EBITDA og salgsinntekter Mowi 2016-2021.....	27
Figur 14: Totalkapitalrentabilitet Mowi og komparative selskaper 2016-2021.....	35
Figur 15: Egenkapitalrentabilitet Mowi og komparative selskaper 2016-2021.....	35
Figur 16: Finansieringsgrad Mowi og komparative selskaper 2016-2021.....	36
Figur 17: Egenkapitalandel og gjeldsgrad Mowi og komparative selskaper 2016-2021.....	37
Figur 18: Likviditetsgrad Mowi og komparative selskaper 2016-2021.....	38
Figur 19: Globale makrotrender innen etterspørsel av laks (Mowi ASA, 2021c, s. 19).....	39
Figur 20: Spådd endring i matproduksjon fra 2010-2050 (EAT-Lancet Commission, 2019, s. 21).....	40
Figur 21: Norsk lakseproduksjon volummessig i forhold til annen oppdrett av fisk (Norsk Industri, 2017, s. 9).....	41
Figur 23: SWOT Mowi.....	51
Figur 24: Slaktevolum og salgsinntekter Mowi 2016-2022.....	59
Figur 25: Handlingsstrategi for Mowi 31.12.21.....	70



# 1 Innledning

Innledningsvis vil vi presentere hvorfor denne avhandlingen er relevant. Deretter vil vi beskrive bakgrunnen og formålet med avhandlingen, før vi presenterer problemstillingen. Til slutt vil vi redegjøre for avhandlingens avgrensninger.

## 1.1 Relevans

Havbruksnæringen i Norge har utviklet seg mye de siste årene, og er Norges nest største eksportnæring. Næringen produserer bærekraftig mat, skaper viktige arbeidsplasser og verdier for Norge (Regjeringen, 2021). Norge er verdensledende innenfor oppdrett av atlanterhavslaks, og Mowi er verdens største oppdrettsselskap (Mowi ASA, 2022c). Mowi har derfor en sentral rolle innen havbruksnæringen, og i utviklingen av en bærekraftig matproduksjon i Norge.

Oppdrettsbransjen er sterkt regulert av myndighetene, og en allokering av samfunnets ressurser basert på riktig prising er derfor avgjørende. Vi vil se på eksterne og interne faktorer som påvirker Mowi, og om oppdrettsbransjen sin utvikling kommer til å fortsette de neste årene. Analysene i avhandlingen vil videre bidra til å estimere Mowi sin nåverdi, som er av interesse for nåværende og fremtidige investorer. Med bakgrunn i overnevnte anser vi derfor en verdsettelse av Mowi som relevant.

## 1.2 Formål og problemstilling

Formålet med denne masteravhandlingen er å gjennomføre en verdsettelse av Mowi. Estimater vi kommer frem til vil vi sammenlikne med aksjekursen på Oslo Børs. Avhandlingen vil være investorrettet med en kjøps-, hold-, eller salgsanbefaling. Vi ønsker derfor å undersøke følgende problemstilling:

*Hva er den estimerte prisen per aksje for Mowi per 31. desember 2021?*

Videre vil et forskningsspørsmål i avhandlingen være:

*Hvilken handlingsstrategi anbefales, med bakgrunn i endelig verdiestimering?*

## 1.3 Avgrensninger

Avhandlingen vil ta for seg en analyseperiode for 2016-2021. Mowi sine årsregnskaper før 2016 er oppgitt i norske kroner, og de senere i euro. Vi har derfor valgt å ikke benytte regnskapstallene før 2016, og vi anser seks år med regnskapsinformasjon som tilstrekkelig for

avhandlingen. Videre vil avhandlingen kun bruke offentlig informasjon som årsrapporter, bransjerapporter, nyhetsartikler og lignende.

For de komparative selskapene har vi valgt å ekskludere regnskapstallene for 2021. Årsregnskapene ble utgitt mot slutten av avhandlingen på hjemmesiden til selskapene. Grunnet tid tilgjengelig, har vi valgt å se bort fra regnskapstallene i 2021 for de komparative selskapene. Vi anser perioden 2016-2020 som tilstrekkelig for analysene selskapene inkluderes i.

## **2 Presentasjon av Mowi og bransjen**

I denne delen av avhandlingen skal vi presentere selskapet Mowi og oppdrettsbransjen. Innledningsvis vil vi presentere selskapet og historien. Videre vil vi se på strategien og organiseringen til selskapet, før vi gir en beskrivelse av bransjen.

### **2.1 Selskapet**

Mowi er verdens største produsent av atlantehavslaks, målt både i volum og omsetning. De tilbyr sjømatprodukter til omtrent 70 land, og er representert i 25 land (Mowi ASA, 2022b). I 2021 hadde de et driftsresultat på 602,2MEUR og et slaktevolum på 465 600 tonn. Det utgjør omtrent 20% av det totale markedet (Mowi ASA, 2022a, s. 10).

Historien til Mowi startet i 1964 med fiskeoppdrett på privat eiendom. I 1969 kjøpte Norsk Hydro opp 50% av selskapet, og kort tid etter byttet de navn til Hydro Seafood (Bryhn & Antonsen , 2021). I senere tid har de vært gjennom flere oppkjøp og navneendringer. I dag er selskapet verdensledende under navnet Mowi, som de endret til i 2018. Under presenterer vi en tidslinje for de viktigste hendelsene i selskapets historie (Mowi ASA, 2021a, ss. 2-3).

1964	1969	1975-76	1980-2005	2006-2007
Eventyret starter i elvene Vosso og Årøy.	Første smolten blir sjøsaft, og Hydro kjøper 50 prosent av Mowi.	Mowi blir et kjent lokalt varemerke, og avlingen starter.	Several M&As og Norsk Hydro overtar 100 prosent eierskap, og endrer navn til Marine Harvest.	Marine Harvest Group etableres av de tre selskapene Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood.
2012	2013	2018	2020	2021
Gruppen oppretter en egen fôrproduksjon, og styrker egen integreert verdikjede.	Morpol blir endel av Marine Harvest Group.	Selskapet bytter navn til Mowi, og lanserer Mowi brand.	Selvforsynt med fôr i Europa, og Mowi lanseres i franske butikker og i US på nett.	Anerkjent som verdens mest bærekraftige animalske proteinprodusent for tredje året på rad

Figur 1: Historien til Mowi ASA (Mowi ASA, 2021a, s. 3).

I grafen presentert under ser vi utviklingen av Mowi sin aksjepris fra juli 2017 til desember 2021. Fra ultimo desember 2017 har prisen på aksjekursen til Mowi gått fra 138NOK til 209NOK ultimo desember 2021. Av grafen ser vi at det var en markant stigning fra 2018 til 2020, deretter falt kursen i 2020 som et resultat av Covid-19, før den har steget fra januar 2021 til desember 2021. Kursfallet i 2020 er ikke unikt for Mowi, da vi ser den samme trenden i Oslo Børs Indeks.



Figur 2: Aksjekurs Mowi juli 2017 til januar 2022 (Nordnet, 2022a).

## 2.2 Strategi

Strategi kan forklares som en teori om hvordan og hvorfor et selskap skal konkurrere seg til suksess (Supphellen, Thorbjørnsen, & Troye, 2014, s. 352). Posisjonen selskapet har i en bransje kan ha en innvirkning på hvilken strategi som blir valgt, og Mowi er verdensledende innen lakseoppdrett. Visjonen til selskapet er å lede den blå revolusjonen, og konsernsjefen hevder at mat fra havet er en seier både for folket, planeten og økonomien (Mowi ASA, 2021a, s. 13). Mowi sin strategi er å bli markedsledende gjennom å integrere hele verdikjeden, samt effektivt løse problemer knyttet til bærekraftig fôr, oppdrett og genetikk (Mowi ASA, 2021a, s. 15).

Basert på overnevnte ser vi at Mowi sin strategi omhandler en integrert verdikjede. Vi anser dette som en form for kostnadslederstrategi. Det innebærer at organisasjonen skaper konkurransefortrinn gjennom muligheten til å tilby billigere tjenester eller varer enn konkurrentene (Barney & Hesterly, 2019, s. 120). Mowi har et stort fokus på produksjonseffektivitet gjennom å integrere alle delene av verdikjeden i selskapet. De fokuserer spesielt på begrepet cost in box, som er en indikator på produksjonseffektivitet (Mowi ASA, 2022a, s. 261).

## 2.3 Organisering

Mowi sine største anlegg finner vi i Norge og Skottland. I figuren under presenteres verdikjeden som også forklarer organiseringen til Mowi. Leddene i verdikjeden kan vi dele opp i fôrproduksjon, oppdrett, samt salg og markedsføring.



Figur 3: Mowi verdikjede (Mowi ASA, 2022a, s. 15).

### 2.3.1 Fôr.

Fôr er den største kostnadsdriveren i akvakultur, og Mowi var fra 2020 selvforsynt med fôr i Europa (Mowi ASA, 2021b). Tabellen under presenterer antall tonn fôrproduksjonsanlegget i Norge og Skottland produserte fra 2017-2021. Mowi produserer et spesialtilpasset fôr til deres laksestamme, og fokuserer på forskning innen nye, effektive og bærekraftige fôringredienser (Mowi ASA, 2021b).

## Feed

Country	Capacity	Production				
		2021	2020	2019	2018	2017
Norway	400 000	358 769	389 750	353 310	348 402	305 174
Scotland	240 000	123 133	150 576	51 883	—	—
<b>Total</b>	<b>640 000</b>	<b>481 902</b>	<b>540 326</b>	<b>405 193</b>	<b>348 402</b>	<b>305 174</b>

Figur 4: Mowi fôrproduksjon (Mowi ASA, 2022a, s. 4).

Fôr hadde alene i 2021 en EBIT på 18,4MEUR, som er en nedgang fra rekordåret i 2020 på 31,2 MEUR (Mowi ASA, 2022a, s. 33). Det skyldes i hovedsak høyere kostnader på råvarer, men også lavere produksjonsvolum. Selskapet utnytter ikke den totale kapasiteten på anleggene, som skyldes at selskapet produserer mer enn de klarer å selge (Mowi ASA, 2022a, s. 33).

### 2.3.2 Oppdrett.

Mowi har et fokus på konvensjonelt oppdrett av laks (Mowi ASA, 2021b). I figuren under ser vi at de har oppdrettsanlegg i Norge, Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene. Innen oppdrett er salgsvolum, kostnader og bærekraft de tre pilarene selskapet jobber med å utvikle (Mowi ASA, 2022a, s. 8). Mowi nådde et nytt rekordår for oppdrett i 2021, med 6% høyere slaktevolum enn i 2020. Norge og Skottland var de store driverne for de gode resultatene, med bakgrunn i gode vekstforhold og smoltbestand (Mowi ASA, 2022a, s. 33).

## Farming

Country	Guidance 2022	Harvest volume GWT				
		2021	2020	2019	2018	2017
Norway	272 000	273 204	262 016	236 880	230 427	210 152
Chile	71 000	65 958	64 570	65 688	53 165	44 894
Canada	37 000	45 311	43 953	54 408	39 267	39 389
Scotland	65 000	64 405	52 739	65 365	38 444	60 186
Ireland	6 000	6 790	7 961	6 650	6 238	9 745
Faroes	9 000	9 932	8 590	6 913	7 697	5 980
<b>Total</b>	<b>460 000</b>	<b>465 600</b>	<b>439 829</b>	<b>435 904</b>	<b>375 237</b>	<b>370 346</b>

Figur 5: Mowi slaktevolum (Mowi ASA, 2022a, s. 5).

Mowi presenterer en forventning med nedgang i slaktevolum for 2022. Det skyldes i hovedsak flere miljømessige og biologiske tilbakefall i produksjonen i Canada. Derfor har Mowi redusert

produksjonen i Canada. Likevel har de mye potensiale med flere lisenser som ikke er benyttet, og selskapet ser derfor et potensiale for stor vekst i fremtiden (Mowi ASA, 2022a, s. 8). Det vurderes derfor at slaktevolumet vil ha en positiv vekst i fremtiden.

Videre fokuserer Mowi på å digitalisere verdikjeden gjennom Smart Farming, og har et mål om å implementere det i alle operasjoner i Norge innen 2025 (Mowi ASA, 2022a, s. 140). Det innebærer å utvikle maskiner for å forstå hva som skjer under havets overflate, og dermed ta bedre vare på fisken (Mowi ASA, 2022a, s. 140). Smart Farming kan bidra til bedre resultater innen oppdrett for Mowi i fremtiden, spesielt gjennom å redusere kostnader til produksjon og økt fiskevelferd.

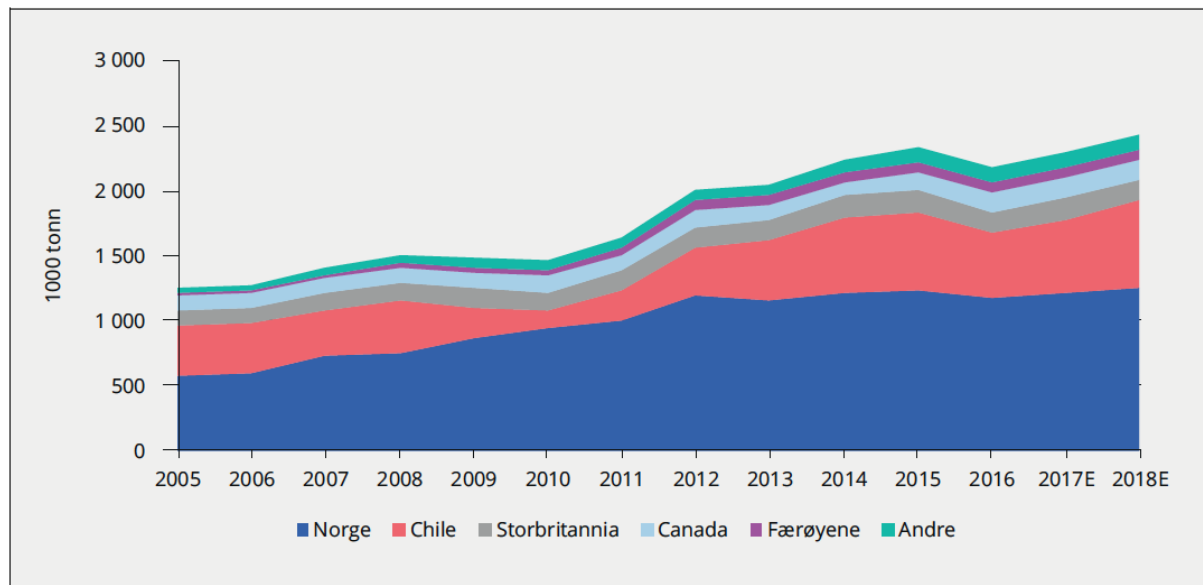
### **2.3.3 Salg og markedsføring.**

Salg og markedsføring i Mowi skal skape verdi for kunder gjennom å utvikle og produsere produkter etter kundens ønsker (Mowi ASA, 2021b). Det innebærer alle nedstrømsaktiviteter, inkludert den stadige voksende produksjonen av produkter som er forbrukerklare (Mowi ASA, 2022a, s. 8). De operasjonelle resultatene for salg og markedsføring oppnådde et rekordår i 2021, med en operasjonell EBIT på 95,5MEUR (Mowi ASA, 2022a, s. 8). I 2018 lanserte Mowi egen merkevare, men satsningen ble delvis utsatt på grunn av Covid-19. Likevel har Mowi fått en god effekt av elektronisk handel i Amerika, samt flere nylanseringer i blant annet England, Italia og Spania i 2021 (Mowi ASA, 2022a, s. 9). Gode tilbakemeldinger og større etterspørsel fører dermed til stor tro på merkevaren, og det blir et viktig fokusområde fremover. I 2013 innlemmet selskapet Morpol som en del av Mowi. Det er et viktig samarbeid for selskapets salg av ferdigprodukter, og i så måte en viktig del av salg og markedsføring.

## **2.4 Bransjen**

Fiskeoppdrett er en form for akvakultur som er i rask utvikling, og Norge er verdens største eksportør av oppdrettslaks (Miljødirektoratet, 2021). 97,5% av oppdrett i Norge består av laks, 2,3% er rensefisk som brukes for å redusere antall lakselus, og de to siste promillene består av annen type fisk (Misund, 2021). Med bakgrunn i dette er nærmest hele Norges produksjon av oppdrettsfisk basert på laks. Det er samtidig flere leverandører av oppdrettslaks, og langs Norges kyst finnes det rundt 1100 lakseoppdrettsanlegg (Miljødirektoratet, 2021). Laks innebærer flere artstyper av familien salmonidae, og inkluderer andre artsfamilier som ørret. Det finnes oppdrett av de fleste artene, men det er atlantehavslaks som er den vanligste oppdrettslaksen.

Nærmest alt av atlantehavslaks som distribueres i markedet er fra oppdrett, selv om den også finnes vill. Atlantehavslaks har hatt en vekst på mer enn 1000% siden 1990, men er fortsatt liten i forhold til andre typer sjømat (Mowi ASA, 2021c, s. 14). Som vist i figuren under er Chile, Storbritannia, Canada og Færøyene landene globalt som produserer henholdsvis mest etter Norge.

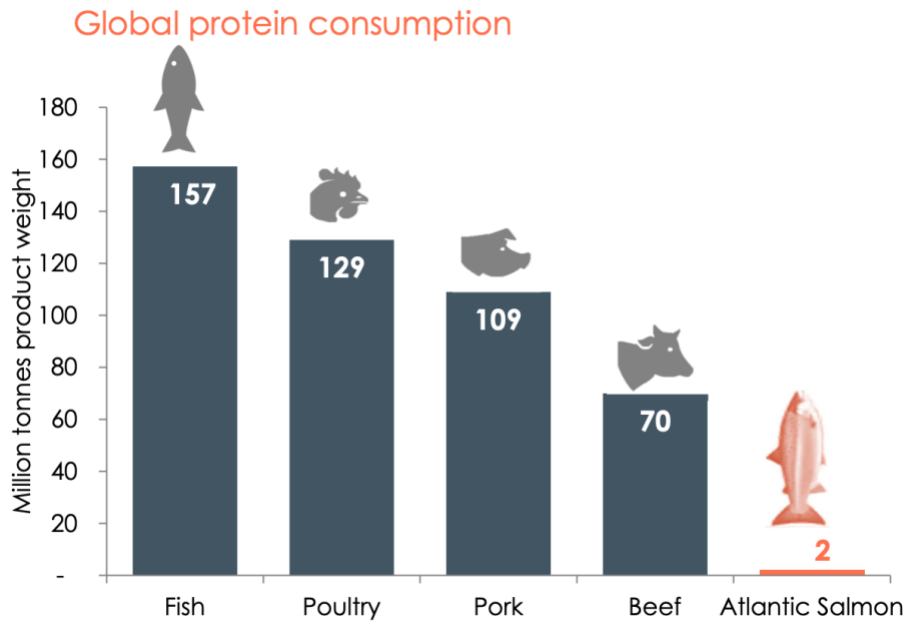


Figur 6: Global produksjon av atlantehavslaks 2005–2018 per 1 000 tonn (Regjeringen, NOU 2019: 18, s. 65).

En stor utfordring i oppdrettsnæringen er lakserømming og lakselus, samt at utslipp fra oppdrett kan forurense miljøet rundt anleggene (Miljødirektoratet, 2021). Det er derfor enkelte tiltak som er pålagt oppdrettere slik at driften er miljømessig bærekraftig. Det innebærer tiltak mot rømming av oppdrettsfisk, lakselus og tiltak for å redusere utslipp av næringsalter (Miljødirektoratet, 2021).

### 2.4.1 Laks som matvare

Laks er sett på som en næringsrik matkilde ettersom den inneholder mye Omega 3, mineraler som for eksempel jod, vitaminer som D og B12, og er en god kilde for protein av høy kvalitet som er lett å fordøye (Mowi ASA, 2021c, s. 21). Fisk utgjør likevel kun en liten andel av proteinkilder som produseres for menneskelig forbruk, kun 7% (Mowi ASA, 2021c, s. 10). Resterende proteinkilder kommer hovedsakelig fra grønnsaker og annet type kjøtt. Likevel er fisk øverst på listen over de kjøttbaserte kildene til protein som vist i figuren under. Atlantehavslaks derimot utgjør kun en liten del av forbruket (Mowi ASA, 2021c, s. 11). Laksen som matvare produserer 28% protein per enhet matprotein den mates med. Det er spesielt effektivt i forhold til storfe på 13% og svin på 21% (Mowi ASA, 2021c, s. 22). Dermed har laks et stort potensial og burde bli en større del av matforbruket i samfunnet.



Figur 7: Atlanterhavslaks som del av global kilde til inntak av protein (Mowi ASA, 2021c, s. 11).

## 2.4.2 Bransjespesifikke forhold

Globalt har akvakultur siden 2016 vært hovedleverandøren av fisk for menneskelig forbruk. I 2020 var 54% av forbruket oppdrettsfisk, noe som forventes å øke i årene fremover (Mowi ASA, 2021c, s. 12). Trenden viser at villfangsten har stagnert, og oppdrettsfisken sin posisjon styrkes. Det er dermed gode framtidsutsikter for oppdrettsbransjen og lakseoppdrett. På denne måten går bransjen i en positiv retning. Samtidig er det enkelte faktorer som kan true oppdrettsnæringen, blant annet lakselus og forurensning av miljøet.

### 2.4.2.1 Lakselus og miljøforurensning

I veikart for havbruksnæringen anbefaler Norsk Industri enkelte tiltak for å sikre sunn vekst innen lakseoppdrett. Med tanke på lakselus anbefaler de oppretting av uavhengige telleteam for at lusetellingen skal bli objektiv og kvalitetssikker, samt avgift på antall lakselus fra 2022 (Norsk Industri, 2017, s. 16). Grunnen til at lakselusen er et stort problem er at det begrenser produksjonen, men også fordi velferden til fisken begrenses. Hovedproblemet med lakselus er at den påfører fisken skader, og gjør dermed fisken mer mottakelig for bakterier (Havforskningsinstituttet, 2021). Det er med på å øke produksjonskostnadene med 4-5 kroner per produserte kilo fisk (Norsk Industri, 2017, s. 24).

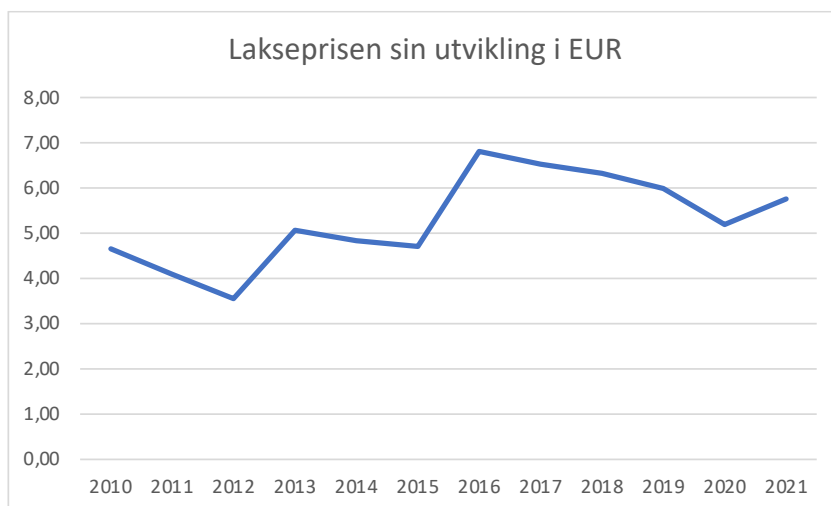
Videre påvirker også lakselusen miljøet og villaksen utenfor anleggene. De største utfordringene er tilknyttet; lakselus som smittes til villaks fra oppdrettslaks, genetisk påvirkning av villaks som følge av rømming av oppdrettslaks, spredning av sykdom og utslipp av partikulære materialer (Norsk Industri, 2017, s. 35). Dette må oppdrettsbransjen være bevisst



og minimere for å bidra til en bærekraftig utvikling, samt opprettholde et godt renommé for bransjen. Myndighetene innførte i 2017 et trafikklyssystem som skal sørge for en bærekraftig utvikling av oppdrettsnæringen, og for å ikke utvide næringen der hvor påvirkningen er for stor på miljøet (Norsk Industri, 2017, s. 35).

#### 2.4.2.2 Prisdannelse og kostnadsutvikling

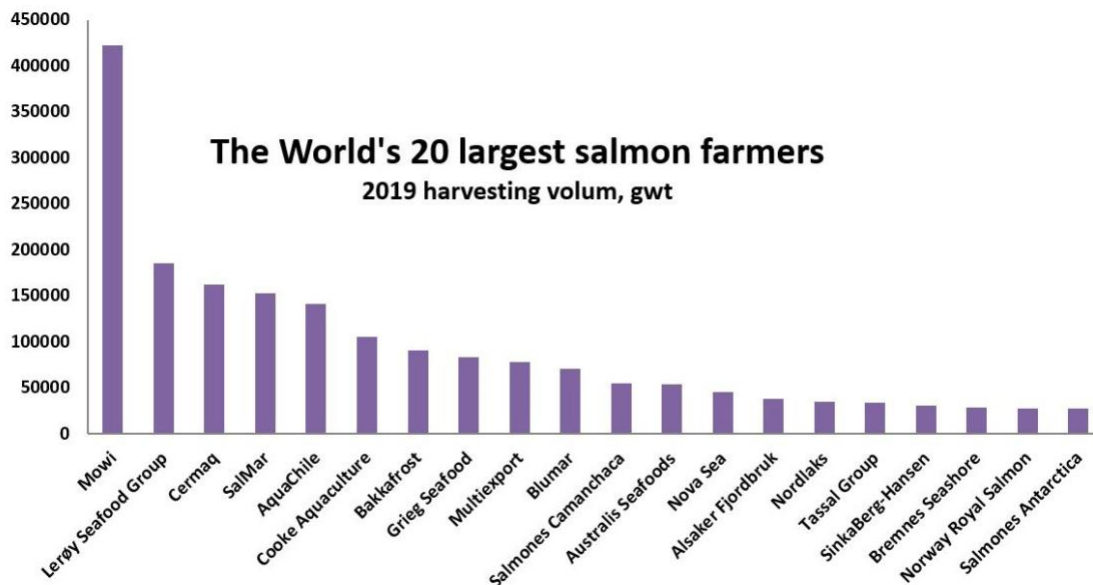
Oppdrettsnæringen betraktes som en syklisk bransje, og årsaken til dette er tett knyttet til lakseprisen. Grafen under presenterer den historiske utviklingen til lakseprisen fra 2010 til 2021. Denne varierer i stor grad, og er med på å påvirke inntjeningen til selskapene i bransjen. Det er også viktig å påpeke at lakseprisen varierer mye i inneværende år, hvor den i løpet av 2019 varierte helt fra 7,9EUR til 4,3EUR.



Figur 8: Lakseprisen sin utvikling i euro fra 2010 til 2021.

#### 2.4.3 Komparative selskaper i bransjen

Det er vesentlig at man sammenligner den økonomiske utviklingen med lignende selskaper i bransjen (Langli, 2016, s. 665). Samtidig er det vesentlig at valget av de komparative selskapene er overveid, og at selskapene faktisk er sammenlignbare med Mowi (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31). Det er derfor naturlig å velge de største firmaene som også driver med lakseoppdrett. Ettersom selskapene også burde være mest mulig like har vi valgt å se på norske selskaper. I tillegg har vi valgt selskaper som er notert på Oslo Børs, som gjør det lettere å sammenlikne regnskapstallene. I figuren under ser vi verdens 20 største lakseoppdrettsselskaper i 2019. Av denne ser vi at Mowi er helt klart størst, og de tre neste på listen er Lerøy Seafood Group, Cermaq og SalMar. Ettersom Cermaq ikke er listet på Oslo Børs har vi valgt å sammenlikne med Grieg Seafood.



