



**HANDELHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:
MRRMAS, Master i Regnskap og Revisjon

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei

TITTEL:
Verdsettelse av Mowi ASA.

Valuation of Mowi ASA.

FORFATTER

VEILEDER:
Lars Atle Kjøde

Kandidatnummer:

1200

Navn:

Inger-Johanne Sørbo Solberg

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en del av masterstudiet i regnskap og revisjon ved Handelshøgskolen, Universitetet i Stavanger. Oppgaven er skrevet over ett semester, og utgjør 30 studiepoeng. Temaet for masteroppgaven er i hovedsak valgt ut fra min bakgrunn som revisor, hvor analyser av resultatutvikling og vurdering og rimelighetssjekk av verdiene i balansen er en viktig del av revisjonen av et konsernregnskap. I tillegg fant jeg verdivurderingskurset, som inngår i mastergraden min, veldig interessant. Gjennom masteroppgaven vil jeg fordype meg i temaet og gjøre en verdivurdering ved bruk av modeller jeg har lært gjennom studieløp og arbeidsliv.

Jeg vil i denne masteroppgaven gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av konsernet Mowi ASA. Akvakulturnæringen har stort potensiale og god mulighet for å utvikle seg fremover. Det er spennende å fordype seg i en bransje som er viktig for den norske økonomien, og som jeg ikke kjenner til fra tidligere. Formålet er å estimere verdien av egenkapitalen til Mowi ASA-konsernet per 30.06.2022 og måle denne mot aksjekursen på Oslo Bør på samme tidspunkt. Ut fra resultatet vil jeg gi en anbefalingen for aksjene i forhold til «kjøp, hold eller selg».

Jeg vil takke min veileder, Lars Atle Kjøde for god støtte og oppfølging gjennom hele prosessen med masteroppgaven.

Sammendrag

Hensikten med denne masteroppgaven er å verdsette det verdensledende fiskeoppdrettsselskapet Mowi ASA. Tilnærmingene som er brukt er strategiske analyser, regnskapsanalyser, beregning av avkastning, fremtidsprognoser og verdssettelse.

Den strategiske analysen viser at fremtidsutsiktene er gode. Politisk ønskes det en oppbygging av oppdrettsnæringen i Norge, og Mowi ASA har konkurransefortrinn som verdens største oppdrettsselskap på atlantehavslaks målt i markedsverdi, omsetning og slaktevolum. Bransjens største utfordringer i fremtiden synes å være en miljøskadelig og sterkt regulert drift. Muligheten for videre vekst kan skje ved konsolidering eller nye konsesjoner og utvikling av en mer bærekraftig drift.

Regnskapsanalysen viser svingninger i regnskapsperioden, med lavest resultat i 2020. Alle trender peker oppover etter dette. Likviditeten i konsernet er bra, selv om mye er bundet opp i varelager per 30.06.2022. Egenkapitalandelen til konsernet ligger på omkring 50%. Dette er en god egenkapitalandel, som gir styrke til videre vekst.

Med utgangspunkt i strategisk analyse og historiske regnskapstall beregnes fremtidig kontantstrømmer til totalkapitalen. Prognoseperioden som er brukt, er 5 år, fra og med 2023 og til og med 2028. 2022 er år null. Dette gav en konsernverdi for Mowi ASA på MNOK 122 830. Per 30. juni 2022 var Mowi ASA sine aksjer priset til 224,10 på Oslo Børs. Den fundamentale verdssettelsen viser en aksjepris på kr 214,10, og denne vektet med 90%. Det er og gjennomført multippelanalyser, og sluttberegningen av disse viser en aksjepris på kr 282,19. Multippelanalysen vektet med 10%. Dermed er konklusjonen at Mowi ASA sin aksjepris er kr 220,91, sammenlignet med Oslo Børs sin aksjepris samme dato som er 224,10.

Handelsstrategien som gis på dette tidspunkt er derfor en **hold** anbefaling.

Innholdsfortegnelse

Forord	ii
Sammendrag	iii
Figurliste:	vi
Tabell liste:	vi
Formel liste:	vii
1 Innledning.....	1
1.1. Formål og problemstilling	1
1.2. Generell informasjon.....	1
2 Mowi ASA og oppdrettsnæringen.....	2
2.1. Mowi ASA	2
2.2. Oppdrettsnæringen	3
2.3. Atlanterhavslaks struktur og verdikjede.....	4
2.4. Fremtidsutsikter.....	4
3 Valg av metode og verdsettelsesmodeller	6
3.1. Metodevalg	6
3.2. Validitet og reliabilitet	6
3.3. Fundamental analyse	6
3.4. Fundamental verdsettelse	7
3.4.1 Diskontert fri kontantstrøm (DCF), kontantstrøms verdsettelse	7
3.5. Komparativ verdsettelse	8
3.6. Opsjonsbasert verdsettelse	9
3.7. Valg av metodene.....	10
4 Strategisk analyse	11
4.1. Porters fem konkurransekrefter	11
4.1.1 Trusler fra leverandører.....	11
4.1.2 Trusler fra substitutter	12
4.1.3 Trusler fra konkurrenter	14
4.1.4 Trusler fra kunder.....	14
4.1.5 Trusler fra nyetableringer.....	15
4.2. Pestel analyse	15
4.2.1 Politiske forhold	16
4.2.2 Økonomiske faktorer.....	17
4.2.3 Sosiologiske faktorer.....	18
4.2.4 Miljømessige faktorer	19
4.2.5 Teknologiske faktorer	20
4.2.6 Juridiske faktorer.....	20

4.3. SWOT-analyse	21
4.3.1 Styrker	21
4.3.2 Svakheter	21
4.3.3 Muligheter	22
4.3.4 Trusler	23
4.4. Oppsummering strategisk analyse.....	23
4.4.1 Oppsummering Porters fem krefter.....	23
4.4.2 Oppsummering PESTEL-analyse	24
4.4.3 Oppsummering SWOT-analyse	24
5 Regnskapsanalyse.....	25
5.1. Lønnsomhet.....	25
5.1.1 Totalrentabilitet	25
5.1.2 Egenkapitalrentabilitet	26
5.1.3 EBITDA-margin.....	27
5.1.4 EBIT/kilo.....	28
5.2. Likviditet.....	29
5.2.1 Likviditetsgrad 1 = omløpsmidler / kortsiktig gjeld.....	29
5.2.2 Likviditetsgrad 2 = (omløpsmidler-varelager)/kortsiktig gjeld.....	30
5.3. Soliditet ved egenkapitalandelen.....	30
5.4. Oppsummering av regnskapsanalysen	32
5.5. Omstilling av balanseregnskap og normalisering av resultatregnskap	32
5.5.1 Immatrielle eiendeler.....	33
5.5.2 Varige driftsmidler	33
5.5.3 Finansielle anleggsmidler.....	34
5.5.4 Biologisk masse, varelager, kundefordringer og andre fordringer.....	34
5.5.5 Kontanter og kontantekvivalenter	34
5.5.6 Langsiktig gjeld.....	35
5.5.7 Kortsiktig gjeld.....	35
5.5.8 Mowi ASA, omarbeidet balanse 2021	35
5.6. Normalisering av resultatregnskapet til Mowi ASA	37
5.6.1 Driftsinntekter	37
5.6.2 Varekost	38
5.6.3 Lønn, personal og pensjonskostnader	38
5.6.4 Driftsrelaterte kostnader	38
5.6.4.1 Spesielle poster.....	39
5.6.5 Omarbeidet resultatregnskap relatert til operasjonell virksomhet.....	40
6 Estimering av avkastningskrav for Mowi ASA	41

6.1	Egenkapitalkostnad	41
6.1.1	Risikofri rente.....	42
6.1.2	Egenkapitalbeta	42
6.1.3	Markedets risikopremie.....	43
6.2	Gjeldskostnad	44
6.3	Totalkapitalens avkastningskrav	44
7	Fremtidsprognoser og verdsettelse.....	46
7.1	Prognosemodell.....	46
7.2	Driftsinntekter	47
7.3	Driftskostnader	48
7.3.1	Varekostnad og endring i varelager/biomasse	48
7.3.2	Lønn, personal og pensjonskostnader	48
7.3.3	Andre driftskostnader	48
7.3.4	Avskrivinger.....	48
7.4	Skatt.....	49
7.5	Arbeidskapital	49
7.6	Investeringer (CAPEX)	49
7.7	Fri kontantstrøm og verdsettelse	50
8	Komparativ verdsettelse	52
8.1	Price to Earnings (P/E).....	52
8.2	Price to Book (P/B)	53
8.3	EV / EBITDA.....	53
8.4	EV / Kg.....	54
8.5	Oppsummering av komparativ verdivurdering	54
9	Sensitivitetsanalyse	56
9.1	Endring i vekst rate og WACC	56
9.2	Økt pris på laksefor	56
10	Oppsummering og handlingsstrategi.....	58
10.1	Oppsummering	58
10.2	Handlingsstrategi.....	59
	Litteratur liste og referanser:	61

Figurliste:

Figur 1 Karbonavtrykk til laks og andre kilder til protein (Bærekraftig Mat Og Oppdrett Av Laks i Norge - Mowi, n.d.).....	2
Figur 2: Historien om Mowi ASA's verdikjede ((Mowi ASA, 2021) side 2 og 3).	3
Figur 3: (Akvakultur - Miljødirektoratet, n.d.).....	5
Figur 4: Stegene i Fundamental analyse	6
Figur 5: Salmon demand, relative price development of protein products ((Mowi ASA, n.d.).	13
Figur 6: Oppsummering funn i strategisk analyse	24
Figur 7: Totalkapitalrentabilitet for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA.....	26
Figur 8: Egenkapitalrentabilitet for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA basert på årsregnskap for regnskapsårene og kvartalsrapport pr 30.06.22.....	27
Figur 9: EBITDA-margin for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA basert på årsregnskap for regnskapsårene og kvartalsrapport pr 30.06.22	28
Figur 10: EBITD / kilo høstet laks for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA basert på 4.kvartalsrapport hvert regnskapsår og 2. kvartalsrapport pr 30.06.22	29
Figur 11: Egenkapital i % av totalkapital for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA.....	31

Tabell liste:

Tabell 1: Likviditetsgrad 1 for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA	30
Tabell 2: Likviditetsgrad 2 for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA	30
Tabell 3: Omarbeiding balanse	32
Tabell 4: Omarbeidet balanse, Operasjonelle poster, finansielle poster og egenkapital.....	33
Tabell 5: Omgruppert aktivabalanse	36
Tabell 6: Omgruppert passivabalanse	36

Tabell 7: Omgruppert netto driftskapital balanse fordelt på aktiva og passiva.....	37
Tabell 8: Omarbeidet resultatregnskap relatert til driften	40
Tabell 9: Regresjonsanalyse.....	43
Tabell 10: CAPM og WACC beregning	45
Tabell 11: Slakte volum og salgsinntekt halvår og totalt	46
Tabell 12: Endring i slaktevolum og salgsinntekt målt mot fjoråret.....	47
Tabell 13: Fremtidsregnskap og beregning av fri kontantstrøm	50
Tabell 14: Beregnet pris per aksje ved bruk av fremtidig kontantstrøms beregning	51
Tabell 15: Beregninger komparativ verdsettelse med 31.12.2021 tall og 30.06.2022 tall.....	52
Tabell 16: Estimert pris per aksje ved P/E modellen 31.12.2021 og 30.06.2022.	52
Tabell 17: Estimert pris per aksje ved P/B modellen 31.12.2021 og 30.06.2022.....	53
Tabell 18: Estimert pris per aksje ved EV/EBITDA modellen 31.12.2021 og 30.06.2022.....	53
Tabell 19: Oppsummering multippelanalyse Mowi ASA. pris per aksje ved EV/kilo modellen 31.12.2021 og 30.06.2022.....	54
Tabell 20: Oppsummering multippelanalyse Mowi ASA.....	55
Tabell 21: Sensitivitetsanalyse Mowi ASA	56
Tabell 22: Økte kostnaders effekt på beregnet aksjepris i kontantstrøms modellen.....	57
Tabell 23: Vektet verdiestimat	60

Formel liste:

Formel 1: Totalrentabilitet	25
Formel 2: Egenkapitalrentabilitet.....	26
Formel 3: EBITDA-margin.....	27
Formel 4: Egenkapitalandel	31
Formel 5: Egenkapitalkostnad.....	41
Formel 6: Beregning av Beta	43
Formel 7: Egenkapitalens avkastningskrav	44
Formel 8: Beregning Terminalverdi.....	50
Formel 9: Beregning Selskapsverdi	50

1 Innledning

Mitt valg av tematikk skyldes min interesse for oppdrettsnæringen og deres videre utvikling og evne til å skaffe verdens befolkning et sunt og næringsrikt matvareprodukt. Norge besitter unike havressurser, og hvordan disse utnyttes i dag og i fremtiden er interessant for Norge som nasjon. Oppdrettsnæringen er viktig for Norge, og Mowi ASA er en vesentlig aktør i det norske eksportmarkedet. Bransjen skaffer arbeidsplasser langs Norges-kysten og bidrar til å forhindre fraflytting fra småsteder. Det er mye informasjon å finne om konsernets drift, som for eksempel årsrapporter, kvartalsrapporter, Mowi ASA sin industrihåndbok og nyhetsartikler. Denne informasjonen er nyttig gjennom arbeidet med verdssettelsen.

1.1. Formål og problemstilling

Formålet med masteroppgaven er å estimere egenkapitalverdien til Mowi ASA per 30.06.2022 for å kunne gi en vurdering på aksjeverdien, og om verdssettelsen tilsier at man bør kjøpe, selge eller holde på aksjen. Dette gjøres gjennom analyser av konsernet og bransjen som helhet. Analysen underbygges med verdivurderingsmodeller og strategiske analyse, og vurderes basert på resultatene fra disse. På bakgrunn av dette vil hypotesen i oppgaven være «*Hva er egenkapitalverdien til Mowi ASA den 30.06.2022, og hvilke handelsanbefalinger som kan gis på bakgrunn av verdiestimatet og strategiske analyser av konsernet*».

1.2. Generell informasjon

Oppgaven er gjennomført fra et eksternt perspektiv, og det er sannsynlig at informasjonsgrunnlaget ikke er fullstendig nok til å gi en helt korrekt vurdering. Verdssettelsen er basert på årsrapporter for regnskapsårene 2017 til 2021 og kvartalsrapporten som er publisert per 30.06.2022. I tillegg benyttes prognoser for fremtidsutsikter til konsernet. Dette vil være subjektive vurderinger som også kan bidra til å gjøre estimatene unøyaktige. Da konsernregnskap ivaretar krav om sammenlignbarhet, er det disse som brukes i oppgaven. I tillegg oppgir børsnoterte konsern segmentinformasjon i rapportene sine, noe som kan være nyttig for analyseformål. Utfordringen kan være mangelfull oppsplitting av balansen, og man kan sitte igjen med ufordelte poster (Kaldestad & Møller, 2016). Oppgaven bygger på resonnement rundt kvalitative og kvantitative data, hvor det tas avgjørelser på bakgrunn av hva dataene og forutsetningene antyder er mest rasjonelt. Jeg vil forsøke å ha et kritisk blikk på valg som tas, og synliggjøre disse gjennom hele oppgaven.

2 Mowi ASA og oppdrettsnæringen

I dette kapittelet presenteres Mowi ASA og oppdrettsnæringen for å gi leserne en generell forståelse av bransjen som helhet. Under den strategiske analysen i kapittel 4 gjøres det en mer detaljert analyse av Mowi ASA.

2.1. Mowi ASA

Mowi ASA er et børsnotert selskap med hovedkontor i Bergen. De oppgir på sin hjemmeside (*Mowi ASA Om Oss - Norway*, n.d.) at de er verdens største lakseoppdrett, og verdens største produsent av atlantisk laks. Halvparten av konsernets totale produksjon skjer i Norge. De har aktivitet i 25 land, og dekker en femtedel av den globale etterspørselen etter atlantisk oppdrettslaks.

Videre informeres det om at konsernet har 11 800 medarbeidere, og at disse er viktige for å gjøre Mowi ASA til verdensledende innenfor en bærekraftig akvakultur. Konsernsjefen, Ivan Vindheim, uttaler på Mowi ASA sin nettside (*Bærekraftig Mat Og Oppdrett Av Laks i Norge - Mowi*, n.d.) at de leder «Den blå revolusjonen» og sier følgende:

"I Mowi er vi stolte av å produsere mat som er sunn for mennesker og bra for lokalsamfunn og miljø. Det er ikke lett å lede den blå revolusjonen, men Mowi sine styrker som kontroll over verdikjeden, global tilstedeværelse og fokus på en stadig mer bærekraftig produksjon vil ha en positiv effekt på verden."

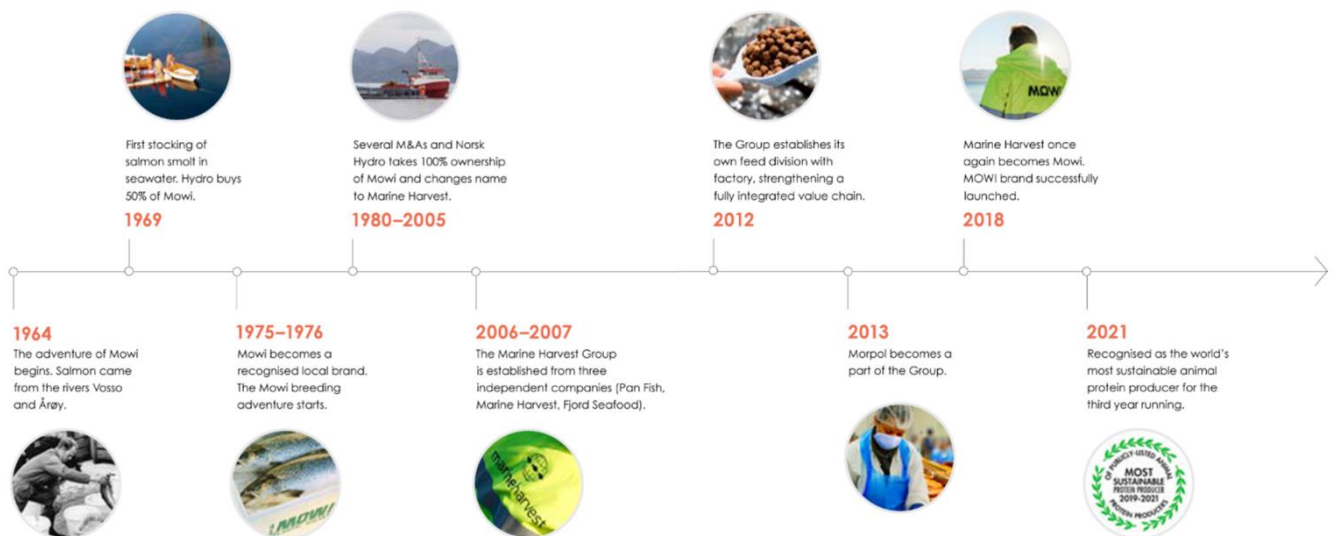
Mowi ASA ønsker å produsere sunn, næringsrik og rimelig mat til verdenssamfunnet på en bærekraftig måte, og med minst mulig fotavtrykk for å sikre interessen til fremtidige generasjoner. De følger en integrert bærekraftstrategi i samsvar med FN's bærekraftsmål, og næringen har vesentlig lavere karbonavtrykk enn andre kilder til proteinrik mat:



Figur 1 Karbonavtrykk til laks og andre kilder til protein (*Bærekraftig Mat Og Oppdrett Av Laks i Norge - Mowi*, n.d.)