Figur 9: Verdens 20 største lakseoppdrettere (Berge, 2020).

### 2.4.3.1 Lerøy Seafood Group

Lerøy Seafood Group er et verdensledende sjømatelskap som har sine røtter helt tilbake til 1899. Kjernevirksomheten i selskapet er produksjon av laks og ørret, fangst av hvitfisk, videreforedling, produktutvikling, markedsføring, samt salg og distribusjon av sjømat. Selskapet består av omtrent 5 000 ansatte, og distribuerer mat til 80 ulike land. Driftsresultatet til Lerøy i 2021 var 3 604MNOK. Hovedkontoret ligger i Bergen, og de driver fangst og havbruk langs hele kysten av Norge. Selskapet har fabrikker som produserer og pakker i store deler av Europa, samt USA, Kina og Japan (Lerøy, 2022). Under presenterer vi Lerøy sin aksjekurs fra juli 2017 til desember 2021.



Figur 10: Aksjeprisen til Lerøy Seafood Group fra juli 2017 til januar 2022 (Nordnet, 2022b).

### 2.4.3.2 SalMar

SalMar er en av verdens største og mest effektive produsenter av oppdrettslaks. Selskapet har oppdrettsaktiviteter langs kysten i Norge, fra Møre og Romsdal til Troms og Finnmark, samt

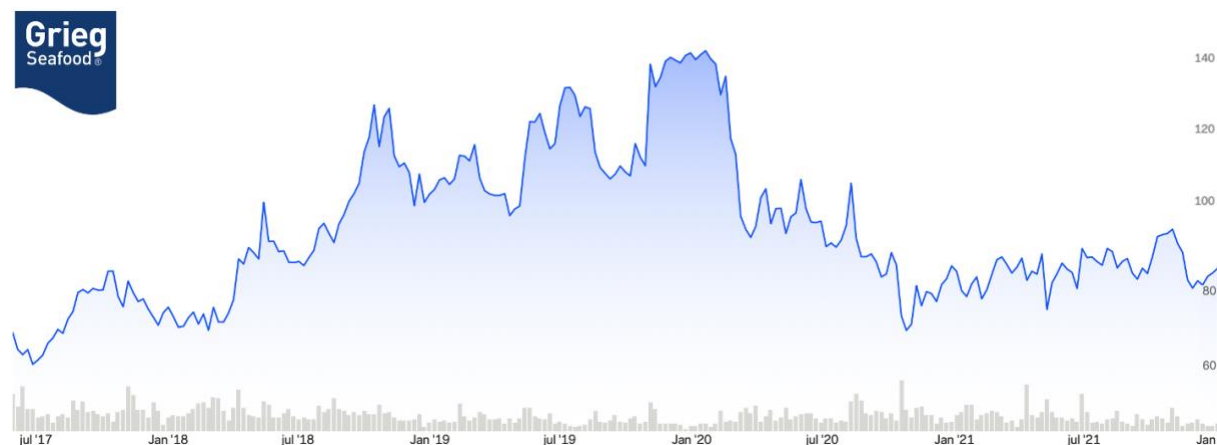
flere steder i Asia. I tillegg eier selskapet 51% av Icelandic Salmon AS og 50% Norskott Havbruk AS, som gjør at selskapet også er til stede på Island, Skottland, Shetland og Orkney Islands (Salmar, 2022). Driftsresultatet for SalMar i 2021 var 3 450MNOK. Under presenterer vi SalMar sin aksjekurs fra juli 2017 til desember 2021.



Figur 11: Aksjeprisen til SalMar fra juli 2017 til januar 2022 (Nordnet, 2022c).

### 2.4.3.3 Grieg Seafood

Grieg Seafood er et oppdrettsselskap med anlegg i Finnmark, Rogaland, British Columbia og Newfoundland. Deres hovedkontor er i Bergen, og selskapet har 750 ansatte i daglig drift (Grieg Seafood, 2022). Driftsresultatet for Grieg Seafood i 2021 var 442MNOK. Under presenterer vi Grieg Seafood sin aksjekurs fra juli 2017 til desember 2021.



Figur 12: Aksjepris for Grieg Seafood fra juli 2017 til januar 2022 (Nordnet, 2022d).

### 2.4.4 Oppsummering av selskapet og bransjen

Mowi fører en kostnadslederstrategi, som innebærer at de fokuserer på å effektivisere produksjonen. Selskapet er alene i bransjen om å kontrollere hele verdikjeden, gjennom å implementere segmentet fôrproduksjon. Kursutviklingen til selskapet har vært positiv, men med en negativ trend i 2020. Selskapet hadde 31.12.21 en pris per aksje på Oslo Børs til 209NOK.

Oppdrettsbransjen har vært i vekst, men andelen av atlantehavslaks er fremdeles marginal sammenliknet med annen sjømat globalt. Framtidsutsiktene i bransjen er gode, men vi har identifisert at bransjespesifikke forhold som laksepris og miljøutfordringer påvirker lønnsomheten.

Mowi er et mye større selskap basert på slaktevolum og driftsresultat, i forhold til de komparative selskapene. I tillegg blir det belyst at SalMar har en mye høyere aksjekurs enn både Mowi og de to andre selskapene. Disse faktorene kan dermed by på utfordringer for sammenligningen, men vi anser likevel alle selskapene til å være et godt nok sammenligningsgrunnlag for Mowi.

## **3 Teori**

I denne avhandlingen er det verdsettelse av et selskap som er formålet. Med bakgrunn i dette presenterer vi teori som er avgjørende for gjennomføringen av verdsettelse. Det innebærer i hovedsak teori om verdivurdering, og deretter verktøyene som nyttes for en strategisk analyse.

### **3.1 Verdivurdering**

En verdsettelse skal si noe om verdien til et selskap, og brukes til flere formål; blant annet ved kjøp og salg, investeringsanalyser, aksjehandel og verdiutvikling i bedriften (Kaldestad & Møller, 2016, s. 16). Det er forskjellige metoder for hvordan en verdsettelse kan gjennomføres, og det er viktig å legge til grunn en viss skepsis til verdivurderingene. Bakgrunnen for det er at de som utfører verdivurderinger har en agenda. Det kan være at de ønsker å påvirke mottakeren av vurderingene, eller at de gjør ukorrekte vurderinger (Kaldestad & Møller, 2016, s. 21). En verdivurdering er derfor ikke én enkel oppskrift, men baseres på subjektive valg og opplevelser fra den som gjennomfører vurderingen.

Det er vanskelig å si hvilken metode som er best. Metodene fører ofte til forskjellige antagelser, men kan likevel klassifiseres (Damodaran, 2012). Kaldestad og Møller har valgt å dele verdivurdering opp i fem forskjellige tilnærminger; inntjeningsbasert, markedsbasert, balansebasert, kostbasert og opsjonsbasert tilnærming (Kaldestad & Møller, 2016, s. 28). Det er likevel naturlig å dele verdsettelse inn i tre tilnærminger; fundamental verdivurdering, komparativ verdivurdering og opsjonsbasert verdivurdering (Damodaran, 2012, s. 11). Den fundamentale verdivurderingen og den inntjeningsbaserte som blir beskrevet av Kaldestad og Møller vil videre omtales som den fundamentale verdivurderingen, ettersom begge tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap kan forvente å generere fremover (Kaldestad

& Møller , 2016, s. 29). Videre tar den komparative verdivurderingen utgangspunkt i en sammenligning av selskaper og/eller eiendeler, i likhet med markedsbasert, balansebasert og kostbasert. Den opsjonsbaserte tilnærmingen er lik for både Damodaran og Kaldestad og Møller.

Før vi redegjør for de forskjellige tilnærmingene er det viktig å påpeke at den fundamentale verdivurderingen regnes som fundamentet for hvordan verdsettelse gjøres (Damodaran, 2012, s. 11). Det kommer frem ved at den komparative verdivurderingen ofte er den som er mest benyttet, men for at den skal gjennomføres korrekt er man avhengig av å forstå den fundamentale verdivurderingen (Damodaran, 2012, s. 11). Det samme gjelder for en opsjonsbasert tilnærming, hvor man ofte må starte med en metode hvor man diskonterer kontantstrømmen. Det er derfor vesentlig å forstå den fundamentale verdivurderingen.

### 3.1.1 Den fundamentale verdivurderingen

Tilnærmingen har sitt utgangspunkt i «present value rule», hvor verdien av eiendelen er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s. 11). Den tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap kan forventes å skape fremover. Det må lages prognoser for fremtidige kontantstrømmer, estimere et avkastningskrav og diskontere kontantstrømmene tilbake til dagens verdi, basert på avkastningskravet (Kaldestad & Møller , 2016, s. 29).

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

t = tidshorisonen til eiendelen

I tilnærmingen om diskontert kontantstrøm er hensikten å estimere verdien av en eiendel basert på de bakenforliggende faktorene. Det finnes tusenvis av forskjellige metoder for denne tilnærmingen, og alle vil påstå at deres er den beste eller mest sofistikerte. I realiteten dog, finnes det kun to måter å gjennomføre en fundamental verdivurdering av et selskap på: Ved bruk av egenkapitalen eller selskapet som helhet (Damodaran, 2012, s. 12). Selv om metodene bruker ulike definisjoner av kontantstrøm og avkastningskrav, vil de gi konsistente estimater av verdien av eiendelene så lenge en er konsekvent i vurderingene av verdien (Damodaran, 2012, s. 14). Disse forskjellige metodene betegnes som egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden.

En verdivurdering ved bruk av egenkapitalmetoden tar utgangspunkt i å diskontere den forventede kontantstrømmen til egenkapitalen direkte med egenkapitalkostnaden (Damodaran, 2012, s. 13). Totalkapitalmetoden vil isteden diskontere den forventede kontantstrømmen til selskapet med den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC) (Damodaran, 2012, s. 14). Det er derfor to forskjellige måter å definere kontantstrømmen på og metodene diskonteres mot forskjellige satser. Likevel vil de som nevnt tidligere kunne gi et konsistent estimat for egenkapitalen.

### **3.1.2 Komparativ verdivurdering**

Selv om realiteten er at vi fokuserer mest på tilnærmingen om diskontert kontantstrøm er sannheten at de fleste verdsettelsener komparative. Verdivurderinger av de fleste eiendeler, enten det er hus eller aksjer skjer gjerne gjennom en sammenlikning med hvordan tilnærmet like eiendeler er priset i markedet. I komparativ verdivurdering er prisen på eiendelen basert på en sammenlikning med liknende eiendeler og deres inntjening, kontantstrøm, bokførte verdi eller omsetning. Denne tilnærmingen gir en verdi som er nærmest salgsverdien, ettersom den gir et estimat på hva selskapets eiendeler kan selges for i dag (Kaldestad & Møller , 2016, s. 30). Eksempler på det er omsetningsmultipler som brukes for å verdsette selskaper. En viktig forutsetning er at selskapet som brukes til sammenlikning er innenfor samme bransje, og at markedet i gjennomsnitt priser selskapene korrekt (Damodaran, 2012, s. 19).

Tilnærmingen er å anse som en enkel fremgangsmåte, men den forutsetter at det faktisk er mulig å finne sammenliknbare selskaper. I praksis er dette vanskelig, og det er ikke opplagt at selskaper skal prises på samme multiplere (Kaldestad & Møller , 2016, s. 31). Multiplervurderinger tar utgangspunkt i tall fra resultatoppstilling, balanse, eiendeler, egenkapital eller sysselsatt kapital som multipliseres med en annen faktor (Kaldestad & Møller , 2016, s. 221). Hvilke multipler som skal benyttes baserer seg gjerne på hva som er normalt for bransjen eller hva som benyttes mest i praksis.

### **3.1.3 Opsjonsbasert tilnærming**

En opsjonsbasert tilnærming baserer seg på at det finnes en verdi av å sitte på rettighetene til å gjøre enkelte tiltak (Kaldestad & Møller , 2016, s. 32). Denne fremgangsmåten aksepterer at verdien av å sitte på en eiendel kan være høyere enn den forventede kontantstrømmen fra eiendelen. Tilnærmingen tar utgangspunkt i at metoder som benytter den diskonterte kontantstrømmen undervurderer verdien av eiendeler som kan gi fremtidige gevinster (Damodaran, 2012, ss. 23-24). Ideen bak tilnærmingen er at det kan eksistere eiendeler i dag,

som kan få en fordelaktig verdi dersom det skjer en gunstig hendelse i fremtiden. Verdien av et selskap som besitter realopsjoner, er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario med tillegg til verdien av fleksibilitet (Kaldestad & Møller , 2016, s. 32).

### **3.1.4 Valg av verdsettelsestilnærming**

Over har vi gjort rede for ulike tilnærminger til verdsettelse, og Kaldestad og Møller påpeker at det kan lønne seg å kombinere disse (Kaldestad & Møller , 2016, s. 33). Det kan føre til at resultatet gir mer tyngde, samtidig som det gir grunnlag for å undersøke resultatene opp mot hverandre. Damodaran påpeker videre at det er begrensninger ved å bruke opsjonsbasert tilnærming (Damodaran, 2012, s. 25), og Koller et. al. at tilnærmingen er lite brukt grunnet at variablene er vanskelig å estimere (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 166). Vi har dermed valgt å se bort fra den opsjonsbaserte tilnærmingen.

Det er videre fem kriterier som burde vurderes i valget av verdsettelse; tilgang på informasjon, tid til disposisjon, krav til pålitelighet, bransje og fase i livssyklusen (Kaldestad & Møller , 2016, s. 33). Vi kommer derfor til å vurdere disse for å velge den mest hensiktsmessige verdivurderingen for Mowi.

#### **3.1.4.1 Tilgang på informasjon**

Det er viktig med tilgang til informasjon for å gjennomføre verdsettelse, den nødvendige dataen kan være vanskelig å få tilgang til (Kaldestad & Møller , 2016, s. 33). Det gjelder spesielt om valget blir den fundamentale verdsettelsen, ettersom denne tilnærmingen krever utarbeidelse av prognoser. Avhandlingen tar utgangspunkt i et investorperspektiv, og vi anser offentlig informasjonen som tilstrekkelig. Tilgang på informasjon er derfor ikke en begrensende faktor for valg av tilnærming.

#### **3.1.4.2 Tid til disposisjon**

Informasjonen som hentes inn vil være tidkrevende å bearbeide, samt å anvende (Kaldestad & Møller , 2016, s. 33). Som nevnt tidligere er komparativ verdsettelse ansett som en enklere tilnærming enn fundamental verdsettelse. Dermed kan det argumenteres for at det vil være en mer hensiktsmessig tilnærming hvis tid er en begrensende faktor. Likevel vil tid tilgjengelig alltid være en subjektiv oppfatning, og som nevnt bygger også komparativ verdsettelse på fundamentale forutsetning. Vi mener derfor tiden vi har tilgjengelig til å gjennomføre denne avhandlingen ikke er begrensende for valg av verdsettelse.

### **3.1.4.3 Krav til pålitelighet**

Det påpekes i starten av avhandlingen at resultatet skal være investorrettet med en kjøps-, hold- eller salgsanbefaling. Det stiller dermed krav til et grundig arbeid som er pålitelig. En faktor som taler for valg av fundamental verdsettelse er at markedet fokuserer på kontantstrømmer, og ikke regnskapsmessige størrelser (Kaldestad & Møller , 2016, s. 35). Det samme gjelder for en fundamental verddivurdering, som gjør at vurderingen av nåverdien til selskapet tar utgangspunkt i de samme parameterne. Det kan dermed argumenteres for at den fundamentale verddivurderingen vil være mer pålitelig enn andre tilnærminger.

En annen faktor som taler for at fundamental verdsettelse er mer pålitelig er at tilnærmingen krever at en ser på de underliggende verdiene til selskapet. Gjennom å studere selskapet i dybden vil det også kunne styrke antagelsene som gjøres i oppgaven. På en annen side legger også fundamental verddivurdering opp til at en må gjøre flere subjektive antagelser om fremtiden til selskapet. Der komparative verddivurdering tar utgangspunkt i tall som kan hentes direkte fra årsrapportene eller markedet, krever fundamental verdsettelse en prognostisering av fremtidige kontantstrømmer. Likevel mener vi det stryker påliteligheten at avhandlingen går i dybden på de underliggende faktorene til selskapet.

Til slutt anbefaler Kaldestad og Møller en kombinasjon av fundamental og komparativ tilnærming ettersom de gir mest pålitelige svar (Kaldestad & Møller , 2016, s. 33). Det må derfor vurderes om det skal gjennomføres en kombinasjon av tilnærmingene for å styrke avhandlingen sin pålitelighet.

### **3.1.4.4 Bransje**

Enkelte verdsettelsesmetoder er mer utbredt i spesifikke bransjer, og kan i så måte påvirke valget av metode (Kaldestad & Møller , 2016, s. 33). Det er ikke oss bekjent en spesifikk tilnærming som er regnet som mer relevant enn andre for oppdrettsbransjen. Likevel har vi tidligere nevnt at Mowi er markant større enn sine konkurrenter. Det kan føre til utfordringer med den komparative tilnærmingen, hvor selskapenes størrelse kan svekke sammenligningen. En komparativ analyse kan derfor være mindre relevant for denne avhandlingen.

### **3.1.4.5 Fase i livssyklusen**

Vi anser Mowi å være i livssyklusen Damodaran beskriver som moden vekst, som en av fem forskjellige livssykluser (Damodaran, 2012, s. 646). Dette begrunnes i at selskapet både har en



lang driftshistorie, og en forventet vekst i fremtiden. Flere selskaper i bransjen er også i moden vekst.

Basert på fasen Mowi er i livssyklusen, anser vi det som mulig å benytte samtlige tilnærminger for verdsettelse. De blir ikke begrenset av lite informasjon eller store underskudd. Det er derfor mulig å finne en fremtidig kontantstrøm som er realistisk for Mowi. Dermed vil vi også anse det som mest hensiktsmessig med en fundamental verdivurdering under dette kriteriet.

#### **3.1.4.6 Valgt verdsettelse og fremgangsmåte**

Basert på vurderingene ovenfor kan vi hevde at den fundamentale verdsettelsen er den mest hensiktsmessige tilnærmingen. Likevel har vi nevnt at Kaldestad og Møller argumenterer for at en kombinasjon av tilnærmingene gir størst pålitelighet til avhandlingen. Vi vil derfor i denne avhandlingen nytte en kombinasjon av tilnærmingene for å beregne aksjekursen til Mowi per 31.12.21. Den fundamentale tilnærmingen vil danne hovedvekten i avhandlingen, og den komparative brukes som en rimelighetsjekk av egne funn.

I den fundamentale verdsettelsen vil vi nytte totalkapitalmetoden, som innebærer at vi ser på kontantstrømmen som er tilgjengelig til alle investorer; egenkapitaleier, gjeldseier og alle andre investorer. Årsaken til at vi velger totalkapitalmetoden er at den er spesielt egnet for selskaper som opererer i ulike segmenter, og denne avhandlingen vil implementere alle segmentene til Mowi i samme verdivurdering. Videre hevder også Koller et.al at det er lettere å gjøre feil ved bruk av en egenkapitalmetode, ettersom man ser på hvordan kapitalen er finansiert (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 138). Totalkapitalmetoden krever at vi estimerer både totalkapitalavkastningskravet og fremtidig kontantstrøm, som vi benytter til å diskontere fremtidig kontantstrøm. Vi bruker deretter kontantstrømmen for terminalåret i Gordons vekstformel for å estimere terminalverdien, i den hensikt å ta hensyn til all verdiskapning etter prognoseperioden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 46). Estimeringen av terminalverdien presenteres under punkt 8.11. Terminalverdien bruker vi videre sammen med den frie kontantstrømmen for å estimere virksomhetsverdien. Deretter regner vi ut egenkapitalverdien ved å trekke fra den netto rentebærende gjelden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 54), som brukes til å regne ut aksjekursen til Mowi per 31.12.21. Til slutt gjennomfører vi en komparativ verdsettelse, hvor aksjekursene fra tilnærmingene sammenfattes til det endelige verdiestimatet for Mowi.

### **3.1.5 Markedseffisiens**

Et marked hvor prisingen alltid reflekterer all tilgjengelig informasjon er et effisient marked. Hypotesen innebærer at investorer ikke kan oppnå større avkastning enn risikoen over tid, ettersom en ikke kan utnytte informasjon som ikke allerede er priset inn i markedet (Fama, 1970, s. 384). Den er tett tilknyttet begrepet «random walk», som innebærer at investorene ikke vet morgendagens pris, ettersom den avhenger av morgendagens nyheter (Malkiel , 2003, s. 59). Teorien om markedeffisiens utfordrer derfor hensikten med å gjennomføre en verdsettelse. Årsaken til det er at prisen allerede reflekterer den tilgjengelige informasjonen, og således vil en analyse av teknisk eller fundamental informasjon kun reflektere markedsprisen. Når det er sagt har teorien fått mye kritikk i nyere tider, og teorien har ikke lenger universal anerkjennelse. Malkiel er overbevist om at en kan slå markedet gjennom å gjøre grundige analyser (Malkiel , 2003, s. 60). Videre hevder Abarbanell & Bushee at fundamentale analyser kan brukes for å predikere unormal avkastning (Bushee, 1998, s. 43). Likevel er effisiens viktig å vurdere, dersom det er store differanser mellom den foreslåtte prisen i avhandlingen, og aksjeprisen på Oslo Børs.

## **3.2 Strategisk analyse**

Hensikten ved en strategisk analyse er å belyse de ikke-finansielle driverne som påvirker selskapet og bransjen. Hvis en investering skal gi en avkastning som overskrider avkastningskravet, så er selskapet avhengig av å enten operere i en gunstig bransje, eller besitte enkelte konkurransefortrinn (Kaldestad & Møller , 2016, s. 97). Med bakgrunn i dette vil en strategisk analyse kunne si noe om eventuelle konkurransefortrinn eller eventuelle muligheter som kan være viktig for Mowi sin verdiskapning.

Den strategiske analysen skal derfor fungere som et analyseverktøy for å gi mer tyngde til verdsettelsen. Det er den strategiske analysen i kombinasjon med historiske regnskapstall som gir oss grunnlaget for å predikere estimeringer av kontantstrøm. Analysen skal kartlegge bransjen, vurdere bransjelønnsomhet gjennom industrianalyse/eksternanalyse, og vurdere selskapets lønnsomhet relativt til bransjen gjennom en internanalyse (Kaldestad & Møller , 2016, s. 99). Videre vil vi ta for oss industrianalysen/eksternanalysen og internanalysen.

Det finnes forskjellige verktøy for en strategisk analyse av selskaper. For å vurdere miljøet et selskap opererer i, og makroforhold vil vi benytte faktorer som er treffende for makrotrendene i oppdrettsbransjen. Videre vil vi inkludere Porters fem konkurransekrefter for å vurdere Mowi spesifikt opp mot konkurrenter i bransjen som en del av eksternanalysen. For å vurdere

selskapets interne faktorer og eventuelle konkurransefortrinn vil vi benytte VRIO-rammeverk. Til slutt vil SWOT-rammeverket oppsummere den strategiske analysen.

### **3.2.1 Makroanalyse**

En makroanalyse er blitt viktigere i nyere tid grunnet globalisering, og vil hjelpe et selskap å identifisere muligheter og trusler (Yüksel, 2012, s. 53). Det finnes forskjellige metoder å gjennomføre en analyse av makroforhold som påvirker selskapet. En tilnærming som er mye benyttet, er PESTEL-analyse. Den bidrar til å gi et bedre bilde over hva som påvirker miljøet selskapet opererer i, og forutse hvilke situasjoner fremtiden vil bringe (Yüksel, 2012, s. 53). Rammeverket tar for seg seks ulike forhold som påvirker bransjens omgivelser; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske (Yüksel, 2012, s. 56). En svakhet med PESTEL-analysen er at enkelte forhold har stor betydning for et selskap, og andre forhold påvirker ikke selskapet i noen grad (Yüksel, 2012, s. 53). Med bakgrunn i dette er det et godt utgangspunkt for makroanalysen, men det er viktig å fokusere på forhold som skaper verdi for analysen av selskapet.

### **3.2.2 Porters fem konkurransekrefter**

For et selskap som ønsker å oppnå konkurransefortrinn er det avgjørende å forstå hvilke krefter som påvirker deres evne til å oppnå dette. Trusler øker selskapet sine kostnader, reduserer inntekter eller på andre måter hindrer selskapet sin prestasjon (Barney & Hesterly, 2019, s. 56). Michael Porter presenterer fem konkurransekrefter som skal hjelpe selskapet å ikke kun se på dagens dirkede konkurrenter, men også på andre faktorer som kan påvirke konkurransen. De fem konkurransekreftene er: 1) Trusler fra nye konkurrenter, 2) Leverandørmakt, 3) Kunders forhandlingsmakt, 4) Trusler fra substitutter og 5) Trusler fra eksisterende konkurrenter (Porter, 2008, s. 79).

### **3.2.3 VRIO**

Der PESTEL og Porter sine analyser ser på trender og trusler i markedet og bransjen, er VRIO-rammeverket en analyse av interne faktorer. Analysen innebærer å identifisere selskapet sine viktigste ressurser og kapabiliteter, og i hvilken grad disse er med å skape et konkurransefortrinn for selskapet. Teorien stammer fra Jay B. Barney, og i denne analysen stiller vi oss fire sentrale spørsmål: 1) Er ressursen viktig/verdiful? 2) Er ressursen sjelden? 3) Er ressursen mulig å imitere? 4) Er ressursen operasjonalisert? (Barney & Hesterly, 2019, s. 90). Dette rammeverket vil gi svar på en bedrift sine styrker og svakheter (Barney & Hesterly, 2019, s. 89).

### **3.2.4 SWOT**

SWOT-rammeverket blir i hovedsak brukt for å oppsummere og kategorisere funnene i både de interne og eksterne analysene (Pickton & Wright, 1998, s. 101). Analyseverktøyet blir derfor brukt til å sammenfatte styrker, svakheter, muligheter og trusler som blir oppdaget i den strategiske analysen. Det sammenfattes på en enkel måte, og det er mye av grunnen til at dette verktøyet blir brukt (Pickton & Wright, 1998, s. 101). De interne analyseresultatene utgjør styrker og svakheter, og de eksterne muligheter og trusler.

## **4 Metode**

De metodiske valgene som tas er viktige, og hvilke undersøkelsesdesign som velges kan få store konsekvenser for validiteten til undersøkelsen (Jacobsen, 2018, s. 89). Det er derfor problemstillingen og hva denne skal svare på som styrer hvilke metodiske valg man tar.

### **4.1 Undersøkelsesdesign**

Som belyst i problemstillingen er Mowi og verdien av selskapet per 31. desember 2021 det sentrale fenomenet i denne avhandlingen. En casestudie fokuserer på en spesiell enhet (Jacobsen, 2018, s. 97), som i dette tilfellet er Mowi. Samtidig avgrenses avhandlingen i tid ved at vi skal svare på hva den reelle verdien er på et gitt tidspunkt. Det er derfor naturlig at dette inngår i kategorien casestudier. I tillegg ser vi spesifikt på Mowi som selskap, og det kategoriseres derfor som en enkeltcase (Jacobsen, 2018, s. 99). Ifølge Yin er det forskjellige begrunnelser for hvorfor man velger en enkeltcase. En av grunnene er når resultatet av undersøkelsen fører til en form for avsløring eller åpenbaring (Yin, 2014, s. 52). I denne avhandlingen analyseres Mowi for å gi investorer eller andre beslutningsgrunnlag som ikke er tilgjengelig uten analyse. Derfor kan avhandlingen sammenlignes med beskrivelsen av enkeltcase.