Konsernet er delt inn i følgende forretningsområder: Fiskefor, med anlegg i Norge og Skottland, Farming /oppdrettsanlegg som er lokalisert i Norge, Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene og

Salg og markedsføring i Europa, USA og Asia. De hadde i 2021 et slaktevolum på 466 000 tonn som utgjør 20% av verdensmarkedet, og solgte nærmere 250 000 tonn fisk til forbruker (Mowi ASA, 2021). Mowi ASA har full vertikal integrering i konsernet, som betyr at de utfører hele produksjonen selv og er mindre avhengig av eksterne leverandører i lakseproduksjonen. I oppstartsåret 1964 hadde de en beskjeden oppstart og fiskeoppdrett i bakgården. Deres historie og viktigste hendelser «fra miniputt til verdensleder» er som vist i figur 2:



Figur 2: Historien om Mowi ASA's verdikjede ((Mowi ASA, 2021) side 2 og 3).

2.2. Oppdrettsnæringen

Norge er verdens største produsent av oppdrettslaks. Likevel viser Store Norske Leksikon (Misund, 2022) at på verdensbasis, når en ser alle typer fiskeoppdrett samlet, er produksjonen i Norge liten. Kina står for 55% av verdens andel av fiskeoppdrett målt etter mengde fisk, mens Norge står for 2%. Lakseoppdrett omfattes av tre faser i livssyklusen til laksen. Den første fasen er stamfiskproduksjon hvor fisken bringes frem til kjønnsmodning og gyting, og rogn fra hunnfisken og melke fra hannfisken samles og rognkorn befruktes ved at rogn og melke blandes. Fase to kalles for settefiskproduksjon og foregår i ferskvann. Den starter med klekking av yngel, og handler om å bringe fisken til en viss størrelse eller biologisk tilstand. Fasen er over når laksen har gjennomgått en endring som gjør at den tåler saltvann. Endringen kalles smoltifisering og settefisk av laks kalles smolt. Matfiskproduksjon handler om å fore opp laksen til en størrelse som kan selges til kunden, og er den siste fasen hos fiskeoppdrettet. Det er utelukkende tørrfôr som brukes til mating av laks i fiskeoppdrett i Norge.

Laksefisk er kjent for å utnytte fôret effektivt siden de er kaldblodige, og for å produsere en kilo laks trengs det 1,2 kilo tørrfôr (Misund, 2022).

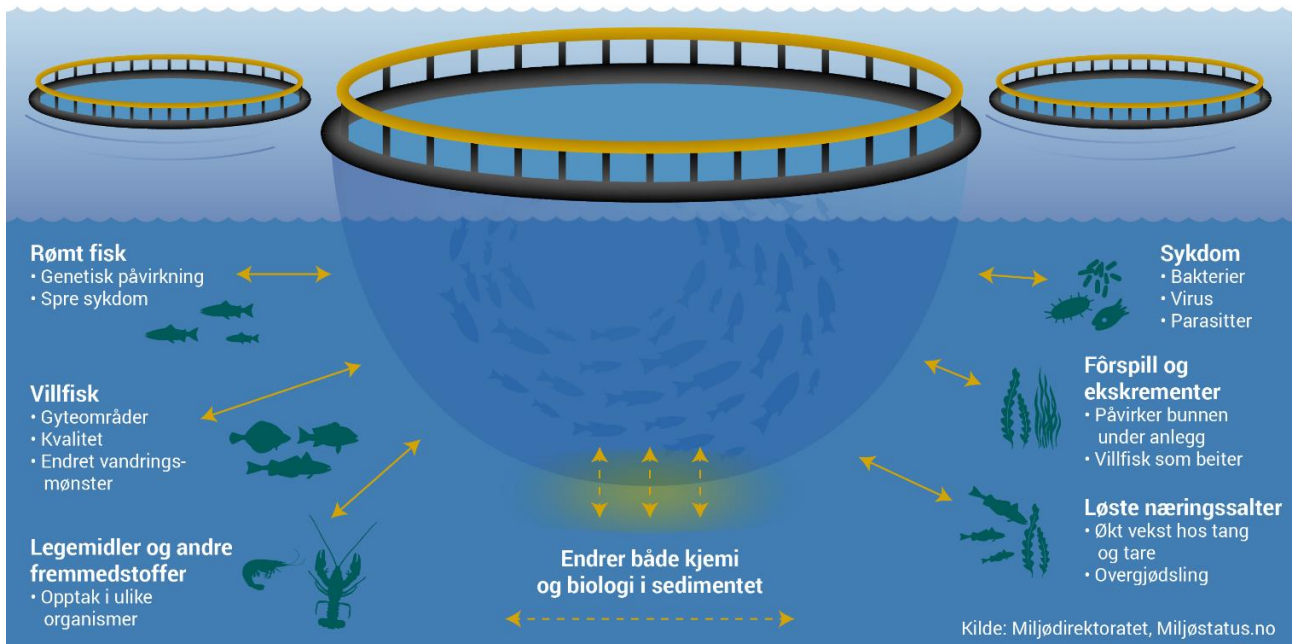
2.3. Atlanterhavslaks struktur og verdikjede

Atlanterhavslaksen blir av mange regnet for å være den flotteste og største arten innenfor laksefamilien. Den er delt opp i mange selvproduserende bestander og gyter i store og små vassdrag med utløp til Atlanterhavet. Den kjennetegnes ved at den vokser opp i ferskvann før den begir seg ut på åpent hav. I gyteperioden trekker den opp i elvene igjen for å legge egg (Vøllestad, 2022). Geografisk finner vi Atlanterhavs-laksen i Nord-Atlanteren fra Boston til polarsirkelen i nordvestre Atlanterhavet og fra Portugal til Karaporten i Russland i det nordøstre Atlanterhavet. Den lever i havområder hvor temperaturen er mellom 0 og 18 grader celsius, og ideal temperatur på vannet er mellom 8 og 14 grader celsius. Atlanterhavslaksen kan bli opptil 35 kg stor ifølge Vøllestad, men gjennomsnittsvekten ved slakting av oppdrettslaks er ifølge Salmond Farming Industry Handbook 2020 omkring 4,5 kg (Mowi ASA, n.d.). Laks er en fet fisk som inneholder store mengder proteiner, mineraler, vitaminer og omega-3 (*Laks til middag?*, n.d.)

2.4. Fremtidsutsikter

Oppdrettslaks er en av Norges største eksportvarer og står for 81,4 milliarder kroner av våre eksportinntekter ifølge Norsk Sjømatråd (*Norges Sjømatråd, Sjømateksporten passerte 120 milliarder kroner i fjor*, n.d.). Fiskeoppdrettene drives hovedsakelig langs kysten fra Agder i sør til Finnmark i nord. Nordland og Trøndelag er de største oppdrettsfylkene etterfulgt av Vestland, når en måler etter slaktet kvantum av laks. Fiskeoppdrett er konsesjonsbelagt, og det er krav til maksimal mengde fisk i oppdrettsanleggene, utslipp, påvirkning på miljøet og lokaliteten. Næringen reguleres av en rekke lover. Akvakulturloven styrer konsesjoner, og i tillegg er matloven, dyrevelferdsloven og forurensningsloven viktige lover i forbindelse med regulering og overvåking av næringen. Nærings og Fiskeridepartementet har hovedansvaret for regulering av

oppdrettsnæringen. Figur 3 viser påvirkningen fiskeoppdrett har på miljøet:



Figur 3: (Akvakultur - Miljødirektoratet, n.d.)

Politikerne ønsker en mangedobling av sjømatnæringen i Norge innen 2030 og 2050, og veksten må skje på en bærekraftig måte. For å få til fremtidig vekst i oppdrettsnæringen må lusemengde og rømlinger reduseres, og overlevelsen til laksen økes. Det investeres derfor i ny teknologi for å redusere miljøavtrykket og for å kunne bygge ut næringen til nye geografiske områder (fiskeridepartementet, 2021).

3 Valg av metode og verdsettelsesmodeller

3.1. Metodevalg

Samfunnsvitenskapelig metode deles mellom to hovedtyper; kvantitativ og kvalitativ metode, hvor hovedforskjellen er hvordan data samles inn og analyseres. Kvantitativ metode baserer seg på tallmateriale, mens kvalitativ metode kjennetegnes av at informasjonen som blir samlet inn handler om menneskelige erfaringer og fortolkninger for å oppnå dybdekunnskap og en mer helhetlig forståelse. Denne oppgaven er basert på både kvantitative og kvalitative data. Det finnes en rekke valg av metoder når det kommer til verdsettelse av et konsern.

I gjennomgangen av verdsettelsesteori baseres oppgaven på fagboken *Investment Valuation* (Damodaran, 2012). Boken trekker frem tre hovedtilnærminger til verdsettelse; fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. De tre metodene tilbyr ulike perspektiver i verdivurderingen av en eiendel, og det er vanlig å kombinere disse for å trekke en konklusjon. I tillegg vil eiendelens karakteristikk ha betydning for hvilke verdsettelsesmetoder man velger å benytte seg av.

3.2. Validitet og reliabilitet

Validitet vil si at man ut fra resultatet av undersøkelsen kan trekke en gyldig slutning, mens reliabilitet betyr konsistente og stabile målinger.

3.3. Fundamental analyse

Det er ikke noe fasit på hva rammeverket for fundamental analyse består av, men en vei gjennom den fundamentale analysen kan være som angitt i figur 4 (*Fundamental analyse – Slik verdsetter du aksjer (del 1)*, n.d.).



Figur 4: Stegene i Fundamental analyse

Hensikten med å gjennomføre fundamentale analyser er å gjøre seg opp en mening om hvordan konsernets faktiske verdi skiller seg fra markedsverdien. I en fundamental analyse er det viktig å analysere både bransjen og virksomheten som skal verdsettes. Dette gjøres ofte gjennom en strategisk analyse og en analyse av regnskapstall. I hovedsak analyserer man hvordan disse faktorene påvirker fremtidig prestasjon av konsernet.

3.4. Fundamental verdsettelse

I en fundamental verdsettelse vil man fastslå en verdi, basert på analyse av fundamentale faktorer som påvirker den underliggende verdien av et konsern. Ved en fundamental verdsettelse anser man ikke aksjeprisen i markedet til å være den virkelige verdien av aksjen, men heller som en investeringskostnad (Penman, n.d.). Basert på den tilgjengelige informasjonen om et konsern anser man fundamentalverdien som den virkelige verdien, og et eventuelt avvik fra denne verdien i markedet, er en feilprising. Dersom aksjeprisen avviker fra fundamentalverdien, er det rasjonelt å handle på grunnlag av at man forventer at prisen skal bevege seg mot fundamentalverdien på sikt. Damodaran nevner tre underliggende antagelser som må ligge til grunn for at fundamental verdsettelse skal være meningsfull (Damodaran, 2012):

1. Forholdet mellom verdi og underliggende finansielle faktorer (risikoprofil, vekstrate og lignende) er mulig å måle.
2. Forholdet er stabilt over tid.
3. Avvik fra forholdet blir restaurert over tid.

Fundamental verdsettelse gir en grundig oversikt over hvordan et konsern skaper verdi, og fordelene er at en med større sikkerhet kan si hvilke faktorer som påvirker verdien av konsernet. Ulempen er at det er en tidkrevende prosess, og at prosessen med å finne og bruke relevante og riktige data kan være utfordrende.

3.4.1 Diskontert fri kontantstrøm (DCF), kontantstrøms verdsettelse

Kontantstrøms verdsettelse anser at verdien av et konsern er lik nåverdien av de fremtidige frie kontantstrømmene som blir produsert av driften til konsernet. Dette baseres på at verdien av en

eiendel er lik nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene. Verdsettelse etter diskontert kontantstrøm metoden danner fundamentet for all annen verdsettelse. Det finnes i hovedsak to ulike modeller; fri kontantstrøm til totalkapitalen og fri kontantstrøm til egenkapitalen. Den førstnevnte omhandler de frie kontantstrømmene som teoretisk sett er tilgjengelig for både eiere og kreditorer, og på den måten estimeres en samlet verdi bestående av gjeld og egenkapital. Den sistnevnte viser til de frie kontantstrømmene som bare er tilgjengelig for eierne, og på den måten kan man estimere verdien på egenkapitalen.

For å estimere verdien av egenkapitalen brukes Free Cash Flow to the Firm (FCFF)-metoden og for å få verdien på egenkapitalen trekkes gjelden fra den beregnede konsernverdien. Det er vanlig å bruke en 2-periode-variant med både en kortsiktig horisont som ofte settes 5 år frem i tid, samt en terminalverdi i form av Gordon growth-modell som skal fange opp verdien av kontantstrømmene i et langsiktig perspektiv etter de fem første årene. For at man skal kunne bruke terminalverdien i den langsiktige horisonten, må det være en forutsetning at konsernet er i en moden fase, hvor veksten er antatt å være konstant.

Damodaran nevner at det må være to krav oppfylt for å bruke denne modellen (Damodaran, 2012):

- Karakteristikken av konsernet må være i tråd med forutsetningen om stabil vekst.
- Den langsiktige vekstraten kan ikke være høyere enn veksten i verdensøkonomien.

Denne metoden passer til verdsettelse hvor det er forventet at konsernet vil produsere positive og stabile kontantstrømmer, samt at disse kontantstrømmene kan estimeres pålitelig.

3.5. Komparativ verdsettelse

Denne type verdsettelse gir et estimat på verdien til et konsern basert på forholdstall mellom markedsverdi og regnskapsmål for virksomheter med samme karakteristikk. Modellen er svært utbredt da den er lett forståelig og mindre tidkrevende enn fundamental verdsettelse. Forutsetningen bak denne måten å beregne verdier på er at like eiendeler skal ha samme verdi i markedet. En antar derfor at prisnivået i markedet representerer verdien på et konsern i en bransje i gjennomsnitt. Gruppen av konsern som man bruker i en komparativ analyse må ha høy likhetsgrad. Med andre ord bør konsernene være like på områder som kontantstrømmer, vekstpotensial og risiko. I praksis er det

vanskelig å finne konsern som er like i stor nok grad. Hypotesen om at like eiendeler skal ha lik verdi i markedet lar seg vanskelig oppfylle. En vanlig metode er derfor å anse bransjekonkurrenter som sammenlignbare (Damodaran, 2012). Likhetstrekkene som legges til grunn i denne analysen er operasjonelle aktiviteter, størrelse og markedet de opererer i.

Fordelene med komparativ verdsettelse er at det er lite tidkrevende samt at den implementerer den nåværende betalingsvilligheten i markedet. Ulempen er at en får lite innsikt i hvordan et konsern skaper verdi for sine eiere. Vanlige forholdstall som blir brukt er:

- Price to Earning, P/E – Pris relativt til resultat.
- Price to Book, P/B – Pris relativt til bokført verdi av egenkapital.
- EV/EBITDA – Total markedsverdi relativt til driftsresultat før avskrivning, nedskrivning, renter og skatt.
- EV/Kilo– Total markedsverdi relativt til kilo slaktet laks.

3.6. Opsjonsbasert verdsettelse

En opsjon er en rett, men ikke plikt til enten å kjøpe eller selge en underliggende eiendel på et bestemt tidspunkt til en forhåndsbestemt pris (Damodaran, 2012). Opsjonsbasert verdsettelse er en videreføring av den fundamentale verdsettelsen og er nyttig fordi den gir rom for fleksibilitet i form av strategiske valg i verdivurderingen. Det kan være valg som å starte, stanse, endre og eventuelt avslutte et prosjekt om de finner det passende. Metoden er hensiktsmessig å bruke når man verdsetter selskap med patenter, teknologiselskaper, eller naturressursreserver som ikke er uthentet. Dette er fordi den tar hensyn til muligheten for fremtidige endringer. Til sammenlikning vil ikke fundamental verdsettelse alltid gjenspeile den potensielle verdien av disse eiendelene. Den opsjonsbasert tilnærming blir ofte brukt som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Verdien av å sitte på en eiendel kan være høyere enn den forventede kontantstrømmen fra eiendelen (Damodaran, 2012).

3.7.Valg av metodene

Oppgaven bygges overordnet opp etter stegene i den fundamentale analysen med Strategisk analyse => Regnskapsanalyse => Utarbeidelse av fremtidsregnskap => Verdsettelse og til slutt sensitivitetsanalyse.

Det vil bli lagt hovedvekt på fundamental verdsettelse og nåverdi av fremtidig kontantstrømmer ved beregning av aksjeverdi. Det vil bli brukt 5 år som fremtidsperiode. Bakgrunnen for bruk av neddiskontert kontantstrøms-analyse (DCF-modellen), er at konsernet er forholdsvis stabilt, samtidig som man har full tilgang til historiske konserndata som man legger til grunn i estimeringen av fremtidige kontantstrømmer. Det vil være begrenset vekstmuligheter for konsernet da lakseoppdrett er konsesjonsbelagt og Mowi ASA ikke har satt i gang satsing på landbaserte oppdrettsanlegg. I tillegg tilsier teorien at en fundamental verdsettelse skal gi samme konsernverdi uavhengig av modell, dersom det brukes samme data, og derfor brukes bare én fundamental metode i denne oppgaven. Videre brukes komparativ verdsettelse, ettersom disse to metodene bygger på ulike teorier. Det vil bli et mindre usikkert verdiesimat ved å både benytte fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse. Modellene vil bli vektet ulikt i den endelige verdivurderingen. Damodaran påpeker at det er begrensninger ved å bruke opsjonsbasert tilnærming, og variablene er derfor vanskelig å estimere. Denne metoden benyttes derfor ikke i denne masteravhandlingen (Damodaran, 2012).

I forbindelse med ferdigstilling og konklusjon av resultatene i beregningene vil det gjennomføres en sensitivitetsanalyse av aksjeverdien når vekstfaktor og WACC endres, for å vurdere hvor robust og godt resultatet av beregningene er, og for å vise utslaget endringen i variabelen gir på selskapsverdien. Der vil også gjøres en øvelse ved at kostnadene for konsernet øker i intervallet 1% til 7% med en prosentlig måling, for å se hvor sensitiv aksjeverdien er for økte kostnader i fremtidsregnskapet og kontantstrøms oppstillingen. Dette er for å belyse hvor sensitiv aksjeverdien er for endringer.

4 Strategisk analyse

Den strategiske analysen har som formål å kartlegge Mowi's makroøkonomiske omgivelser og å avdekke eventuelle konkurransefortrinn for å få en forståelse for markedet, konkurransen, økonomiske forhold, styrker og svakheter knyttet til konsernets markedsposisjon.

Analysene vil ha fokus på områder som lar seg måle pålitelig for å unngå stor grad av usikkerhet i forbindelse med fremtidsprognoser. Porters fem konkurransekrefter, Pestell analyse og SWOT analyse gjennomgås videre i kapittel 4. Delkapitlene vil analysere faktorer som er sentrale og som har påvirkning på mikro- eller makronivå for Mowi ASA. Informasjon om de forskjellige analysene er hentet fra boken Exploring Strategy (Johnson et al., 2020).

4.1.Porters fem konkurransekrefter

I del 4.1 belyses hva som kan påvirke Mowi's konkurransesituasjon og det gis et bilde av det totale trusselnivået i bransjen. Konsernet oppgir på sin hjemmeside at de er verdens største oppdrettsselskap knyttet til Atlanterhavslaks (*Mowi ASA Om Oss - Norway*, n.d.). Mowi ASA sin Industri Håndbok 2021 gir også mye informasjon til analysen (Mowi ASA, n.d.). Gjennom Porters fem konkurransekrefter skal det identifiseres hvor lett påvirkelig Mowi ASA er med tanke på (1) trusler fra leverandører, (2) trusler fra substitutter, (3) trusler fra konkurrenter, (4) trusler fra kunder, (5) trusler fra nyetableringer (Johnson et al., 2020).

4.1.1 Trusler fra leverandører

Leverandørenes forhandlingsmakt er viktig for å vurdere hvor stor leverandørtrusselen er. I markeder med få leverandører og heterogene produkter er leverandørtrusselen stor, mens i markeder med mange leverandører og homogene produkter er det lavere leverandørtrusler.

I 2012 startet Mowi ASA med investering i egen norsk fabrikk for fiskefor for å produsere mat til laksen i oppdrettene. I 2019 gjorde de tilsvarende investering i Skottland. Konsernet er nå nærmere 100% selvforsynt på fiskefor. Fiskefor er en vesentlig kostnad, og gjennom egenproduksjon har Mowi ASA redusert trusselen fra leverandørene. De har og redusert sårbarheten i forhold til tilbud av fiskefor og utvikling i råvarepriser på kort sikt, da de har mulighet til å kjøpe større kvanta når prisen er lav.