En betraktning innen undersøkelsesdesignet er at en verdsettelsesoppgave ligner mye på en litteraturstudie. En litteraturstudie innebærer at allerede publisert forskning er hovedmateriale for undersøkelsen (Befring, 2007, s. 51). Dataen som blir innhentet i avhandlingen er gjerne sekundærkilder som er offentlig, og kan dermed ansees som litteratur som allerede er produsert. På en annen side er ikke regnskapstall og årsrapporter å anse som forskning, dermed avskrives litteraturstudie som metode for avhandlingen. Det er i tillegg mer beskrivende med en casestudie, ettersom casestudie innebærer forskning av et enkelttilfelle som kan være en organisasjon (Andersen, 2018, s. 14).

Å lage teorier basert på observasjoner er ofte mye av hensikten med forskning (Langli, 2010, s. 42). I denne verdsettelsen kommer vi derimot ikke frem til en teori. Derfor ligner denne avhandlingen mer på en utredning hvor vi benytter teori og data som allerede finnes til å foreslå en beslutning. Utredning kan brukes for å gi en trygghet til å ta riktige valg basert på faktabaserte råd og grundige analyser (BDO, 2022). Det er likevel mye av metoden i avhandlingen som er lik forskning. Forskning dreier seg i all hovedsak om å finne svar på ett eller flere spørsmål, som her blir presentert som en problemstilling (Langli, 2010, s. 54). Både forskning og utredning har derfor til hensikt å svare på en problemstilling, men utredning er likevel en bedre beskrivelse for hva som er hensikten med denne avhandlingen. Årsaken er at avhandlingen ikke skal komme frem til en teori som konklusjon, men et beslutningsgrunnlag.

En videre viktig del av casestudiet er teorien sin rolle. Bruken av teori i casestudier vil være til hjelp for å samle inn riktig data (Yin, 2014, s. 44). Det viser følgelig viktigheten av teorien som er presentert i kapittelet over. På denne måten vil teorien som er presentert og valgt, danne grunnlaget for de dataene som samles inn. Det som også er verdt å bemerke er at teorien som er presentert overfor i hovedsak er analysemetoder som skal benyttes i verdsettelsen av Mowi. Det kan sammenlignes med det Yin referer til om å benytte teoretiske proposisjoner for dataanalyse (Yin, 2014, s. 136). Teorien er likevel ikke en del av datainnsamlingen, og er derfor redegjort på forhånd.

Videre presenterer Yin et viktig poeng angående rivaliserende teori i casestudier (Yin, 2014, s. 37). Det vil også være relevant i vår avhandling. Analysemetodene vi har belyst i teoridelen har forskjellige fremgangsmåter, og kan dermed klassifiseres som rivaliserende. Dette er en av årsakene til at vi benytter de forskjellige tilnærmingene for å estimere verdien av Mowi. Et motargument ved å benytte forskjellige analysemetoder, er at det kan føre til forskjellige resultater. Som igjen kan føre til en usikkerhet på hvilke av resultatene som skal tas med videre i avhandlingen. Likevel er hensikten med rivaliserende teorier at de skal forklare resultatet bedre (Yin, 2014, s. 141), og på denne måten vil også forskjellige tilnærminger for verdsettelse føre til et mer valid svar.

## **4.2 Valg av metode**

Det finnes i all hovedsak to måter å samle inn data på i samfunnsvitenskapelig metode; ved bruk av kvantitativ eller kvalitativ data. Forskjellen kan best beskrives ved at «kvantitative metoder kartlegger at noe skjer, mens kvalitative metoder avdekker hvorfor det skjer» (Langli, 2010, s. 95). Begge metodene har både fordeler og ulemper. En kvalitativ metode egner seg

ofte til undersøkelser hvor man ønsker å gå i dybden på et fenomen, med få undersøkelsesenheter (Jacobsen, 2018, s. 64). Funnene som blir gjort er dermed ikke kun sett på overflaten av fenomenet, men gir en dypere forståelse. Ulempen er at det er en ressurs- og tidkrevende prosess (Jacobsen, 2018, s. 131), og det påvirker hvor mange enheter man undersøker, samt hvor mange observasjoner man får inn. Dette vil også påvirke i hvilken grad fenomenet som undersøkes kan generaliseres (Jacobsen, 2018, s. 131). Ettersom det er få enheter, blir undersøkelsen i stor grad begrenset til det enkelte fenomenet som undersøkes.

Den kvantitative metoden egner seg på den andre siden i større grad ved undersøkelser hvor mange enheter undersøkes, samt at omfanget og samvariasjon mellom fenomener ønskes å generaliseres (Jacobsen, 2018, s. 141). Denne metoden brukes derfor når man ønsker å gå i bredden og undersøke mange enheter (Jacobsen, 2018, s. 64). Det blir således mer data som blir samlet inn, og skaper et større helhetsbilde over fenomenet, og funnene skaper dermed også i større grad mer reliable funn.

Denne avhandlingen krever at vi både bruker kvalitativ og kvantitativ data. Det er allerede bestemt og belyst at det er Mowi vi skal verdsette, og selskapet er derfor et fenomen som vi ønsker å gå i dybden på. Samtidig så krever det at vi må innhente kvantitativ data, gjennom regnskapsanalyse. I denne delen av oppgaven vil vi analysere regnskapstall og bransjetall seks år tilbake. Det er vi avhengig av for å få tilstrekkelig historisk data for å kunne si noe om framtidsutsiktene til Mowi. Denne kombinasjonen av ulike data kan kalles en metodetriangulering (Jacobsen, 2018, s. 138). Det blir også belyst av Yin som å være en løsning for å samle inn bedre og sterkere data enn hva man ville klare med kun en av metodene (Yin, 2014, s. 66). Talldataene som blir innhentet gjennom en kvantitativ metode vil vi gjennom de kvalitative dataene belyse. Vi bruker den kvalitative strategiske analysen og de kvantitative talldataene sammen til å komme frem til et resultat som vil være beskrivende for Mowi sin verdsettelse.

### **4.3 Datainnsamling og -analyse**

Det er viktig i en undersøkelse å ta et valg om hvordan informasjonen om virkeligheten skal samles inn (Jacobsen, 2018, s. 125). Mye av datagrunnlaget for avhandlingen finner vi i årsrapportene til Mowi. Samtidig benytter vi bransjerapporter, statistikk og annen informasjon som vil være relevant for utredningen. Dataen vi innhenter er offentlig, og ettersom vi ikke innhenter dataen direkte fra kilden betegnes det som sekundærdata (Jacobsen, 2018, s. 140). Et problem med sekundærdata kan være at dataen som innhentes ble samlet inn med et annet

formål enn hva den brukes til i avhandlingen (Jacobsen, 2018, s. 140). Det anser vi likevel ikke som et problem, ettersom mye av dataen allerede er laget med likt formål som avhandlingen.

Det er viktig å være bevisst at mye av informasjonen som vi henter er tatt fra årsrapporter eller produkter som Mowi selv har produsert. Det kan påvirke objektiviteten til avhandlingen. Det har derfor vært viktig for oss å benytte forskjellige kilder til datainnsamling for å få et mer korrekt bilde av bransjen og Mowi. Likevel skal et regnskap være så objektivt som mulig og gi et godt bilde av realøkonomien (Langli, 2016, s. 2). Således betraktes årsrapporter som pålitelige kilder.

For å analysere dataene må vi undersøke, kategorisere og teste resultatene for å komme frem til empiriske funn (Yin, 2014, s. 132). Det stemmer godt med hvordan avhandlingen er strukturert. Videre belyser Yin at analyse av casestudier er vanskelig fordi teknikkene ikke har blitt definert enda (Yin, 2014, s. 132). I denne avhandlingen analyseres dataene i henhold til metodene som er presentert i teorikapittelet over. Yin sin påstand treffer dermed ikke for en verdsettelse, og resterende som Yin beskriver om analyse av data er derfor ikke relevant for denne avhandlingen.

Når det er sagt så finnes det omtrent like mange fremgangsmåter for verdsettelse som det finnes utredninger. Selv om vi kan kategorisere metodene i fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse er det subjektivt hvilke tall som vektlegges i utregningene. Den estimerte verdien til selskapet vil derfor kunne variere selv om to utredninger bruker samme tilnærming for verdsettelse.

#### **4.4 Dataestimering**

For å gjennomføre en fundamental verdsettelse er vi avhengig av å predikere fremtiden til et selskap (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29). En verdivurdering innebærer derfor at forskjellig datagrunnlag må estimeres. Det gjelder i all hovedsak to forhold som skal estimeres, først kontantstrømmen til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 113), deretter avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). Gjennomføringen av disse estimatene kommer vi nærmere inn på senere i avhandlingen, men vi skal redegjøre kort for de her.

Ved bruk av regnskapsanalyse og den strategiske analysen vil vi kunne kvantifisere fremtidig inntjening (Kaldestad & Møller, 2016, s. 113). Vi bruker dermed det vi kommer frem til i regnskapsanalysen til å si noe om trendene i bransjen og selskapet. Det er med på å påvirke hvordan den fremtidige kontantstrømmen vil se ut. Samtidig bruker vi funnene fra den

strategiske analysen sammen med trendene i regnskapsanalysen. På denne måten benytter vi oss av forskjellige estimater for predikere fremtiden, og selskapets fremtidige kontantstrøm er det som bestemmer verdien av selskapet (Kaldestad & Møller , 2016, s. 46).

Videre vil vi estimere avkastningskravet til et selskap, fordi det brukes til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller , 2016, s. 53). Det vil si at vi regner ut en fremtidig nåverdi, ettersom hundre kroner i banken i dag ikke er det samme som hundre kroner i banken neste år. Avkastningskravet kan beskrives som den avkastningen det er mulig å oppnå ved å plassere kapital i et selskap med lik risiko som verdsettelsesselskapet (Boye & Meyer, 2008, s. 95). For å estimere avkastningskravet er det forskjellige fremgangsmåter. Det finnes ulike kilder for å finansiere en virksomhet og vi må derfor vekte de forskjellige finansieringskildene basert på verdi og forventet avkastning for å finne totalkapitalavkastningskravet (WACC) (Kaldestad & Møller , 2016, s. 152). For å estimere avkastningskravet vil vi derfor først estimere egenkapitalkostnaden, og deretter gjeldskostnaden. Det vil vi til slutt bruke for å beregne avkastningskravet på totalkapitalen.

## **4.5 Gyldighet og troverdighet**

En viktig del av en samfunnsvitenskapelig avhandling er å sørge for at empirien både er gyldig og pålitelig (Jacobsen, 2018, s. 16). Det kan også defineres som undersøkelsen sin validitet og reliabilitet. Først og fremst er det viktig at avhandlingen svarer på spørsmålet som er presentert i problemstillingen. Derfor er det vesentlig at empirien som vi samler inn er relevant for problemstillingen (Jacobsen, 2018, s. 17).

Ifølge Yin vil det aldri være mulig å generalisere funnene fra en enkeltcasestudie, med unntak av analytisk generalisering, som tar for seg generaliserbare funn som ikke er spesifikt for caseobjektet (Yin, 2014, ss. 40-42). Generalisering omhandler overførbarheten til studien, altså om funnene kan brukes om andre enn de som er undersøkt (Jacobsen, 2018, s. 237). Hensikten med avhandlingen er som nevnt å estimere verdien for Mowi. Dermed er ikke generalisering et mål for verdsettelsen.

Den interne gyldigheten tar for seg om resultatene oppfattes som riktige og om sammenhengen vi trekker er reelle (Jacobsen, 2018, s. 228). Det er i all hovedsak en bekymring innen forklarende casestudier, at en undersøker ikke med sikkerhet kan bevise hva årsaken til sammenhengen mellom to fenomener skyldes (Yin, 2014, s. 47). En verdsettelse innebærer estimater og vurderinger. Det fører til at den interne validiteten ikke er målet i seg selv, fordi



den preges av subjektive antakelser. Likevel er det vesentlig at informasjonen vi samler inn er korrekte for at det endelige verdiestimatet skal bli valid.

Troverdigheten i oppgaven dreier seg i hovedsak om at avhandlingen er til å stole på (Jacobsen, 2018, s. 17). Det omhandler hvordan undersøkelsen har blitt gjennomført. Det kan for eksempel være at resultatene som kommer frem av forskningen er tillitsfulle og ikke fører til feil (Jacobsen, 2018, s. 17). Det stiller krav til nøyaktighet i utregningene gjennom hele verdsettelsen. Med bakgrunn i det redegjør vi for de valgene som tas innen regnskapsanalysen, og hvilke formler vi nytter i verdsettelsen. Det er derfor den valgte verdsettelsen skal hjelpe oss til å komme frem til et troverdig resultat.

Likevel er det viktig å påpeke at det ikke finnes en perfekt forskningsprosess (Jacobsen, 2018, s. 17). En utfordring innen verdsettelse er at det ikke er en enighet over hva som er den riktige fremgangsmåten for å komme frem til verdien av et selskap. Metoden legger i stor grad vekt på subjektive vurderinger, som er med på å svekke oppgaven sin troverdighet. Videre ser vi også en utfordring ved å basere fremtiden på fortiden. Når vi estimerer fremtidige kontantstrømmer, er vi avhengig av å se på historiske tall. Det påvirker også troverdigheten, da vi ikke med sikkerhet kan si at i morgen blir lik dagen i dag. Kaldestad og Møller sammenlikner dette med å styre etter kjølvannet, men det er samtidig bedre enn å styre i blinde (Kaldestad & Møller, 2016, s. 61). For å imøtekomme disse utfordringene er det derfor viktig at de valgene som gjøres underveis begrunnes, og er sporbare for den som leser. Vi kan derfor hevde at det er evnen til å begrunne valgene som tas i avhandlingen som gir troverdighet.

For at denne avhandlingen skal inneha både gyldighet og troverdighet er det således viktig at vi er kritiske til kildene vi benytter, og begrunner valgene som tas i avhandlingen. En verdsettelse er basert på subjektive vurderinger, og stiller derfor krav til nøyaktighet og sporbarhet i estimatene.

## **5 Analyse av historisk informasjon.**

For å predikere selskapet sin fremtidige kontantstrøm er det hensiktsmessig å analysere lønnsomheten over en lengre periode. En grundig analyse av historisk informasjon styrker vår evne til å predikere fremtiden til selskapet, og herunder de fremtidige kontantstrømmene (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 46-47).

Når det kommer til valgt analysenivå vil regnskapsanalysen baseres på konsernregnskapet, da selskapets segmenter er integrert innenfor et forretningsområde (Kaldestad & Møller, 2016, s. 85). Konsernregnskapet vil være det som er mest rettviseende for et investorperspektiv, fordi interne transaksjoner mellom datterselskaper er eliminert (Langli, 2010, s. 26). Mowi rapporterer ved bruk av IFRS ettersom det er et børsnotert selskap. Det betyr at regnskapet i stor grad viser de underliggende verdiene i virksomheten. IFRS er utviklet for å dekke investorers informasjonsbehov (Langli, 2010, s. 26). Likevel er mye av den finansielle rapporteringen kreditororientert. Det medfører at det er behov for omgruppering for å kunne gjennomføre en investoranalyse.

## 5.1 Valg av analyseperiode

Vi har valgt en analyseperiode fra 2016-2021, som tilsvarer seks år. Vi anser det som tilstrekkelig historisk data for å vurdere lønnsomheten til Mowi. Selv om det blir påpekt at en god analyse vil vurdere opp mot tiår tilbake i tid (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 146). Det er ingen fasit på hva som er det rette å gjøre, det viktigste er å inkludere historiske tall langt nok tilbake til at analysen blir valid. Likevel hevder Boye og Meyer at en regnskapsanalyse for de siste 2-5 årene er tilstrekkelig for å kartlegge utviklingen til et selskap (Boye & Meyer, 2008, s. 95).

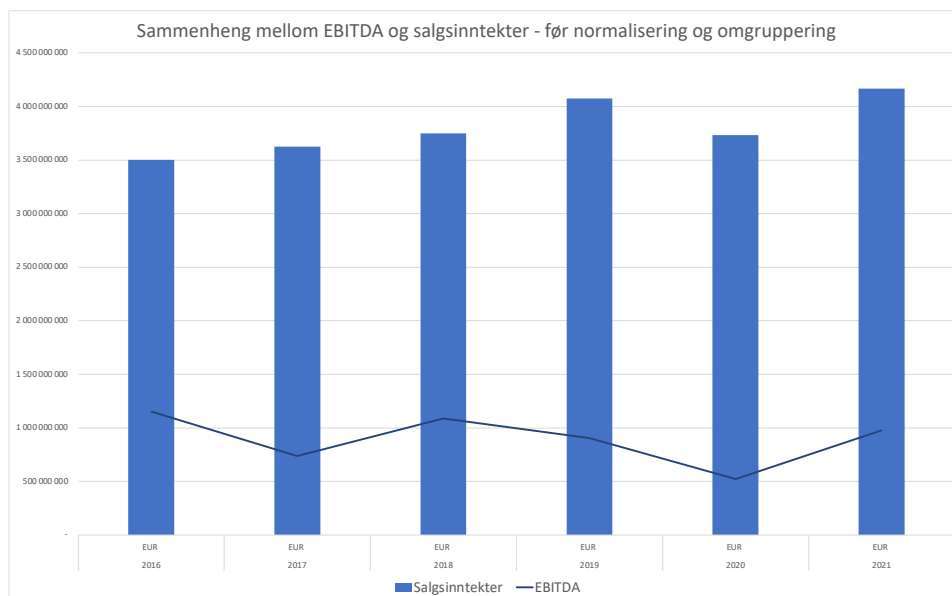
## 5.2 Analyse av regnskapstallene

### 5.2.1 Historiske tall

EUR i 1000	2016		2017		2018		2019		2020		2021
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	
Salgsinntekter	3 503 000 000	3 626 000 000	3 750 000 000	4 075 000 000	3 732 000 000	4 165 900 000					
Andre driftsinntekter	7 000 000	23 000 000	62 000 000	61 000 000	28 000 000	36 300 000					
Varekostnad	- 1 782 000 000	- 1 689 000 000	- 1 812 000 000	- 1 983 000 000	- 1 970 000 000	- 2 191 500 000					
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1 728 000 000</b>	<b>1 960 000 000</b>	<b>2 000 000 000</b>	<b>2 153 000 000</b>	<b>1 790 000 000</b>	<b>2 010 700 000</b>					
Lønnskostnader	- 440 000 000	- 478 000 000	- 505 000 000	- 564 000 000	- 558 000 000	- 568 300 000					
Andre driftskostnader	- 137 000 000	- 743 000 000	- 406 000 000	- 686 000 000	- 711 000 000	- 466 900 000					
<b>EBITDA</b>	<b>1 151 000 000</b>	<b>739 000 000</b>	<b>1 089 000 000</b>	<b>903 000 000</b>	<b>521 000 000</b>	<b>975 500 000</b>					
Avskrivninger og nedskrivninger	- 160 000 000	- 254 000 000	- 164 000 000	- 287 000 000	- 338 000 000	- 373 200 000					
<b>EBIT</b>	<b>991 000 000</b>	<b>485 000 000</b>	<b>925 000 000</b>	<b>616 000 000</b>	<b>183 000 000</b>	<b>602 300 000</b>					

Tabell 1: Driftsresultat Mowi 2016-2021.

Tabellen over viser utviklingen i driftsresultat for Mowi. Selskapet har hatt varierende utvikling, med 2016 som beste resultat og 2020 som det dårligste. Nedgangen i 2020 skyldes i stor grad pandemien, som førte til mindre eksport og lavere laksepriser, som et resultat av redusert etterspørsel. Under presenterer vi en graf som illustrer sammenhengen mellom salgsinntekter og EBITDA.



Figur 13: Sammenheng mellom EBITDA og salgsinntekter Mowi 2016-2021.

Vi ser av grafen at salgsinntektene til Mowi har økt alle år med unntak av 2020. Et interessant funn er dog at EBITDA varierer i større grad, selv om salgsinntektene øker. Det tyder på at utgiftene varierer i større grad enn inntektene. Videre i avhandlingen vil vi analysere og omgruppere de historiske regnskapstallene, slik at de gir oss forutsetningene for å svare på de overnevnte spørsmålene.

## 5.2.2 Omgruppert og normalisert resultatregnskap.

Resultatregnskapet kombinerer driftsrelaterte inntjeninger, interesseutgifter, nedskrivninger på immaterielle eiendeler og andre ikke operasjonelle eiendeler. For å gjøre regnskapet mer investororientert deles regnskapet opp i driftsrelaterte poster, ikke driftsrelaterte poster og kilder til finansiering (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 169). Årsaken til det er at vi ønsker å se på den økonomiske prestasjonen til driften av selskapet. Det er viktig å vurdere om inntekter og kostnader er tilfeldige, om de er en del av driften, og om de kan regnes med i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 64). Kun gjennom denne omgrupperingen kan vi basere prognoser på driften av selskapet. Under presenterer vi vurderingene vi har gjort rundt omgruppering og normalisering av resultatregnskapet til Mowi, før vi presenterer det omgrupperte og normaliserte regnskapet i en tabell. Vi vil kun presentere resultatregnskapet frem til driftsresultatet minus skattekostnadene på kjernedriften (NOPLAT).

### 5.2.2.1 Salgsinntekter

Inntektene til Mowi består primært av salg av laks og relaterte produkter. For salgsinntekter har vi derfor valgt å fjerne posten andre driftsinntekter, ettersom posten primært består av inntekter fra holdingselskaper og bedriftsfunksjoner, samt for 2016 og 2017 av inntekter fra

kveiteoppdrett. I tillegg varierer posten mye, og er slik vi ser det ikke avgjørende for driften til selskapet.

### **5.2.2.2 Driftsrelaterte kostnader**

Av driftsrelaterte kostnader har vi valgt å inkludere postene: varekostnad, lønnskostnader, andre driftskostnader, verdijustert biomasse, restruktureringskostnader og avskrivninger. Varekostnader og lønnskostnader er stabile kostnader knyttet til driften av selskapet. Posten andre driftskostnader innebærer kostnader knyttet til vedlikehold, elektrisitet, IT-kostnader, leie og leasing, og er derfor å anse som relevant for driften. Avskrivninger er kostnader tilknyttet driftsrelaterte eiendeler og er dermed også relevant for driften av selskapet. De overnevnte postene, med unntak av verdijustert biomasse og restruktureringskostnader, har vi ikke sett behov for å justere utgiftene, da de i liten grad varierer fra år til år.

Verdijustert biomasse har vi valgt å inkludere i driftskostnader, da vi anser den som en normal kostnad på driften. Posten varierer i stor grad fra år til år, samt at det er vanskelig å identifisere unormale enkeltkostnader på denne posten. Verdijustert biomasse er avhengig av eksterne faktorer som pris per kg laks, og valutapriser. Vi har derfor valgt å regne ut et gjennomsnitt av årene fra 2016 til 2021, og inkludere dette i driftskostnadene. Gjennomsnittskostnaden for posten ligger på -6,3MEUR, og gir en snittprosent på -0,17% av salgsinntektene. I posten restruktureringskostnader har vi også valgt å regne ut et gjennomsnitt av utgiftene fra 2016, og legge dette snittet tilbake i driftsrelaterte kostnader. Årsaken til det er at vi mener et stort selskap som Mowi må påberegne større restruktureringskostnader på blant annet anleggene sine. Vi ser av notene at brorparten av kostnadene går til vedlikehold og utbygging av oppdrettsanlegg. Det er kostnader som er sannsynlig at selskapet fortsatt vil ha i fremtiden.

Til slutt har vi valgt å ekskludere postene lisenser og produksjonskostnader, tapskontrakter, andre ikke operasjonelle poster, investeringer i tilknyttede selskaper og nedskrivninger. Lisenser og produksjonskostnader er en engangspost i 2021 på 18,9MEUR. Ettersom det ikke står noe i notene om at det er kommet noen nye regnskapsregler som gjør at denne skal føres mot kostnader har vi ekskludert posten. Tapskontrakter har vi valgt å ekskludere ettersom det er eiendeler som ikke er en del av driften. Eiendelene er kostnader tilknyttet til eiendeler som ikke generer forventede inntekter til selskapet. Andre ikke operasjonelle poster er ifølge notene hovedsakelig kostnader tilknyttet rettsaker Mowi er en del av, og vi velger derfor å ekskludere den fra driften. Innvesteringer i tilknyttede selskaper er investeringer i selskaper der Mowi har 20-50% eierskapsinteresser. Denne posten gir oss ikke noe informasjon om selve driften til

selskapet, og er derfor ikke inkludert. Nedskrivninger er primært tilknyttet immaterielle eiendeler og regnes således ikke som en driftsrelatert kostnad, og ekskluderes.

### 5.2.2.3 Oppsummering

Under presenterer vi det omgrupperte og justerte regnskapet til Mowi, med hovedfokus på driften til selskapet. Vi har derfor valgt å inkludere posten NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) ettersom denne representerer fortjenesten fra driften etter skatt, og ekskluderer inntekter fra ikke operasjonelle eiendeler og finansielle kostnader. NOPLAT er fortjenesten som er tilgjengelig for alle investorer, inkludert de som finansierer gjelden, egenkapitalen og andre typer finansieringer (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 171).

EUR i 1000	2016		2017		2018		2019		2020		2021
Etter normalisering	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Salgsinntekter	3 503 000 000	3 626 000 000	3 750 000 000	4 075 000 000	3 732 000 000	4 165 900 000					
Varekostnad	1 782 000 000	1 689 000 000	1 812 000 000	1 983 000 000	1 970 000 000	2 191 500 000					
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1 721 000 000</b>	<b>1 937 000 000</b>	<b>1 938 000 000</b>	<b>2 092 000 000</b>	<b>1 762 000 000</b>	<b>1 974 400 000</b>					
Restruktureringskostnader	- 10 600 000	- 10 600 000	- 10 600 000	- 10 600 000	- 10 600 000	- 10 600 000					
Verdijustert biomass	6 300 000	6 300 000	6 300 000	6 300 000	6 300 000	6 300 000					
Lønnskostnader	- 440 000 000	- 478 000 000	- 505 000 000	- 564 000 000	- 558 000 000	- 568 300 000					
Andre driftskostnader	- 473 000 000	- 555 000 000	- 590 000 000	- 586 000 000	- 549 000 000	- 534 400 000					
<b>EBITDA</b>	<b>803 700 000</b>	<b>899 700 000</b>	<b>838 700 000</b>	<b>937 700 000</b>	<b>650 700 000</b>	<b>867 400 000</b>					
Avskrivninger	- 143 000 000	- 150 000 000	- 153 000 000	- 287 000 000	- 338 000 000	- 373 200 000					
<b>EBITA</b>	<b>660 700 000</b>	<b>749 700 000</b>	<b>685 700 000</b>	<b>650 700 000</b>	<b>312 700 000</b>	<b>494 200 000</b>					
Skatt på EBITA	- 191 507 246	- 86 007 648	- 154 563 525	-	-	- 87 863 330					
<b>NOPLAT</b>	<b>469 192 754</b>	<b>663 692 352</b>	<b>531 136 475</b>	<b>650 700 000</b>	<b>312 700 000</b>	<b>406 336 670</b>					

Tabell 2: Omgruppert regnskap Mowi 2016-2021.

Vi velger å forholde oss til EBITA fremfor EBIT, ettersom sistnevnte inneholder nedskrivninger av immaterielle eiendeler. Disse kostnadene er allerede inkludert i EBITA gjennom regnskapsposter tilknyttet driften av selskapet (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 358).

Av posten NOPLAT ser vi at skattesatsen som nyttes på EBITA får store konsekvenser for resultatet. Satsen varierer i stor grad fra år til år, og i 2019 og 2020 er skattekostnadene på ordinært resultat i årsrapporten satt til 0. For at skattesatsen ikke skal gi et urealistisk bilde av inntjeningen fra driften de ulike årene vil videre utregninger benytte en skattesats på 22% på EBITA fra 2016-2021. 22% har vært den nominelle skattesatsen for selskaper de siste årene (Skatteetaten, 2022).

### 5.2.3 Omgruppering av balanse

For at balanseregnskapet skal bli investorrettet, må vi omgruppere balansen slik at vi skiller mellom driftsrelaterte og finansielle poster. Balansen er kreditorientert etter regnskapsprinsippene, hvor den fokuserer på likviditeten til eiendeler og forfallstid på gjeld

(Kaldestad & Møller , 2016, s. 36). Vi må derfor skille ut hvilke eiendeler som brukes i driften, finansielle eiendeler og kapitalen som finansierer driftseiendelene. De driftsrelaterte postene er de som selskapet er avhengig av i driften, og de finansielle vil selskapet i teorien kunne selge uten at det går utover driften. Under presenterer vi det omgrupperte balanseregnskapet.

Omgruppert balanse	2016		2017		2018		2019		2020		2021
Eiendeler	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Immaterielle eiendeler	1 067 000 000	910 000 000	1 119 000 000	1 221 000 000	1 237 000 000	1 318 600 000					
Varige driftsmidler	1 008 000 000	1 086 000 000	1 218 000 000	1 749 000 000	1 931 000 000	2 017 200 000					
<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>2 075 000 000</b>	<b>1 996 000 000</b>	<b>2 337 000 000</b>	<b>2 970 000 000</b>	<b>3 168 000 000</b>	<b>3 335 800 000</b>					
Kontanter behov i drift 10%	74 600 000	78 500 000	77 900 000	82 600 000	78 800 000	87 620 000					
Varelager	248 000 000	307 000 000	286 000 000	321 000 000	334 000 000	384 100 000					
Biologiske eiendeler	1 574 000 000	1 201 000 000	1 559 000 000	1 522 000 000	1 417 000 000	1 529 500 000					
Kundefordringer	498 000 000	478 000 000	493 000 000	505 000 000	454 000 000	492 100 000					
Andre driftsrelaterte fordringer	113 000 000	99 000 000	143 000 000	146 000 000	126 000 000	177 200 000					
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>2 507 600 000</b>	<b>2 163 500 000</b>	<b>2 558 900 000</b>	<b>2 576 600 000</b>	<b>2 409 800 000</b>	<b>2 670 520 000</b>					
<b>Driftseiendeler</b>	<b>4 582 600 000</b>	<b>4 159 500 000</b>	<b>4 895 900 000</b>	<b>5 546 600 000</b>	<b>5 577 800 000</b>	<b>6 006 320 000</b>					
Tilknytte selskaper	175 000 000	171 000 000	221 000 000	239 000 000	167 000 000	203 900 000					
Andre langsiktige finansielle eiendeler	-	-	-	2 000 000	2 000 000	2 000 000					
Andre langsiktige eiendeler	5 000 000	-	-	1 000 000	1 000 000	500 000					
<b>Finansielle anleggsmidler</b>	<b>180 000 000</b>	<b>171 000 000</b>	<b>221 000 000</b>	<b>242 000 000</b>	<b>170 000 000</b>	<b>206 400 000</b>					
Kontanter og kontantekvivalenter	29 400 000	- 7 500 000	27 100 000	45 400 000	28 200 000	14 080 000					
Andre finansielle eiendeler	-	7 000 000	1 000 000	7 000 000	11 000 000	33 000 000					
Eiendeler hold for salg	4 000 000	-	-	-	60 000 000	-					
<b>Finansielle omløpsmidler</b>	<b>33 400 000</b>	<b>- 500 000</b>	<b>28 100 000</b>	<b>52 400 000</b>	<b>99 200 000</b>	<b>47 080 000</b>					
<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>213 400 000</b>	<b>170 500 000</b>	<b>249 100 000</b>	<b>294 400 000</b>	<b>269 200 000</b>	<b>253 480 000</b>					
<b>Sum eiendeler</b>	<b>4 796 000 000</b>	<b>4 330 000 000</b>	<b>5 145 000 000</b>	<b>5 841 000 000</b>	<b>5 847 000 000</b>	<b>6 259 800 000</b>					
<b>Egenkapital og gjeld</b>											
Egenkapital til majoriteten	2 068 000 000	2 314 000 000	2 877 000 000	2 892 000 000	2 762 000 000	3 129 000 000					
Minoritetsinteresser	1 000 000	1 000 000	2 000 000	-	2 000 000	2 400 000					
<b>Sum egenkapital</b>	<b>2 069 000 000</b>	<b>2 315 000 000</b>	<b>2 879 000 000</b>	<b>2 892 000 000</b>	<b>2 764 000 000</b>	<b>3 131 400 000</b>					
Utsatt skatteforpliktelser	454 000 000	354 000 000	413 000 000	436 000 000	392 000 000	441 400 000					
Langsiktig leasingforpliktelser	439 000 000	-	-	259 000 000	380 000 000	335 700 000					
Kortsiktig leasingforpliktelser	-	-	-	127 000 000	153 000 000	182 700 000					
Leverandørgjeld	276 000 000	281 000 000	280 000 000	297 000 000	317 000 000	392 800 000					
Annen kortsiktig gjeld	180 000 000	197 000 000	209 000 000	200 000 000	168 000 000	244 900 000					
Betalbar skatt	143 000 000	91 000 000	120 000 000	100 000 000	26 000 000	79 900 000					
<b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>1 492 000 000</b>	<b>923 000 000</b>	<b>1 022 000 000</b>	<b>1 419 000 000</b>	<b>1 436 000 000</b>	<b>1 677 400 000</b>					
Kortsiktig rentebærende gjeld	-	130 000 000	-	-	-	-					
Langsiktig rentebærende gjeld	993 000 000	773 000 000	1 143 000 000	1 466 000 000	1 566 000 000	1 358 900 000					
Annen langsiktig gjeld	12 000 000	88 000 000	11 000 000	11 000 000	25 000 000	19 300 000					
Avsetninger	153 000 000	9 000 000	13 000 000	19 000 000	25 000 000	65 400 000					
Andre kortsiktige finansielle forpliktelser	91 000 000	92 000 000	77 000 000	34 000 000	30 000 000	7 000 000					
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>1 249 000 000</b>	<b>1 092 000 000</b>	<b>1 244 000 000</b>	<b>1 530 000 000</b>	<b>1 646 000 000</b>	<b>1 450 600 000</b>					
<b>Gjeld</b>	<b>2 741 000 000</b>	<b>2 015 000 000</b>	<b>2 266 000 000</b>	<b>2 949 000 000</b>	<b>3 082 000 000</b>	<b>3 128 000 000</b>					
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>4 810 000 000</b>	<b>4 330 000 000</b>	<b>5 145 000 000</b>	<b>5 841 000 000</b>	<b>5 846 000 000</b>	<b>6 259 400 000</b>					

Tabell 3: Omgruppert balanseregnskap Mowi 2016-2021.

Ved å omgruppere balanseregnskapet til operasjonelle og finansielle poster kan vi regne ut den investerte kapitalen (Invested Capital). Investert kapital representerer den totale kapitalen som er nødvendig for å finansiere driften av selskapet, uten å ta hensyn til hvordan kapitalen er finansiert. For å finne den investerte kapitalen tar vi driftsrelaterte eiendeler (DE) og trekker fra driftsrelatert gjeld (DG). Under presenterer vi den investerte kapitalen til Mowi siden 2016.

Invested Capital	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
DE - DG	3 090 600 000	3 236 500 000	3 873 900 000	4 127 600 000	4 141 800 000	4 328 920 000
Net Investment		145 900 000	637 400 000	253 700 000	14 200 000	187 120 000

Tabell 4: Investert kapital Mowi 2016-2021.

## 5.3 Nøkkeltallanalyse

I nøkkeltallsanalysen presenterer vi en fremstilling av de mest relevante nøkkeltallene for Mowi.

Nøkkeltall	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	
Salgsinntekt	3 503 000 000	3 626 000 000	3 750 000 000	4 075 000 000	3 732 000 000	4 165 900 000	
% vekst		3 %	3 %	8 %	-9 %	10 %	3,2 %
Varekostnader	1 782 000 000	1 689 000 000	1 812 000 000	1 983 000 000	1 970 000 000	2 191 500 000	
% av salgsinntekt	51 %	47 %	48 %	49 %	53 %	53 %	50,0 %
Bruttoresultat	1 721 000 000	1 937 000 000	1 938 000 000	2 092 000 000	1 762 000 000	1 974 400 000	
Bruttomargin	49 %	53 %	52 %	51 %	47 %	47 %	50,0 %
Slaktevolum (Kg)	380 621 000	370 346 000	375 237 000	436 000 000	440 000 000	466 000 000	
% vekst		-3 %	1 %	14 %	1 %	6 %	3,8 %
Inntekt per kg laks i EUR	9	10	10	9	8	9	9,3
Cost in Box	4,68	4,56	4,83	4,55	4,48	4,70	4,6
EBITDA	803 700 000	899 700 000	838 700 000	937 700 000	650 700 000	867 400 000	832 983 333
EBITDA -margin	23 %	25 %	22 %	23 %	17 %	21 %	21,9 %
Inntjening per kg laks i EUR	2,11	2,43	2,24	2,15	1,48	1,86	2,0
Lønnskostnader	440 000 000	478 000 000	505 000 000	564 000 000	558 000 000	568 300 000	
% av salgsinntekter	13 %	13 %	13 %	14 %	15 %	14 %	13,6 %
Andre driftskostnader	473 000 000	555 000 000	590 000 000	586 000 000	549 000 000	534 400 000	
% av salgsinntekter	14 %	15 %	16 %	14 %	15 %	13 %	14,4 %
CapEx	299 400 000	72 200 000	336 800 000	333 800 000	139 700 000	479 900 000	
% av salgsinntekter	9 %	2 %	9 %	8 %	4 %	12 %	7,2 %
Arbeidskapital	1 015 600 000	1 240 500 000	1 536 900 000	1 157 600 000	973 800 000	993 120 000	
% av salgsinntekter	29 %	34 %	41 %	28 %	26 %	24 %	30,4 %

Tabell 5: Nøkkeltall Mowi 2016-2021.

### 5.3.1 Salgsinntekter

Salgsinntektene til Mowi har en gjennomsnittsvest på 3,2% siden 2016, med den største veksten fra 2020 til 2021. Veksten i 2021 og nedgangen i salgsinntekter i 2020 skyldes som nevnt hovedsakelig Covid-19 og lakseprisen. Vi ser at Mowi hadde en rask oppgang etter at samfunnet begynte å åpne igjen, og hadde ett rekordår i 2021. Dersom vi fjerner 2020 fra gjennomsnittsberegningen får vi en snittvekst på 4,2%, og det kan være hensiktsmessig når vi skal estimere fremtidige inntjener til selskapet. En positiv utvikling for Mowi under pandemien er at de økte salg av ferdigprodukter. Fordelen med disse produktene er at de i mindre grad er avhengig av lakseprisen, da prisnivået på ferdigvarer er mer stabilt.

### 5.3.2 Varekostnader

Varekostnader er stabile, og ligger rundt 50% av salgskostnadene. De har et toppunkt på 53% og et bunnpunkt på 47%. Det gjør at vi får en bruttomargin for selskapet på omtrent 50% av salgsinntektene. Det som er noe bekymringsverdig for Mowi er at varekostnadene ikke reduseres selv om selskapet har effektivisert egen fôrproduksjon til store deler av selskapets

anlegg. Årsaken kan være at råvareprisene har økt de siste årene, og dermed påvirker varekostnadene innen fôrproduksjon. Dersom Mowi skal realisere effekten av å kontrollere hele verdikjeden bør dette også være med på å redusere kostnadene, i tillegg til å muliggjøre økt inntjening på salgssiden gjennom å selge fôr til konkurrentene.

### **5.3.3 Resterende nøkkeltall**

For Mowi har vi valgt å inkludere de bransjespesifikke nøkkeltallene: Slaktevolum, inntekt per kg laks, cost in box og resultat per kg laks. Når det kommer til slaktevolum ser vi at selskapet har hatt en positiv vekst på 3,8% siden 2016, noe som indikerer at vi kan forvente en tilsvarende økning de kommende årene. Mowi hevder i årsrapporten fra 2021 at de fremdeles har muligheten til å øke produksjonen, og selskapet har en produksjonskapasitet på godt over 500 000 tonn (Mowi ASA, 2022a, s. 8). Inntekt per kg laks ser vi at den i snitt ligger på 9,3EUR, og er relativt stabil fra 2016. Noe som indikerer at inntektene vokser i takt med slaktevolumet. Her kan vi anta at den største påvirkningen på inntektene stammer fra en variabel laksepris. Fra nøkkeltallet cost in box, som er kostnader per kg laks, ser vi at den i likhet med inntjeningen er relativt stabil med et snitt på 4,6EUR. Her har vi brukt varekostnadene som et utgangspunkt for beregningen. Den stabile prisen forteller oss at Mowi sine varekostnader vokser i takt med slaktevolumet. Til slutt ser vi at resultat per kg laks ligger med et snitt på 2EUR. Her varierer inntjeningen noe, med et toppunkt i 2017, og et bunnpunkt i 2020.

Videre har vi inkludert nøkkeltallene: EBITDA, lønnskostnader, andre driftskostnader, CapEx (Capital Expenditure) og arbeidskapital. Mowi har siden 2016 hatt en gjennomsnittlig EBITDA på 833MEUR, som gir en EBITDA-margin på 21,9% i gjennomsnitt. Det beste året til selskapet var i 2019, og det dårligste i 2020. Lønnskostnadene har vært stabilt økende fra 2016, med et snitt på 13,6% av inntjeningen til selskapet. Lønnskostnadene har en gjennomsnittlig vekst på 4,9% fra 2016, som er omtrent 1,5% høyere enn gjennomsnittlig lønnsvekst innen akvakultur fra 2016 (SSB, 2022). Andre driftskostnader ligger stabilt med gjennomsnittlig 14% av salgsinntektene. CapEx innebærer vekst i eiendom, anlegg og utstyr, summert med vekst i avskrivninger fra 01.01 til 31.12 for de respektive årene. Dette utgjør et gjennomsnitt på 7,2% av salgsinntektene, som betyr at selskapet bruker gjennomsnittlig 7,2% årlig i re/nyinvestering. Til slutt er arbeidskapitalen regnet ut ved å ta de driftsrelaterte omløpsmidlene fratrukket den driftsrelaterte gjelden. Denne forteller oss hvor mye kapital Mowi sitter igjen med etter gjelden fra driften er trukket fra. Arbeidskapitalen er i snitt 30% av salgsinntektene som betyr at 30%



av salgsinntektene er bundet opp i reinvestering av varelager, kundefordringer og lignende (Kaldestad & Møller , 2016, s. 77).

### **5.3.3.1 Oppsummering nøkkeltall**

For Mowi ser vi en positiv trend i nøkkeltallene av salgsinntektene og slaktevolumet. Vi ser dermed at det er en sammenheng mellom slaktevolum og salgsinntekter. På kostnadssiden av nøkkeltallene til Mowi kan vi se en negativ trend, ved at kostnadene har en høyere vekst sammenlignet med salgsinntektene. Denne trenden skyldes i hovedsak Covid-19, lav laksepris og økte priser på råvarer. Det som er positivt for Mowi på kostnadssiden er at de har klart å redusere kostnadene tilknyttet andre driftskostnader. Vi kan altså konkludere med at Mowi evner å skape vekst på inntjeningene til selskapet, men blir påvirket av faktorer som laksepris og pris på råvarer. Dersom Mowi klarer å redusere påvirkningen av disse vil det gi bedre EBITDA-marginer i fremtiden.

## **5.4 Lønnsomhetsanalyse**

Analyse av lønnsomhet består i å undersøke et selskaps evne til å skape verdi av de ressursene det rår over (Langli, 2010, s. 683). En lønnsomhetsanalyse gir oss innsikt i om selskapet evner å skape overskudd av ressursene, og vil således være viktig for å kunne predikere fremtiden til selskapet. I lønnsomhetsanalysen vil vi se nærmere på Mowi sin lønnsomhet, soliditet og likviditet, samt sammenligne disse med bransjen.

### **5.4.1 ROIC**

ROIC (Return on Invested Capital) er et sentralt måletall på om selskapet er verdiskapende (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 17). ROIC forteller oss hvilken evne selskapet har til å tjene penger på kapitalen til driften. Dersom måltallet er høyere enn kostnadene til kapitalen vil selskapet øke sin verdi (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 17). Tidligere i oppgaven har vi vist hvordan vi kommer frem til NOPLAT og Invested Capital. For å regne ut ROIC bruker vi følgende formel (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 209):

$$\frac{NOPLAT}{Invested\ Capital}$$

Under presenterer vi en tabell som viser avkastningen Mowi har hatt på sin investerte kapital.

ROIC	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NOPLAT	527 436 000	702 702 000	574 860 000	658 008 000	465 972 000	531 960 000
Invested Capital	3 090 600 000	3 236 500 000	3 873 900 000	4 127 600 000	4 141 800 000	4 328 920 000
ROIC	17 %	22 %	15 %	16 %	11 %	12 %

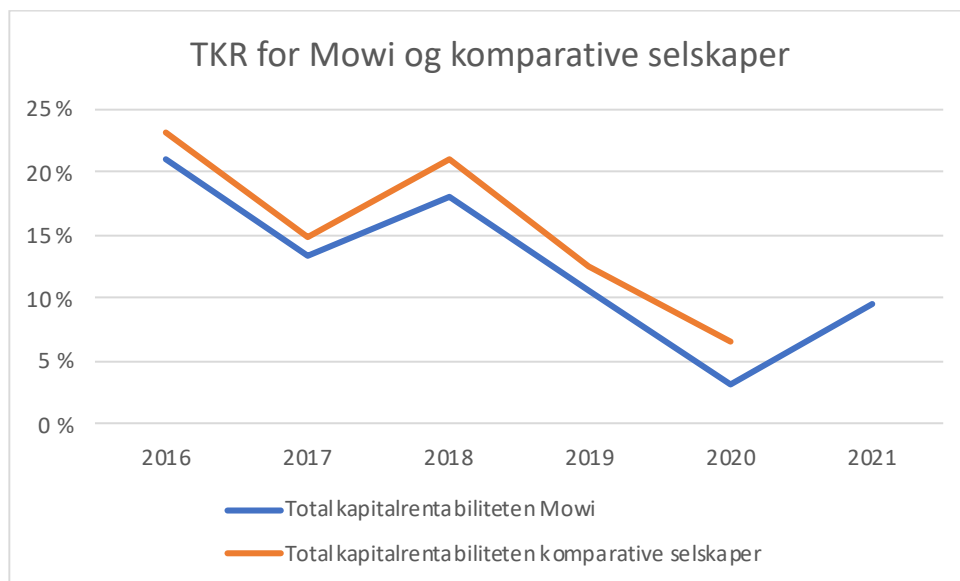
Tabell 6: ROIC Mowi 2016-2021.

Vi ser av tabellen at selskapet hadde den høyeste fortjenesten på investert kapital i 2017, og lavest i 2020. Videre ser vi at den investerte kapitalen har hatt en tilnærmet lineær vekst, men NOPLAT varierer i større grad. ROIC ligger over 10% for alle år, noe som kan være en indikator på at selskapet øker sin verdi. Det er som nevnt tidligere avhengig av kostandene til kapitalen, og vi vil derfor komme tilbake til det senere i avhandlingen.

#### 5.4.2 Totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet

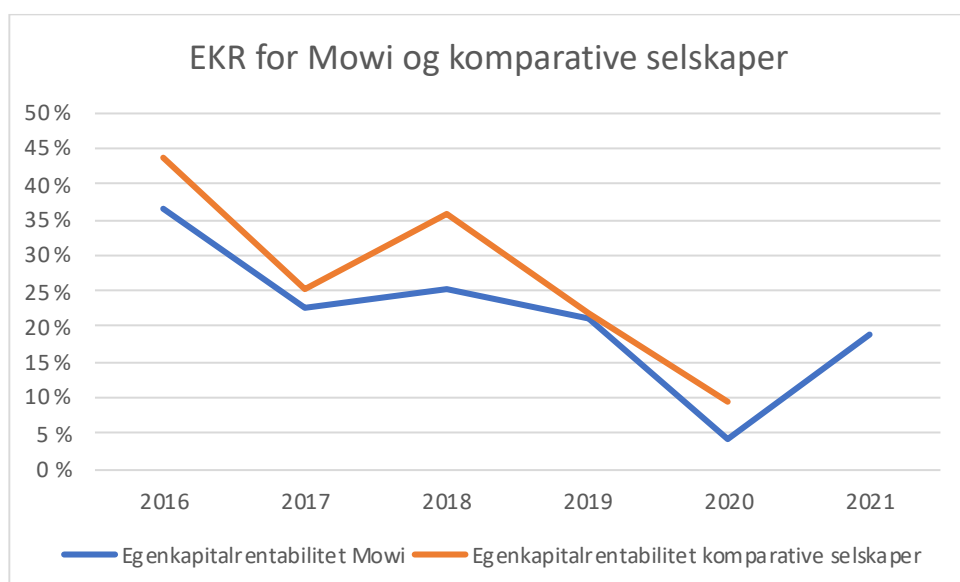
Rentabiliteten måler selskapets evne til å tjene penger gjennom bruken av bedriftens eiendeler. Her skiller vi mellom totalkapitalrentabilitet (TKR) og egenkapitalrentabilitet (EKR). Under vil vi sammenligne måletallene for Mowi med gjennomsnittet for de komparative selskapene vi har presentert tidligere.

TKR forteller oss hvor stor inntjening selskapet har hatt på sin totale kapital, uavhengig av hvordan denne er finansiert. Vi ser på hvor stor verdiskapning balansens eiendelside har generert i løpet av en periode (Langli, 2010, s. 687). Gjennomsnittsmålet for totalkapitalrentabiliteten til Mowi ligger på 13%, med året 2016 som trekker gjennomsnittet opp, og 2020 som trekker gjennomsnittet markant ned. Vi ser av grafen under at vi finner den samme trenden for de komparative selskapene. Gjennomsnittet for de komparative selskapene er likevel jevnt høyere enn Mowi, som betyr at de har en lavere inntjening i forhold til bransjetallet på sin totale kapital.



Figur 14: Totalkapitalrentabilitet Mowi og komparative selskaper 2016-2021.

EKR måler avkastningen på den kapitalen eierne har investert i selskapet (Langli, 2010, s. 686). Rentabilitetsmålet er dermed å anse som et viktig mål for om det er lønnsomt å investere i selskapet. Gjennomsnittsmålet for Mowi sin EKR er 21%, med samme utvikling som TKR. EKR er høyere enn TKR for alle år, som indikerer at det er lønnsomt med gjeld for selskapet. Trenden for de komparative selskapene er relativt lik som Mowi, med unntak av 2019 hvor Mowi sin EKR var tilnærmet lik som de komparative selskapene. Likevel har Mowi en jevnt lavere EKR enn bransjesnittet, som betyr at avkastningen på egenkapitalen er noe lavere for Mowi kontra andre selskaper i bransjen.



Figur 15: Egenkapitalrentabilitet Mowi og komparative selskaper 2016-2021.

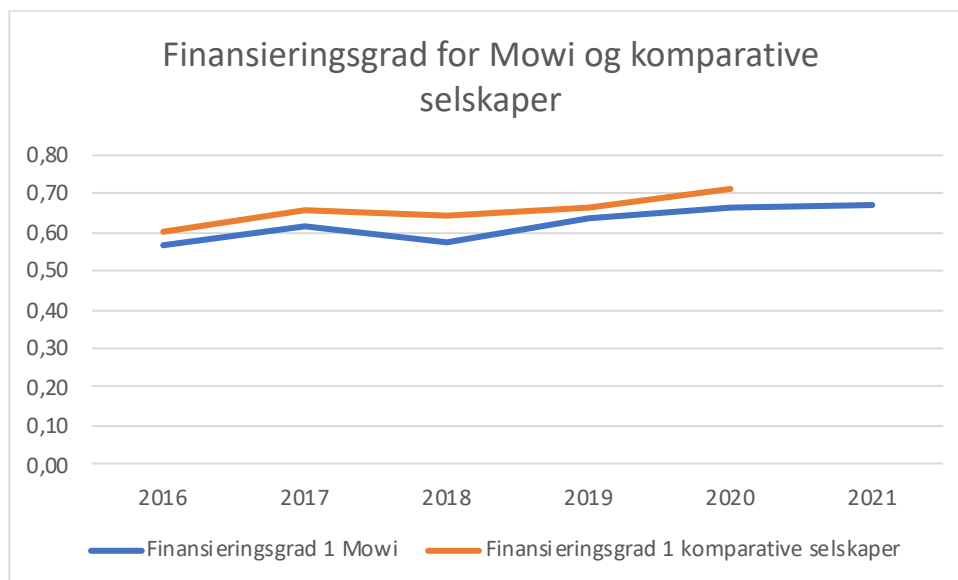
Det er interessant at lønnsomheten til selskapene i oppdrettsbransjen samsvarer med utviklingen i lakseprisene fra 2016 til 2021 som er presentert i punkt 2.4.2.2. Vi ser derfor at prisen på laks er en betydelig faktor, og påvirker lønnsomheten i bransjen.

## 5.5 Soliditet og likviditet

I kapitalstrukturen ønsker vi å analysere hvordan selskapets eiendeler er finansiert, og deres evne til å tåle tap (Langli, 2010, s. 704). Her skal vi se nærmere på soliditeten og likviditeten til Mowi sammenlignet med de komparative selskapene.