Mowi ASA har gjort strategiske valg med å ha egen virksomhet for hele verdikjeden, og de er dermed mindre sårbare for utvikling i råvareprisene på kort sikt. Samtidig kreves det effektiv produksjon på fabrikkene slik at kostnaden er lavere enn om de skulle kjøpe fiskeforet eksternt.

En risikofaktor som nesten er umulig å eliminere er utvikling i pris på råvarer som inngår i produksjon av fiskefôr. Dette kan være mulig å elimineres ved hjelp av hedging eller Mowi ASA må utvinne råvaren selv. Leverandørene har historisk praktisert en kost-pluss kontrakt, altså at det er oppdrettsselskapene som er eksponert for endring i råvareprisen. Her har Mowi ASA en fordel med å være en så stor aktør i markedet, og har derfor en god posisjon til å forhandle på pris.

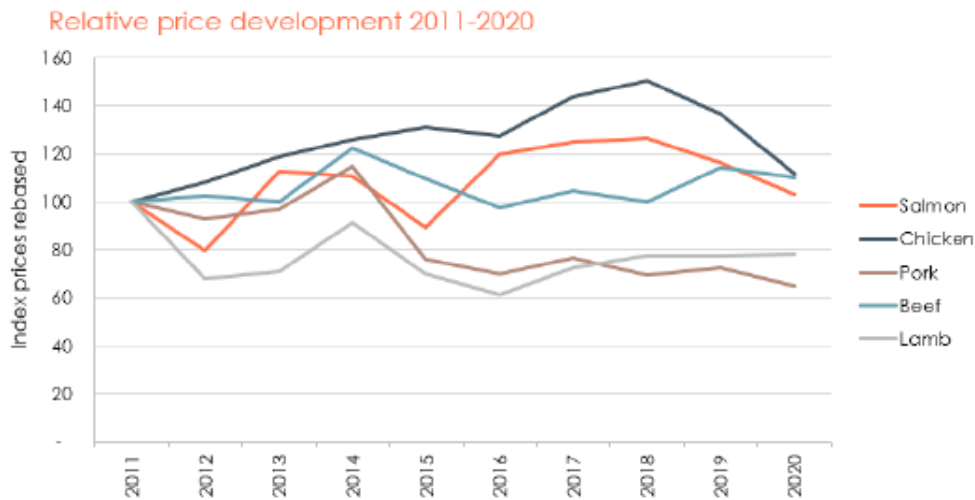
Mowi ASA oppgir i årsrapporten 2021 (Mowi ASA, 2021) at de er selvforsynt med fôr i Europa, og at de er godt posisjonert for å effektivisere driften og redusere kostnadene fremover. Konklusjonen for trussel fra leverandør er at denne er lav.

4.1.2 Trusler fra substitutter

For å være en substitutt til laks, må en tilfredsstillende de samme egenskapene som laks har. Substitutter til laks er mat med høyt proteininnhold, som annen sjømat, kylling, storfe, svin og lam.

Det er stor kamp om plass i kundens handlekurv, og på grunn av mangel og stor prisøkning i råvarer blir det og prisøkning på varene ut til kunde. I 2021 har lakseprisen variert mellom vel 40 kroner kiloen og opp til 75 kroner kiloen. Svingningene følger trender fra tidligere år. Ser vi på 2022 har prisen variert mellom 65 kroner per kilo og opp til vel 120 kroner kiloen (*Fisk.no*, n.d.).

Figur 5 viser prisutviklingen for ulike proteinkilder i perioden 2011 til 2020.



Figur 5: Salmon demand, relative price development of protein products ((Mowi ASA, n.d.).

Prisutvikling på laks i forhold til andre proteinholdige matvarer er av stor betydning for næringen. Denne kan gi en indikator på etterspørselen fremover. Figur 5 viser at laks ligger lavere i pris enn kylling, og svinger mellom å være billigere eller dyrere enn storfe. I forhold til de andre proteinkildene er laks dyrere. Høyere pris på laks enn på de andre proteinkildene gir økt trusselbilde fra substituttene. Helsedirektoratet anbefaler fisk til middag to til tre ganger i uken (Kostrådene, n.d.), og det er økende fokus på å spise sunne matvarer uten tilsetningsstoffer. Dette har presset seg frem gjennom en økning i livsstilssykdommer i befolkningen, og er et helsefremmende tiltak. Trenden i figur 5 viser at laks ligger i midten i 2020 med tanke på pris. Laks utgjør en liten andel av den totale konsumeringen av proteinrike matvarer, og er et voksende produkt i verdensmarkedet. Det er en generell prisøkning i markedet i 2022, på grunn av mangel på råvarer og arbeidskraft i noen markeder og en generell økning i eksempelvis råvarepriser og kraftpriser (*KPI opp 6,8 prosent siste tolv måneder*, n.d.). Det antas at lakseprisen ikke endrer seg i større grad enn andre matvarer, og at bransjen har en mer bærekraftig produksjon med større mulighet for vekst enn det substituttene har.

Helsedirektoratet anbefaler å spise fisk. I tillegg så ligger laks omtrent i midten prismessig når en sammenligner med andre matvarer med samme kilde til proteinrik kost. Konklusjonen angående trusselen fra substitutter anses derfor å være lav.

4.1.3 Trusler fra konkurrenter

Aktørenes rivalisering er bestemmende for hvordan trusselen i bransjen er. Det blir større press på lønnsomheten jo høyere rivaliseringen er.

Mowi ASA har flere anlegg rundt om i verden og har på den måten diversifisert driften sin. De unngår dermed at lokale utbrudd av sykdom og lakselus vil få så stor påvirkning på konsernet som for mindre konkurrenter med færre lokasjoner. Når det gjelder kostnadsnivå og stordriftsfordeler viser lønnsomhetsanalysen fra Fiskeridirektoratet at det er små kostnadsdifferanser mellom store og små selskaper. Mowi ASA har en vertikal integrering med verdikjede for hele produksjonen sin, noe som gjør at de i større grad enn konkurrentene kan kontrollere kostnadene sine. På bakgrunn av at Mowi ASA er verdens største oppdrettsselskap på atlantehavslaks med fullt integrert verdikjede anslås trusselen fra konkurrenter å være begrenset.

4.1.4 Trusler fra kunder

Kundenes forhandlermakt kan være stor for en bransje, og kan dermed redusere inntektene for konsernet. Kundene kan enkelt skifte leverandør om de får et billigere og bedre tilbud andre steder. Sluttkunderen vil ikke alltid merke forskjell på produktene. En stor trussel er konsolidering og sammenslåing i dagligvarebransjen, til kjeder som gir større forhandlermakt mot leverandøren Mowi ASA. Merkevarerbygging kan bidra til å redusere denne trusselen.

I følge Mowi ASA sin Industrihåndbok 2021 er Europa det største markedet for norskprodusert laks. Produksjonen i Chile går hovedsakelig til USA og Brasil. Oppdrettslaksen selges til ulike kundegrupper og etterspørselen etter oppdrettslaks er stor. Høy etterspørsel etter rene proteinrike matvarer tilsier at utsiktene for laksenæringen er gode, og Mowi ASA sin diversifisering av driften sin, gjør at de reduserer trusselen ved å henvende seg til forskjellige markeder.

Trusselen fra kunder vurderes til å være middels, og det antas at trusselen kan reduseres gjennom promotering av produktene og at Mowi ASA sørger for å være konkurransedyktig på pris.

4.1.5 Trusler fra nyetableringer

Lakseoppdrett er i Norge regulert med konsesjon, og det er strenge regulatoriske krav til både kvalitet og bærekraft.

I oppdrettsnæringen må en ha konsesjon for å starte opp. Grunnen til dette er forankret i loven om akvakultur (*Akvakultur - Miljødirektoratet*, n.d.), og gjelder et samfunnsmessig hensyn for å begrense avtrykk i naturen. Myndighetene har søkelys på hensiktsmessig fordeling, verdiskapning og hvordan havnæringen driftes. Det er store investeringskostnader ved oppstart, og det opereres med et treårs perspektiv før inntjeningen kan forventes å komme, siden produksjonssyklusen er treårig. I følge IntraFish er oppdrettsnæringen en lønnsom næring (Misund (5890a152debb5), 2022), men som nevnt over er innsatsen for å kunne starte opp krevende både med tanke på kapital og konsesjonssøknader. I tillegg må en ha gode lokaliteter med gode temperaturforhold i sjøen.

Når det gjelder landbaserte oppdrettsanlegg, er konsesjonen for disse gratis, og kravene til lokalitet og temperatur blir enklere å håndtere. Landbaserte anlegg har større oppstartskostnader og løpende driftskostnader enn sjøbaserte anlegg. De har mulighet for større tetthet på laksen per kvadratmeter, slik at volumet kan bli høyere. Når teknologi og innovasjon rundt de landbaserte oppdrettsanleggene blir bedre vil barrieren for å starte denne type oppdrett bli lavere eller fraværende. Et landbasert oppdrettsanlegg vil og være mer bærekraftig da de ikke vil ha negativ effekt på villaksen og miljøet. Per i dag er trusselen fra landbaserte oppdrettsanlegg lav og det antas at laks fra oppdrett i sjø i forhold til oppdrett på land har en bedre smak. På sikt kan trusselen øke etter hvert som det utvikles gode produksjonsmetoder (*Landbaserte oppdrettsanlegg/lukkede anlegg*, n.d.).

Trussel fra nyetableringer anses derfor å være lav for tradisjonelle sjøbaserte oppdrettsanlegg og middels til lav for landbaserte oppdrettsanlegg.

4.2. Pestel analyse

Pestel analysen tar for seg seks eksterne drivkrefter som påvirker konsernet, men som de i liten eller ingen grad har innflytelse over. Ved gjennomføring av analysen er det identifisert makroøkonomiske forhold som politikk, økonomi, sosiologi, teknologi, miljø og juridiske faktorer. I praksis overlapper faktorene hverandre (Johnson et al., 2020). Dette er faktorer som Mowi ASA står overfor, og må hensynta i sin strategi.

4.2.1 Politiske forhold

Politikerne i Norge ønsker kontrollert og bærekraftig vekst i oppdrettsnæringen. Omkring 60 % av Mowi ASA sin produksjon skjer i Norge i 2021, og prognosene for 2022 er de samme. Det er derfor aktuelt å se på hvordan Mowi ASA kan bli påvirket av endringer i de politiske forholdene i Norge.

Mowi ASA sin produksjon fordeler seg ellers med omkring 14% i henholdsvis Chile og Skottland og 10% i Canada. De resterende 2% er fordelt på produksjon i Irland og på Færøyene. 74% av salget skjer i Europa, noe som underbygger at gode handelsavtaler og politisk stabilitet er viktig for Mowi ASA og oppdrettsnæringen (Mowi ASA, 2021). Tidligere har konsernet opplevd handelsbarrierer, og barrieren mot Russland fra 2014 har kostet næringen mange milliarder kroner i tapt salgssinntekt ((+) *Stopper salg av laks til Russland, 2022*).

Fra 2021 innførte regjeringen produksjonsavgift på 40 øre per kilo produsert fisk. Avgiften ble innført på grunn av den gode lønnsomhet i bransjen de siste årene. Noe av avkastningen til oppdrettsnæringen skyldes de gode klima og naturforholdene i Norge, slik at fellesskapet må få sin andel av denne. (*Avgift på produksjon av fisk, n.d.*).

Høsten 2022 foreslo regjeringen en skattepakke for naturressurser i sitt statsbudsjett for 2023 (Finansdepartementet, 2022). Forslaget går ut på å sette en effektiv skattesats på 40% grunnrenteskatt, med et bunnfradrag som sikrer at det er de store aktørene skatten vil ramme. Det ble argumentert for at næringen skaper enorme verdier basert på våre felles naturressurser og at bransjen må gi noe av verdiskapningen tilbake til samfunnet (Finansdepartementet, 2022). Dette førte til et stort børsfall for oppdrettsnæringen. Aksjeprisen til SalMar ASA falt med 30,3%, Lerøy Seafood falt 27,5% og Mowi ASA falt med 18,9% dagen nyheten traff markedet (*Over en fjerdedel av Salmars markedsverdi fordultet, n.d.*).

EØS avtalen bidrar til gode vilkår for oppdrettsnæringen som selger fisk til det europeiske markedet. En endring eller oppheving av avtalen ville hatt store konsekvenser for oppdrettsnæringen i Norge. Storbritannia er ikke med i EU, men har et diplomatisk og godt forhold til Norge, og ny handelsavtale mellom landene kom på plass i juni 2021 (kontor, 2021)

Krig og uroligheter i verden har ikke påvirket bransjen i Norge per i dag, da varestrømmene har endret noe retning etter angrepskrigen i Europa. Vi har fått en vridning fra Øst-Europa og Asia til EU og USA, sier sjømatanalytiker til Intra Fish (Jensen (b_jensen), 2022).

4.2.2 Økonomiske faktorer

Relevante faktorer som kan påvirke Mowi ASA sin virksomhet er forhold rundt eksport av laks, valutakurser, rentenivå, inflasjon, prisøkning innsatsfaktorer fiskefor og tilgjengelighet på arbeidskraft. Eksport er viktig for oppdrettsbransjen, og små endringer i valutakurser kan ha store utslag på totalresultatene i konsernene. Denne eksponeringen for valuta endringer sikres ved bruk av derivater. Mowi ASA opplyser i note 13 i Årsrapporten 2021 at de bruker finansielle derivater, hovedsakelig valutaterminkontrakter, rentebytteavtaler og finansielle laksefutures med store internasjonale banker og Fish Pool AS som motpart. Formålet med disse derivatene er å styre rente-, valuta-, og lakseprisisiko som oppstår for konsernets virksomhet (Mowi ASA, 2021).

Norsk Sjømatråd skriver om sjømateksporten, og at vi per september 2022 har eksportert sjømat for over 109 milliarder kroner, noe som gir en økning på 27% sammenlignet med samme periode i fjor. Veksten skyldes økte matvarepriser og lavere råvaretilførsel. Til tross for urolige tider er norsk sjømat en etterspurt merkevare (*Nøkkeltall*, n.d.).

Renten har vært lav siden finanskrisen i 2008, og etter at koronapandemien inntraff verden for fullt i mars 2020 har styringsrenten vært tilnærmet lik 0%. I juni 2022 er styringsrenten 2,25 og i september 2022 er den økt til 2,50. Prognosene fra Norges Bank tilsier en styringsrente på 3-3,25 i løpet av vinteren og at det vil være en gradvis økning opp mot 4,5-5 i løpet av 2024 (*Styringsrenten*, n.d.). Gjeldsfinansieringen i oppdrettsnæringen ligger på et normalt nivå, omkring 34% av totalkapitalen i 2020 og 26% av totalkapitalen pr 31.12.21. Tallene fra Mowi ASA sin andre kvartalsrapport per 30.06.22 viser en fortsatt reduksjon av rentebærende gjeld i forhold til totalkapitalen (Mowi ASA, 2022). Dette tilsier en høy egenkapitalandel i konsernet, og at de ikke er vesentlig utsatt for renteendringer per i dag.

Inflasjon er når prisen på varer og tjenester går opp over tid og i Norge bruker vi konsumprisindeksen for å måle inflasjonen. Hvis prisstigningen er større enn lønnsveksten vil kjøpekraften til folk flest bli lavere (*Hva er inflasjon?*, n.d.). Konsumprisindeksen steg med 6,3% fra juni 2021 til juni 2022, og

matvareprisene steg med 5,6% i samme periode (*Kraftig oppgang i matvareprisene trekker inflasjonen opp*, n.d.). Denne prisstigningen kan man også se igjen i økte priser ved salg av oppdrettslaks. Måling av pris for eksportert laks per uke i 2022 viser at for fersk laks har denne svingt mellom kr 61,80 pr kilo og 108,21 pr kilo. Prisene for frossenlaks har svingt mellom 62,06 kr pr kilo og 110,04 kr pr kilo. Lakseprisen er kjent for å være volatil og svinge mye. I analyseperioden for masteroppgaven, ser en at prisen på fersk oppdrettslaks er lavest i desember 2020 med kr 47,23, mens den er høyest i mai 2022 med kr 98,43. Tilsvarende ser en at prisen på frossen oppdrettslaks er lavest i februar 2021 med kr 49,24, og høyest i juni 2022 med kr 95,47.

Økning i inflasjon vil og gi en prisøkning i innsatsfaktorer til fiskefor. Ved analysing av tallene til Mowi ASA i andre kvartalsrapporten per 30.06.2022 ser en at økning i råvarekostnaden er vesentlig lavere slik at en har en råvarekostnad på bare 33% mot et snitt på 51% de forrige 5 årene. Dette tyder på en forsinkelse i prisøkning i innsatsfaktorene eller at Mowi ASA har klart å effektivisere sin produksjon av fôr.

4.2.3 Sosiologiske faktorer

Bevisstheten rundt dyrevelferd og miljø er økende, noe som også smitter over til matproduksjonen. Forbrukerne ønsker å ta bærekraftige matvalg av hensyn til egen helse, klima og miljø. De ønsker sunne produkter, og at matproduksjonen gjennom hele verdikjeden har lavest mulig klimaavtrykk og foregår innenfor naturens tåleevne (Framnes, 2021).

Det er mange utfordringene i lakseoppdrettsnæringen ifølge Naturvernforbundet (*Oppdrett*, 2019):

- Rømt oppdrettslaks er til skade for villaksen.
- Lakselusa sprer seg fra de åpne anleggene eller gjennom rømt oppdrettslaks og fører til massedød av laksesmolt, sjørøye og sjørørret i fjordene.
- Medisiner mot lakselus og annen sykdom er til skade for reker og andre skalldyr.
- Bruk av miljøgifter for å hindre begroing av anleggene.

Bransjen har siden 60-tallet hatt utallige utfordringer. Til tross for dette har næringen kommet seg helskinnet og styrket gjennom mange av problemene. Lakselus og rømminger er fortsatt et problem,

og en viktig årsak til begrensninger i vekstmulighetene til næringen. Bransjen jobber med å redusere lakselus og rømminger (Berge, 2016).

Forbrukere er mer og mer bevisste på hva de spiser, og mange bytter kjøtt ut med fisk, da gjerne laks. Helsedirektoratet har kostholdsråd som anbefaler fisk til middag to til tre ganger i uken, og det er fokus på å redusere livsstilssykdommer med et bedre og renere kosthold (Kostrådene, n.d.). I tillegg er verdens befolkning forventet å vokse til 10 milliarder i 2050 ifølge EU, og med tanke på hvor lav ressursutnyttelsen er i havet per i dag, ville det være et stort potensiale for at økt matproduksjon kan komme fra havet og oppdrettsnæringen (*Energi og havressurser*, n.d.).

4.2.4 Miljømessige faktorer

Klimaavtrykk og CO2 utslipp må reduseres og det stilles strenge krav til klimavennlig produksjon i oppdrettsnæringen. Norsk oppdrettslaks har et utslipp ved levering til slakteanlegg som er 20% av storfe. En måte å redusere klimaavtrykket ytterligere på er å ha produksjon nærmere konsumentene og ikke måtte bruke fly og andre transportmidler i så stor grad for å nå kundene (*Slik påvirker laksen klimautslippene*, n.d.). Mowi ASA sin bærekraftstrategi samsvarer med FNs bærekraftsmål. Mowi ASA's globale konsernkvalitetssystem Qmarine hjelper til med å drive hele konsernet på en ensartet måte. Alle virksomhetene må overholde et minimum av tredjepartsverifiserte sertifiseringsordninger for matsikkerhet, miljøansvar, samfunnsansvar og fiskevelferd. Mowi ASA har blant annet forpliktet seg til å unngå lakserømlinger, redusere lakselus, og at fôr kommer fra 100% bærekraftig fisk. Sertifisering for sporbarhet må oppnås i henhold til GlobalG.A.P., GAA/BAP og ASC (Aquaculture Stewardship Council) (*Global G.A.P.-sertifisering / Kiwa*, n.d.).