### 5.5.1 Soliditet

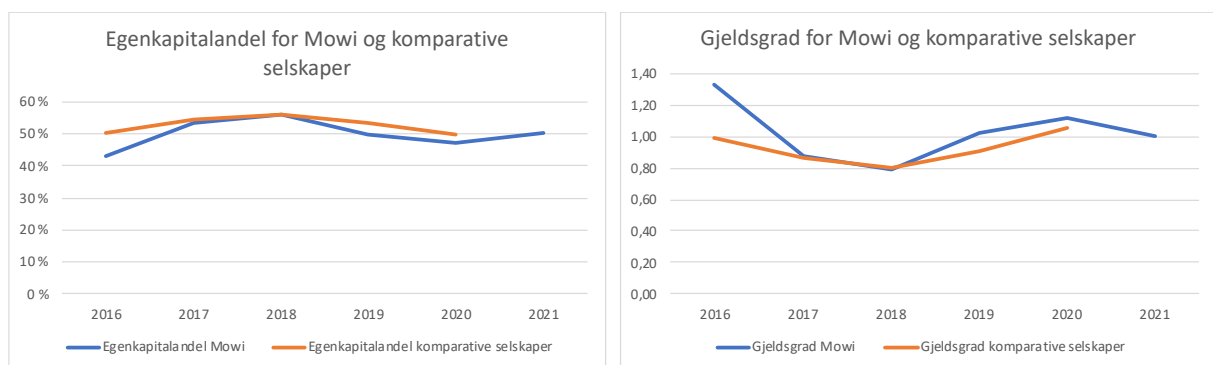
Finansieringsgrad 1 beskriver i hvilken grad anleggsmidler er langsiktig finansiert (Langli, 2010, s. 706). En hovedregel er at selskaper ønsker at størst andel av anleggsmidlene er finansiert gjennom den langsiktige kapitalen. Årsaken til det er at anleggsmidler gjerne er vanskeligere å bli kvitt enn omløpsmidler, og således vil soliditeten til selskapet svekkes dersom de er finansiert gjennom kortsiktig kapital. Ifølge Langli bør finansieringsgraden være mindre enn 1 (Langli, 2010, s. 707). Vi kan se av regnskapet til Mowi at den gjennomsnittlige finansieringsgraden siden 2016 er på 0,62, og kan dermed betraktes som tilfredsstillende i henhold til overnevnte. Videre ser vi at Mowi sin finansieringsgrad er lavere enn bransjesnittet, som også er en indikasjon på at finansieringsgraden er god.



Figur 16: Finansieringsgrad Mowi og komparative selskaper 2016-2021.

Når det kommer til egenkapitalandel og gjeldsgrad er også det med på å bestemme soliditeten til selskapet. Årsaken til det er at dersom selskapet går dårlig er det egenkapitalen som tar støytten først. En høy egenkapitalandel indikerer en sterk soliditet for selskapet (Langli, 2010,

s. 707) Egenkapitalandelen ligger på et gjennomsnitt på 50%, som indikerer at 50% av totalkapitalen er finansiert gjennom egenkapital i snitt. Vi ser i grafen nedenfor at bransjetallet har marginalt høyere egenkapitalandel enn Mowi, med unntak av 2018 hvor andelen er lik. Gjeldsgraden forteller oss hvor mange kroner det er i gjeld per krone fra egenkapitalen. Desto mindre dette forholdstallet er, desto bedre er soliditeten til selskapet (Langli, 2016, s. 707). For Mowi er gjennomsnittstallet siden 2016 på 1,02 kroner gjeld per krone egenkapital. Av grafene under ser vi at Mowi har en markant høyere gjeldsgrad i 2016, men relativt lik i de resterende årene. Sammenlignet med bransjetallene har Mowi en marginalt svakere soliditet, men har generelt en god soliditet.

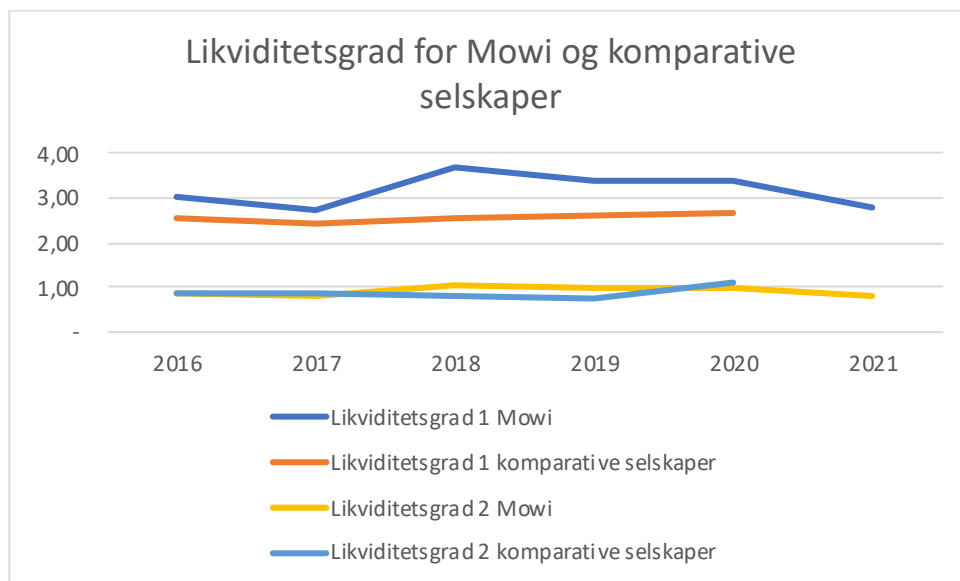


Figur 17: Egenkapitalandel og gjeldsgrad Mowi og komparative selskaper 2016-2021.

## 5.5.2 Likviditet

I likviditetsanalysen fokuserer vi på å evaluere bedriftens evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. De vanligste tallene for å vurdere selskapets likviditetsmessige stilling er likviditetsgrad 1 og 2 (Langli, 2010, s. 712).

Likviditetsgrad 1 og 2 forteller oss i hvilken grad vi kan forvente om omløpsmidlene er i stand til å dekke den kortsiktige gjelden. Det som skiller likviditetsgrad 1 og 2 er hvilke omløpsmidler vi bruker som utgangspunkt. Der likviditetsgrad 2 kun beregner de omløpsmidlene en regner som mest likvide, inkluderer likviditetsgrad 1 alle omløpsmidler. Likviditetsgrad 1 burde i hovedsak være høyere enn 1,0 (Langli, 2016, s. 709), og det samme gjelder for likviditetsgrad 2 (Langli, 2016, s. 714). Av grafen under kan vi se at likviditetsgrad 1 for Mowi er godt over 1,0 for samtlige år, med et gjennomsnittstall på 3,17 som er å anse som tilfredsstillende. Samtidig er den også høyere enn bransjetallet for samtlige år, og det kan dermed argumenteres for at Mowi har en god likviditet. For likviditetsgrad 2 er gjennomsnittstallet til Mowi 0,93, og en kan dermed anta at de mest likvide omløpsmidlene ikke vil kunne dekke den kortsiktige gjelden. Det gjelder også for bransjetallet, som Mowi i snitt er marginalt høyere enn ifølge grafen under.



Figur 18: Likviditetsgrad Mowi og komparative selskaper 2016-2021.

## 5.6 Oppsummert lønnsomhet-, soliditet- og likviditetsanalyse

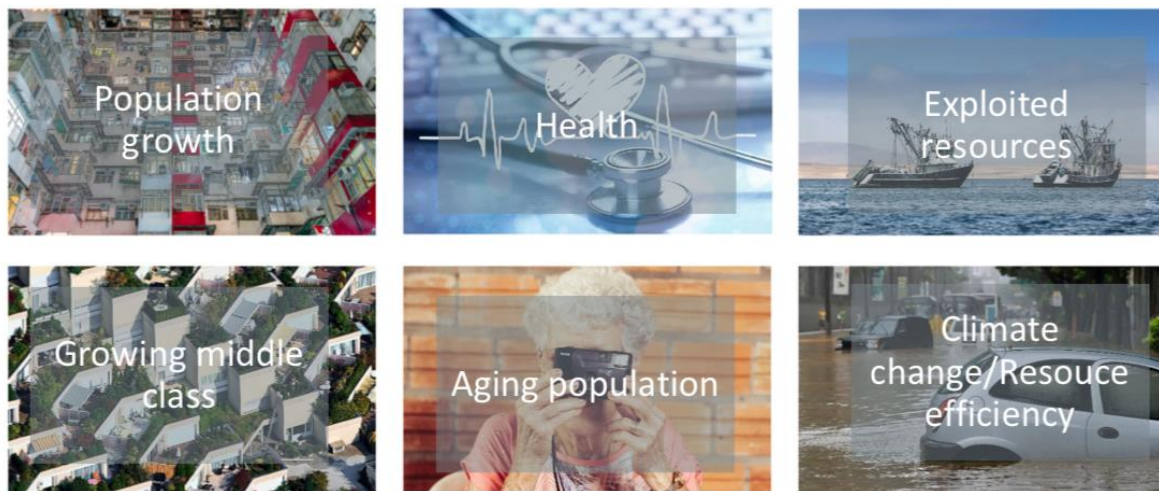
Fra lønnsomhetsanalysen har vi identifisert at Mowi har en ROIC over 10% for samtlige år, som kan indikere at selskapet øker sin verdi. TKR og EKR er marginalt lavere enn bransjesnittet, samt at de har hatt en negativ trend siden 2016. Videre har vi identifisert at lønnsomheten til Mowi og bransjen er sterkt tilknyttet til lakseprisen. Generelt er lønnsomheten å betrakte som god med unntak av i 2020. Innen soliditet har Mowi en generelt svakere soliditet enn bransjesnittet, men soliditeten er likevel å anse som god. Likviditeten til selskapet anses også som god, spesielt likviditetsgrad 1 som er langt over normtallet. Det er likevel verdt å nevne at likviditetsgrad 2 tyder på at de mest likvide omløpsmidlene ikke vil kunne dekke den kortsiktige gjelden. Vi kan derfor konkludere med at Mowi evner å skape verdi av de ressursene de rår over, og er således godt stilt for fremtiden.

## 6 Strategisk analyse

### 6.1 Makroanalyse

I makroanalysen tar vi utgangspunkt i forholdene som beskrevet i PESTEL-analysen. Likevel har vi i denne avhandlingen valgt å trekke frem driverne populasjonsvekst, helse, utnyttelse av ressurser, økende middelklasse, aldrende befolkning og klimaendringer. Bakgrunnen for det er at disse blir presentert som de viktigste makro-trendene som påvirker oppdrettsbransjen, og anses dermed som treffende (Mowi ASA, 2021c, s. 19). Det vil dermed være mer treffende for analysen av miljøforholdene som påvirker Mowi. Det kan argumenteres for at trendene er spesifikke for selskapet ettersom de selv presenterer disse i egne utgivelser. Likevel er ikke dette trender de selv har kommet frem til, men refererer til en rapport fra Ocean Panel i 2019.

Vi anser derfor det som pålitelige faktorer å vurdere i makro-analysen, samt at det vil føre til et mer treffende resultat videre i avhandlingen.



Figur 19: Globale makrotrender innen etterspørsel av laks (Mowi ASA, 2021c, s. 19).

### 6.1.1 Populasjonsvekst

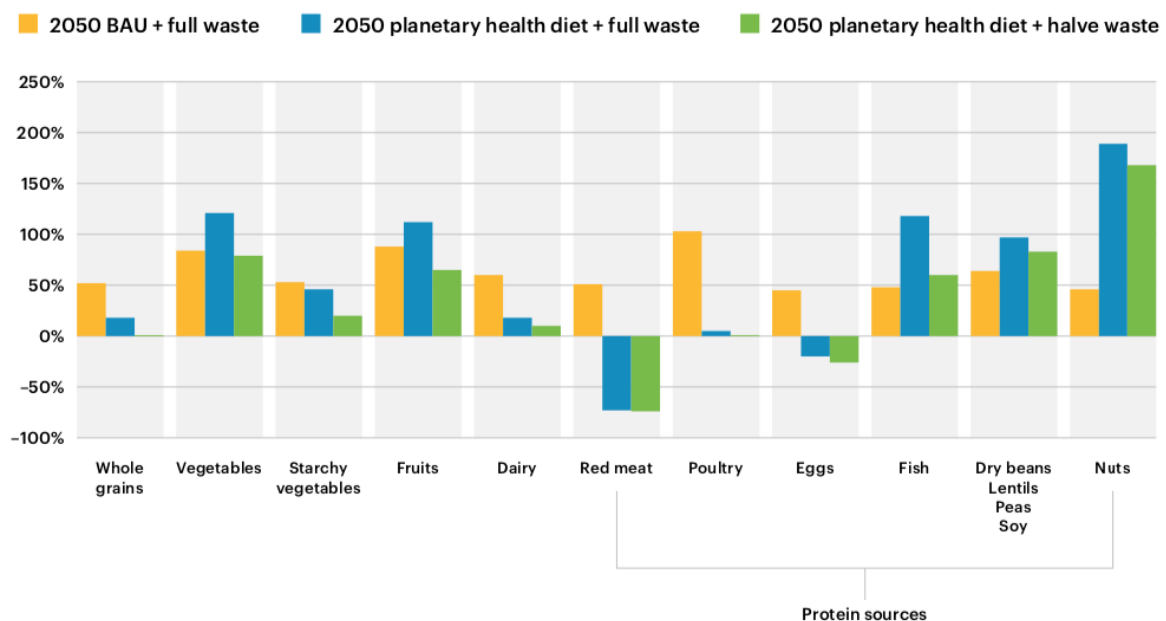
Ved inngangen av 2022 var det 7,9 milliarder mennesker i verden (Solerød & Tønnessen, 2022). Befolkningsveksten er høy, i 1820 var det en milliard mennesker på jorden. Hundre år senere var det mer enn to milliarder, og i 2010 passerte verden syv milliarder mennesker (Guillén, 2022, ss. 30-31). Denne eksponentielle økningen har ført til et stort fokus på hvordan vi skal kunne forsyne befolkningen med mat og andre varer. Veksten er antatt å fortsette i årene fremover, men vil trolig avta som en følge av at det blir født færre barn i verden. I mange land er til og med befolkningsveksten ventet å synke, og spesielt i Øst-Asia, Europa og Amerika (Guillén, 2022, s. 20). Når det er sagt er befolkningsveksten antatt å nå ti milliarder innen 2050 (Mowi ASA, 2021c, s. 19).

Tidligere i oppgaven har vi sett at produksjonskapasiteten til oppdrettsbransjen har hatt en stor vekst de siste årene, og er høyere enn populasjonsveksten. Det gjør at oppdrettsbransjen er godt stilt for å imøtekomme den økende befolkningen i tiden fremover, og vil kunne erstatte andre matvarer som ikke har den samme produksjonsveksten. Innen 2029 er forventet forbruk av fisk estimert å være 21,4 kg per innbygger. Forbruket av fisk er antatt å vokse hurtigst i utviklingsland, men forbruket per innbygger er antatt å være størst i utviklede land. Latin-Amerika og Asia er forventet å ha den største veksten per innbygger (Mowi ASA, 2021c, s. 13). Av det kan vi konkludere med at Asia og Latin-Amerika vil være to viktige markeder å treffe i fremtiden, men at den store befolkningsveksten i Afrika gjør det til et interessant marked å posisjonere seg i.

## 6.1.2 Helse

Helseskadelig diet er nå en større trussel for dødelighet enn ubeskyttet sex, alkohol, narkotika og tobakk kombinert. En stor utfordring for menneskeheten er å forsyne en økende populasjon med helsefremmende mat og bærekraftig produksjon. Selv om global produksjon av kalorier generelt sett har holdt følge med befolkningsveksten, lider i dag 820 millioner mennesker av sult. Samtidig spiser enda flere lavkvalitets mat eller for mye mat (EAT-Lancet Commission, 2019). Hurtig endring av det globale matsystemet er en nødvendighet. Matsystemet har miljømessige innvirkninger langs hele forsyningskjeden, fra produksjon til prosessering og salg, og videre til menneskelig og miljømessig velferd (EAT-Lancet Commission, 2019).

Som en løsning på det voksende problemet presenterer EAT-Lancet Commission en anbefaling med økt forbruk av fisk, bønner og nøtter som bærekraftige, sunne proteinkilder (Mowi ASA, 2021c, s. 19). Laks er en rik kilde til protein og er dermed en produksjonseffektiv måte å optimalisere proteintilgangen.



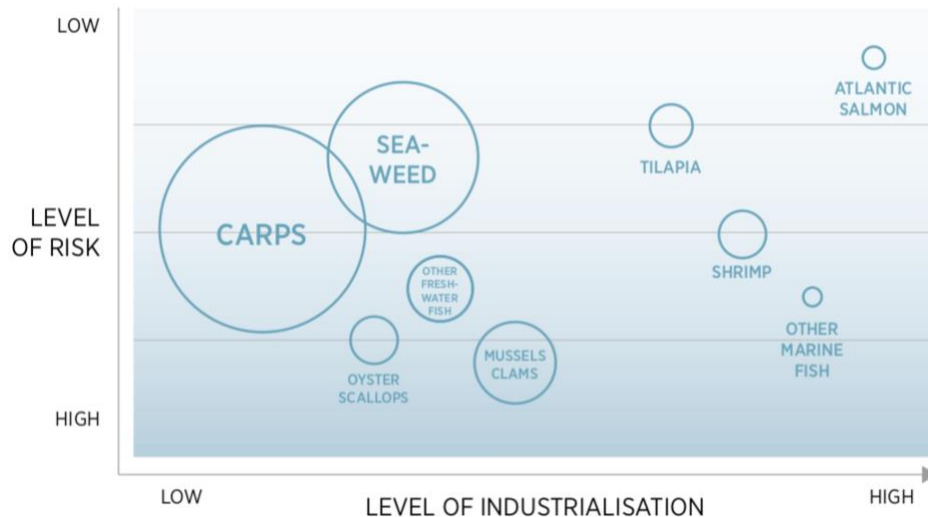
Figur 20: Spådd endring i matproduksjon fra 2010-2050 (EAT-Lancet Commission, 2019, s. 21).

I tabellen over presenteres EAT-Lancet Commission sin predikerte matproduksjon mot 2050. Vi ser at fisk predikeres som en løsning i begge scenarioene. Vi kan altså konkludere med at oppdrettsnæringen vil spille en viktig rolle for å forsyne befolkningen med helsefremmende mat i årene frem mot 2050.



### 6.1.3 Utnyttelse av ressurser

Vi ser en trend i markedet at det stilles høyere krav til utnyttelse av ressursene, både for å være konkurransedyktige, men også for å være bærekraftige. FN sitt bærekraftsmål nummer 14 sier: «Bevare og bruke hav og maritime ressurser på en måte som fremmer bærekraftig utvikling» (Norsk Industri, 2017, s. 11). Norges hav- og kystområder har som nevnt tidligere gode forutsetninger for å drive effektiv lakseproduksjon.



Figur 21: Norsk lakseproduksjon volummessig i forhold til annen oppdrett av fisk (Norsk Industri, 2017, s. 9).

Av figuren over ser vi at oppdrett av laks skårer lavt på risiko, og høyt på industrialisering, men produksjonsvolumet på laks er relativt liten i forhold til oppdrett av andre fiskearter. Det kan være en indikasjon på at utnyttelsen av lakseoppdrett kan forbedres. Ambisjonen til regjeringen er at Norge skal være verdens fremste sjømatnasjon med en femdobling av lakseproduksjonen og en seksdobling av verdiskaping fra 2010 mot 2050 (Norsk Industri, 2017, s. 12).

En viktig del av å utnytte alle ressursene i oppdrettsbransjen er å kunne nytte dagens avfallsstrømmer som spill av fôr, fiskeavføring og slakteavfall. Utnyttelse av disse kan gi økt verdi, og bli en innsatsfaktor i annen produksjon. En kraftig ekspansjon av næringen vil også kreve større tilgang på areal, og aktørene vurderer større smolt i setteanleggene, landbaserte anlegg, lukkede og semi-lukkede systemer i sjø, samt utnyttelse av mer eksponerte områder. Fokuset må først og fremst rettes inn mot å utvikle løsninger som hindrer lakselus, spredning av smitte, rømming av oppdrettslaks, samt kunne samle opp ressurser som i dag går til spille (Norsk Industri, 2017, s. 14).

#### **6.1.4 Voksende middelklasse**

En økende middelklasse i verden gjør at større andel av jordas befolkning har muligheten til å kjøpe og tilberede den maten de ønsker, samt anskaffe seg mer helsevennlig mat. USA og Europa har den største delen av verdens middelklasse i dag, men innen 2030 spår Mauro F. Guillén at Kina, India og resten av Asia (uten Japan) vil være hjem til mer enn halvparten av verdens kjøpekraft (justert for inflasjon). Trenden indikerer at Kina sin middelklasse vil være det markedet med størst kjøpekraft for et tiår eller to. India sin unge og økende utdannede befolkning vil grunnet sitt voksende potensiale være det mest ettertraktede markedet innen 2030 (Guillén, 2022, ss. 165-166).

Laks er en dyr vare sammenliknet med sine substitutter og middelklassen er fremdeles den typiske kjøperen av laks. En økende middelklasse vil derfor bety et større kundesegment for oppdrettsbransjen. Når det er sagt er det også viktig at bransjen sin tilnærming til middelklassen er treffende. Norsk laks har en status som en kvalitetsmatvare, og således er det viktig at selv om bransjen ønsker å posisjonere seg for middelklassen må det ikke gå på bekostning av at matvaren anses som en kvalitetsvare.

Vi kan konkludere med at trenden med en økende middelklasse presenterer en mulighet for bransjen. Videre vil det være viktig for bransjen å posisjonere seg for markedet i Asia, og spesielt i Kina og India hvor middelklassen vil vokse i årene fremover.

#### **6.1.5 Aldrene populasjon**

Ifølge investeringsbanken Morgan Stanley er «millennials» den viktigste aldersgruppen for økonomisk aktivitet, ettersom de skal starte familie, få barn og bruke penger på å få livet i gang. Det hevdes at det er disse menneskene selskaper og politikere vil søke. I følge Mauro F. Guillén er dette en feil antagelse. Årsaken til det er at verdens befolkning stadig blir eldre, og det er mennesker over 60 år som er den raskest voksende aldersgruppen i verden (Guillén, 2022, ss. 93-94). Det gjør at selskaper har fått et nytt, og viktig segment. Denne aldersgruppen har god økonomi, og et spesielt behov for å spise sunn mat. Flere undersøkelser viser likevel at segmentet føler seg neglisjert av markedsførings-selskapene (Guillén, 2022, s. 100). Sjømat er helsefremmede, og aldersgruppen fremstår som et kundesegment der det er et urealisert potensial.

### **6.1.6 Klima- og miljøendringer**

Klimaendringer er den største miljøutfordringen den moderne verden har stått ovenfor. FNs bærekraftsmål nummer 13 lyder som følger: «Handle umiddelbart for å bekjempe klimaendringene og konsekvensene av dem» (FN, 2022). Den globale gjennomsnittstemperaturen har steget med omtrent én grad siden den før-industrielle tiden, og havnivået fortsetter å stige (FN, 2022).

Matproduksjon står for en stor del av klimautslippene. Vi så under driveren helse, at det kreves en endring i maten vi konsumerer, og i måten vi produserer mat. I tillegg til å være ressurseffektiv mat, er oppdrettsfisk en relativt klimavennlig kilde til protein. Oppdrett forventes således å være en del av løsningen for å forsyne verden med viktige proteiner, ved å minimere de negative konsekvensene på klima.

Likevel er det som belyst i punkt 2.4.2.1 flere miljøutfordringer forbundet med oppdrettsnæringen. Den største utfordringen er spesielt knyttet til lakselus og påvirkningen på villaksen. En annen utfordring er forurensning knyttet til eksport av oppdrettslaks. Anleggene sin lokasjon medfører økt miljøpåvirkning og kostnader tilknyttet transport av produkter. Det er derfor også viktig at oppdrettsbransjen fortsetter å redusere den delen av driften som er miljøskadelig slik at verden kan dra nytte av miljøfordelene som belyst over.

### **6.1.7 Oppsummering makroanalysen**

Makroanalysen har hatt til hensikt å identifisere trendene som påvirker oppdrettsbransjen. Av analysen har vi identifisert at Asia og Latin-Amerika vil være to markeder det er viktig å posisjonere seg i for fremtiden. Bakgrunnen for det er populasjonsveksten som er forventet i disse områdene. Oppdrettsbransjen vil spille en viktig rolle for å forsyne en økende befolkning med helsevennlig mat. Videre predikerer EAT-Lancet Commission fisk som en del av løsningen på bærekraftig matproduksjon.

I utnyttelse av ressurser har vi sett at oppdrett av atlantehavslaks skårer lavt på risiko, og høyt på industrialisering, men at produksjonsvolumet er lite sammenliknet med andre fiskearter. Det sett i sammenheng med overnevnte tyder derfor på økt produksjonsvolum i fremtiden. Trenden indikerer videre et økt fokus på utnyttelse av ressurser, og herunder utvikle løsninger som hinder lakselus, spredning av smitte, rømming av oppdrettsfisk og gjenbruk av ressurser som i dag går til spille.

En voksende middelklasse og aldrende populasjon presenterer en mulighet for bransjen med segmenter som har bedre økonomi, og et fokus på å spise helsevennlig mat. Trenden indikerer derfor en økt etterspørsel etter laks i fremtiden. Til slutt har vi identifisert flere klimautfordringer i bransjen, som miljøavtrykk fra oppdrett og utslipp av miljøgasser i tiknytning til eksport. Likevel er oppdrettsbransjen anset som klimavennlig, og således som en løsning for å forsyne verden med bærekraftige proteiner.

## **6.2 Porters Five Forces**

### **6.2.1 Trusler fra nye konkurrenter**

Trusler fra nye konkurrenter kan være firmaer som enten nettopp har startet opp eller som vil starte opp innen kort tid (Barney & Hesterly, 2019, s. 56). For at de skal starte opp må de ha en forventning om en fortjeneste i bransjen innen relativt kort tid, eller ved at allerede etablert selskaper har en overlegen fortjeneste (Barney & Hesterly, 2019, s. 56). I havnæringen finnes det flere selskaper, men det er også et urealisert potensial i oppdrettsbransjen.

Et viktig moment for å vurdere forventede nye konkurrenter er å se på hva kostnadene for å gå inn i en bransje vil være (Barney & Hesterly, 2019, s. 58). En stor inngangsbarriere i oppdrettsnæringen er at man må ha en tillatelse, også kalt konsesjon, til å operere i næringen. Dette kravet om tillatelse er begrunnet i loven om akvakultur, og har til hensikt at forvaltningen ivaretar et samfunnsmessig hensyn (Fiskeridirektoratet, 2022). Områder som det kan drives lakseoppdrett i er sterkt regulert, og det krever godkjenning fra både kommune og sektormyndigheter (Regjeringen, NOU 2019: 18, s. 11). Reguleringene de siste årene har gjort det vanskeligere for selskaper å etablere seg grunnet at myndighetene har et større fokus på hvordan havnæringen driftes. Det er derfor et fokus på at fordelingen blir gjort mest hensiktsmessig, og fordeles til selskapene som kan skape mest mulig verdi.

Etterspørselen innen laks er høy, og departementet bestemmer når det skal tildeles konsesjoner (Fiskeridirektoratet, 2022). Samtidig er det også store kostnader for å få tillatelsene, og i oppdrettsnæringen tar det lang tid før investeringene gir fortjeneste. Det kan ta opptil tre år i oppdrettsproduksjonen, og nye konkurrenter må derfor forvente høye investeringskostnader før inntjeningen starter å komme.

En viktig faktor som må vurderes innen nyetableringer er oppdrettsnæringen på land. En teknologiutvikling kan føre til at det blir meget attraktivt, ettersom mange av inngangsbarrierene nevnt ovenfor ikke lenger blir et problem. I verden er det allerede flere

landbaserte lakseprosjekter som er i startfasen. Likevel krever det naturinngrep og er ekstremt energikrevende (Heggen, 2022). Det er mye usikkerhet per nå hvilken vei oppdrettsnæring på land vil ta. Samtidig er det verdt å merke seg at de største aktørene primært fokuserer på konvensjonelt oppdrett, og således kan vi anta at landbasert oppdrett ikke vil true næringen de nærmeste årene. Landbasert oppdrett kan dermed sees på som en komplementerende løsning og ikke et substitutt for konvensjonelt oppdrett.