Det er økte utfordringer med klimaendring og høy befolkningsvekst i verden, og næringen spiller en stadig viktigere rolle for å sørge for matvaresikkerhet. For å sikre trygg sjømat til forbrukerne har Norge et omfattende regime for kontroll og overvåkning av all sjømat og sjømatproduksjon. Myndighetenes overvåkningsprogrammer dokumenterer at det er trygt å spise oppdrettslaks (*Trygg sjømat*, n.d.).

4.2.5 Teknologiske faktorer

Vi opplever stadig utvikling og forbedring av teknologi. Der har vært en utvikling i å fjernstyre undervannsfarkoster (ROV-er) som vasker oppdrettene, undervannskameraer, gode overvåkingssystemer og andre målesystemer som er tatt i bruk av næringen. For å sikre produksjon og markedsposisjon i fremtiden har Mowi ASA, siden februar 2021, testet utstyr og samarbeidet med danske Blue Unit. Blue Unit produserer data- og visualiseringsteknologi for å kunne kontrollere vannkvaliteten i karene bedre og dermed skape et stabilt og bærekraftig produksjonsmiljø for fisken. Utstyret skal sikre at oppdrettslaksen har de best mulige vekstforholdene (*Home*, n.d.).

Landbaserte anlegg er under utvikling og oppbygging. Disse krever stor plass og tilgang til vann. Det er kostbart å sette i gang landbaserte anlegg, og det er en høy andel av faste kostnader, slik at en trenger stort volum på lakseproduksjonen. Landbaserte anlegg kan og ha høyere tetthet på laksen enn de har i sjø, og det er viktig å utnytte potensialet i disse anleggene i forhold til hva de er bygget for. I Sjømatpulsens av 18. mars 2021 ble det uttalt at Mowi ASA ikke ville starte opp landbaserte anlegg, og det ble uttalt at landbaserte anlegg ikke vil utkonkurrere oppdrettsanleggene, men på sikt kunne være et supplement (*Sjømatpulsens 18. Mars 2021 Landbasert Eller Malplassert* https://www.youtube.com/watch?v=RIzAQ_0eyUQ - Google Search, n.d.).

4.2.6 Juridiske faktorer

Oppgaven begrenses til å si noe om juridiske faktorer i Norge siden Mowi ASA har størst produksjon her. Lakseoppdrett er konsesjonsstyrt, noe som gjør at nye utbygginger er regulert. De som driver med akvakultur trenger konsesjon, hjemlet i Akvakulturloven av 2005 (*Lov Om Akvakultur (Akvakulturloven) - Lovdata*, n.d.) og må i tillegg forholde seg til Matloven av 2003 (*Lov Om Matproduksjon Og Mattrygghet Mv. (Matloven) - Lovdata*, n.d.).

Formålet til Akvakulturloven, jf. § 1 er “Loven skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten” (Akvakulturloven, 2005, § 1). Hensikten med denne loven er å sørge for en fremtidig bærekraftig utvikling i bransjen. Formålet til Matloven jamfør § 1 er “Formålet med loven er å sikre helsemessig trygge næringsmidler og fremme helse, kvalitet og forbrukerhensyn langs hele produksjonskjeden, samt ivareta miljøvennlig produksjon. Loven skal videre fremme god plante- og dyrehelse. Loven

skal også ivareta hensynet til aktørene langs hele produksjonskjeden, herunder markedsadgang i utlandet” (Matloven, 2003, § 1).

Forholdet mellom norsk akvakultur og miljøet reguleres i hovedsak av akvakulturloven. Den presiserer at havbruk skal etableres, drives og avvikles på en miljømessig forsvarlig måte. Loven stiller blant annet krav til miljøovervåking, tiltak for fjerning av rømte organismer, opprydding etter endt drift og beskyttelse av bestemte områder. Det er en rekke forskrifter hjemlet både i Akvakulturloven, Matloven og Forurensingsloven som direkte og indirekte angår og regulerer miljøpåvirkningen og driften av en oppdrettslokalitet.

4.3. SWOT-analyse

Denne analysen brukes ved strategisk planlegging og kartlegging av Mowi ASA's egne sterke og svake sider samt muligheter og trusler som kan påvirke utviklingen av konsernet.

4.3.1 Styrker

Mowi ASA er verdensledende på oppdrett av atlantehavslaks. De er nærmest selvforsynt på fiskefôr, har spredd oppdrettsanleggene i flere land og har en integrert verdikjede. I forhold til annen matproduksjon er laks mer ressurseffektiv og klimavennlig, og utnyttelsesgraden av slaktet laks er på hele 56% ifølge Mowi ASA sin industrihåndbok.

4.3.2 Svakheter

Mowi ASA har ikke klart å redusere driftskostnadene sine med å produsere eget fiskefôr når en sammenligner med konkurrentene. De jobber med å effektivisere og forbedre marginene sine, og per andre kvartal 2022 kan det se ut som at de har oppnådd lavere driftskostnader i forhold til salgsinntektene. På grunn av inflasjonen i 2022 er det usikkert om dette er tilfellet i det lange løp.

Det er og store miljø og klimautfordringer i næringen som helhet, noe det jobbes kontinuerlig med å forbedre. Lakselus og lakserømlinger er to faktorer som bransjen ikke får bukt med per nå, selv om det er en vesentlig forbedring her. Mowi ASA jobber med, og har forpliktet seg til, å oppnå null

lakserømminger fra oppdrettene sine, men tallene i årsrapporten sier noe annet. Dette er direkte tap av varer i arbeid for konsernet, og en utfordring for miljøet.

4.3.3 Muligheter

Politisk ønsker Norge en vekst innen fiskeoppdrettsnæringen, og laks er en rein og proteinrik matvare, full av omega-3 fettstoffer. Det er få substitutter til denne. Den økende befolkningsveksten i verden og anbefalinger og forbrukstrender tilsier økt forbruk av laks. I tillegg er omtrent 70% av jorden dekket med vann, mens bare 2% av verdens matproduksjon kommer fra havet (*Vi er avhengige av havet*, n.d.).

For at Mowi ASA skal opprettholde sin posisjon som markedsleder trenger de ytterligere vekst. Konsernet har flere muligheter for vekst, gjennom eksempelvis oppkjøp og eller markedspenetrering. De har etablert drift i Chile, Canada, Skottland, Irland og Færøyene, men over 50% av produksjonen i oppdrettene skjer i Norge. 31. oktober 2022 skriver Dagens Næringsliv at Mowi ASA har kjøpt 51% av aksjene i det islanske lakseoppdrettsselskapet Arctic Fish. Transaksjonen er betinget av godkjenning i Europakommisjonen, og går denne igjennom så er Mowi ASA og lokalisert på Island fra og med høsten 2022 (Kværnes, 2022).

iLaks skriver i 2018 om at Norge var verdensledende på lakseoppdrett, men er forbigått av Færøyene. (Olsen, 2018). Her vokser oppdrettslaks raskere og blir større enn den norske. Slaktevekten er i gjennomsnitt oppunder seks kilo, mens den i Norge er under fem kilo. Det oppnås høyere pris på verdensmarkedet i tillegg til at det brukes mindre fôr til å produsere en kilo fisk enn i Norge. I tillegg til dette skal svinnet i merdene være mindre og helsetilstanden i merdene bedre med mindre sykdom og færre lakselus. En videre etablering på Færøyene er en smart mulighet for Mowi ASA (Olsen, 2018).

Per i dag har ikke Mowi ASA landbaserte oppdrettsanlegg, men de har lang erfaring og kunnskap som vil kunne gi de fordeler ved oppstart av landbaserte oppdrettsanlegg. Det er fortsatt noen utfordringer med landbaserte oppdrettsanlegg som intern smittespredning og et mer monotont liv for laksen. Fordelen med landbasert anlegg er at 95% av vannet i anlegget resirkuleres, og en unngår rømming og påvirkning utenfra som eksempelvis lakselus og alger (*Landbaserte oppdrettsanlegg/lukkede anlegg*, n.d.). Konsernet bør følge med på muligheten og utvikling av

landbaserte anlegg, og en tidlig investering her vil gi Mowi ASA mulighet til å bli markedsledende her og.

4.3.4 Trusler

Trusler i produksjonen for Mowi ASA er lakselus og alger, sykdom i merdene og rømminger. Fra *Industrihåndboken 2021* (Mowi ASA, n.d.) og *Årsrapporten 2021* (Mowi ASA, 2021) ser man at dette er områder konsernet kontinuerlig jobber med å redusere.

Nedgang i laksepris og dermed ulønnsom drift er og en reell trussel, og bransjen har opplevd høy inflasjon og økte kostnader i 2022. Så langt har de høye lakseprisene mer enn oppveid for økte kostnader i produksjonen.

Når det gjelder konkurrenter og nyetableringer er som kjent Mowi ASA markedsledende. Ser vi på trusselbildet for nyetableringer kan landbaserte anlegg være en trussel for den tradisjonelle oppdrettsnæringen. Usikkerheten rundt lønnsomhet av landbaserte anlegg er fortsatt stor, og reduserer trusselen.

4.4. Oppsummering strategisk analyse.

4.4.1 Oppsummering Porters fem krefter

Trusler fra leverandører anses å være lav da Mowi ASA kontrollerer hele produksjonslinjen sin selv. Innkjøp av råvarer er den største usikkerheten, og denne er vanskelig å eliminere. Det er lite som kan erstatte fisk, særlig laks med sitt store innhold av blant annet protein og omega 3 fettstoffer. Av den grunn anses trusselen fra substitutter å være lav. Lakseoppdrettsnæringen har stor fortjeneste og lave stordriftsfordeler, slik at det kan være fristende å starte opp. Næringen drives på konsesjon, og har store oppstartskostnader i starten. Av den grunn vurderes trusselen fra eksisterende konkurrenter og nyetableringer å være middels til lav. Etterspørselen etter oppdrettslaks er stor, men kundene er prisbevisste og opplever at mye har blitt dyrere det siste året. Kundene er sensitive for prisøkning og kundenes forhandlermakt settes derfor til middels.

4.4.2 Oppsummering PESTEL-analyse

PESTEL-analysen ser på de mange forholdene som påvirker aktørene som driver virksomhet i oppdrettsbransjen. De politiske forholdene er av de mest betydningsfulle. Endringer i politikken rundt konsesjoner og skatt er forhold som Mowi ASA ikke kan forutse eller beskytte seg mot. Disse er viktige faktorer når konsernet vurderer ulike scenarier og hvordan de påvirker strategien i konsernet. Den lanserte lakseskatten i tillegg til anbefalinger fra helsemyndighetene er variabler som har stor innvirkning på fremtidsutsiktene til oppdrettsbransjen. Videre er også lakseprisen og pris på innsatsfaktorene i produksjonen svært viktig for lønnsomheten og konkurranseforhold i bransjen. Sosiokulturelle forhold synes å være positive for tilbydere av laks, da befolkningsvekst og økt søkelys på helse er faktorer som bidrar til økt etterspørsel. Politiske og juridiske forholdene kan bidra til å fremme innovasjon og teknologi som på sikt vil gjøre lakseoppdrett næringen mer bærekraftig.

4.4.3 Oppsummering SWOT-analyse

<p>STYRKER</p> <ul style="list-style-type: none"> - Finansiell styrke - Helintegrert verdikjede - Fokus på miljø og bærekraft - Diversifisering i Norge og utlandet - Merkevarer og nye produkter - Samarbeid med leverandører - Prisutvikling - Næringsrikt produkt - Verdensledende 	<p>SVAKHETER</p> <ul style="list-style-type: none"> - Liten fremgang på nytvinning i forb med utviklingstillatelse - Få verdifulle ressurser - Høye driftskostnader - Prisendringer
	
<p>MULIGHETER</p> <ul style="list-style-type: none"> - Havbasserte anlegg - Økt konsum av sjømat - Substitusjon animalske produkter - Økt bærekraftig vekst - Fornying uten miljøavtrykk - Effektivisere driften - Konkursedyktig pris - Utbygging/vekst Færøyene - Befolkningsvekst og økt matbehov 	<p>TRUSLER</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sykdommer og fiskedødelighet - Råvarer - Landbaserte anlegg - Bærekraftensyn - Beskatning - Tilgang kapital - Kundens forhandlermakt - Konsesjoner - Begrensninger i produksjon - Inflasjon og økte renter

Figur 6: Oppsummering funn i strategisk analyse

5 Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å analysere konsernets tidligere finansielle posisjoner for å skape et bedre utgangspunkt til å estimere fremtidig utvikling.

Det tas utgangspunkt i det konsoliderte og reviderte årsregnskapet for perioden 2017-2021 samt konsoliderte tall fra Mowi ASA sin andre kvartalsrapport 2022. Tallene i andre kvartalsrapport rapporten er ikke revidert av ekstern revisor, men er offentlig informasjon som er kvalitetssikret før den publiseres. Dette antas å være tilstrekkelig historiske data for å vurdere lønnsomheten til Mowi ASA pr 30.06.2022.

Det legges vekt på tre hoveddeler, lønnsomhet, likviditet og soliditet. Nøkkeltallene vil gi en kvantitativ forståelse av konsernet og bransjen.

Mowi ASA er verdens største lakseoppdrettsselskap, og for å kunne vurdere hvilke strategiske fordeler de har overfor sine konkurrenter må det finnes liknende konsern å sammenligne med. Mowi ASA er børsnotert, og for sammenligning velges SalMar ASA og Lerøy Seafood Group ASA som er de største lakseoppdrettsselskapene som er registrert på Oslo Børs etter Mowi ASA. Konsernene er vesentlig mindre i aktivitet enn Mowi ASA, men regnskapene deres vurderes å være de beste sammenligningsregnskapene som finnes på Bisnode Smartcheck og Oslo Børs (*Bisnode SmartCheck*, n.d.); (*Stocks Oslo*, n.d.).

5.1. Lønnsomhet

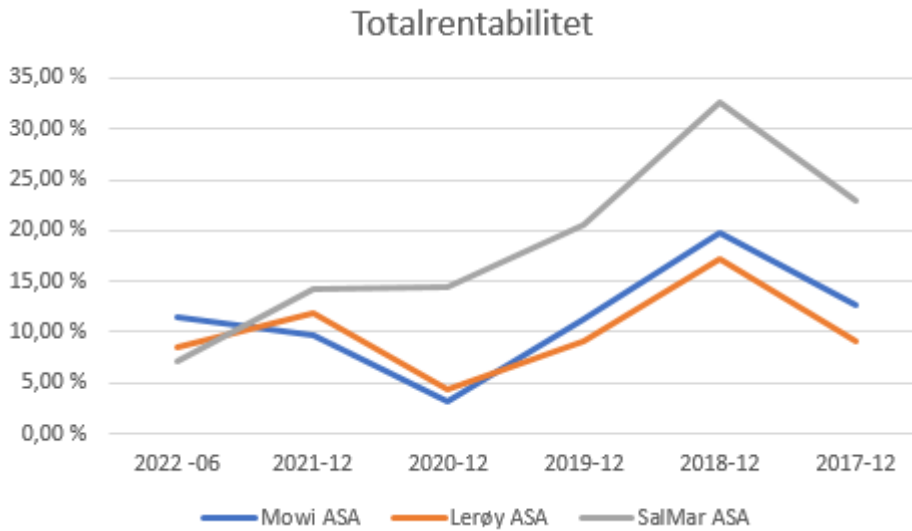
God lønnsomhet indikerer langsiktig stabilitet og måling av lønnsomhet er viktig for å se at konsernet tjener penger.

5.1.1 Totalrentabilitet

$$TKr = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter})}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} \times 100\%$$

Formel 1: Totalrentabilitet

Formel 1 viser hvordan man beregner total kapitalrentabilitet for et konsern. Total kapitalrentabilitet sier hvor stor avkastningen har vært i forhold til total kapitalen til konsernet.



Figur 7: Totalkapitalrentabilitet for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA

Y-aksen viser TKr i prosent og X-aksen viser tidsperiode i år. Mowi ASA har historisk hatt lav totalkapitalrentabilitet, og er fallende i perioden 2018 til 2020, for så å tendere oppover igjen etter 2020. De kommer dårligst ut i analysen mot sammenligningskonsernene i 2020 og 2021. De snur den negative trenden i 2020 og per juni 2022 er de best av de tre konsernene. Her anses at det er en liten usikkerhet for tallene i kvartalsrapportene som er ureviderte, noe som gjelder alle tre konsernene. Mowi ASA's totalrentabilitet er omkring 12% i juni 2022, og viser en positiv utvikling.

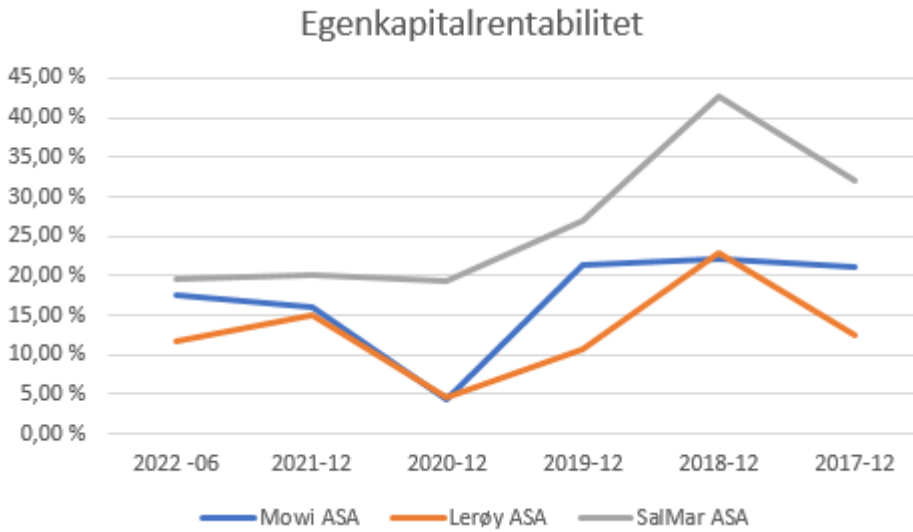
5.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Man ønsker å beregne egenkapitalrentabiliteten for de forskjellige konsernene for å se hvor mye eierne av det enkelte konsern har fått tilbake på sine investeringer, og hva de kan forvente å oppnå i fremtiden.

$$EKr = \frac{\text{Ordinært resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100\%$$

Formel 2: Egenkapitalrentabilitet

Formel 2 viser hvordan man beregner egenkapitalrentabiliteten. Man ønsker som regel å inkludere skattekostnaden i formelen. Grunnen er at det gir investoren et mål på netto avkastning.



Figur 8: Egenkapitalrentabilitet for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA basert på årsregnskap for regnskapsårene og kvartalsrapport pr 30.06.22

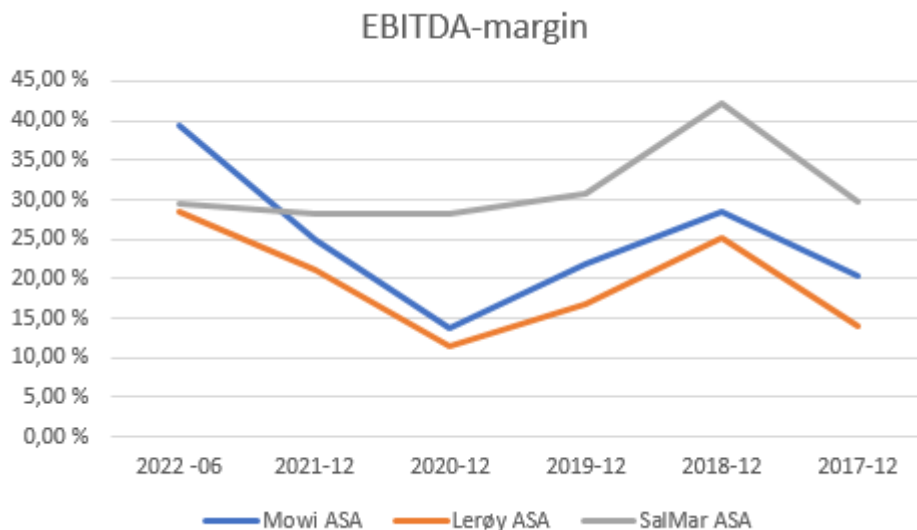
Y-aksen viser EKR i prosent og X-aksen viser tidsperiode i år. SalMar ASA har best egenkapitalrentabilitet over hele perioden, mens Mowi ASA i hovedsak har litt bedre egenkapitalrentabilitet enn Lerøy ASA. Egenkapitalandelen i konsernene er høy i denne femårsperioden, Et snitt på over 50% fører til lavere egenkapitalrentabilitet enn det den kunne vært med høyere belåningsgrad i konsernene.