Det er videre vanskelig å si om det finnes en stordriftsfordel i oppdrettsnæringen. Det kan være at allerede etablerte selskaper får kostnadsfordeler som nye aktører ikke får tilgang på (Barney & Hesterly, 2019, s. 60). Basert på lønnsomhetsanalysen for produksjon av laks og regnbueørret fra Fiskeridirektoratet er det minimale kostnadsdifferanser mellom store og små selskaper. Små selskaper hadde i gjennomsnitt en kostnad på 40,86 kroner pr.kg fisk, i motsetning til store selskaper som hadde en gjennomsnittskostnad på 39,48 kroner pr.kg (Fiskeridirektoratet, 2021, s. 27). Det er derfor ingen vesentlige kostnadsfordeler for store selskaper innen oppdrettsbransjen. Frem til 2015 hadde store selskaper også en høyere kostnad i gjennomsnitt enn små selskaper. Likevel kan det diskuteres om det finnes en stordriftsfordel i bransjen. De større selskapene har flere anlegg i både Norge og andre deler av verden. Dermed vil lokale påvirkninger av driften i enkelte av anleggene utgjøre en liten del av totalen, i motsetning til selskaper som besitter færre anlegg. Lokale utbrudd av eksempelvis lakselus vil kunne få fatale konsekvenser for små selskaper, men har redusert innvirkning på de store selskapene. Vi kan dermed hevde at diversifisert drift er et konkurransefortrinn i bransjen.

Med bakgrunn i overnevnte kan det antas at det er fristende for selskaper å gå inn i oppdrettsnæringen, basert på en god fortjeneste av eksisterende selskaper og mindre grad av stordriftsfordeler. Det som på den andre siden bidrar til en inngangsbarriere er at selskaper må søke og få godkjent tillatelse til å starte opp med oppdrett. Samtidig tar det flere år fra man starter opp til en eventuell fortjeneste. Det vil også slik markedet ser ut nå ta flere år før en eventuelt ny konkurrent vil true Mowi sin posisjon. På grunn av usikkerheten rundt landbasert oppdrett og mulighetene i bransjen anser vi trusler fra nye konkurrenter til å være middels.

### **6.2.2 Leverandørmakt**

Leverandørene i oppdrettsnæringen består av fôrprodusenter, eksporttjenester, leverandører av råvarer og myndighetene. Likevel mener vi at den største leverandørmakten i bransjen er fôrprodusentene, da fôr er den største driveren av produksjonskostnadene. Vi vil derfor fokusere på denne driveren innen leverandørmakt. De siste årene har i hovedsak tre produsenter

kontrollert mesteparten av fôrmarkedet; Skretting, EWOS og BioMar (Mowi ASA, 2021c, s. 65). De tre store selskapene har dermed besittet stor forhandlingsmakt. I midten av 2014 startet derfor Mowi som nevnt opp med egen produksjon av fiskefôr (Mowi ASA, 2021c, s. 65). Mowi sin situasjon er derfor annerledes enn konkurrentene og har med det et potensiale for konkurransefortrinn innen fôrproduksjon.

Vi ser av dette at fôrprodusentene per nå besitter den største leverandørmakten i bransjen. Det er likevel på vei til å endre seg ved at spesielt de store selskapene starter med egen produksjon og styrer dermed mye av verdikjeden selv. Det vil kunne føre til reduserte produksjonskostnader, da de ikke er avhengig av andre som kan påvirke produksjonskostnaden. Med bakgrunn i dette anser vi trusselen fra leverandørmakt som middels/høy.

### **6.2.3 Kunders forhandlingsmakt**

Kunder kan ha stor makt gjennom forhandlinger, og dermed redusere inntektene til et selskap. Det gjelder spesielt hvis det er få kunder som er kjøpere av produktet som produseres (Barney & Hesterly, 2019, s. 65). Omtrent 80% av oppdrettslaks i EU selges til forhandlere og de siste prosentene selges til matservicebransjen (Mowi ASA, 2021c, s. 104).

Mesteparten av oppdrettslaksen i Norge blir eksportert, og det styrer derfor mye av prisen (Mowi ASA, 2021c, s. 75). Videre så er etterspørselen etter laks meget høy, som tyder på at utsiktene for laksesektoren er positive (Kapital, 2021). Dermed har ikke nødvendigvis kunder like stor forhandlingsmakt, ettersom etterspørselen er høyere enn den har vært tidligere. Likevel er det ikke mye som skiller de forskjellige oppdrettsselskapene, og de tilbyr homogene produkter. Med bakgrunn i dette vil en kunde velge den varen de får en best avtale på, og endrer derfor leverandør om de får varen til en billigere pris.

Ifølge overnevnte kan vi dermed si at kunders forhandlingsmakt er middels. Det er som nevnt en stor etterspørsel av oppdrettslaks i verden, og Mowi er verdensledende aktøren. Derfor er det sannsynlig at dette ikke vil ha så stort utslag for Mowi per nå.

### **6.2.4 Trusler fra substitutter**

Substitutter i et marked tilfredsstiller de samme kundene sitt behov, men gjennom en annen metode eller produkt (Barney & Hesterly, 2019, s. 63). For oppdrettsnæringen kan det argumenteres for at matvarer som innehar samme næringsinnhold som fisken inngår som en trussel fra substitutter. Likevel har vi sett at laks som matvare er unik, og det anbefales fra helsesektoren i Norge at befolkningen burde spise fisk to til tre ganger i uken (Helsedirektoratet,

2016). Med denne anbefalingen så kan ikke nødvendigvis andre produkter fungere som substitutt for fisken. Samtidig anbefales det at ett av måltidene skal være fet fisk, eksempelvis laks eller ørret (Helsedirektoratet, 2016). Med andre ord må en trussel fra en substitutt være et produkt eller en metode som overgår oppdrettslaksen på anbefalingene til helsedirektoratet. Mowi er som kjent verdensledende innen oppdrettslaks, og det er lite trolig at fisken sitt sunnheitsstempel skal forsvinne i nærmeste fremtid. Med bakgrunn i dette anser vi derfor trussel fra substitutter som lav.

### **6.2.5 Trusler fra eksisterende konkurrenter**

De eksisterende konkurrentene i bransjen truer et selskap gjennom å redusere deres økonomiske gevinst, ved å hyppig kutte prisene, introdusere nye produkter og markedsføringskampanjer (Barney & Hesterly, 2019, s. 62). Rundt 90 selskaper produserer den totale mengde laks i Norge, hvor Mowi er det største med rundt en femtedel av produksjonen (Mowi ASA, 2021c, s. 48). Samtidig har Mowi en stor andel av produksjonen i Storbritannia og Nord-Amerika, samt en liten andel i Chile. Konkurransen blant selskaper innad i Norge er stor, og mye av konkurransefortrinnet baserer seg på tillatelser som er nevnt tidligere. Med bakgrunn i at Mowi er desidert størst i Norge og har et konkurransefortrinn i form av produksjonskapasitet kan vi anta at trusler fra konkurrenter per nå er lav. På den andre siden har Lerøy Seafood Group en veletablert merkevare i Norge og verden, og de har et stort fokus på å utvikle merkevaren (Lerøy Seafood Group, 2022). Med bakgrunn i det anses Lerøy som en trussel.

Vi ser at det ikke er store trusler fra konkurrenter per nå, og spesielt fordi etterspørselen er stor. Det som likevel er spesielt med lakseoppdrett er at det er et homogent produkt hvor det er vanskelig å skille seg ut fra eksisterende konkurrenter. Derfor er markedsføring av egne produkter essensielt. Lerøy Seafood Group er ledene i markedet når det kommer til markedsføring av egen merkevare. Vi anser derfor trusler fra eksisterende konkurrenter som middels/høy.

### **6.2.6 Oppsummering Porter**

Analysen av Porters fem konkurransekrefter er synliggjort i tabellen under. Trusler fra substitutter er vurdert som lav. Det skyldes at det er lite som kan erstatte fisk, og spesielt laks. Trusler fra nye konkurrenter og kunders forhandlingsmakt vurderes som middels. Det kan være fristende for nye konkurrenter å starte opp med oppdrett, ettersom det er god fortjeneste og ingen stordriftsfordeler i bransjen. Samtidig er det usikkerhet rundt fremtiden til landbasert oppdrett. Likevel preges bransjen av inngangsbarrierer i form av regulert drift og flere år før en

oppnår fortjeneste. Kunders forhandlingsmakt bærer preg av et homogent produkt, men det er fortsatt stor etterspørsel som reduserer trusselen. Til slutt er leverandørmakt og trusler fra eksisterende konkurrenter vurdert som middels/høy. Leverandørene av fôr består primært av tre store selskaper, som dikterer prisene i bransjen. Trusler fra eksisterende konkurrenter blir i stor grad påvirket av Lerøy Seafood Group sin posisjon innen markedsføring av egne produkter.

Konkurranseskraft	Lav	Middels	Høy
Trusler fra nye konkurrenter		X	
Leverandørmakt		X	
Kunders forhandlingsmakt		X	
Trusler fra substitutter	X		
Trusler fra eksisterende konkurrenter			X

Tabell 7: Oppsummering Porters konkurransekrefter Mowi.

## 6.3 VRIO – Interne kapabiliteter

I denne delen av analysen har vi valgt å analysere fôrproduksjon, forskning og utvikling og Mowi sin diversifiserte drift. Det er basert på vår vurdering av hvilke resurser som kan gi Mowi et konkurransefortrinn.

### 6.3.1 Fôrproduksjon

Mowi har en fullt integrert verdikjede som betyr at de kontrollerer hele verdikjeden (Mowi ASA, 2021a, s. 1). Mowi er alene om å produsere eget fiskefôr i oppdrettsbransjen, og har dermed et konkurransefortrinn. Fôrproduksjon kan hevdes å være *verdifull*, ettersom EBIT på produksjonen var 18,4MEUR i 2021 (Mowi ASA, 2022a, s. 8). Likevel ser vi ingen endring i kostnader for Mowi etter de ble selvforsynt med fiskefôr. Det tyder derfor på at fôrproduksjon ikke utgjør en verdi for Mowi per nå. Samtidig er det verdifullt for et oppdrettsselskap å kontrollere fôrsegmentet. Vi forventer at ressursen vil kunne redusere kostnadene tilknyttet driften i fremtiden. Med bakgrunn i det vurderes ressursen som *verdifull*. Samtidig er ressursen også *sjelden*. Mowi er som nevnt eneste oppdrettsselskap som er selvforsynt med eget fiskefôr. Dette er likevel noe som kan endre seg i fremtiden, og det er fullt mulig for konkurrentene å starte med fôrproduksjon. Derfor vurderes ressursen til å være *imiterbar*. Fôrproduksjon kan videre diskuteres om den er *operasjonalisert*. Ettersom Mowi er selvforsynt med fôr, kan det argumenteres for at den er operasjonalisert. Likevel nevnte vi tidligere at fordelene med fiskefôr



ikke er realisert enda. Samtidig preges fôrproduksjonen av overkapasitet og økte råvarepriser (Mowi ASA, 2022a, s. 8). Med bakgrunn i dette er ressursen *operasjonalisert*, men forventes å utgjøre et større konkurransefortrinn i fremtiden.

### 6.3.2 Forskning og utvikling (FoU)

Visjonen til Mowi er å lede den blå revolusjonen. Det fører til at de må være villige til å endre seg og driften gjennom FoU av nye teknologier (Mowi ASA, 2021a, s. 127). Store deler av Mowi sin FoU er rettet mot fiskefôret. De vil øke produksjonen av sunt, trygt og bærekraftig fiskefôr (Mowi ASA, 2021a, s. 129), samt være ledende innen FoU på andre områder i bransjen. Ressursen er derfor ansett som *verdifull*, ettersom utviklingen innenfor teknologi og innovasjon i verdikjeden vil kunne øke verdien til Mowi. Videre så er de ikke alene om å drive FoU, og ressursen er dermed ikke *sjelden*. Det er fullt mulig for andre konkurrenter å drive forskning innenfor havnæringen.

Mowi er ifølge årsmeldingen verdensledende innen FoU, og spesielt teknologiske kapasiteter, hvor Mowi Genetics, Smart Farming og Mowi Feed spiller en stor rolle (Mowi ASA, 2021a, s. 129). Spørsmålet er derfor om denne ressursen er *ikke-imiterbar* av andre selskaper. Hvis man ser kun på innovasjon som en ressurs er denne mulig å kopiere, ettersom alle selskaper søker å finne innovative løsninger. Basert på det kan det sies at ressursen er *imiterbar*. På den andre siden har Mowi et forsprang innen innovasjonen, og spesielt ved at de allerede har Mowi Feed, og dermed mer kontroll over verdikjeden. Samtidig har de den desidert største avdelingen innen FoU i lakseindustrien (Mowi ASA, 2021a, s. 130). Det at Mowi er verdensledende innen oppdrettsbransjen gjør også at de har en unik posisjon i form av tilgang på kapital og menneskelige ressurser til å fokusere på FoU. Deres posisjon i bransjen gjør at de har gode muligheter til å tiltrekke seg de smarteste og dyktigste spesialistene, og det anses som *ikke-imiterbart*.

Til slutt er ressursen *operasjonalisert*. Mowi har 16 eksperter innen marinebiologi, fiskehelse, teknologi, dataforskning, ingeniør, økonomi, ernæring og dyremedisin (Mowi ASA, 2021a, s. 130). Disse planlegger, koordinerer og leder FoU globalt for Mowi. Det ble brukt 39,6MEUR på forskning og utvikling i 2021 (Mowi ASA, 2022a, s. 128), de bruker dermed mye kapital innenfor dette området. I 2021 har de fortsatt utviklingen på teknikker som øker innsikt i den genetiske avdelingen og oppdrettsavdelingen (Mowi ASA, 2022a, s. 128). Mowi har videre pågående forskning innen for eksempel MOWInsight, som skal føre til at de får inn data fra oppdrett som kan brukes til videre analyser. Samtidig utvikler de et system som kan oppdage

og analysere fisken under vann, og dermed se dens oppførsel, vekst og helse. Det er derfor synlig at Mowi satser på FoU for å være ledende innen den blå revolusjonen.

### 6.3.3 Diversifisert drift

Mowi har oppdrettsanlegg i store deler av verden. Driften i Norge er helt klart størst og gir størst verdi, men ved å ha drift flere steder i verden øker de fortjenesten og blir mindre påvirket av lokale utfordringer. Vi har tidligere belyst problemet med å få tillatelser for oppdrett i Norge, og det begrenser produksjonen. Derfor er denne ressursen *verdifull*. Vi har også påpekt fordelene med havtemperaturen i Chile som fører til at laksen vokser raskere. Samtidig er det verdifullt hvis produksjonen skulle støte på problemer i enkelte land, så har de fortsatt en operativ drift i de resterende landene. Det kommer også til syne i produksjon av fiskefôr.

Denne ressursen anses også som *sjelden* ettersom ingen andre selskaper har en diversifisert drift på lik linje med Mowi. Om ressursen er *ikke-imiterbar* avhenger av kapitalen til konkurrentene. Det er mulig for andre selskap å starte drift i andre land, men det krever kapital og mye arbeid. Det er derfor lite sannsynlig at det kommer til å skje i nærmeste tid. Likevel er det fortsatt mulig for konkurrenter å få til drift i større del av verden gjennom samarbeid eller oppkjøp. Vi må derfor anse denne ressursen som *imiterbar*.

Ressursen er *operasjonalisert* ved at verdiskapingen allerede er der, og verdien i utlandet består av omtrent 50% av hele Mowi sin profitt. Det at Mowi er diversifisert gjør at de er robuste mot lokale påvirkninger i forhold til sine konkurrenter. Videre er en diversifisert drift med på å øke nærheten til kundene og redusere transportkostnader.

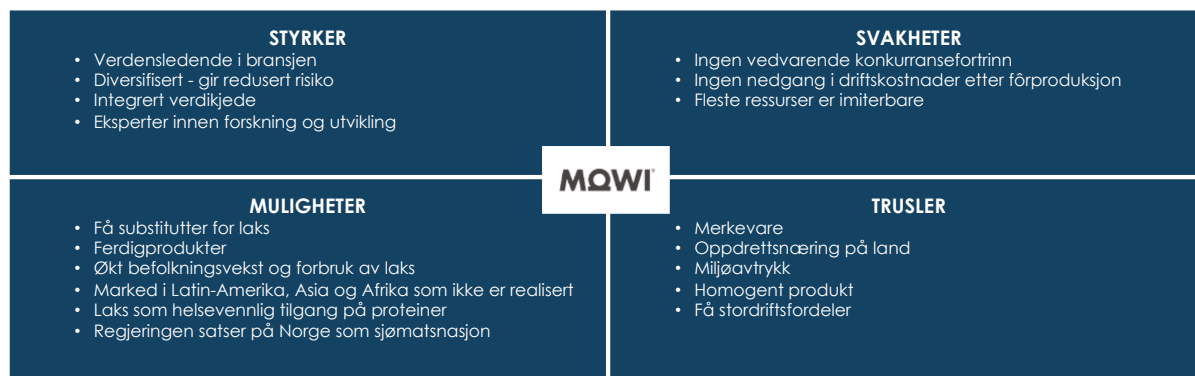
### 6.3.4 Oppsummering VRIO

I tabellen under ser vi en oppsummering av VRIO-analysen. Vi ser at Mowi har et midlertidig konkurransefortrinn i fôrproduksjon. Bakgrunnen for det er at konkurrentene ikke har samme konkurransekraft innen fôrproduksjon som Mowi, men den er fullt mulig å kopiere. Videre ser vi at FoU ikke er et konkurransefortrinn for Mowi. Det er en ressurs som gir verdi, men er ikke sjelden. Den siste ressursen er diversifisert drift, og selv om ressursen er ansett som imiterbar er det ikke antatt at noen av konkurrentene har mulighet til det i nærmeste fremtid. Denne ressursen vurderes som et midlertidig konkurransefortrinn.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Operasjonalisert	Utfall
Fôrproduksjon	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Forskning og utvikling	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Diversifisert drift	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn

Tabell 8: Oppsummering VRIO Mowi.

## 6.4 SWOT – Oppsummering av strategisk analyse



Figur 22: SWOT Mowi.

I figuren over ser vi en oppsummering av den strategiske analysen som vi vil ta med oss videre i avhandlingen. Det er viktig å fremheve faktorene som får en direkte konsekvens på fremtidsprognosen til Mowi.

Selskapet har en styrke som verdensledende i bransjen, og med eksperter innen forskning, diversifiserte anlegg og integrert verdikjede forventer vi at de kommer til å beholde denne posisjonen i fremtiden. Likevel ser vi av svakhetene at konkurransefortrinnene kun er midlertidig vedvarende og det kan antas at konkurrentene har mulighet til å ta igjen Mowi. Det vil vi samtidig ikke ta høyde for i videre prognoser ettersom vi per nå ikke ser noen indikasjon på at det skjer i nærmeste fremtid. Fôrproduksjonen har ikke påvirket driftskostnadene, selv om de er selvforsynt i Europa. Vi kan derfor ikke prognostisere en lavere driftskostnad i fremtiden som følge av fôrproduksjon. Videre er det mange muligheter for Mowi i fremtiden, og utsiktene i bransjen tyder på økt slaktevolum og salgsvolum. Vi tar dermed høyde for dette i fremtidsprognosen. Truslene vil i utgangspunktet ikke få store konsekvenser på fremtidsprognosen, men det er likevel verdt å nevne at Mowi må fortsette satsningen på merkevare og redusere miljøavtrykk for å opprettholde og forbedre eget renommé.

## 7 Estimering av avkastningskrav

Før vi skal utarbeide fremtidsprognosene vil vi estimere avkastningskravet til Mowi. Vi benytter den for å regne ut fremtidig kontantstrøm og terminalverdien til selskapet. En investor vil alltid forvente en avkastning på investeringene de gjør, og selskaper må gi en avkastning på kapital som har blitt innskutt (Kaldestad & Møller , 2016, s. 152). Avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. Det er derfor ulik avkastning basert på kilder til finansiering av selskapet (Kaldestad & Møller , 2016, s. 152). Vi skal i denne delen av avhandlingen estimere Mowi sitt total kapitalavkastningskrav (WACC). Ved å gjøre dette estimerer vi selskapets vektete og gjennomsnittlige kapitalkostnad, som er et veid gjennomsnitt av avkastningskrav til kreditor og eier (Kaldestad & Møller , 2016, s. 152). Formelen for å komme frem til WACC er følgende:

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

E = Markedsverdi av egenkapital

D = Markedsverdi av gjeld

$R_e$  = Selskapets egenkapital kostnad

$R_d$  = Selskapets lånekostnad

t = Nominell selskapsskatt

For å regne ut WACC vil vi derfor først estimere Mowi sin egenkapitalkostnad og gjeldskostnad. Deretter vil vi regne ut andelen egenkapital og gjeld for å komme frem til total kapitalavkastningskravet.

### 7.1 Egenkapitalkostnaden

For å estimere egenkapitalkostnaden kan det benyttes forskjellige metoder, men som Kaldestad og Møller påpeker er kapitalverdimodellen (CAPM) den som er mest praktisk anvendbar (Kaldestad & Møller , 2016, s. 152). Vi kommer derfor også til å benytte denne modellen. Formelen for å finne egenkapitalkostnaden er følgende (Kaldestad & Møller , 2016, s. 156):

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

$R_f$  = Risikofri rente

$R_m$  = Avkastning på markedsportefølje

$R_m - R_f$  = Markedets risikopremie

$\beta =$  Selskapets egenkapitalbeta

Det innebærer dermed videre diskusjoner rundt risikofri rente, egenkapitalbeta og markedets risikopremie.

### 7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten kan forklares som den renten du får uten risiko. Altså den hypotetiske avkastningen på et selskap som ikke har en risiko for konkurs eller mislighold (Kaldestad & Møller , 2016, s. 156). Den må ligge til grunn når vi estimerer avkastningskravet, fordi investeringen må gi en høyere avkastning, hvis det skal være verdt risikoen for investoren. Det finnes forskjellige måter å komme frem til denne renten, og de forskjellige metodene har alle fordeler og ulemper. I all hovedsak er alternativene å bruke en kort eller en lang rente. En løsning er å bruke en ulik risikofri rente for hver periode, og basere WACC på en 1-årsrente (Kaldestad & Møller , 2016, s. 157). Det anses som lite praktisk, og er en løsning som er lite brukt.

I estimeringen av Mowi sitt avkastningskrav har vi valgt å legge til grunn 10-årsrenten. Bakgrunnen for det er at den varierer mindre og gir en mer stabil avkastning (Kaldestad & Møller , 2016, s. 158). Vi tar dermed utgangspunkt i en historisk risikofri realrente som går over 10 år. En ulempe med det kan være at renten kan inkludere for eksempel likviditetspremie, som man ville unngått med en kort rente (Kaldestad & Møller , 2016, s. 158). Likevel vil den korte renten svinge mer og påvirker stabiliteten uansett, og vi tar utgangspunkt i at Mowi har en lang levetid (Kaldestad & Møller , 2016, s. 158).

Med bakgrunn i dette har vi lagt til grunn 10-årig rente for statsobligasjoner i juni 2021, som var 1,47% (Norges Bank, 2022). Vi benytter det månedlige gjennomsnittet fra juni 2021, ettersom det er det nærmeste vi kommer 31.12.21.

### 7.1.2 Egenkapitalbeta

Beta ( $\beta$ ) benyttes som et mål på risikoen en aksje har relativt til markedet, og hvor eksponert man er for markedsrisikoen (Kaldestad & Møller , 2016, s. 159). Hvis beta er lik 1, betyr det at aksjen svinger i takt med markedet, og en beta på 2 betyr at den beveger seg dobbelt av markedet. Formelen for å estimere egenkapitalbeta er (Kaldestad & Møller , 2016, s. 160):

$$\beta_E = \left( \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}} \right)$$

En enkel metode for å finne et selskap sin beta er å benytte betaen som blir publisert for børsnoterte selskap gjennom eksempelvis finansaviser. Vi finner dermed at Mowi sin beta for det siste året er 0,95 (Dagens Næringsliv, 2022). Ulempen med det tallet er at vi ikke vet hvordan betaen er estimert (Kaldestad & Møller , 2016, s. 162). I dette tilfellet vet vi at det er regnet ut for det siste året, men vi vet ikke hvilken indeks som er benyttet. Derfor kan det anbefales å foreta en regresjonsanalyse.

Vi har valgt å sammenligne Mowi sin aksjekurs med aksjemarkedet månedlig de siste fem årene. Gjennom en regresjonsanalyse kom vi frem til at egenkapitalen til Mowi for denne perioden er 0,82. Vi benyttet en femårsperiode for å unngå at selskapsspesifikke hendelser skal påvirke betaen (Kaldestad & Møller , 2016, s. 162). Betaen er noe lavere enn hva Dagens Næringsliv har estimert den til. Likevel viser de samme trend, at Mowi sin aksje beveger seg rett i underkant av markedet. En normal beta regnes som 0,75 og en høy beta 1,0 (Kaldestad & Møller , 2016, s. 165).

Videre er det normalt å justere en beta nærmere markedet, og dermed nærmere 1,0 (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 299). Betaen til Mowi fremstår i henhold til overnevnte som normal, men vi ønsker å justere den nærmere markedet. For å gjøre dette tar vi et gjennomsnitt av betaene presentert over. Det blir dermed en beta på 0,885. Deretter benytter vi Bloombergs formel for å justere betaen nærmere 1, som vekter markedsbetaen  $1/3$  og selskapsbetaen  $2/3$  (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 299). Dermed ender vi opp med en beta for Mowi på 0,92.

### **7.1.3 Markedets risikopremie**

Markedets risikopremie kan forklares som investorers forventede meravkastning sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller , 2016, s. 166). I formelen ser vi at denne multipliseres med egenkapitalbetaen for å komme frem til egenkapitalkostnaden. For å estimere markedets risikopremie kan vi benytte en historisk premie, implisitt premie eller benytte en spørreundersøkelse (Kaldestad & Møller , 2016, s. 166). Alle tre metodene har fordeler og ulemper, og vi må derfor vurdere hvilken metode som passer best for avhandlingens formål.

En stor ulempe med den historiske risikopremien er at den fokuserer mer på de historiske tallene, og er ikke nødvendigvis like fornuftig for å predikere fremtiden (Kaldestad & Møller , 2016, s. 170). Det kan derfor argumenteres for at den implisitte risikopremien er den mest riktige for å predikere risikopremie i fremtiden. Grunnen til det er at den endrer seg når for

eksempel markedsfundamentet forandres, og tar i større grad høyde for at risikopremien endrer seg over tid (Kaldestad & Møller , 2016, s. 170). På den andre siden vil en spørreundersøkelse kun baseres på markedsaktørenes syn, og vil ikke bli påvirket av historiske resultater (Kaldestad & Møller , 2016, s. 169). Ulempen er at deltakerne både kan bli påvirket av markedet på tidspunktet de svarer, og metoden preges av subjektive oppfatninger. Den historiske risikopremien er også enklere å benytte i praksis, og er den som oftest blir brukt (Kaldestad & Møller , 2016, s. 170).

Ettersom kapitalverdimetoden er en fremtidsrettet modell, har vi valgt å gå for spørreundersøkelse som metode for å estimere markedets risikopremie. En estimering av markedets risikopremie vil alltid være preget av skjønn (Kaldestad & Møller , 2016, s. 170). Vi har derfor valgt å bruke en undersøkelse som er gjennomført av Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) og PwC. Her kommer det frem at markedsrisikopremien for 2021 er 5,0%, og den har vært stabil i perioden som undersøkelsen har vært gjennomført (PwC, 2022).