5.1.3 EBITDA-margin

Formel 3 viser hvordan man beregner EBITDA-marginen til et konsern. EBITDA-marginen beskriver hvor stor fortjenesten er som et resultat av den operasjonelle virksomheten, før virkningen av avskrivninger og nedskrivninger.

$$EBITDA - margin = \frac{EBITDA + Avskrivninger og nedskrivninger}{Driftsinntekter}$$

Formel 3: EBITDA-margin

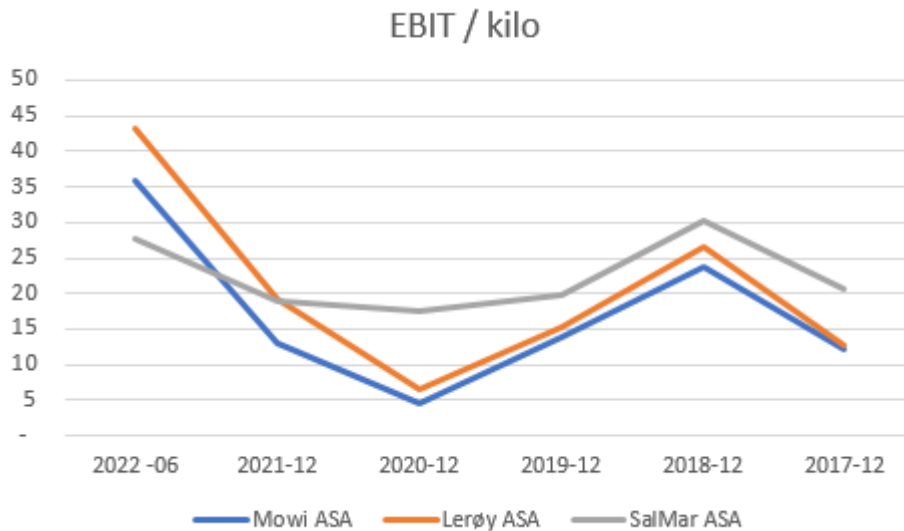


Figur 9: EBITDA-margin for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA basert på årsregnskap for regnskapsårene og kvartalsrapport pr 30.06.22

Figur 9 viser at Mowi ASA har forbedret marginen sin etter 2020, og ligger opp mot 40% per 30.06.2022. Dette er best av de tre sammenlignings konsernene. Historisk har SalMar ASA hatt den beste marginen, mens Mowi ASA har lagt litt over Lerøy ASA. Y-aksen viser EBITDA i prosent og X-aksen viser tidsperiode i år.

5.1.4 EBIT/kilo

EBIT per kg er et forholdstall som viser hvor mye en får i driftsresultat før skatt i forhold til høstet volum. EBIT per kg er en sentral indikator på lønnsomhet i oppdrettsindustrien, da det viser hvor effektivt konsernet opererer. I bunn og grunn er det høstet volum som er kilden til inntekt for konsernene. Mowi ASA oppgir i årsrapporten for 2021 at EBIT per kg er svært volatil på grunn av svingninger i lakseprisen. Kostnader kan under normale omstendigheter forutses med relativt høy nøyaktighet. For å finne høstet volum for hver av konsernene brukes fjerde kvartalsrapportene for å finne Harvest volume of Salmond (GWT) under nøkkeltall.



Figur 10: EBITD / kilo høstet laks for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA basert på 4.kvartalsrapport hvert regnskapsår og 2. kvartalsrapport pr 30.06.22

Figur 10 viser at Mowi ASA har dårligst inntjening før renter, skatt, avskrivning og nedskrivning i måleperioden når vi måler mot Lerøy ASA og SalMar ASA. Y-aksen viser inntjening (EBITD) per kilo forholdstallet og x-aksen viser tidsperioden i år. Mowi ASA sin ratio er lavest, og nede på 5 i 2020, og har hatt en jevn økning fra 2020 til 30.06.2022. Den ligger da rett over 35 per 30.06.2022, mens Lerøy ASA har best ratio og nærmer seg 45. For Mowi ASA betyr dette at de har forbedret fortjenesten sin med syv gangen siden 31.12.2020.

5.2. Likviditet

Likviditet sier noe om Mowi ASA kan betale sine forpliktelser på forfall. Selv om konsernet er lønnsomt betyr ikke det nødvendigvis at de kan betale forpliktelsene sine på forfall.

5.2.1 Likviditetsgrad 1 = omløpsmidler / kortsiktig gjeld

Likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, da dette indikerer at konsernet har omløpsmidler tilgjengelig for å dekke den kortsiktige gjelden ved krav fra kreditorene. Som tabell 1 viser, har Mowi ASA likvider nok til å dekke forpliktelser i analyseperioden 2017-12 til 2022-06.

Bunnpunktet for Mowi ASA sin likviditet er i henhold til tabellen 30.06.2022, da bedriften hadde en likviditetsgrad 1 på 2,6. Dette er en godkjent likviditetsgrad 1, men indikerer at den kortsiktige gjelden har økt mer enn omløpsmidlene. Tabellen indikerer at Mowi ASA sin likviditetsgrad 1 generelt er litt over sammenligningskonsernene Lerøy ASA og SalMar ASA.

Likviditetsgrad 1	2022 -06	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12
Mowi ASA	2,60	2,79	3,41	3,38	3,70	2,70
Lerøy ASA	2,58	2,91	2,68	2,81	2,99	2,98
SalMar ASA	2,17	2,19	1,67	2,31	2,02	1,94

Tabell 1: Likviditetsgrad 1 for Mowi ASA og sammenligningskonsernen Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA

5.2.2 Likviditetsgrad 2 = (omløpsmidler-varelager)/kortsiktig gjeld

Likviditetsgrad 2 bør være større enn 1, da dette indikerer at bedriften er likvid den kortsiktige gjelden med lett omsettelige omløpsmidler. For Mowi ASA er likviditetsgrad 2 større enn 1 i 2018 og 2019 og reduseres årlig etter dette. Bunnpunktet er pr 30.06.2022, som og for likviditetsgrad 1. Årsaken bak de lave tallene er at varelager er en vesentlig post i omløpsmidlene, og økning i varelager i 2022 er 25%. Lerøy ASA har bedre verdier for likviditetsgrad 2 enn Mowi ASA, mens SalMar ASA har dårligere verdier for likviditetsgrad 2.

Likviditetsgrad 2	2022 -06	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12
Mowi ASA	0,69	0,83	0,97	1,01	1,06	0,82
Lerøy ASA	1,01	1,43	1,27	1,31	1,34	1,55
SalMar ASA	0,46	0,49	0,26	0,40	0,34	0,34

Tabell 2: Likviditetsgrad 2 for Mowi ASA og sammenligningskonsernen Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA

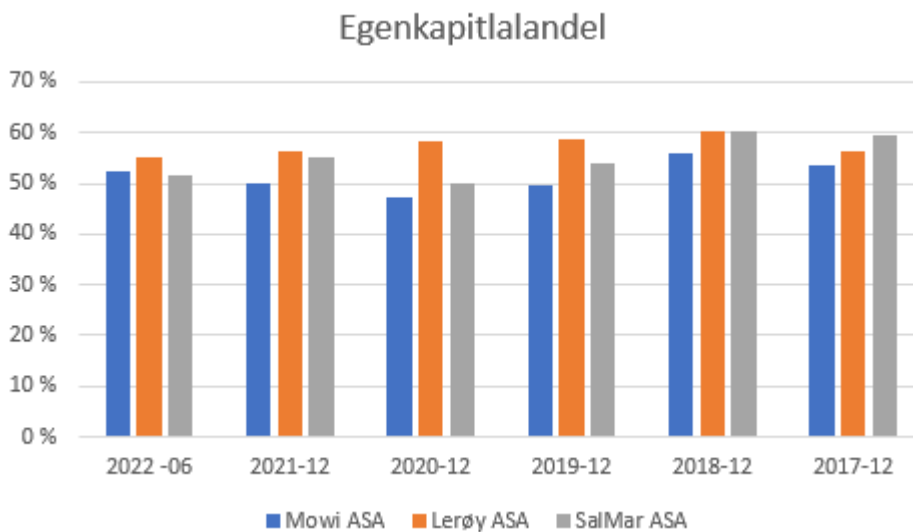
5.3. Soliditet ved egenkapitalandelen

Soliditet ved egenkapitalandel sier noe om konsernets evne til å tåle tap ved å fokusere på egenkapitalandelen. Et negativt årsresultat vil redusere egenkapitalen, og derfor vil egenkapitalens størrelse målt mot totalkapitalen si noe om hvor lenge konsernet kan holde ut gjennom gjentatte tap (Baksaas & Hansen, n.d.). I bedriftsøkonomi lærer man at egenkapitalprosenten bør være 35 % for å være tilfredsstillende. Hos Proff.no kan en lese at en soliditet bør være på minimum 10 % for å være tilfredsstillende, mens en soliditet over 18 % regnes som god.

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

Formel 4: Egenkapitalandel

Formel 4 viser hvordan man beregner egenkapitalandelen, og figur 11 viser hvordan egenkapitalandelen mellom konsernene som sammenlignes er de siste 5,5 årene. Y-aksen viser egenkapital i prosent av totalkapital og X-aksen viser tidsperioden i år. Konsernene i utvalget har en egenkapital over anbefalt egenkapitalandel fra bedriftsøkonomien. Dette viser igjen at de har gode forutsetninger til å tåle eventuelle tap. Mowi ASA varierer i perioden mellom 47% og 56%, og har det siste halvåret styrket egenkapitalandelen mens Lerøy ASA og SalMar ASA har redusert den i samme periode.



Figur 11: Egenkapital i % av totalkapital for Mowi ASA og sammenligningskonsern Lerøy Seafood Group ASA og SalMar ASA

Faktortallet for egenkapitalen taler også for at konsernet ikke bør ha høy risikopremie på sine lån. Det er to faktorer som påvirker økning i egenkapitalandelen; størrelse på resultat og utbytterate. Historisk er utbytteutbetalingen veldig varierende fra år til år, og egenkapitalen har økt mellom 3% og 28% i analyseperioden.

5.4. Oppsummering av regnskapsanalysen

Ifølge regnskapsanalysen viser Mowi ASA at de ikke er det mest lønnsomme konsernet blant de sammenlignbare konsernene, men de viser heller ikke urovekkende resultater i analyseperioden. Generelt fremstår de som et solid konsern, selv om resultatene viser at SalMar ASA i hovedsak viser best resultater i målingene. Mowi ASA er et konsern i vekst og verdensledende på oppdrett av atlantterhavslaks. Sammenligningskonsernene driver i mindre målestokk og henter kanskje fordeler av det. Figurene viser en positiv utvikling siden 2020, noe som stemmer med nyhetenes omtale av Mowi ASA og bransjen. Likviditeten og soliditeten er god i konsernet, og forsikrer både eiere og långivere om at konsernet er en trygg investering.

5.5. Omstilling av balanseregnskap og normalisering av resultatregnskap

I balansen skiller en eiendeler og gjeld i to kategorier, kortsiktig og langsiktig. Informasjonen som gis er mer relevant for kreditor da de ønsker å analysere et konserns likviditet og betalingsevne samt vite hvilket nettoresultat regnskapet viser etter finanskostnader. For en investor er det mer hensiktsmessig å skille operasjonelle og finansielle aktiviteter i balansen. De operasjonelle postene er de som brukes til å skape verdi i konsernet, mens de finansielle postene er relatert til finansiering av bedriftens virksomhet. De finansielle aktivitetene tas ikke med i verdivurderingen av konsernet da de ikke skaper direkte verdi for konsernets produksjon. Operasjonelle forpliktelser kjennetegnes med at de ikke er rentebærende.

EIENDELER	GJELD OG EGENKAPITAL
Anleggsmidler	Egenkapital
Omløpsmidler	Langsiktig gjeld
	Kortsiktig Gjeld
Totale eiendeler	Totalkapital

Tabell 3: Omarbeiding balanse

Ved omstilling av balansen plasserer man operasjonelle eiendeler og gjeld på venstre side i balansen, mens de finansielle eiendelene, finansielle gjelden og egenkapitalen er på høyre side.

OPERASJONELLE POSTER	FINANSIELLE POSTER OG EGENKAPITAL
Operasjonelle eiendeler (OE)	Finansielle eiendeler (FE)
Operasjonelle forpliktelser (OF)	Finansielle forpliktelser (FF)
	Netto finansielle forpliktelser (NFF)
	Egenkapital (EK)
Netto operasjonelle eiendeler (NOE) = OE + OF	Egenkapital (EK) og netto finansielle forpliktelser (NFF)

Tabell 4: Omarbeidet balanse, Operasjonelle poster, finansielle poster og egenkapital

Postene i balansen til Mowi ASA omarbeides også for årsregnskapet i perioden 31.12.2017 – 30.06.2022 ved å gjennomgå de enkelte postene og klassifisere dem som enten operasjonelle eller finansielle poster. Dette gjøres for å beregne netto finansielle forpliktelser for videre bruk i verdsettelsesprosessen av Mowi ASA.

5.5.1 Immatrielle eiendeler

De immaterielle eiendelene til Mowi ASA er klassifisert som operasjonelle eiendeler, da de ifølge note 8 og 9 i årsrapporten 2021 består av ervervede lisenser, som er en forutsetning for å drive med oppdrettsvirksomhet og balanseført goodwill som følge av oppkjøp av oppdrettsvirksomhet (Mowi ASA, 2021).

5.5.2 Varige driftsmidler

Anleggsmidlene til Mowi ASA består av eiendom/bygningsmasse, maskiner og operasjonelle verktøy. Samtlige av anleggsmidlene blir klassifisert som operasjonelle eiendeler da postene representerer eiendeler som må være til stede for å skape verdi. Driftsmidlene i balansen til Mowi ASA er bokført til det laveste av historisk kost eller virkelig verdi. Virkelig verdi kan være salgsverdi eller bruksverdi. Om det er eiendeler som ikke lenger er i bruk i driften, så burde disse vært finansiell eiendel. Årsregnskapet gir ikke opplysninger om dette. Hvis anleggsmiddelet ikke er nært knyttet til driften av Mowi ASA bør det knyttes til finans.

5.5.3 *Finansielle anleggsmidler*

Denne posten inkluderer investeringer i andre tilknyttede selskaper og aksjeinvesteringer. Slik som posten tilsier, er disse klassifisert som finansielle eiendeler. Investering i tilknyttet selskap kan relatere seg både til drift og finans, og vurderingen bør basere seg på hva formålet med konsernet er. Ifølge note 21 i årsrapporten for 2021 går det frem at tilknyttede selskap er Nova Sea AS og Finnøy Fisk AS. Nova Sea AS sitt vedtektsfestede formål på Brønnøysund.no er «Å drive havbruksvirksomhet» (*Nøkkelopplysninger Fra Enhetsregisteret - Brønnøysundregistrene*, n.d.-a). Finnøy Fisk AS sitt vedtektsfestede formål på Brønnøysund.no er «Fiskeoppdrett, deltagelse i andre selskaper gjennom kjøp av aksjer eller andeler, samt annen form for forretningsdrift» (*Nøkkelopplysninger Fra Enhetsregisteret - Brønnøysundregistrene*, n.d.-b). Investeringer i andre foretak i samme konsern samt investering i tilknyttede selskaper anses som operasjonelle eiendeler, mens investering i aksjer og andeler samt obligasjoner og andre fordringer klassifiseres som finansielle (Mowi ASA, 2021).

5.5.4 *Biologisk masse, varelager, kundefordringer og andre fordringer*

Biologisk masse, varelager, kundefordringer og andre fordringer påvirkes direkte av interaksjon mellom det Mowi ASA selger og kundene kjøper. En kan også nevne at endringer i for eksempel biomasse oppstår på grunnlag av forandret dødelighetsrate blant fisken, og eventuelle verdjusteringer på markedsverdien av fisken. Dette er operasjonelle eiendeler da de representerer den daglige verdiskapningen i virksomheten.

5.5.5 *Kontanter og kontantekvivalenter*

Kontanter skaper ikke verdi av seg selv og anses derfor å være finansielle. Kontanter er operasjonelle eiendeler dersom de blir brukt for å opprettholde likviditeten som er nødvendig for å betale forpliktelser i forbindelse med den daglige driften av konsernet. Dette er en mindre del av den totale mengden av kontanter og ekvivalenter og er ofte vanskelig å finne estimat på. Av den grunn anses alle kontanter og ekvivalenter som finansielle eiendeler.

5.5.6 *Langsiktig gjeld*

Utsatt skatt er en post som er et resultat av den operasjonelle driften til konsernet og er derfor ansett som en operasjonell eiendel. Utsatt skattegjeld vil påføre bedriften en større skattekostnad i fremtiden. Langsiktig rentebærende gjeld anses som finansielle eiendeler. Langsiktig rentebærende gjeld består av utstedte obligasjoner og lån gjennom kredittinstitusjoner. Ifølge årsrapporten til Mowi ASA for 2021 ble kredittfasiliteten reforhandlet i september 2021 til å ha en grense opptil 1 800 millioner euro (som tilsvarer omkring MNOK 18,8), med opsjon på nye 300 millioner euro (ca MNOK 3,133) (Mowi ASA, 2021).

5.5.7 *Kortsiktig gjeld*

Kortsiktig gjeld inneholder leverandørgjeld, skyldig skatt, tapskontrakt og annen kortsiktig gjeld. Disse postene blir ansett som operasjonelle, da forpliktelsene har direkte tilknytning til den daglige driften av Mowi ASA. Tap på salgskontrakt innebærer at Mowi ASA har forpliktet seg til å selge et produkt til en lavere pris enn kostnaden ved å produsere den. Posten «annen kortsiktig gjeld» er beskrevet i note 18 i årsrapporten 2021 men det fremkommer ikke konkret hva denne posten inneholder. Likevel er den ansett som ikke-rentebærende da den er under posten «kortsiktig gjeld» sammen med leverandørgjeld og annen driftsrelatert gjeld. Dette er grunnen til at den blir registrert som en operasjonell forpliktelse (Mowi ASA, 2021).

5.5.8 *Mowi ASA, omarbeidet balanse 2021*

Basert på klassifiseringen gjennomgått i kapittel 5.5.1 til 5.5.7, er den omgrupperte total kapitalbalansen postert under, i tabell 5 og tabell 6, for regnskapsperioden desember 2017 til juni 2022.

EIENDELER	2022-06	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12
Immatrielle eiendeler	14 160 887	13 405 392	13 257 047	12 027 104	10 741 943	8 489 860
Varige driftsmidler	20 481 751	20 499 376	21 355 001	17 228 014	11 692 302	10 131 855
Leasingeiendeler						
Tilknyttede selskap	2 251 834	2 073 313	1 791 203	2 354 199	2 121 509	1 595 347
Driftsrelaterte anleggsmidler	36 894 472	35 978 081	36 403 251	31 609 317	24 555 754	20 217 062
Varelager	24 272 407	19 442 392	18 780 817	18 153 933	17 711 246	14 068 911
Biologiske eiendeler						
Kundefordringer	7 312 250	5 000 343	4 869 498	4 974 355	4 732 598	4 459 508
Andre driftsrelaterte fordringer	-	1 798 904	1 351 446	1 438 130	1 372 741	923 622
Driftsrelaterte omløpsmidler	31 584 657	26 241 639	25 001 761	24 566 418	23 816 585	19 452 041
Drifteieendeler	68 479 129	62 219 720	61 405 012	56 175 735	48 372 339	39 669 103
Andre langsiktige finansielle eiende	25 871	20 326	32 177	29 550	-	-
Andre langsiktige eiendeler						
Finansielle anleggsmidler	25 871	20 326	32 177	29 550	-	-
Kontanter og kontantekvivalenter	1 383 594	1 036 656	1 147 657	1 260 826	1 007 957	662 395
Andre finansielle eiendeler	-	335 388	117 983	68 951	9 599	65 306
Eiendeler holdt for salg						
Finansielle omløpsmidler	1 383 594	1 372 044	1 265 640	1 329 777	1 017 556	727 701
Finansielle eiendeler	1 409 466	1 392 370	1 297 817	1 359 327	1 017 556	727 701
Sum eiendeler	69 888 595	63 612 090	62 702 829	57 535 062	49 389 895	40 396 804

Tabell 5: Omgruppert aktivabalanse

EGENKAPITAL OG GJELD	2022-06	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12
Egenkapital majoritet	36 579 878	31 800 965	29 624 567	28 486 802	27 618 025	21 588 501
Minoritetsinteresser	76 579	20 326	21 451	-	19 199	9 329
Sum egenkapital	36 656 457	31 821 291	29 646 018	28 486 802	27 637 224	21 597 830
Utsatt skatt	5 176 320	4 482 015	4 204 500	4 294 690	3 964 631	3 302 648
Pensjonsforpliktelse						
Langsiktig leasingforpliktelse						
Kortsiktig leasingforpliktelse						
Leverandørgjeld	1 789 256	3 994 176	3 400 068	2 925 511	-	2 621 594
Annen kortsiktig gjeld	8 813 817	5 081 650	4 311 757	4 728 099	6 710 114	3 993 033
Betalbar skatt	-	813 064	-	-	-	848 986
Driftsrelatert gjeld	15 779 393	14 370 905	11 916 325	11 948 300	10 674 745	10 766 261
Langsiktig rentebærende gjeld	12 118 094	-	16 796 550	14 440 405	10 972 333	7 211 716
Andre langsiktig finansielle forpliktelser						
Annen langsiktig gjeld	3 263 917	13 811 924	4 343 935	2 659 556	-	820 997
Avsetninger						
Kortsiktig rentebærende gjeld	2 070 735	-	-	-	-	-
Andre kortsiktige finansielle forpliktelser						
Forpliktelser til avhending	-	3 607 971	-	-	105 595	-
Fnansiell gjeld	17 452 745	17 419 895	21 140 485	17 099 961	11 077 928	8 032 713
Gjeld	33 232 138	31 790 800	33 056 810	29 048 261	21 752 673	18 798 974
Sum egenkapital og gjeld	69 888 595	63 612 091	62 702 828	57 535 063	49 389 897	40 396 804

Tabell 6: Omgruppert passivabalanse

Deretter omposteres den driftsrelaterte gjelden fra totalkapital balansen til driftskapital balansen ved å flytte den over på eiendel siden. Deretter trekkes den fra de driftsrelaterte eiendelene slik at en får

netto driftsrelaterte eiendeler. Tilsvarende flyttes de finansielle anleggsmidlene over til kredittsiden og trekker fra den finansiell gjeld og vises netto.

Netto driftskapital	2022-06	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12
Netto driftsrelatert anleggsmidler	21 115 079	21 607 176	24 486 926	19 661 017	13 881 009	9 450 801
Driftsrelaterte omløpsmidler	31 584 657	26 241 639	25 001 761	24 566 418	23 816 585	19 452 041
Netto driftseiendeler (DE-DG)	52 699 736	47 848 815	49 488 687	44 227 435	37 697 594	28 902 842
Egenkapital majoritet	36 579 878	31 800 965	29 624 567	28 486 802	27 618 025	21 588 501
Minoritetsinteresser	76 579	20 326	21 451	-	19 199	9 329
Netto finansiell gjeld	16 043 280	16 027 525	19 842 668	15 740 634	10 060 372	7 305 012
Netto driftskapital	52 699 736	47 848 816	49 488 686	44 227 436	37 697 596	28 902 842

Tabell 7: Omgruppert netto driftskapital balanse fordelt på aktiva og passiva.

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i driften, og er aktivaene i balansen mens kapitalen som finansierer den er passiva. De finansielle eiendelene er ikke nødvendige for driften av konsernet og kan relativt raskt selges unna for å betale den finansielle gjelden.

5.6. Normalisering av resultatregnskapet til Mowi ASA

Gjennom normalisering av regnskapet til Mowi ASA skal det avdekkes kjernerresultatet til Mowi ASA gjennom å justere de forskjellige postene i resultatregnskapet for uvanlige eller ikke-gjentakende inntekter og kostnader (Penman, 2010). Dette kalles å normalisere resultatregnskapet. Resultatregnskapene til Mowi ASA blir gjennomgått for perioden desember 2017 til juni 2022 for å kunne avdekke unormale poster som skal ekskluderes i forkant av at det skal beregnes den frie kontantstrømmen i kapittel 7.

5.6.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene til Mowi ASA stammer fra salg av fisk og ferdigfiskprodukter enten på spotsalg eller fra kontrakter. Konsernet regnskapsfører inntekter fra salg av fisk og bearbeidede fiskeprodukter på det tidspunkt kontrollen over varene overføres til kunden. Resultatregnskapet fra Bisnode Smartcheck splitter inntektene i salgsinntekter og andre driftsinntekter, og det fremkommer ikke hva andre driftsinntekter består av. Det foretas ikke en justering av driftsinntektene da det ikke er spesifisert i notene hva andre driftsinntekter gjelder.

5.6.2 Varekost

Konsernets varekostnad er definert som en del av kjernevirksomheten. I regnskapstallene hentet fra Bisnode Smartcheck (*Bisnode SmartCheck*, n.d.) er disse samlet i en post. I prosent utgjør varekost mellom 56% (2017) og 33% (30.06.22) av inntekten til Mowi ASA, og svinger fra år til år. I kvartalsrapporten til Mowi ASA per juni 2022 opplyses det om at salgsprisen så langt i 2022 er drevet av et sterkt marked, men varekostnaden er negativt påvirket av inflasjonspress på fôr og andre innsatsfaktorer (Mowi ASA, 2022). Dette forklarer reduksjonen i varekostnaden. Posten justeres ikke, men tas med i det normaliserte resultatregnskapet i sin helhet.

5.6.3 Lønn, personal og pensjonskostnader

Mow ASA sine lønns- og personalkostnader blir definert som en del av kjernevirksomheten. Likevel er det fordelaktig å analysere oppbygningen av konsernets pensjonskostnader.

Pensjonskostnader inngår som en del av personalkostnadene og er derfor en kostnad som påvirker resultat før skatt. I noen tilfeller kan pensjonskostnadene blant annet bli påvirket av avkastning på avsetning til pensjon i form av et pensjonsfond. Effekten av en slik avkastning kan være at en oppnår en positiv avkastning på fondet som overgår de direkte pensjonskostnadene og dermed får totalt sett en negativ kostnadspost. I Mowi ASA sine årsregnskap finnes det ikke indikasjoner på at konsernet har pensjonsfond, og det gjøres derfor ikke justeringer på pensjonskostnadene.

5.6.4 Driftsrelaterte kostnader

Andre driftskostnader utgjør mellom 11% (2017) og 15% (30.06.22) av driftsinntekter i perioden, og er dermed en stor kostnadspost. Andre driftskostnader består av flere delposter; vedlikehold, elektrisitet og drivstoff, leie og leasing, forsikring, konsulent og revisjonshonorar, salgs og markedsføringskostnader og andre kostnader ifølge konsernets årsrapport 2021 note 28. Samtlige kostnader anses som en del av kjernevirksomheten (Mowi ASA, 2021).

5.6.4.1 *Spesielle poster*

Spesielle poster består av biologisk masse, restruktureringskostnader, avskrivninger, nedskrivninger, tap på forward kontrakter og inntekter fra minoritetsselskaper og tilknyttede selskap.

Det justeres ikke for verdjustert biomasse, da det anses at den er en normal kostnad på driften. Posten varierer i stor grad fra år til år, samt at det ikke er mulighet til å identifisere unormale enkeltkostnader på denne posten. Verdjustert biomasse er avhengig av eksterne faktorer som pris per kg laks, og valutapriser og er en del av varekostnaden

Avskrivningskostnader inkluderes da disse gjelder avskrivning av driftsmidler som forringes gjennom produksjon, mens nedskrivningspostene ekskluderes da de relaterer seg til utskifting av driftsmidler.

Lisenser og produksjonskostnader er en kostnad per 30.06.2022 på MEUR 9,4 omregnet til MNOK 94 og i 2021 på MEUR 18,9, omregnet til MNOK 189. Notene inneholder ikke opplysninger om nye regnskapsregler som gjør at denne skal føres mot kostnader og derfor trekkes posten ut. Posten legges til da den i regnskapet fra Bisnode er en del av Andre Driftskostnader.

Tapskontrakter eller Onerous contracts provision, trekkes også ut ettersom dette er eiendeler som ikke er en del av driften. Grunnet usikkerheten om hvilke priser som inngår i fremtidige avtaler anses denne posten som tilfeldig. Posten skifter mellom å være positiv og negativ fra år til år. Dersom kostnadene overstiger prisen som er fastsatt i kontrakten i fremtiden, resulterer det i et tap og omvendt hvis prisen overstiger kostnaden. Posten er en kostnad tilknyttet til en eiendel som ikke skaper forventede inntekter til konsernet. Posten legges til da den i regnskapet fra Bisnode er en del av Andre Driftskostnader.

Konsern som Mowi ASA må påberegne større restruktureringskostnader på anleggene sine. Restruktureringskostnader er inkludert i driftsrelaterte kostnader. Disse skal ikke trekkes ut da notene opplyser at det meste av kostnadene går til vedlikehold og utbygging av oppdrettsanlegg. Det er kostnader som er en del av den operasjonelle driften og sannsynligheten er stor for at konsernet fortsatt vil ha disse kostnadene i fremtiden.

Inntekter fra minoritter og inntekter på investering i tilknyttede selskap er en svært liten del av inntektene i konsernet, samt den har en varierende størrelsesorden gjennom analyseperioden. Grunnet

usikkerheten i estimatet vil disse postene ikke tas med ved omarbeiding av resultatregnskapet for Mowi ASA.

5.6.5 Omarbeidet resultatregnskap relatert til operasjonell virksomhet

RESULTAT	2022-06	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12
Inntekter	24 093 378	42 706 186	40 328 882	40 740 461	36 593 643	34 043 406
Varekostnad	7 945 578	21 058 357	22 695 722	20 793 789	17 394 460	18 929 589
Beholdningsendring		-	-	-	(1 401 540)	-
Bruttoresultat	16 147 799	21 647 829	17 633 160	19 946 672	20 600 723	15 113 817
Lønnskostnader	2 970 020	5 772 754	5 984 977	5 555 517	4 847 793	4 459 508
Annen driftskostnad	3 665 439	5 203 609	6 060 058	5 496 416	5 298 974	3 769 124
Tapskontrakter	(56 800)	(3 200)	2 100	5 300	(6 100)	(119 800)
Lisens og produksjonskostnad	(9 400)	(18 900)				
EBITDA	9 578 541	10 693 566	5 586 025	8 889 439	10 460 056	7 004 985
Avskrivninger	1 990 017	3 790 910	3 625 309	2 827 009	1 468 737	1 399 427
EBITA	7 588 525	6 902 656	1 960 716	6 062 430	8 991 319	5 605 558
Skattesats	22 %	22 %	22 %	22 %	23 %	24 %
Beregnet skatt på EBITA	1 669 475	1 518 584	431 358	1 333 735	2 068 003	1 345 334
Sum skatter i resultatregnskap	1 651 621	1 067 146	-	-	1 583 932	559 771
NOPLAT	5 936 904	5 835 510	1 960 716	6 062 430	7 407 387	5 045 787

Tabell 8: Omarbeidet resultatregnskap relatert til driften

Tabell 8 viser det omarbeidede og justerte resultatregnskapet for Mowi ASA som relaterer seg til driften i konsernet. EBITDA, EBIT og NOPLAT beregnes for det operasjonelle regnskapet. NOPLAT (Net operating profit less adjusted taxes) representerer fortjenesten fra driften etter skatt, og er fortjenesten som er tilgjengelig for alle investorene.

Skattekostnaden i resultatregnskapet varierer mellom 2017 og 2022, og i 2019 og 2020 er den oppgitt til å være 0. Dette kan skyldes at Mowi ASA har permanente og midlertidige forskjeller mellom regnskapsmessige og skattemessige verdier i balansen sin.

For videre utregninger beregnes skatten av EBITA med bedriftens skattesats på 22% for det enkelte år, som vist i tabell 8.

6 Estimering av avkastningskrav for Mowi ASA

Avkastningskravet representerer alternativkostnaden til en investering, altså den avkastningen investor kan få ved å plassere investeringen i andre investeringsobjekt, gitt samme risiko.

I analysen av Mowi ASA brukes CAPM-modellen for å finne egenkapitalens avkastningskrav. CAPM modellens formål er å sørge for at investorene skal få betalt for å ta systematisk risiko. Jo mer risiko en investor tar, desto mer avkastning skal investoren få tilbake på investeringen sin. (*Kapitalverdimodellen (CAPM) | CAPM - Capital Asset Pricing Model - Kapitalverdimodellen, n.d.*)

Gjeldens avkastningskrav estimeres på bakgrunn av regnskapsanalysen. For å ta hensyn til begge avkastningskravene blir de vektet og summert til et avkastningskrav på totalkapitalen, også kalt WACC eller Weighted Average Cost of Capital. Den frie kontantstrømmen som diskonteres skal betjene de ulike finansieringskildene, og derfor brukes avkastningskravet til totalkapitalen. (Kaldestad & Møller, 2016)

6.1 Egenkapitalkostnad

Avkastningskravet til egenkapitalen finner en ved å benytte kapitalverdimodellen CAPM. Dette er en fremtidig modell som skal beregne et totalkapitalavkastningskrav for tidsperioden mellom t og t+1. Mowi ASA sine egenkapitalkostnader kan estimeres med følgende formel:

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

R_f = Risikofri rente

R_m = Avkastning på markedsportefølje

$(R_m - R_f)$ = Markedets risikopremie

β = Konsernets egenkapitalbeta

Formel 5: Egenkapitalkostnad

6.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten kan forklares som den renten en får uten risiko, og er et anslag på hvor mye en investor kan tjene uten å pådra seg noe risiko. Risikofri rente er avkastningen som kan oppnås på en sikker investering.

CAPM er i utgangspunktet en en-periodisk modell. Når modellen anvendes over flere år, som i denne verdsettelsen, skal det i teorien brukes forskjellige avkastningskrav for hvert av årene. Teoretisk blir det riktig å bruke renter med ulik løpetid for å regne korrekt WACC hvert år. Dette er en tidskrevende prosess, alternativet blir derfor å bruke norske statsobligasjoner som et mål på den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016).

Norske 10- årlige statsobligasjoner vil være et godt anslag for den risikofrie renten, men de syntetiske renteseriene hadde siste oppdatering 30. juni 2021 (*Statsrenter - syntetiske renter opphører*, n.d.). Nullkupong renten måles og publiseres daglig, og for en 10-årig norsk statsobligasjon per 30.06.2022 er denne 2,999% (*Statsrenter*, n.d.). I perioden 5 til 10 år ligger den omkring 3%, slik at den anses relativt stabil fremover.

PwC sin rapport om Risikopremie i det norske markedet fra desember 2021, skriver i sin rapport at størst andel (43%) bruker 3% som faktor for den risikofrie renten. De har da tatt utgangspunkt i de 40 største konsernene målt i markedsverdi på Oslo Børs. De har ved hjelp av utbytteestimer beregnet direkteavkastningen frem i tid (PricewaterhouseCoopers, n.d.). På grunnlag av den norske statsrenten 5-10 år frem i tid og PwC sin rapport brukes risikofri rente på 3% videre i verdivurderingen.

6.1.2 Egenkapitalbeta

Beta (β) er et mål på hvor mye en aksje svinger i forhold til markedet, og hvor eksponert aksjen er for den generelle markedsrisikoen. Er en aksjes beta lik 1, vil aksjen svinge like mange prosent som markedet. Er en aksjes beta større (mindre) enn 1, vil aksjen bevege seg mer (mindre) enn markedet målt i prosent. Egenkapitalbetaen er et mål på den systematiske risikoen det er å investere i en aksje.

$$\beta_i = \frac{COV(r_i, r_m)}{VAR(r_m)}$$

Formel 6: Beregning av Beta

Det er aksjekursens relative volatilitet som bestemmer aksjekursen i forhold til aksjemarkedet. Det er ikke noe en til en forhold mellom resultatsvingninger og aksjonærenes avkastning ettersom denne vil bestå av årets resultat (kontantstrøm) plus/minus endring i egenkapitalen. Flere andre forhold som avkastningskravet, påvirker egenkapitalverdien, og det er en betydelig uforklart komponent (Kaldestad & Møller, 2016). Beregning av egenkapital-betaen til Mowi ASA er basert på månedlige observasjoner fra perioden 01.01.2017 til 30.06.2022 med tall hentet fra Refinitiv Eikon (Datastream). Prisene som blir brukt i analysen er «adjusted close» som betyr at de er justert for utbyttebetaling. Om denne justeringen ikke var foretatt ville Beta-estimatet vært beregnet på feil grunnlag.

Regresjonsanalysen SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,56937459
R Square	0,32418742
Adjusted R Square	0,31346024
Standard Error	6,03584576
Observations	65

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	1100,998434	1100,99843	30,2211116	7,44E-07
Residual	63	2295,180342	36,431434		
Total	64	3396,178776			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept alfa	0,05374515	0,765339532	0,07022393	0,94423786	-1,475663864	1,58315417	-1,47566386	1,583154166
X Variable 1 beta	0,97056039	0,176549847	5,49737316	7,442E-07	0,617753675	1,32336711	0,617753675	1,32336711

Tabell 9: Regresjonsanalyse

6.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen som investor i aksjemarkedet forventer å få, ut over den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016). Det er meravkastningen en kan forvente å få fordi en utsetter seg for risiko ved å investere i aksjer i stedet for å sette pengene i statsobligasjoner eller andre risikofrie alternativ. PwC har i sin rapport fra desember 2021 beregnet risikopremien i det

norske markedet. De skriver i sin rapport at denne er uendret og har en median på 4,9% (PricewaterhouseCoopers, n.d.). Rapporten er fra 2021, og på grunn av markedssvingninger, forventninger til prisvekst og lite stabilitet i 2022, bør risikopremien pre 30.06.2022 være høyere. På grunnlag av dette benyttes en risikopremie på 5,5% videre i oppgaven.

6.2 Gjeldskostnad

Ifølge Kaldestad og Møller har kreditor ingen oppside med å yte lån/kapital, men en stor nedside om lånet blir misligholdt. Den forventede avkastningen vil være lavere enn den renten konsernet betaler (Kaldestad & Møller, 2016). For å beregne gjeldens avkastningskrav kan man bruke konsernets oppgitte lånekostnad, eller ut fra konsernets utestående gjeld beregne en syntetisk rating basert på hvor risikabelt konsernet er (Damodaran, 2012). Da Mowi ASA ikke har all gjeld i form av offentlig handlede obligasjoner blir det vanskelig å estimere et avkastningskrav for gjelden basert på dette. Beregnet gjeldskostnad benyttet i beregningene er 3% som er lik rentekostnaden på gjelden. Beregnet rentekostnad etter skatt (22%) er 2,34%.