## 7.2 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden kan anses som rimeligere for et selskap enn egenkapitalkostnaden. Grunnen til det er at kreditorer ikke har noen oppside som aksjonærene har, og i bestefall får tilbakebetalt lån med renter (Kaldestad & Møller , 2016, s. 172). For å finne gjeldskostnaden til et selskap kan det brukes tre forskjellige metoder: Ta utgangspunkt i renten selskapet betaler i dag, renten på selskapets børsnoterte obligasjonslån eller en syntetisk kredittrating (Kaldestad & Møller , 2016, ss. 175-176). Det kan argumenteres for å ta utgangspunkt i dagens lånerente til et selskap ikke tilsvarer det de ville fått i markedsrente i dag, og burde derfor ikke benyttes (Kaldestad & Møller , 2016, s. 175). Likevel er långivers avkastningskrav reflektert i lånerenten ifølge Boye og Meyer, og en gjennomsnittlig lånerente er derfor naturlig å benytte (Boye & Meyer, 2008, s. 106).

Med bakgrunn i overnevnte tar vi utgangspunkt i renten Mowi betaler i dag. Den informasjonen finner vi i notene fra årsregnskapet. Av det finner vi at den rentebærende gjelden ved inngangen av januar 2021 var 1 565,5MEUR, og i utgangen av desember 2021 var 1 358,9MEUR (Mowi ASA, 2022a, s. 202). Vi tar dermed videre et gjennomsnitt av disse, som brukes for å regne ut lånerenten. Dermed får vi en gjennomsnittlig rentebærende gjeld på 1 462,1MEUR for 2021. Videre ser vi at Mowi hadde 40,5MEUR i rentekostnader for 2021 (Mowi ASA, 2022a, s. 203). Vi kan dermed regne ut lånerenten til Mowi ved å dividere rentekostnaden med den gjennomsnittlige rentebærende gjelden. Dette utgjør en lånerente på 2,77% i 2021. Videre

presenterer vi lånerenten for fem år tidligere med samme utregning som i 2021, ved bruk av tidligere avlagte årsregnskap i tabellen under. Dermed benytter vi gjennomsnittet av disse som lånerentene på 3,14% for videre estimering av WACC.

Gjeldskostnad	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Lånerente	2,25 %	2,83 %	3,69 %	4,28 %	3,03 %	2,77 %	3,14 %

Tabell 9: Lånerente Mowi.

Det er viktig at gjeldskostnad etter skatt benyttes i WACC. Det anbefales å bruke nominell selskapsskattesats (Kaldestad & Møller , 2016, s. 177), og som nevnt tidligere er nominell skattesats 22% (Skatteetaten, 2022). Vi bruker derfor denne satsen når vi skal beregne totalavkastningskravet. Gjeldskostnaden til Mowi blir derfor 2,4% som vist i tabellen under.

Gjeldskostnad	
Selskapets lånerente (Rb)	3,1 %
Nominell skattesats	22 %
Gjeldskostnad etter skatt (1-Tc)	2,4 %

Tabell 10: Gjeldskostnad Mowi.

### 7.3 Totalkapitalens avkastningskrav

Ved å benytte informasjonen som vi har kommet frem til over i formelen for totalkapitalens avkastningskrav, kommer vi frem til WACC. Denne fremstilles i tabellen under:

Egenkapitalkostnad	
Risikofri rente	1,47 %
Egenkapitalbeta	0,92
Markedsrisikopremie	5,00 %
<b>Egenkapitalkostnad</b>	<b>6,07 %</b>

Gjeldskostnad	
Selskapets lånerente (Rb)	3,1 %
Nominell skattesats	22 %
Gjeldskostnad etter skatt (1-Tc)	2,4 %

Egenkapital og gjeld (€)	
Gjeld	1 887 300 000
Egenkapital	10 632 391 133

Andel av egenkapital og gjeld	
Egenkapitalandel	0,85
Gjeldsandel	0,15

Estimert WACC	
<b>WACC</b>	<b>5,52 %</b>

Tabell 11: Totalkapitalens avkastningskrav Mowi.

Egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden vektet mot markedsverdien til selskapet for å estimere avkastningskravet (Kaldestad & Møller , 2016, s. 153). Vi må derfor benytte



markedsverdien til egenkapitalen, og denne finner vi på Oslo Børs. Ettersom mye av hensikten med estimert WACC er å estimere markedsverdien av egenkapitalen, blir prosessen betegnet som et sirkularitetsproblem (Kaldestad & Møller, 2016, s. 153). Det er for øvrig et større problem hvis egenkapitalen ikke er børsnotert. Dette gjelder ikke for Mowi, og vi benytter derfor egenkapitalens markedsverdi som var 10 632MEUR per 31.12.2021. Videre forutsetter vi at markedsverdi gjeld tilsvarer den rentebærende gjelden og leasing, ettersom leasing må inkluderes i gjeld for utregning av WACC (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 432). For Mowi utgjorde leasing 518,4MEUR og rentebærende gjeld 1 358,9MEUR 31.12.2021, og fører dermed til en markedsverdi gjeld på 1 887,3MEUR.

Vi ser at det estimerte total kapitalavkastningskravet er på 5,52% for Mowi. Dette avkastningskravet vil ikke være påvirket av finansieringen til selskapet i henhold til Miller-Modigliani-hypotesen (Boye & Meyer, 2008, s. 107). Det betyr at hvis egenkapitalandelen eller gjeldsandelen endrer seg vil ikke avkastningskravet endre seg. Bakgrunnen for det er at da vil samtidig egenkapital- og gjeldskostnad også endre seg. Vi vil dermed benytte 5,52% som den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden i våre videre analyser.

Avkastningskravet kan sammenlignes med avkastningen selskapet har på investert kapital. Tidligere i avhandlingen har vi nevnt at dersom ROIC er høyere enn avkastningskravet øker selskapet sin verdi. ROIC ligger som nevnt i punkt 5.4.1 over 10% for alle årene, og i 2021 var den på 12%. Det betyr basert på avkastningskravet vi har estimert, at selskapet i 2021 økte sin verdi.

## **8 Prognostisering av kontantstrøm**

Vi skal benytte funnene vi har gjort i analysene til å estimere den fremtidige kontantstrømmen til Mowi. Det skiller i all hovedsak mellom en prognose på kort sikt (eksplisitt prognoseperiode) og på lang sikt (terminalverdien) (Kaldestad & Møller, 2016, s. 113). En viktig del av arbeidet før man starter med prognostiseringen er å avgjøre detaljgraden og antall år som skal prognostiseres (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 229). Det kan gjøres på forskjellige måter, og det er forskjellige meninger om hvor mange år som skal estimeres. En kan argumentere for at en eksplisitt prognoseperiode på fem år er normalt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). Det er likevel ingen fasit, da det også anbefales en eksplisitt prognoseperiode på 10-15 år, og muligens lenger (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 230). Dermed er det et valg vi må gjøre, og det er fordeler og ulemper ved begge. En periode på fem år kan føre til en

undervaluering, men det er vanskelig å gjennomføre en realistisk prognose lenger frem i tid (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 230). Det viktigste er at den eksplisitte perioden skal inkludere perioden frem til «steady state» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). Steady state er når selskapet ikke lenger oppnår meravkastning på fremtidige ekspansjonsinvesteringer.

Ettersom oppdrettsbransjen er en syklisk bransje, og regulert av myndighetene gjennom tillatelser, vil det være naturlig med en lenger eksplisitt prognoseperiode (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). På den andre siden vil en prognoseperiode mer enn 10 år, medføre stor usikkerhet. Spesielt er det vanskelig å predikere hvordan mulighetene og truslene fra den strategiske analysen vil påvirke bransjen på lang sikt. Endringene i bransjen vil kunne være så store at vi ikke vil treffe på prognosene. I tillegg har vi sett at Mowi sin produksjonskapasitet ligger godt over 500 000 tonn. Vi vurderer derfor at en prognoseperiode over 10 år trolig vil overskride den kapasiteten Mowi har på sine oppdrettsanlegg i dag. Samtidig vurderer vi Mowi til å nå steady state etter åtte år, ettersom effektene av makro-trendene vil realiseres innen den tid.

Den eksplisitte prognoseperioden vil derfor gå frem til 2029, og vi bruker 2030 som terminalåret i prognosen. På denne måten kan vi estimere verdien av kontantstrømmer langt ut i tid (Kaldestad & Møller, 2016, s. 113).

## 8.1 Prognosemodell

Det finnes forskjellige prognosemodeller, og det er fordeler og ulemper med de forskjellige. Kaldestad og Møller presenterer tre modeller; naive modeller, top-down-modeller og bottom-up-modeller (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 115-116). Naive modeller baserer seg på et gjennomsnitt av tidligere års kontantstrøm, og er en enkel modell å benytte (Kaldestad & Møller, 2016, s. 115). Det er dermed mindre rom for å feile, og er en modell som passer bra når man kun baserer seg på offentlig informasjon. Ulempen er at modellen ikke tar høyde for tidsaktuell informasjon, endringer innenfor en bransje eller bedriftsspesifikke tiltak (Kaldestad & Møller, 2016, s. 115).

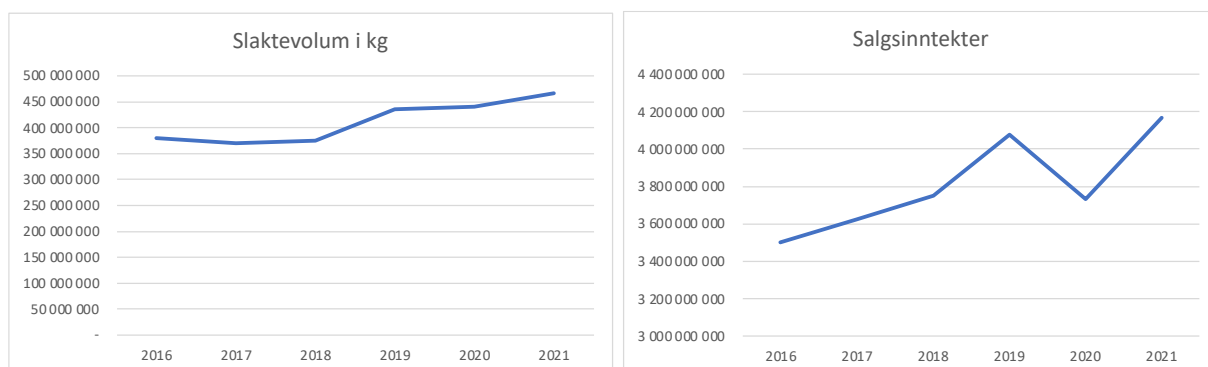
Videre vil en top-down-modell ta utgangspunkt i forholdstall som EBITDA-margin, avkastning på investert kapital og egenkapitalrentabilitet for å lage prognoser (Kaldestad & Møller, 2016, s. 116). Det fører til et bedre prediksjonsnivå enn naive modeller, men det er fort gjort å overse sammenheng mellom inntekter, kostnader og investeringer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 116). Dermed kan denne modellen klassifiseres som en mer treffende prognose enn naive modeller,

men også noe mer omfattende. Videre er den likevel mindre krevende enn bottom-up-modeller. Denne modellen består av krevende analyser på selskapets produktlinjer, og blir vanligvis gjort av selskapet selv (Kaldestad & Møller , 2016, s. 116). Denne krever naturligvis mye informasjon, og er arbeidskrevende. Likevel gir den en god innsikt i selskapet.

Med bakgrunn i overnevnte anser vi det som mest hensiktsmessig å benytte en kombinasjon av modellene presentert. For å regne ut salgsinntektene vil vi nytte en kombinasjon av bottom-up og naive modeller. Der vil vi ta utgangspunkt i slaktevolum og pris per kg laks for å beregne fremtidige inntjeninger. På resterende poster vil vi benytte en kombinasjon av top-down og naive modeller. Vi tar utgangspunkt i salgsinntektene for å prognostisere resterende poster. For fremtidige prognosetall for salgsinntektene ekskluderer vi 2020, men inkluderer året for resterende poster. Bakgrunnen for det er at lakseprisen ble sterkt påvirket av Covid-19 og var unormalt lave, men ellers var driften tilnærmet lik normal i 2020 (Mowi ASA, 2021a, s. 147).

## 8.2 Inntekter

For å prognostisere inntektene til selskapet de neste åtte årene tar vi utgangspunkt i slaktevolum, og inntekter per kg laks. Årsaken til det er at vi ser en sammenheng mellom slaktevolumet og salgsinntektene som presentert under. Vi ser som nevnt at salgsinntektene ble kraftig påvirket av Covid-19 i 2020, men slaktevolumet hadde en tilnærmet normal vekst. I utregningen vil vi derfor ekskludere inntekter per kg laks for 2020, men inkludere slaktevolumet.



Figur 23: Slaktevolum og salgsinntekter Mowi 2016-2022.

I tillegg har vi sett fra den strategiske analysen at selskapet forventer en tilnærmet lik vekst de kommende årene, samt at mulighetene i markedet tilsier at etterspørselen er høy. Vi ser også fra årsrapportene at selskapet fremdeles har gode muligheter til å øke slaktevolumet på egne anlegg. Av tabellen under ser vi at slaktevolumet til Mowi og bransjen har en positiv trend. Inntjening per kg laks følger den samme trenden.

Salgsinntekter	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt Trend	Bransjesnitt Trend
Slaktevolum i kg	380 621 000	370 346 000	375 237 000	436 000 000	440 000 000	466 000 000		
Vekst i %		-3 %	1 %	14 %	1 %	6 %	3,79 % ↗	3 % ↗
Inntjening pr kg laks	9,20	9,79	9,99	9,35	8,48	8,94	9,29 ↗	kr 93,95 ↗
Inntjening pr kg laks eks. 2020							9,45 ↗	kr 96,58 ↗

Tabell 12: Slaktevolum og inntjening Mowi 2016-2021.

Mowi har en gjennomsnittlig inntekt på 9,45EUR når 2020 utelukkes. Vi ser at trenden for Mowi og bransjen er positiv, men at i 2021 faller inntekten, det anses som en vedvarende effekt av Covid-19. For å regne ut fremtidige salgsinntekter vil vi derfor multiplisere slaktevolumet med snitt inntjening per kg laks.

Tidligere i oppgaven har vi sett at det er enn sammenheng mellom lønnsomheten til selskapet, og lakseprisen. Det kan dermed argumenteres for at en mer hensiktsmessig tilnærming ville vært å ta utgangspunkt i denne for å beregne fremtidig salgsinntekter. Likevel ser vi en trend i bransjen, og for selskapet at Lakseprisen får en redusert innvirkning på selskapets salgsinntekter. Under presenterer vi en tabell som viser lakseprisen sin påvirkning på salgsinntektene.



Laksepris og slaktevolum	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt Trend	Bransjesnitt Trend
Laksepris	6,81	6,52	6,32	5,99	5,20	5,75	6,10	kr 59,79
Slaktevolum X laksepris	2 592 029 010	2 414 655 920	2 371 497 840	2 611 640 000	2 288 000 000	2 679 500 000		
% av salgsinntekter	74 %	67 %	63 %	64 %	61 %	64 %	66 % ↘	67 % ↘

Tabell 13: Laksepris og slaktevolum Mowi 2016-2021.

Vi multipliserer slaktevolumet med den gjennomsnittlige lakseprisen for de respektive årene. Resultatet representerer de salgsinntektene Mowi skaper utelukkende på spotprisen til laks. Trenden vi ser i bransjen og Mowi stemmer godt med den vi identifiserte i punkt 2.3.1, med økt fokus på ferdigprodukter. Det er en positiv trend for bransjen at selskapene blir mindre avhengig av den sykliske lakseprisen. Likevel ser vi fremdeles at inntjeningene er avhengig av lakseprisene. Når det er sagt ville en beregning av fremtidige inntekter basert på lakseprisen vært som å spå været om ti år. Det er tilnærmet umulig, og predikere den konkrete lakseprisen. Vi mener derfor at det er en mer hensiktsmessig tilnærming å nytte slaktevolumet som utgangspunkt for å predikere fremtidig inntjening.

### 8.3 Varekostnader



Under presenterer vi de historiske varekostnadene for Mowi. Vi ser av tabellen at varekostnadene til Mowi i snitt ligger på 49,97% av salgsinntektene. Sammenliknet med bransjen er det noe lavere enn konkurrentene, det som er verdt å legge merke til er at Lerøy trekker bransjesnittet markant opp med et snitt på 56,40% for varekostnadene.

Varekostnader	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt Trend	Bransjesnitt Trend
Varekostnader	1 782 000 000	1 689 000 000	1 812 000 000	1 983 000 000	1 970 000 000	2 191 500 000		
% av salgsinntekter	51 %	47 %	48 %	49 %	53 %	53 %	49,97 % 	50,37 % 

Tabell 14: Varekostnader Mowi 2016-2021.

Negativt for Mowi er at der konkurrentene ser ut til å redusere egne varekostnader, kan vi se antydninger til at Mowi sine kostnader øker. I notene fra årsrapporten til selskapet relateres dette blant annet til økte kostnader på råmateriale i fôrproduksjon (Mowi ASA, 2022a, s. 148). Likevel mener vi det er hensiktsmessig å nytte de gjennomsnittlige kostnadene til selskapet for å lage prognoser for fremtidige kostnader. Årsaken til det er at gjennomsnittet ligger så tett på bransjetallet, og vi antar at Mowi vil stabilisere disse kostnadene over tid.



## 8.4 Lønnskostnader

Lønnskostnader	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt Trend	Bransjesnitt Trend
Lønnskostnader	440 000 000	478 000 000	505 000 000	564 000 000	558 000 000	568 300 000		
% av salgsinntekter	13 %	13 %	13 %	14 %	15 %	14 %	13,61 % 	10,30 % 

Tabell 15: Lønnskostnader Mowi 2016-2021.

Vi ser av tabellen at lønnskostnadene utgjør i snitt 13,61% av salgsinntektene, noe som er ganske høyt sammenliknet med resten av bransjen. Videre ser vi at både Mowi og bransjen har en trend der lønnskostnadene øker relativt til salgsinntektene. Det kan argumenteres for at den eksplisitte prognoseperioden burde øke lønnskostnadene til Mowi relativt til salgsinntektene. Likevel har Mowi en høyere lønnskostnad enn bransjen, og vi anser derfor gjennomsnittet til Mowi som et hensiktsmessig forhåndstall i den eksplisitte prognoseperioden.

## 8.5 Andre kostnader

Andre kostnader	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt Trend	Bransjesnitt Trend
Andre kostnader	473 000 000	555 000 000	590 000 000	586 000 000	549 000 000	534 400 000		
	14 %	15 %	16 %	14 %	15 %	13 %	14,41 % 	17,15 % 

Tabell 16: Andre kostnader Mowi 2016-2021.

Andre kostnader har hatt en relativt stabil utvikling for Mowi. For bransjen ser vi en trend der posten øker. Likevel mener vi gjennomsnittet til Mowi er et godt utgangspunkt for å predikere fremtidig utgifter. Årsaken til det er at vi forventer en fremtidig vekst i andre kostnader, men den vil ikke være høyere enn veksten i salgsinntekter. Ettersom vi ser en positiv trend i salgsinntektene, vil også derfor andre kostnader få en reel vekst fra år til år. Vi tar derfor utgangspunkt i 14% av salgsinntektene når vi skal predikere fremtidige kostnader i den eksplisitte perioden.

## 8.6 Investeringer og avskrivninger

Investeringer og avskrivninger	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
CapEx	299 400 000	72 200 000	336 800 000	333 800 000	139 700 000	479 900 000	
% av salgsinntekter	9 %	2 %	9 %	8 %	4 %	12 %	7,2 %
Investeringer	171 900 000	73 400 000	235 100 000	239 700 000	86 400 000	294 500 000	
% av salgsinntekter	5 %	2 %	6 %	6 %	2 %	7 %	5 %
Avskrivninger	127 500 000	1 200 000	101 700 000	94 100 000	53 300 000	185 400 000	
% av salgsinntekter	4 %	0 %	3 %	2 %	1 %	4 %	2 %

Tabell 17: Investeringer og avskrivninger Mowi 2016-2021.

Vi ser av tabellen over at den historiske investeringen til selskapet ligger på 5% av salgsinntektene, og den historiske avskrivningen ligger på 2%. Til sammen utgjør det en gjennomsnittlig CapEx på 7,2%. Det er viktig å påpeke at denne varierer i stor grad fra år til år, og det kan vi anta at den vil gjøre i tiden fremover også. Likevel mener vi at et gjennomsnitt vil fange opp svingningene i fremtidige prognoser. Vi vil derfor benytte gjennomsnittet for å estimere fremtidig CapEx for Mowi.

## 8.7 Arbeidskapital

Arbeidskapital	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Arbeidskapital	1 015 600 000	1 240 500 000	1 536 900 000	1 157 600 000	973 800 000	993 120 000	
Endring i arbeidskapital i %		18 %	19 %	-33 %	-19 %	2 %	
Arbeidskapital i % av salgsinntekter	29 %	34 %	41 %	28 %	26 %	24 %	30 %

Tabell 18: Arbeidskapital Mowi 2016-2021.

Vi ser at arbeidskapital i snitt ligger på 30% av salgsinntektene, og bruker derfor dette forholdstallet for å beregne fremtidig arbeidskapital. I likhet med CapEx varierer denne posten i stor grad fra år til år, men vi vil likevel benytte gjennomsnittet for fremtidige prognoser.

## 8.8 Skatt

Skatt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Effektiv skattesats	29 %	11 %	23 %	0 %	0 %	18 %	13 %

Tabell 19: Skattesats Mowi 2016-2021.

Den gjennomsnittlige skattesatsen til Mowi er 13%. Det inkluderer 2019 og 2020 som har 0% skatt. Videre er den gjennomsnittlige bransjeskatten 21%, og vi har tidligere i oppgaven redegjort for den nominelle skattesatsen for selskapsskatt på 22% de siste årene. Med bakgrunn i dette har vi valgt å justere skatt for Mowi til å være 22% i fremtidig prognose.

## 8.9 Resterende poster

Når det gjelder restruktureringskostnader og verdijustert biomasse har vi redegjort for disse i punkt 5.2.2.2. For å prognostisere fremtidige utgifter for disse postene har vi regnet ut hvor mye postene utgjør av salgsinntektene i prosent. Restruktureringskostnader utgjør i gjennomsnitt 0,28% av salgsinntekter, og verdijustert biomasse utgjør -0,17% av salgsinntekter. Det er derfor forholdstallene vi har brukt for å estimere fremtidige kostnader.

## 8.10 Fri kontantstrøm

Fri kontantstrøm	2021A	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Salgsinntekter	4 165 900 000	4 572 950 859	4 746 301 990	4 926 224 505	5 112 967 511	5 306 789 559	5 507 959 000	5 716 754 361	5 933 464 722
Varekostnader	- 2 191 500 000	- 2 285 148 524	- 2 371 773 790	- 2 461 682 840	- 2 555 000 157	- 2 651 854 941	- 2 752 381 289	- 2 856 718 385	- 2 965 010 684
Bruttoresultat	1 974 400 000	2 287 802 335	2 374 528 200	2 464 541 665	2 557 967 354	2 654 934 618	2 755 577 711	2 860 035 976	2 968 454 038
Lønnskostnader	- 568 300 000	- 622 255 665	- 645 844 094	- 670 326 711	- 695 737 413	- 722 111 383	- 749 485 135	- 777 896 570	- 807 385 024
Restruktureringskostnader	- 10 600 000	- 12 775 278	- 13 259 563	- 13 762 206	- 14 283 902	- 14 825 376	- 15 387 375	- 15 970 679	- 16 576 094
Verdijustert biomasse	6 300 000	7 592 854	7 880 684	8 179 424	8 489 489	8 811 308	9 145 327	9 492 007	9 851 830
Andre driftskostnader	- 534 400 000	- 658 970 657	- 683 950 875	- 709 878 041	- 736 788 053	- 764 718 167	- 793 707 055	- 823 794 852	- 855 023 215
EBITDA	867 400 000	1 001 393 588	1 039 354 353	1 078 754 132	1 119 647 475	1 162 091 000	1 206 143 472	1 251 865 882	1 299 321 535
Avskrivninger	- 185 400 000	- 110 562 161	- 114 753 345	- 119 103 407	- 123 618 372	- 128 304 489	- 133 168 247	- 138 216 381	- 143 455 879
EBITA	682 000 000	890 831 427	924 601 008	959 650 724	996 029 103	1 033 786 511	1 072 975 225	1 113 649 502	1 155 865 656
Skatt på EBITA	- 121 252 107	- 195 982 914	- 203 412 222	- 211 123 159	- 219 126 403	- 227 433 032	- 236 054 549	- 245 002 890	- 254 290 444
NOPLAT	560 747 893	694 848 513	721 188 786	748 527 565	776 902 701	806 353 479	836 920 675	868 646 611	901 575 212
Avskrivninger	- 185 400 000	- 110 562 161	- 114 753 345	- 119 103 407	- 123 618 372	- 128 304 489	- 133 168 247	- 138 216 381	- 143 455 879
Gross Cash flow	746 147 893	805 410 674	835 942 131	867 630 972	900 521 072	934 657 968	970 088 923	1 006 862 992	1 045 031 091
Endring i netto arbeidskapital	19 320 000	398 028 206	52 735 558	54 734 654	56 809 532	58 963 064	61 198 232	63 518 131	65 925 972
Investeringer CapEx	- 479 900 000	- 327 529 220	- 339 945 177	- 352 831 797	- 366 206 922	- 380 089 071	- 394 497 463	- 409 452 048	- 424 973 531
Fri kontantstrøm	285 567 893	875 909 661	548 732 512	569 533 830	591 123 682	613 531 961	636 789 691	660 929 075	685 983 532

Tabell 20: Fri kontantstrøm Mowi.

I tabellen over presenterer vi den frie kontantstrømmen frem til 2029. Denne er basert på vurderingene som vi har gjort tidligere i kapittelet. Vi tar dermed utgangspunkt i at Mowi vil være i steady state etter 2029.

## 8.11 Terminalverdi

Den frie kontantstrømmen for den eksplisitte prognoseperioden er presentert over, og neste steg er dermed å regne ut terminalverdien. For å finne nåverdien av selskapets terminalverdi bruker vi Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30).

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

Når vi skal bestemme vekstraten til et selskap på sikt kan den ikke være større enn forventet økonomisk vekst i landet der selskapet er lokalisert. Mowi sitt hovedkontor ligger som kjent i Bergen, og en fremgangsmåte er derfor å bruke veksten i bruttonasjonalprodukt (BNP) i Norge som utgangspunkt for å beregne vekstraten. Realvekst i BNP i Norge har historisk vært på rundt 2-3% (Kaldestad & Møller, 2016, s. 122). Videre bør selskapsvekstraten normalt sett være enda lavere enn veksten i BNP og sjelden være høyere enn inflasjonen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 123). Vi ser dog at inflasjonen det siste året har vært over 5%, som er høyt på grunn av høye strømpriser. Likevel er det en av de største økningene i inflasjonen på de siste 13 årene, hvor den tidligere har vært rundt 2% (Statistisk sentralbyrå, 2021). Vi velger derfor å sette vekstraten til 2%. Under presenterer vi dermed terminalverdien for Mowi.

Terminalverdi	
Vekstfaktor	2,0 %
Kontantstrøm i terminalåret	668 559 378
WACC	5,52 %
Terminalverdi	12 344 279 702

Tabell 21: Terminalverdi Mowi.