6.3 Totalkapitalens avkastningskrav

Totalkapitalens avkastningskrav inneholder en rekke størrelser det må tas stilling til for å komme frem til det endelige kravet. De fremtidige kontantstrømmene skal neddiskonteres med WACC, Weighted Average Cost of Capital eller vektet avkastningskrav og er til hjelp for å beregne egenkapitalens avkastningskrav.

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

E = Markedsverdi av egenkapitalen

G = Markedsverdi netto finansiell gjeld

R_e = Avkastningskravet til egenkapitalen

R_g = Avkastningskravet til gjelden

t = Nominell selskapsskatt

Formel 7: Egenkapitalens avkastningskrav

Egenkapitalandelen og gjeldsandelen multipliseres med hvert sitt avkastningskrav. Gjeldskravet reduserer den nominelle skattesatsen fordi konsernet får skattefradrag for rentebetalinger. I denne verdsettelsen er det kontantstrømmene som diskonteres med WACC fratrukket effektiv selskapsskatt. Disse kontantstrømmene skal derimot beskattes enda en gang, på investors hånd. Kontantstrømmene er før skatt på investors hånd, og derfor skal avkastningskravet være før skatt på investors hånd. Derfor gjøres ingen justering for skatt i egenkapitaldelen av WACC.

WACC som avkastningskrav forutsetter at Modigliani og Millers kjente teorem om at verdien av en virksomhet forblir uendret selv om man endrer kapitalstrukturen holder (Penman, n.d.). Teoremet gjelder kun før skatt. WACC vil endre seg etter skatt ved ulik gjeldsandel. En økning i gjeld i forhold til egenkapital vil føre til høyere skattefradrag på rentebetalinger, og avkastningskravet vil endre seg.

Markedsverdien av egenkapital er tilgjengelig på Oslo Børs, og markedsverdien av gjeld er den finansielle gjelden som er utregnet i omgruppering av balansen. Da trengs det et estimater for avkastningskravet til egenkapital og gjeld. Markedsverdien av egenkapitalen pr 30.06.2022 er MNOK 115 832, mens netto finansiell gjeld er MNOK 11 771. Skattesatsen som blir benyttet er 22%. Utregningen av WACC ser da ut som følger:

Markedets risikopremie	0,055	EK andel	0,91
Risikofri rente	0,030	Gjeldsandel	0,09
Levered Beta	0,97	Skatt	0,22
		Gjeldskostnad	0,03
CAPM	0,083	WACC	0,0780

Tabell 10: CAPM og WACC beregning

På ENOVA sin hjemmeside finner en ENOVA's normalavkastningskrav, og for havbruk for 2022 er denne beregnet til 7,8% (*Normalavkastning i Lønnsomhetsberegninger*, n.d.). Dette underbygger at WACC-beregningen i oppgaven er fornuftig.

7 Fremtidsprognoser og verdsettelse

Man må kunne estimere fremtidig utvikling for å kunne verdsette et konsern. Det er av avgjørende betydning for den fundamentale verdsettelsen å ha et fremtidsregnskap for å komme frem til et estimat på verdien av konsernet. De fremtidige estimatene vil være forankret på historisk regnskapsdata og vil bli justert i forhold til informasjonen fra den strategiske analysen. Dette vil resultere i et fremtidsbudsjett for de frie kontantstrømmene de neste fem årene. 2022 vurderes å være år 0, og resultat tall per 30.06.2022 er grosset opp til å gjelde hele året. Begrunnelsen for å kunne grosse opp tallene er at for analyseperioden viser regnskapene lavere eller lik andel av inntektene i første halvår enn det hele årene viser. På grunnlag av dette antas det at andre halvår skaper like mye eller mer inntekter enn første halvår. Både pris og slaktevolum har betydning i denne vurderingen. Tabell 11 viser slaktevolum og salg for første halvår og hele året, samt hvor stor andel første halvår utgjør av året totalt.

Slakte volume (GWT)	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Første halvår	199 279	233 445	187 422	202 601	159 558	162 380
Året totalt		465 600	439 829	435 904	375 237	370 346
Prosent av total		50 %	43 %	46 %	43 %	44 %

Salgsinntekt	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Første halvår	24 093 378	20 227 000	17 957 000	20 009 000	17 505 000	17 761 000
Året totalt		42 706 186	40 328 882	40 740 461	36 593 643	34 043 406
Prosent av total		47 %	45 %	49 %	48 %	52 %

Tabell 11: Slakte volum og salgsinntekt halvår og totalt

7.1 Prognosemodell

Prognoser om fremtidige kontantstrømmer danner grunnlaget for verdsettelsen av Mowi ASA. Vekst er en viktig faktor når en skal utvikle et fremtidsregnskap. Oppdrettsselskaper har en begrenset mulighet for vekst fordi de er konsesjonsstyrte. Den beste muligheten er å kjøpe opp allerede etablerte selskap med konsesjoner og inkludere disse i konsernet.

Vekst er og styrt av laksepriser som er vanskelig å prediktere og produksjonsvolum som er regulert. Tabell 12 viser endringen for salgsinntekter og slaktevolum i perioden 2017 til 2021. For 2022 tallene er salgsinntekt og slaktevolum hentet fra 3. kvartalsrapporten og grosset opp til å gjelde hele året.

Slakte volume (GWT)	Prognose 2022	2021	2020	2019	2018	2017
Året totalt	444 116	465 600	439 829	435 904	375 237	370 346
Endring fra fjoråret	-5 %	6 %	1 %	16 %	1 %	-3 %
Snitt 2017 - 2021	4 %					
Salgsinntekt	Prognose 2022	2021	2020	2019	2018	2017
Året totalt	47 789 333	42 706 186	40 328 882	40 740 461	36 593 643	34 043 406
Endring fra fjoråret	12 %	6 %	-1 %	11 %	7 %	4 %
Snitt 2017 - 2021	6 %					

Tabell 12: Endring i slaktevolum og salgsinntekt målt mot fjoråret

Tabell 12 viser svingninger både når en ser på slaktevolum og salgsinntekt. Veksten i 2019 relateres til oppkjøp av K Strømmen Lakseoppdrett AS (Mowi ASA, 2019). I 2020 var det covid-pandemi, og mye stoppet opp. Utenlandske arbeidere måtte reise hjem, og det var utfordrende å få fatt på arbeidskraft. I tillegg var det rekordlav spotpris på oppdrettslaks (Mowi ASA, 2020). Begge disse årene er ekstraordinære og kan ikke vektas likt som de andre årene i tabellen.

7.2 Driftsinntekter

Driftsinntektene til Mowi ASA er salgsinntektene til sluttbruker og sees på samlet. Tallene fra konsolidert regnskap inneholder ikke internsalg i konsernet da disse blir eliminert i forbindelse med oppsetting av konsernregnskapet. Per 30.06.2022 er økningen i inntektene 12% mot 31.12.2021 regnskapet. Denne økningen relateres i stor grad til økning i lakseprisen ut til kunde da slaktevolumet pr andre og tredje kvartal er lavere enn samme periode 2021. Det forventes fortsatt vekst i 2023, og Mowi ASA, som verdensledende på lakseoppdrett, synes å ha gode fremtidsmuligheter. Dette er underbygget både i den strategiske analysen og i regnskapsanalysen. Regjeringen ønsker og en bærekraftig vekst for oppdrettsnæringen, noe som underbygger at det skal være en viss vekst i fremtids regnskapet. Mowi ASA ligger an til 12% vekst i 2022, og dette er unormalt høyt, og skyldes den gode lakseprisen som har vært i året. Dette antas å ville justere seg fremover og forventet økning fra 2022 til 2023 settes derfor til 7%. For resten av årene i fremtidsregnskapet settes forventet vekst i inntektene til 2% som er lik ønsket fremtidig inflasjon. Dette anses å være det beste estimatet (*Hva er inflasjon?*, n.d.).

7.3 Driftskostnader

7.3.1 Varekostnad og endring i varelager/biomasse

Varekostnader i konsernregnskapet gjelder kostnader fra eksterne leverandører da de interne kostnadene er eliminert i forbindelse med utarbeidelse av konsernregnskap. Disse sees på samlet.

Varekostnaden utgjør i snitt 48% av totale salgsinntekter i regnskapsperioden vi ser på. I 2016 og 2020 er den på sitt høyeste med 56%, mens første halvår 2022 utgjør den 33%. Slaktevolumet per juni 2022 er lavere i snitt enn i 2021. Dette kan være grunn til at varekostnaden er lavere akkurat denne perioden.

Varekostnaden i Lerøy ASA viser i samme periode et gjennomsnitt på 59% av salgsinntekten mens i SalMar ASA er gjennomsnittet 49%. Det velges å bruke snitt av varekostnaden i Mowi ASA de siste årene i fremtidsregnskapet, da dette er det beste estimatet som kan beregnes ut fra tilgjengelige opplysninger

7.3.2 Lønn, personal og pensjonskostnader

Lønnskostnaden i prosent av salget utgjør i snitt 13%, og varierer mellom 12% og 15%. Det er en forventning til økt lønnsvekst fremover, og Mowi ASA vil dekke inn denne via økte priser i den grad dette er mulig. Lønn i prosent av inntektene i fremtidsregnskapet settes til 13% i analyseperioden.

7.3.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnaden i prosent av salget utgjør også i snitt 13%, og varierer mellom 11% og 15%. Økte strømkostnader og prisvekst generelt gjør at andre driftskostnader vil øke, og dette hentes inn igjen ved økt pris på laks ut til kunde i den grad Mowi ASA styrer dette. Andre driftskostnader i prosent av inntektene i fremtidsregnskapet settes til 13% i analyseperioden.

7.3.4 Avskrivinger

Avskrivinger har variert mellom 4% og 9 % i analyseperioden, og snittet av disse er 7%. Det brukes derfor 7% som avskrivingskostnader i fremtidsregnskapet. For kontantstrøm og beregnet aksjepris har ikke avskrivningene innvirkning da de legges til igjen i kontantstrømmen.

7.4 Skatt

Nominell skattesats for selskapsskatt har de siste årene vært 22%. Mowi ASA har hatt en skattesats som varierer mellom 0% og 22% fra 2017 til 30.06.2022. Snittsatsen beregnes til 11%. Siden det er den operasjonelle driften av Mowi ASA som analyseres benyttes 22% nominell skattesats i fremtidsregnskapet.

7.5 Arbeidskapital

Det er vanlig å bygge opp mer arbeidskapital etter hvert som en vokser. Ved å analysere historisk nivå på arbeidskapitalen kan en dannes seg en forventning til fremtidig utvikling (Kaldestad & Møller, 2016). Arbeidskapitalen til Mowi ASA beregnes ved å trekke fra kortsiktig gjeld fra kortsiktige fordringer i perioden 2017 til 2021. 30.06.2022 velges å ikke ta med da arbeidskapitalen på dette tidspunkt er vesentlig bedre enn tidligere, og at formålet er å finne en realistisk snittprosent som kan beregnes av konsernets salgsinntekter i fremtidsregnskapet. Beregnet snitt for fremtidsregnskapet er 44%.

7.6 Investeringer (CAPEX)

Mowi ASA må opprettholde investeringene sine for å ha driftsmidler til produksjonen sin. Det historiske investeringsnivået må derfor analyseres og en må beregne historisk hvor stort investeringsbehovet har vært det enkelte år når netto tilganger måles mot inntektene. Anleggsregistrene i notene til årsrapportene for perioden 2017 til 2021 er gjennomgått for å finne netto investering. Denne er målt mot inntektene, og varierer mellom 2,06% og 6,24%, med et snitt i måleperioden på 4,47%. Denne faktoren brukes i beregningen av den frie kontantstrømmen.

RESULTAT	Oppgrosset 2022 total	2023	2024	2025	2026	2027
Inntekter	48 186 755	51 559 828	52 591 025	53 642 845	54 715 702	55 810 016
Varekostnad (48% av inntekt)	15 891 157	24 748 718	25 243 692	25 748 566	26 263 537	26 788 808
Beholdningsendring						
Bruttoresultat	32 295 599	26 811 111	27 347 333	27 894 280	28 452 165	29 021 208
Lønnskostnader (13% av inntekt)	5 940 039	6 702 778	6 836 833	6 973 570	7 113 041	7 255 302
Annen driftskostnad (13% av inntekt)	7 330 877	6 702 778	6 836 833	6 973 570	7 113 041	7 255 302
Tapskontrakter	(113 600)					
Lisens og produksjonskostnad	(18 800)					
EBITDA	19 157 082	13 405 555	13 673 666	13 947 140	14 226 083	14 510 604
Avskrivninger (7% av inntekten)	3 980 033	3 609 188	3 681 372	3 754 999	3 830 099	3 906 701
EBITA	15 177 049	9 796 367	9 992 295	10 192 141	10 395 983	10 603 903
Skattesats	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Beregnet skatt på EBITA	3 338 951	2 155 201	2 198 305	2 242 271	2 287 116	2 332 859
NOPLAT	11 838 098	7 641 167	7 793 990	7 949 870	8 108 867	8 271 044
Avskrivninger	3 980 033	3 609 188	3 681 372	3 754 999	3 830 099	3 906 701
Kontantstrøm	15 818 132	11 250 355	11 475 362	11 704 869	11 938 966	12 177 746
Arbeidskapital	21 202 172	22 686 324	23 140 051	23 602 852	24 074 909	24 556 407
Endring i netto arbeidskapital	2 569 647	1 484 152	453 726	462 801	472 057	481 498
Investeringer CapEx (4,47% av inntekt)	(2 153 948)	(2 304 724)	(2 350 819)	(2 397 835)	(2 445 792)	(2 494 708)
Fri kontantstrøm	16 233 831	10 429 782	9 578 269	9 769 835	9 965 231	10 164 536

Tabell 13: Fremtidsregnskap og beregning av fri kontantstrøm

7.7 Fri kontantstrøm og verdsettelse

Tabell 13 viser beregnet fremtidsregnskap utarbeidet på grunnlag av fremtidig anslått vekst i salg, fratrukket beregnede kostnader og endring i fremtidig arbeidskapital. Vi finner da den frie kontantstrømmen til Mowi ASA.

Videre må den frie kontantstrømmen neddiskonteres for hvert år i prognoseperioden. Verdiskapningen etter årene i prognosemodellen kan beregnes ved å estimere terminalverdien og neddiskontere denne til i dag. Vekstrenten som brukes er 2% og er lik forventet inflasjon, og anses som mest realistisk å bruke for å beregne alle fremtidige kontantstrømmer for Mowi ASA.

For å beregne terminalverdi og selskapsverdi brukes følgende formler:

$$Terminalverdi = \frac{FCFn + 1}{WACC - g}$$

Formel 8: Beregning Terminalverdi

$$Selskapsverdi = \sum_{t=1}^n \frac{FCF}{(1 + WACC)^t} + \frac{Terminalverdi}{(1 + WACC)^n}$$

Formel 9: Beregning Selskapsverdi

Tabell 14 under viser beregningen av terminalverdi og Enterprise value som er konsernverdien. Gjelden trekkes ut, og en har da totalverdien på aksjekapitalen. Denne deles på antall aksjer for å finne aksjeverdi per aksje:

Vekst i fri kontantstrøm etter år 5 2 %
WACC 7,80 %

År	0	1	2	3	4	5
Fri kontantstrøm	16 233 831	10 429 782	9 578 269	9 769 835	9 965 231	10 164 536
Discount rate		1,08	1,16	1,25	1,35	1,46
PV of CF		9 675 123	8 242 321	7 798 857	7 379 252	6 982 224
Total PV of CF	40 077 776					
CV						178 755 633
PV of CV	122 790 829 323					
Enterprise value	122 830 907 099					
Net debt	12 118 074 000					
Egenkapitalverdi	110 712 833 099					
Antall aksjer	517 111 091					
Pris per aksje	214,10					

Tabell 14: Beregnet pris per aksje ved bruk av fremtidig kontantstrøms beregning

Basert på estimatene som er gjort gjennom å utarbeide et fremtidsregnskap og den fremtidige kontantstrømmen er fundamentalverdien per aksje beregnet til kr 214,10.

8 Komparativ verdsettelse

Gjennom fremtidsprognoser og verdsettelse i kapittel 7 presenteres utfordringer med subjektive estimater i verdsettelse. For å gjennomføre en rimelighetssjekk av verdiestimatet i den fundamentale verdsettelsen vil her gjøres multippelanalyse.

31.12.2021

Tall i MNOK	Mowi ASA	Leroy ASA	SalMar ASA
Bokført egenkapital	31 821 292	19 323 102	15 483 176
Bokført rentebærende gjeld	16 796 550	6 318 382	4 906 560
Aksjer per 31.12.2021	517 111	595 774	117 800
BF verdi pr aksje	62	32	131
Aksjekurs per 31.12.2021	207	67	590
Markedsverdi egenkapital	107 041 977	39 916 858	69 502 000
Overskudd	4 959 690	2 781 094	2 668 120
EV (enterprise value)	123 838 527	46 235 240	74 408 560
EBITDA	10 671 463	4 862 820	4 257 648
Antall kilo slaktefisk	466 000	186 635	110 700
P/E	21,58	14,35	26,05
P/B	3,36	2,07	4,49
EV / EBITDA	11,60	9,51	17,48
EV / kilo	265,75	247,73	672,16
Gjennomsnitt P/E	20,66		
Gjennomsnitt P/B	3,31		
Gjennomsnitt EV/EBITDA	12,86		
Gjennomsnitt EV/kilo	395,21		

30.06.2022

Tall i MNOK	Mowi ASA	Leroy ASA	SalMar ASA
Bokført egenkapital	36 655 422	20 161 243	16 314 000
Bokført rentebærende gjeld	12 118 094	5 096 285	6 244 000
Aksjer per 30.06.2022	517 111	595 774	117 800
BF verdi pr aksje	71	34	138
Aksjekurs per 30.06.2022	224	70	692
Markedsverdi egenkapital	115 832 864	41 704 180	81 517 600
Overskudd	6 042 489	2 398 047	3 208 000
EV (enterprise value)	127 950 958	46 800 465	87 761 600
EBITDA	9 512 341	3 457 867	2 603 000
Antall kilo slaktefisk grossset opp	398 558	130 280	154 800
P/E	19,17	17,39	25,41
P/B	3,16	2,07	5,00
EV / EBITDA	13,45	13,53	33,72
EV / kilo	321,03	359,23	566,94
Gjennomsnitt P/E	20,66		
Gjennomsnitt P/B	3,41		
Gjennomsnitt EV/EBITDA	20,23		
Gjennomsnitt EV/kilo	415,73		

Tabell 15: Beregninger komparativ verdsettelse med 31.12.2021 tall og 30.06.2022 tall

8.1 Price to Earnings (P/E)

Pris/fortjeneste gir oss et innblikk i det predikerte resultatet fra aksjen. For Mowi ASA sin del får vi en P/E verdi på 21,6 per 31.12.2021 og 19,7 per 30.06.2022, som er rett over gjennomsnittet 31.12 og rett under gjennomsnittet per 30.06. Dette forteller at det forventes en høy vekst på konsernet i fremtiden, og at markedsverdien til aksjen er høy i forhold til inntjeningen.

Markedet forventer høyest vekst hos SalMar ASA, og lavest hos Lerøy ASA, og Mowi ASA ligger omtrent på snitt av disse tre konsernene. Tallene fra 2. kvartalsrapporten er ikke revidert, og de tyder på en fin utvikling utover i 2022, noe som og estimert pris per aksje viser i tabell 16 under.

Estimert pris pr aksje ved bruk av gjennomsnittsmultipl P/E

	<u>31.12.2021</u>	<u>30.06.2022</u>
Verdi EK	102 474 436	124 820 390
Antall aksjer	517 111	517 111
Verdi per aksje	198,17	241,38

Tabell 16: Estimert pris per aksje ved P/E modellen 31.12.2021 og 30.06.2022.