## 9 Fundamental verdsettelse

Mowi - Diskontert kontantstrømmodell										
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Terminalåret
Fri kontantstrøm	285 567 893	875 909 661	548 732 512	569 533 830	591 123 682	613 531 961	636 789 691	660 929 075	685 983 532	668 559 378
WACC	5,52 %	5,52 %	5,52 %	5,52 %	5,52 %	5,52 %	5,52 %	5,52 %	5,52 %	5,52 %
Diskonteringsfaktor	1,0000	0,9476	0,8980	0,8510	0,8065	0,7643	0,7242	0,6863	0,6504	0,6164
Vekstfaktor	2,00 %									
Nåverdi fri kontantstrøm	285 567 893	830 055 221	492 783 357	484 688 297	476 726 217	468 894 931	461 192 292	453 616 186	446 164 534	412 068 114
Nåverdi fri kontantstrøm budsjet	4 114 121 036	35 %								
Terminalverdi	12 344 279 702									
Nåverdi terminalverdi	7 608 425 245	65 %								
Virksomhetsverdi	11 722 546 281	100 %								
Netto rentebærende gjeld	1 257 300 000									
Egenkapitalverdi	10 465 246 281									
Antall aksjer	517 100 000									
Pris pr.aksje EUR	20,24									
EUR/NOK pr. 27.12.2021	10,15									
Pris pr.aksje i NOK	205,42									

Tabell 22: Fundamental verdsettelse Mowi.

I tabellen over presenterer vi den diskonterte kontantstrømmodellen. I punkt 3.1.4.6 presenterer vi fremgangsmåten vi benytter for å komme frem til pris per aksje for Mowi. Vi får en nåverdi for terminalverdien på 12 344MEUR. Ved å legge sammen denne med nåverdien av kontantstrømmen for budsjettperioden finner vi virksomhetsverdien på 11 723MEUR.

For å regne ut aksjekursen til Mowi 31.12.2021 må vi finne egenkapitalverdien til selskapet. Det gjør vi som nevnt ved å trekke fra netto rentebærende gjeld fra virksomhetsverdien. Det gir oss en egenkapitalverdi på 10 465MEUR. Videre må vi dele egenkapitalverdien på antall utestående aksjer Mowi hadde per 31.12.21. Vi får da en aksjekurs for Mowi per 31.12.21 på 20,25EUR, som tilsvarer 205,42NOK beregnet med valutakursen i desember 2021.

### 9.1 Sensitivitetsanalyse

Som tidligere nevnt er ikke verdsettelse en nøyaktig vitenskap, men estimering etter beste evne. Det er derfor viktig å være bevist at selv små justeringer i vurderingene vil få store utslag i verdien man kommer frem til. For å illustrere det har vi lagt med en sensitivitetsanalyse som viser hvilke konsekvenser selv små justeringer i vekstraten og WACC får på den gitte verddivurderingen.

Sensitivitetsanalyse										
Vekstrate/ WACC	0,025	0,035	0,045	0,055	0,065	0,075	0,085			
0,005	26 876 087 002	19 197 205 002	14 931 159 446	12 162 746 177	10 336 956 539	8 958 695 667	7 904 731 471			
0,010	27 009 798 878	19 292 713 484	15 005 443 821	12 223 257 352	10 388 384 184	9 003 266 293	7 944 058 493			
0,015	27 143 510 753	19 388 221 967	15 079 728 196	12 283 768 527	10 439 811 828	9 047 836 918	7 983 385 516			
0,020	27 277 222 629	19 483 730 449	15 154 012 572	12 344 279 702	10 491 239 473	9 092 407 543	8 022 712 538			
0,025	27 410 934 505	19 579 238 932	15 228 296 947	12 404 790 877	10 542 667 117	9 136 978 168	8 062 039 560			
0,030	27 544 646 380	19 674 747 415	15 302 581 322	12 465 302 052	10 594 094 762	9 181 548 793	8 101 366 582			
0,035	27 678 358 256	19 770 255 897	15 376 865 698	12 525 813 227	10 645 522 406	9 226 119 419	8 140 693 605			

Tabell 23: Sensitivitetsanalyse Mowi.



Tabellen synliggjør at 1% høyere WACC får et utslag på omtrent 1 000MEUR i terminalverdi. Det understreker hvilke konsekvenser subjektive antagelser får for det endelige verdiestimatet. Enova har utregnet et normalavkastningskrav for havbruk i 2021 på 7,8% (Enova, 2022). Det kan derfor argumenteres for at WACC i avhandlingen er lav. Dersom avkastningskravet til Enova hadde blitt benyttet ville avhandlingen kommet frem til en terminalverdi på omtrent 9 092MEUR. Likevel har vi tidligere i avhandlingen presentert viktigheten av å begrunne de valgene som tas, for å gi oppgaven pålitelighet. I tillegg er WACC fra Enova utarbeidet for hele havbruksnæringen. Vi legger til grunn estimert WACC for Mowi, men belyser svakheten med at et avkastningskrav er basert på subjektive estimater.

Videre har vi tidligere redegjort for markedseffisiens, som er viktig å vurdere opp mot verdiestimatet. Aksjeprisen på Oslo Børs var 31.12.21 209NOK. Den estimerte verdien fra den fundamentale verdsettelsen er tilnærmet lik aksjeprisen til Mowi på Oslo Børs. Dersom vi antar at markedet er effisient, vil det være en styrke i verdiestimeringen. Likevel har vi nevnt at teorien om effisiente markeder ikke er universal. I tillegg viser utfordringene presentert i avsnittet over at små justeringer ville medført en annen verdiestimering. Det er derfor viktig å belyse at selv om avhandlingen kommer frem til en tilnærmet lik verdi er det basert på subjektive vurderinger. Dette er også mye av svakheten med verdsettelse.

## **10 Komparativ verdsettelse**

Av sensitivitetsanalysen har vi presentert utfordringene med subjektive estimater i verdsettelse. For å gjennomføre en rimelighetssjekk av verdiestimatet i den fundamentale verdsettelsen vil vi derfor benytte en multippelanalyse.

De mest vanlige multipler å benytte ifølge Boye og Meyer er; Virksomhetsverdi (EV) til omsetning, EV til EBITDA, EV til EBIT og verdi av egenkapital til inntjening etter skatt (Boye & Meyer, 2008, s. 52). Samtidig kan det også brukes operasjonelle beregninger der det er naturlig (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 165). I denne avhandlingen vil vi derfor nytte: Price-to-earnings, price-to-book, EV/EBITDA, og EV/Kg. Videre vil vi presentere prisen per aksje vi får ved bruk av multiplene. Til slutt sammenfattes disse i en gjennomsnittsberegning av verdien per aksje for Mowi.

## 10.1 Price to Earnings (P/E)

P/E	Mowi	Lerøy	Salmar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt
Pris per aksje		208,7	68,96	608	83,1
Resultat per aksje - NOK		9,541	4,42	22,61	10,7
P/E - NOK		21,9	15,6	26,9	7,8
P/E					18
Multippel		18			
Årsresultat	4 952 185 000				
Verdi egenkapital	89 303 914 378				
Antall aksjer	517 100 000				
Verdi per aksje	172,7				

Tabell 24: Pris per fortjeneste Mowi.

Price-to-earnings eller «pris per fortjeneste» gir oss et innblikk i det predikerte resultatet fra aksjen. For Mowi sin del får vi en P/E-verdi på 21,9, som er godt over gjennomsnittet i bransjen. Det forteller oss at markedet forventer en høy vekst på selskapet i fremtiden, og at markedsverdien til aksjen er høy i forhold til inntjeningen. Vi ser at markedet forventer den største veksten hos SalMar, og for Grieg Seafood er forventningen lav sammenliknet med konkurrentene. For bransjen får vi en snitt P/E-verdi på 18, og ved bruk av denne får vi en verdi per aksje på 173NOK.

## 10.2 Price-to-book

P/B	Mowi	Lerøy	Salmar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt
Pris per aksje		208,7	69,0	608,0	83,1
	3131400000				
Bokført egenkapital	31 783 710 000	19 323 103 000	15 483 176 000	5 563 302 000	
Antall aksjer	517 100 000	181 781 544	117 799 999	113 447 042	
Bokført egenkapital per aksje	61	106	131	49	
P/B	3,4	0,6	4,6	1,7	2,59
P/B					
Multippel	2,59				
Bokført verdi per aksje	61				
Aksjekurs	159,3				

Tabell 25: Price-to-book Mowi.

Price-to-book gir oss en indikator på hvordan markedet verdsetter de bokførte verdiene i selskapet. Den forteller oss hvordan markedsverdien til egenkapitalen er priset i forhold til den bokførte verdien til egenkapitalen. Vi ser av tabellen over at vi får en P/B-verdi for Mowi på 3,4, som er høyere enn snittet i bransjen på 2,59. En P/B-verdi på 3,4 forteller oss at aksjen koster 3,4 ganger den bokførte egenkapitalen til selskapet. Videre forteller verdien oss at markedet har tro på videre vekst for selskapet, ettersom den er høyere enn bransjesnittet. For bransjen ser vi at det er Lerøy og Grieg Seafood som trekker snittet ned, og vi ser også at det stemmer godt overens med funnene fra P/E. For Mowi har vi brukt snittet i bransjen som multippel, og kommer frem til en aksjekurs på 159NOK.

## 10.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA	Mowi	Lerøy	Salmar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt
EBITDA	8 804 110 000	3 777 516 000	3 819 594 000	818 000 000	
Markedsverdi av EK	107 918 770 000	12 535 655 274	71 622 399 392	9 427 449 190	
	1 257 300 000	3 297 487	4 576 190	1 869	
Netto rentebærende gjeld	12 761 595 000	3 297 487 000	4 576 190 000	1 869 000 000	
EV	120 680 365 000	15 833 142 274	76 198 589 392	11 296 449 190	
EV/EBITDA	14	4	20	14	13
<b>EV/EBITDA</b>					
Multippel	13				
EBITDA	8 804 110 000				
EV	113 700 518 643				
Netto rentebærende gjeld	12 761 595 000				
Egenkapital	100 938 923 643				
Antall aksjer	517 100 000				
Aksjekurs	195,2				

Tabell 26: EV/EBITDA Mowi.

Multippel EV/EBITDA gjør det mulig å sammenlikne kjernedriften til komparative selskaper, og se hvordan den er verdsatt i markedet. Fordelen med denne er at den ikke blander effektene av operasjoner og kapitalstrukturer på samme måte som multiplene P/E og P/B (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 357). Tabellen over viser at SalMar har den høyeste verdien, og Lerøy en vesentlig lavere enn gjennomsnittet. Vi ser at Mowi ligger over gjennomsnittet i bransjen med kun en verdi. I likhet med multiplene over ser vi at Lerøy trekker bransjesnittet ned. Vi bruker snittverdien som multiplere for å regne ut aksjeverdien til Mowi, og får en aksjepris på 195NOK.

## 10.4 EV/Kg

EV/KG	Mowi	Lerøy	Salmar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt
EV	120 680 365 000	15 833 142 274	76 198 589 392	11 296 449 190	
Antall Kg slaktefisk	466 000 000	186 635 000	110 700 000	89 327 000	
EV/KG	259	85	688	126	290
<b>EV/KG</b>					
Multippel	290				
Antall Kg slaktefisk	466 000 000				
EV	134 977 066 929				
Netto rentebærende gjeld	12 761 595 000				
Egenkapital	122 215 471 929				
Antall aksjer	517 100 000				
Aksjekurs	236,3				

Tabell 27: EV/Kg Mowi.

EV/Kg er en bransjespesifikk multiplere som måler verdien til selskapet opp mot produksjonsnivået. Den er viktig for lakseoppdrettsbransjen, og brukes som et produksjonsmål i tillegg til cost in box. Vi ser av tabellen over at Mowi ligger under bransjesnittet på 290, med en verdi på 259. Når det er sagt ser vi også av tabellen at snittet trekkes markant opp av SalMar. Videre ser vi at Mowi ligger godt over de andre konkurrentene. En høy verdi er knyttet til

effektiv produksjon, og kan dermed tyde på at SalMar har effektivisert produksjonen sin vesentlig i forhold til konkurrentene. Når det er sagt, kan det også være et mål på at aksjekursen til SalMar er overpriset. Vi bruker snittet av bransjen som multiplum for å regne ut aksjekursen til Mowi, og får en pris på 236,3NOK.

## 10.5 Oppsummering av komparativ verdivurdering

Oppsummering	
P/E	172,7
P/B	159,3
EV/EBITDA	195,2
EV/KG	236,3
Snitt pris per aksje	190,9

Tabell 28: Oppsummering multiplumanalyse Mowi.

Ved å sammenlikne verdiene i analysen kommer vi frem til en gjennomsnittspris på 191NOK for Mowi. Vi kan altså konkludere med at den komparative verdivurderingen tyder på at Mowi var overpriset i markedet 31.12.21. Tidligere har vi presentert utfordringen rundt sammenlikningsverdien til de komparative selskapene. Vi ser at det er stor variasjon mellom selskapene i analysen. Lerøy trekker bransjesnittet ned, og SalMar trekker bransjesnittet opp for samtlige multipler. Det er en betraktning vi tar med oss videre når vi skal fastslå det vi mener er den korrekte prisingen av selskapet Mowi.

## 11 Oppsummering og handlingsstrategi

### 11.1 Oppsummering

Formålet med avhandlingen er å estimere prisen per aksje for Mowi 31.12.21. Differansen mellom aksjeprisen på Oslo Børs, og den estimerte aksjeprisen danner grunnlaget for handlingsstrategien. Videre vil vi oppsummere de viktigste funnene fra utredningen

Vi benytter en fundamental verdsettelse som tilnærming i avhandlingen. Bakgrunnen for valget var at tilnærmingen ble vurdert til å gi det beste grunnlaget for verdiestimeringen. Totalkapitalmetoden ble valgt som metode for å diskontere de fremtidige kontantstrømmer til selskapet.

Vi har identifisert at det er et stort potensial i oppdrettsbransjen. Mowi har en unik posisjon som markedsledende innenfor oppdrett av atlantehavslaks, samt at de som eneste aktør kontrollerer hele verdikjeden. Selskapet fører en kostnadslederstrategi, der de fokuserer på å

reducere kostnadene innenfor alle segmentene. Videre er utfordringene i bransjen tett knyttet til lakselus og miljøforurensninger

Av den historiske informasjonen identifiserte vi at Mowi fra 2016-2021 har hatt en lønnsom drift, men at den lave lakseprisen, økte råvarer og Covid-19 påvirket lønnsomheten. Likevel har Mowi hatt tilnærmet normal drift, hvor salgsinntekter og slaktevolum har en positiv trend. Kostnadene har selskapet derimot ikke klart å redusere, men økt i større grad enn salgsinntektene. Videre har vi identifisert at Mowi har en ROIC som er høyere enn avkastningskravet, og dermed øker sin verdi. TKR og EKR er marginalt lavere enn bransjen, men at soliditeten og likviditeten til selskapet er god.

Den strategiske analysen presenterte makrotrendene, og hvilken innvirkning de har på bransjen. Oppdrettsbransjen treffer godt på trendene, og det tyder på en bransje som vil være i vekst fremover. Videre drøftet vi oss frem til at trusler fra eksisterende konkurrenter og leverandørmakt er de største trusselen i markedet. Mowi besitter midlertidig konkurransefortrinn innenfor fôrproduksjon og en diversifisert drift. Samtidig er det ingen stordriftsfordeler i bransjen, men selskapet sin størrelse gjør dem mindre utsatt for lokale påvirkninger. Til slutt tok vi med oss de gode utsiktene for økt slaktevolum og salgsinntekter i fremtidsprognosene.

Med bakgrunn i regnskapsanalysen, strategiske analysen og avkastningskravet ble den fremtidige kontantstrømmen prognostisert. Denne tok utgangspunkt i en eksplisitt prognoseperiode på åtte år, hvor vi vurderte selskapet for å være i steady state etter 2029. Med bakgrunn i det estimerte vi terminalverdien til å være på 12 344MEUR.

Mowi var per 31.12.21 priset til 208,7NOK per aksje på Oslo Børs. Den fundamentale verdsettelse kom frem til en aksjepris på 205,4NOK per 31.12.21. Det ble deretter gjennomført en rimelighetssjekk ved bruk av multippelanalyse. Denne tilnærmingen ga en aksjepris på 190,9NOK per 31.12.21.

## 11.2 Handlingsstrategi

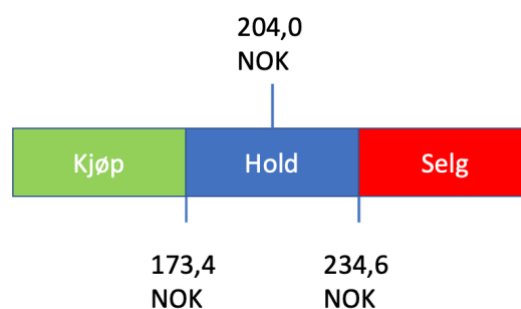
Problemstillingen i denne avhandlingen er; *hva var den estimerte prisen per aksje per 31.12.2021*. For å svare på problemstillingen må vi sammenfatte den fundamentale og komparative verdsettelsen til et endelig verdiestimat. Til slutt presenterer vi en kjøps-, hold- eller salgsanbefaling for Mowi.

Vi har benyttet en vekting med 90% på fundamental, og 10% på komparativ. Årsaken til det er at vi er kritiske til verdien av de komparative selskapene som er nyttet i analysen. Videre var hensikten med den komparative tilnærmingen en rimelighetssjekk av den fundamentale, og dermed anser vi vektningen som hensiktsmessig. I avhandlingen er derfor det endelige verdiestimatet for Mowi 204NOK per 31.12.21, som presentert i tabellen under.

Metode	Verdi	Vekt	Vektet estimat
Fundamental	205,4	90 %	184,9
Komparativ	190,9	10 %	19,1
Endelig verdiestimat			204,0

Tabell 29: Endelig verdiestimat Mowi.

Avslutningsvis presenterer vi en: kjøps-, hold- eller salgsanbefaling. Tidligere i avhandlingen har vi presentert utfordringene til en verdsettelse og subjektive estimater, samt at sensitivitetsanalysen har vist hvordan små justeringer får store konsekvenser for verdien. Det blir derfor beregnet en margin på 15% av endelig verdiestimat, som utgjør nedre og øvre grense presentert i figuren under.



Figur 24: Handlingsstrategi for Mowi 31.12.21.

Mowi hadde 31.12.21 en aksjepris på 208,7NOK per aksje på Oslo Børs. Dermed er selskapet basert på verdiestimatet i avhandlingen overpriset med 2%. Likevel kan vi se av figuren over at aksjeprisen er innenfor verdien av en holdanbefaling. Vi konkluderer derfor med en holdanbefaling på aksjen til Mowi per 31.12.21.

## Referanseliste

- Andersen, S. S. (2018). *Casestudier - Forskningsstrategi, generalisering og forklaring, 2. utgave*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Barney, J. B., & Hesterly, W. S. (2019). *Strategic Management and Competitive Advantage - Concepts and Cases - Sixth Edition*. United Kingdom: Pearson Education Limited.
- BDO. (2022, Mars 26.). *Utredning og analyse*. Hentet fra bdo.no: <https://www.bdo.no/nb-no/tjenester/utredning-og-analyse/utredning-og-analyse>
- Befring, E. (2007). *Forskningsmetode med etikk og statistikk*. Oslo: Det Norske Samlaget.
- Berge, A. (2020, Juli 27.). *Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere*. Hentet fra iLaks.no: <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/>
- Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. Cappelen Akademisk Forlag.
- Bryhn, R., & Antonsen, R. (2021, November 3). *Mowi*. Hentet fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/Mowi>
- Bushee, J. S. (1998, Januar ). Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy. *The Accounting Review*, ss. 19-45.
- Dagens Næringsliv. (2022, Mai 23.). *Mowi (Oslo Børs)*. Hentet fra DN Investor: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S137/MOWI/Mowi>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation : Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, Third Edition*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- EAT-Lancet Commission. (2019). *Healthy Diets From Sustainable Food Systems: Summary Report*. EAT-Lancet Commission.
- Enova. (2022, Mai 28.). *Normalavkastning i lønnsomhetsberegninger*. Hentet fra enova.no: <https://www.enova.no/om-enova/drift/normalavkastning/>
- Fama, E. F. (1970, May ). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work . *The Journal of Finance* , ss. 383-417.

Fiskeridirektoratet. (2021). *Lønnsomhetsundersøkelse for produksjon av laks og regnbueørret 2020*. Fiskeridirektoratet.

Fiskeridirektoratet. (2022, Mars 19). *Tildelingsprosessen*. Hentet fra Fiskeridirektoratet:  
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

FN. (2022, Februar 23). *Stoppe klimaendringene*. Hentet fra FN.no: <https://www.fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal/stoppe-klimaendringene>

Grieg Seafood . (2022). *About us: Grieg Seafood* . Hentet fra Grieg Seafood :  
<https://griegseafood.com/about-us>

Guillén, M. F. (2022). *2030: How today's biggest trends will collide and reshape the future of everything* . USA : St. Martin's Publishing Group .

Havforskningsinstituttet. (2021, Juli 05.). *Tema: Lakselus*. Hentet fra  
<https://www.hi.no/hi/temasider/arter/lakselus>

Heggen, H. (2022, Februar 12.). *Her kjem eit kilometerlangt oppdrettsanlegg*. Hentet fra NRK: <https://www.nrk.no/vestland/dette-oppdrettsanlegget-pa-land-blir-over-ein-kilometer-langt-1.15848381>

Helsedirektoratet. (2016, Oktober 24.). *5. Fisk til middag to til tre ganger i uken*. Hentet fra helsedirektoratet.no: <https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer/kostrad-for-befolkningen/fisk-til-middag-to-til-tre-ganger-i-uken#a9485dea-042d-42a6-825c-66d95854dbae-begrunnelse>

Jacobsen, D. I. (2018). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? - Innføring i samfunnsvitenskapelig metode, 3. utgave*. Oslo: Cappelen Damm AS.

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

Kapital. (2021, Desember 16.). *Mot nye laksesprell*. Hentet fra kapital.no:  
<https://kapital.no/investor/investeringsanbefalinger/2021/12/16/7781290/mot-nye-laksesprell>



Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, 6. edition*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Langli, J. C. (2010). *Årsregnskapet 9. utgave*. Oslo : Gyldendal Akademisk .

Langli, J. C. (2016). *Årsregnskapet, 10. utgave*. Oslo: Gyldendal Akademisk.

Lerøy. (2022, Mars 03.). *Om oss: Lerøy*. Hentet fra Lerøy Seafood:

<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>

Lerøy Seafood Group. (2022, Mars 26.). *Våre merkevarer*. Hentet fra leroyseafood.com:

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/annual-report-2017/pdf/merkevarer.pdf>

Malkiel , B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, ss. 59-82.

Miljødirektoratet. (2021, Mars 03.). *Fiskeoppdrett*. Hentet fra Miljøstatus:

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>

Misund, B. (2021, Februar 18.). *Fiskeoppdrett*. Hentet fra Store Norske Leksikon:

<https://snl.no/fiskeoppdrett#:~:text=Norge%20har%20en%20stor%20oppdrettsn%C3%A6ring,desidert%20st%C3%B8rste%20produsent%20av%20oppdrettslaks.>

Mowi ASA. (2021a). *Årsrapport 2020*. Bergen: Mowi.

Mowi ASA. (2021b, Mars 17). *Mowis kapitalmarkedsdag 2021*. Hentet fra Globe Newswire:

<https://www.globenewswire.com/news-release/2021/03/17/2194197/0/no/MOWIS-KAPITALMARKEDSDAG-2021.html>

Mowi ASA. (2021c). *Salmon Farming Industry Handbook 2021*. Mowi.

Mowi ASA. (2022a). *Årsrapport 2021*. Bergen: Mowi.

Mowi ASA. (2022b, Januar 21.). *Om oss: Mowi ASA*. Hentet fra Mowi:

<https://mowi.com/no/om-oss/>

Mowi ASA. (2022c, Februar 28). *Bærekraft*. Hentet fra Mowi.com:

<https://mowi.com/no/baerekraft/>

- Nordnet. (2022a, Mai 24.). *Mowi*. Hentet fra nordnet.no:  
<https://www.nordnet.no/market/stocks/16105427-mowi>
- Nordnet. (2022b, Mai 24.). *Lerøy Seafood Group*. Hentet fra nordnet.no:  
<https://www.nordnet.no/market/stocks/16105604-le-ro-y-seafood-group>
- Nordnet. (2022c, Mai 24.). *SalMar*. Hentet fra nordnet.no:  
<https://www.nordnet.no/market/stocks/16105712-salmar>
- Nordnet. (2022d, Mai 24.). *Grieg Seafood*. Hentet fra nordnet.no:  
<https://www.nordnet.no/market/stocks/16105714-grieg-seafood>
- Norges Bank. (2022, Mai 27.). *Government bonds monthly average*. Hentet fra norges-bank.no: <https://www.norges-bank.no/en/topics/Statistics/zero-coupon-yields/Government-bonds-monthly/>
- Norsk Industri. (2017, Mai 24.). *Veikart for havbruksnæringen*. Hentet fra norskindustri.no:  
[https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/rapporter-og-brosjyrer/veikart-havbruksnaringen\\_f41\\_web.pdf](https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/rapporter-og-brosjyrer/veikart-havbruksnaringen_f41_web.pdf)
- Pickton, D. W., & Wright, S. (1998). What's swot in strategic analysis? I *Strategic Change* (ss. 101-109). Leicester: School of Business, De Monfort University.
- Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces that Shape Strategy. I H. B. Review.
- PwC. (2022, Mai 27.). *Risikopremien i det norske markedet 2021*. Hentet fra pwc.no:  
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Regjeringen. (2021, oktober 11). *Norsk havbruksnæring*. Hentet fra Regjeringen.no:  
<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/1/oppdrettslaksen/id495344/>
- Regjeringen. (NOU 2019: 18). *Skattlegging av havbruksvirksomhet*. Oslo: Regjeringen.
- Salmar . (2022). *About SalMar* . Hentet fra SalMar : <https://www.salmar.no/en/annual-reports/>
- Skatteetaten. (2022, April 11.). *Sats for: Alminnelig inntekt*. Hentet fra Skatteetaten.no:  
<https://www.skatteetaten.no/satser/alminnelig-inntekt/?year=2022#rateShowYear>

Solerød, H., & Tønnessen, M. (2022, Januar 04.). *Verdens befolkning*. Hentet fra Store Norske Leksikon: [https://snl.no/verdens\\_befolkning](https://snl.no/verdens_befolkning)

SSB. (2022, Mai 16.). *Lønn*. Hentet fra Statistisk Sentralbyrå:  
<https://www.ssb.no/statbank/table/11419/tableViewLayout1/>

Statistisk sentralbyrå. (2021, Desember 10.). *Høyeste tolv månedersvekst i KPI på 13 år*. Hentet fra [ssb.no](https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen/artikler/hoyeste-tolvmanedersvekst-i-kpi-pa-13-ar): <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen/artikler/hoyeste-tolvmanedersvekst-i-kpi-pa-13-ar>

Supphellen, M., Thorbjørnsen, H., & Troye, S. V. (2014). *Markedsføring - verdibasert forventningsledelse*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Yüksel, I. (2012). Developing a Multi-Criteria Decision Making Model for PESTEL Analysis. I *International Journal of Business and Management; Vol. 7, No. 24* (ss. 52-66). Canadian Center of Science and Education.

Yin, R. K. (2014). *Case Study Research: Design and Methods, 5. edition*. USA: SAGE Publications, Inc.