8.2 Price to Book (P/B)

Pris/bokført verdien måler markedsprisen i forhold til den bokførte verdien av egenkapitalen. Den forteller oss hvordan markedsverdien til egenkapitalen er priset i forhold til den bokførte verdien til egenkapitalen. Vi ser av tabell 17 at vi får en P/B verdi for Mowi ASA på 3,36 per 31.12.2021 og 3,16 per 30.06.2022. En P/B på 3,36 / 3,16 forteller at aksjen koster 3,36 / 3,16 ganger mer enn den bokførte aksjekapitalen i konsernet. En kan videre anta at markedet har tro på vekst for Mowi ASA, ettersom P/B ligger nær gjennomsnittet. Vi ser at SalMar ASA trekker snittet opp og Lerøy ASA trekker snittet ned. Funnene henger sammen med funn fra P/E beregningen.

Estimert pris per aksje per 30.06.2022 sees i sammenheng med P/E beregnet i avsnittet over, og gir en indikasjon på at verdien er rimelig.

Estimert pris pr aksje ved bruk av gjennomsnittsmultipl P/B

	<u>31.12.2021</u>	<u>30.06.2022</u>
Pris per aksje	203,45	241,61

Tabell 17: Estimert pris per aksje ved P/B modellen 31.12.2021 og 30.06.2022.

8.3 EV / EBITDA

Multipelen EV/EBITDA gjør det mulig å sammenligne kjernedriften til sammenlignende konsern og se hvordan de er verdsatt i markedet. Multipelen blander ikke operasjoner og kapitalstruktur på samme måte som multiplene P/E og P/B. Tabell 18 viser at SalMar ASA har den høyeste verdien, og trekker snittet opp. Mowi ASA havner litt under snitt mens Lerøy ASA har dårligst verdi også her.

Ved å estimere pris per aksje ved bruk av denne multipelen viser aksjeverdien en stor økning fra 31.12.2021 til 30.06.2022 på nesten 50%. Dette virker urimelig til tross for at Mowi ASA leverte vesentlig bedre resultater i sin andre kvartals rapport 2022 enn de har gjort de siste årene.

Estimert pris pr aksje ved bruk av gjennomsnittsmultipl EV/EBITDA

	<u>31.12.2021</u>	<u>30.06.2022</u>
EV	137 267 021	192 469 844
Netto rentebærende gjeld	16 796 550	12 118 094
Antall aksjer	517 111	517 111
Verdi per aksje	232,97	348,77

Tabell 18: Estimert pris per aksje ved EV/EBITDA modellen 31.12.2021 og 30.06.2022.

8.4 EV / Kg

Denne multipelén er bransjespesifikk og måler verdien til konsernet opp mot produksjonsnivået. Da det er aksjeverdien til Mowi ASA per 30.06.2022 som skal estimeres, og konsernet da kun har ½ års produksjon, velges det å grosse opp produksjonen til å gjelde hele året i stedet for halve året. Påstanden er underbygget i tabell 12 med å se på salgsinntekter og slaktevolum første og andre halvår i analyseperioden, hvor en da fikk bekreftet at produksjon og salg i hovedsak er størst om høsten. Multipelen er viktig for laksenæringen og brukes som er produksjonsmål i tillegg til «cost in boks». Tabell 19 viser at SalMar ASA trekker snittet veldig opp. En høy verdi her er knyttet til effektiv produksjon, noe som tyder på at SalMar ASA har oppnådd best resultater her i forhold til konkurrentene eller at SalMar ASA sine aksjer er overpriset. Mowi ASA ligger godt under snitt, og lavest av de tre konsernene.

Estimert pris pr aksje ved bruk av gjennomsnittsmultipel EV/kilo		
	<u>31.12.2021</u>	<u>30.06.2022</u>
EV	184 169 844	165 693 843
Netto rentebærende gjeld el bol	16 796 550	12 118 094
Antall aksjer	517 111	517 111
Verdi per aksje	323,67	296,99

Tabell 19: Oppsummering multipelanalyse Mowi ASA. pris per aksje ved EV/kilo modellen 31.12.2021 og 30.06.2022.

8.5 Oppsummering av komparativ verdivurdering

Ved å sammenligne verdiene i den komparative verdivurderingen kommer en frem til at børskursene er lavere enn den beregnede gjennomsnittsprisen per 31.12.2021 og 30.06.2022.

Oppsummering estimert pris	<u>31.12.2021</u>	<u>30.06.2022</u>
Price/Earning	198,17	241,38
Price/Book	203,45	241,61
EV/EBITDA	232,97	348,77
EV/kilo	323,67	296,99
Snitt pris per aksje	239,56	282,19
Oslo Børs pris	207,00	224,10
Forskjell	32,56	58,09

Tabell 20: Oppsummering multiplelanalyse Mowi ASA.

Det er stor variasjon i konsernene som brukes til sammenligningen. Likevel er vurderingen at Lerøy ASA og SalMar ASA er de beste konsernene å vurdere Mowi ASA mot, til tross for den store variasjonen. Begge konsernene er børsnoterte, og når en ser på norske lakseoppdrett er disse de som er nærmest Mowi ASA i størrelse og aktivitet. Analysene viser i hovedtrekk at SalMar ASA trekker snittet opp mens Lerøy ASA trekker snittet ned for multiplene per 31.12.2021. Denne rangeringen av konsernene er i hovedsak lik som det regnskapsanalysen viser i kapittel 5. Det er en stor endring i tallene per 30.06.2022, og dette underbygger at det er usikkerhet rundt multiplene og resultatet de gir. Betrakningene i komparativ analyse tas med videre i beregning av pris per aksje for Mowi ASA. På bakgrunn av funnene i de komparative analysene velges det å bare vektlegge analyseresultatet med 10% i den endelige verdivurderingen.

9 Sensitivitetsanalyse

Den fundamentale verdsettelsen vil sammen med komparativ verdsettelse danne grunnlaget for det endelige verdiesimatet til konsernet. Verdsettelse er ikke en nøyaktig vitenskap, men en estimering etter beste evne. Det er stor usikkerhet knyttet til valgene som er gjort i fremtidsregnskapet. Små justeringer i vurderingen som er gjort kan få store utslag i verdien man kommer frem til.

9.1 Endring i vekst rate og WACC

I en sensitivitetsanalyse ser en hvilke konsekvenser justeringer i vekstraten og WACC får på den gitte verdivurderingen.

		WACC							
		6,00 %	6,50 %	7,00 %	7,80 %	8,00 %	8,50 %	9,00 %	10,00 %
V E K S T	1 %	251,82	228,93	209,85	185,16	179,87	167,88	157,39	139,90
	2 %	310,44	275,95	248,35	214,10	206,96	191,04	177,40	155,22
	3 %	408,52	350,16	306,39	255,33	245,11	222,83	204,26	175,08
	4 %	605,22	484,18	403,48	318,54	302,61	268,99	242,09	201,74
	5 %	1 196,32	797,55	598,16	427,26	398,77	341,81	299,08	239,26
	6 %		2 366,32	1 183,16	657,31	591,58	473,26	394,39	295,79
	7 %	(1 170,90)	(2 341,79)		1 463,62	1 170,90	780,60	585,45	390,30
	8 %	(579,74)	(772,99)	(1 159,48)	(5 797,41)		2 318,96	1 159,48	579,74
	9 %	(382,96)	(459,55)	(574,44)	(957,40)	(1 148,87)	(2 297,75)		1 148,87
	10 %	(284,76)	(325,44)	(379,68)	(517,74)	(569,51)	(759,35)	(1 139,03)	

Tabell 21: Sensitivitetsanalyse Mowi ASA

Tabell 21 viser hvilke konsekvenser subjektive vurderinger kan ha på aksjeprisen. Med bare 0,2% høyere WACC og samme fremtidig forventning til veksten endrer den beregnede aksjeverdien seg med 7,14 kr. Med at fremtidig vekst er 3% i stedet for 2% øker den beregnede aksjeverdien med 41,23 kr. Dette belyser svakheter ved verdsettelse, og at små feilvurderinger kan få store utslag på verdsettelsen og beregnet aksjepris.

9.2 Økt pris på laksefor

Kvartalsrapportene til Mowi ASA i 2022 viser gode resultater, og at kostnadene i prosent er vesentlig redusert mot inntektene enn det de tidligere har vært i analyseperioden. I den strategiske analysen

kapittel 4.1.1 beskrives trusler fra leverandør, og risikoen for økt pris på innsatsfaktorene i forproduksjonen. Som nevnt der har leverandørene historisk praktisert en kost-pluss kontrakt mot kundene sine, altså at det er oppdrettsselskapene som er eksponert for endring i råvareprisene, og ikke leverandørene. Ved økte råvarekostnader kan det være at å øke lakseprisen tilsvarende ikke er mulig, da bransjen da kan oppleve redusert salg og at sluttbruker velger andre alternative matvarer.

Økonomiske faktorer beskrevet i kapittel 4.2.2 omhandler konsumprisindeksen som har steget med 6,3% fra juni 2021 til juni 2022, og matvareprisene som har økt med 5,6% i samme periode. Ved å øke kostnadene i fremtidsregnskapet til Mowi ASA med mellom 1% og 7% ser en i tabell 22 at aksjeprisen i den frie kontantstrømmen reduseres med ca kr 10 eller mellom 4,75% og 6,64% for hver prosentvis endring. Kostnaden justeres i fremtidsregnskapet når alt annet holdes konstant. Dette er ikke en realistisk forutsetning i virkeligheten da en endring ikke vil komme alene, men belyser hvor sensitiv aksjeprisen er for endring i tallene som er benyttet i analysen.

Økt kostnad	Aksjepris	Endring	Endring%
0 %	214,10		
1 %	203,93	-10,17	-4,75 %
2 %	193,75	-10,18	-4,99 %
3 %	183,58	-10,17	-5,25 %
4 %	173,41	-10,17	-5,54 %
5 %	163,23	-10,18	-5,87 %
6 %	153,06	-10,17	-6,23 %
7 %	142,89	-10,17	-6,64 %

Tabell 22: Økte kostnaders effekt på beregnet aksjepris i kontantstrøms modellen.

Dette viser at varekostnaden har stor innvirkning på aksjeverdien og hvor sensitiv aksjeprisen er når en beregner fremtidsprognoser og kontantstrøm. Små feilvurderinger kan gi store feil i verdsettelsen.

10 Oppsummering og handlingsstrategi

10.1 Oppsummering

Formålet med masteroppgaven er å estimere prisen på aksjene til Mowi ASA per 30.06.2022. Det blir da en differanse mellom aksjeprisen 30.06.2022 på Oslo Børs og den beregnede prisen i oppgaven. Den estimerte aksjeverdien danner grunnlaget for handlingsstrategien.

For å gi det beste grunnlaget for verdierestimeringen er det benyttet fundamental verdsettelse. De fremtidige kontantstrømmene ble beregnet ut fra total kapitalmetoden.

I den strategiske analysen er det identifisert et stort potensial for oppdrettsnæringen, og Mowi ASA som verdens største oppdrettsselskap på laks er i en unik posisjon. De kontrollerer hele verdikjeden i forbindelse med produksjonen sin, inkludert forproduksjon, og har en diversifisert drift. Dette er konkurransefortrinn for Mowi ASA.

Oppdrettsnæringen sine største utfordringer synes å være lakselus og lakserømlinger. Dette jobber Mowi ASA med å redusere og de har et publisert mål om null lakselus og null lakserømlinger. Årsrapportene og kvartalsrapportene viser at de ikke er der enda, men hele bransjen jobber samlet mot reduksjon og forbedring.

En trussel for Mowi ASA og bransjen som helhet er politiske forhold og skattepolitikken i Norge. Denne kan ikke elimineres, men påvirkningskraften til bransjen er absolutt til stede ved å tilpasse seg gjennom å øke produksjonen utenfor Norge og redusere denne i Norge.

29. september 2022 er aksjekursen for Mowi ASA kr 133,55, og kursfallet skyldes lekkasjer fra Statsbudsjettet for 2023. Det var store oppslag i mediene om den forventede lakseskatten som tilsa at alle oppdrettsselskap fikk en grunnrenteskatt på 40% på overskuddene sine, etter et bunnfradrag. Denne skatten er ment å ramme de store aktørene i bransjen mer enn de mindre, derav bunnfradraget. Bransjen opplevde og i 2021 at regjeringen innførte en produksjonsavgift på 40 øre per kilo produsert laks. Begrunnelsen var også da god lønnsomhet i bransjen på grunn av de gode klima og naturforholdene i Norge. Oppdrettsnæringen høster gode resultater gjennom å bruke våre felles naturressurser, og må gi noe tilbake til samfunnet. På den andre siden er det kapitalkrevende å få til vekst i oppdrettsnæringen, og for de som skal satse på videre bærekraftig vekst må det være noen incentiver i markedet.

Den fremtidige kontantstrømmen ble prognostisert på bakgrunn av regnskapsanalyse, strategisk analyse og avkastningskrav. Prognoseperioden som er brukt er 5 år fra og med 2023 og til og med 2028 hvorav 2022 er år null. Dette gav en konsernverdi på Mowi ASA på MNOK 122 830.

Per 30. juni 2022 var Mowi ASA sine aksjer priset til 224,10 på Oslo Børs. Den fundamentale verdsettelsen viser en aksjepris på kr 214,10. Det er og gjennomført multippelanalyser, og sluttberegningen etter disse viser en aksjepris på kr 282,19.

Den store forskjellen mellom aksjeprisen i den fundamentale verdsettelsen og multippelanalysene skyldes antakelig av fremtidsregnskapet som er satt opp for å finne fremtidig kontantstrøm opererer med forsiktig vekst på 2% i perioden 2024 og utover. Sensitivitetsanalysen viser hvor følsom aksjeprisen er for endringer i WACC og vekst, og med samme WACC og 3,5% vekst vil aksjeprisen i den fundamentale verdsettelsen være mer sammenfallende med multippelanalysene og gjerne med forventningene i markedet om fremtidig vekst. Der er og gjort en øvelse med å øke kostnadene med en prosent i intervallet 1% til 7% i fremtidsregnskapet for å se utslaget på aksjeprisen. Aksjeverdien reduseres med kr 10 for hver prosent kostnaden øker, noe som viser hvordan små endringer gir store utslag på beregnet aksjeverdi.

10.2 Handlingsstrategi

Målet med oppgaven har vært å ta fornuftige forutsetninger ved budsjettering av fremtidsregnskap på bakgrunn av forståelsen som er opparbeidet gjennom strategisk analyse, fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse.

Verdiestimatene avviker fra markedsprisen i hver sin retning, og små justeringer kan gi store endringer. Den fundamentale verdsettelsen anses som den mest pålitelige da den tar hensyn til flere faktorer. Denne vektet derfor med 90% og den komparative og supplerende verdsettelsen med 10%. Dette gir et verdiestimat på kr 220,19.

Metode	Verdi	Vekt	Vektet estimat
Fundamental	214,10	90 %	192,69
Komparativ	282,19	10 %	28,22
Endelig verdiestimat 30. juni 2022			220,91
Aksjepris Oslo Børs 30. juni 2022			224,10
Avvik		-1,42 %	-3,19

Tabell 23: Vektet verdiestimat

Tabell 23 viser at beregnet aksjepris avviker med 1,42% fra børskursen, noe som gir en hold-anbefaling på aksjen på dette tidspunkt.

Det er stor grad av usikkerhet i markedet, og for hvordan aksjekursen for Mowi ASA og de andre oppdrettsselskapene blir påvirket av lakseskatt, inflasjon og renter fremover.

Litteratur liste og referanser:

(+) *Stopper salg av laks til Russland: - Vi er sjokkert.* (2022, March 1).

<https://www.kyst.no/bakkafrost-russland-okonomi-og-marked/stopper-salg-av-laks-til-russland-vi-er-sjokkert/572551>

Akvakultur—Miljødirektoratet. (n.d.). Miljødirektoratet/Norwegian Environment Agency. Retrieved

October 21, 2022, from <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>

Avgift på produksjon av fisk. (n.d.). Skatteetaten. Retrieved November 6, 2022, from

<https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/avgifter/saravgifter/om/fisk/>

Bærekraftig mat og oppdrett av laks i Norge—Mowi. (n.d.). Retrieved October 19, 2022, from

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

Baksaas, K. M., & Hansen, Ø. (n.d.). *Finansregnskap med analyse* (3 utgave, 1. opplag 2022).

Gyldendal Akademiske.

Berge, A. (2016, November 17). Oppdrett og omdømme. *iLaks*. [https://ilaks.no/oppdrett-og-](https://ilaks.no/oppdrett-og-omdomme/)

[omdomme/](https://ilaks.no/oppdrett-og-omdomme/)

Bisnode SmartCheck. (n.d.). Retrieved October 22, 2022, from

<https://www.soliditet.no/selektering/search;jsessionid=684099E29A0AE10395ACB199AE63D2AC>

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any*

Assets (3re ed).

Eksportpris kr 72,88 for fersk laks i veke 41—Fisk.no. (n.d.). Retrieved October 23, 2022, from

<https://fisk.no/oppdrett/7643-eksportpris-kr-72-88-for-fersk-laks-i-veke-41>

Energi og havressurser. (n.d.). Norgesportalen. Retrieved October 23, 2022, from

<https://www.norway.no/no/missions/oecd-unesco/verdier-prioriteringer/energi-havressurser/>

- Finansdepartementet. (2022, September 28). *Grunnrenteskatt på havbruk* [Nyhet]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2929113/>
- fiskeridepartementet, N. (2021, July 6). *Havbruksstrategien—Et hav av muligheter* [Plan]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/havbruksstrategien-et-hav-av-muligheter/id2864482/>
- Framnes, A. (2021, December 7). Forbrukernes rolle i et bærekraftig matsystem. *Forbrukerrådet*. <https://www.forbrukerradet.no/siste-nytt/mat-og-handel/forbrukernes-rolle-i-et-baerekraftig-matsystem/>
- Fundamental analyse – Slik verdsetter du aksjer (del 1)*. (n.d.). Finanssans.no. Retrieved October 22, 2022, from <https://finanssans.no/fundamental-analyse>
- Global G.A.P.-sertifisering | Kiwa*. (n.d.). Retrieved October 23, 2022, from <https://www.kiwa.com/no/no/tjenester/global-g-a-p-sertifisering/>
- Home*. (n.d.). Blue unit. Retrieved October 23, 2022, from <https://blue-unit.com/>
- Hva er inflasjon?* (n.d.). SSB. Retrieved November 6, 2022, from <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/artikler/hva-er-inflasjon>
- Jensen (b_jensen), B.-A. (2022, April 5). *Sjømat- og lakseeksporten setter nye rekorder og nestenrekorder | IntraFish.no*. IntraFish.No | De Siste Nyhetene Om Oppdrettsnæringen. <https://www.intrafish.no/priser/sjomat-og-lakseeksporten-setter-nye-rekorder-og-nestenrekorder/2-1-1196142>
- Johnson, G., Whittington, R., Regnér, P., Angwin, D., & Scholes, K. (2020). *Exploring Strategy*. Pearson UK.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering* (2nd ed.). Fagbokforlaget.
- Kapitalverdimodellen (CAPM) | CAPM - Capital Asset Pricing Model—Kapitalverdimodellen*. (n.d.). Retrieved October 27, 2022, from <https://capm.no/capm-kapitalverdimodellen/>

kontor, S. (2021, June 4). *Inngår historisk frihandelsavtale med Storbritannia* [Pressemelding].

Regjeringen.no; regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/smk/pressemeldinger/2021/inngar-historisk-frihandelsavtale-med-storbritannia/id2857147/>

Kostrådene. (n.d.). Helsedirektoratet. Retrieved October 23, 2022, from

<https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer/kostrad-for-befolkningen>

KPI opp 6,8 prosent siste tolv måneder. (n.d.). SSB. Retrieved November 13, 2022, from

<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen/artikler/kpi-opp-6-8-prosent-siste-tolv-maneder>

Kraftig oppgang i matvareprisene trekker inflasjonen opp. (n.d.). Retrieved November 6, 2022, from

<https://e24.no/i/47MI3E>

Kværnes, M. (2022, October 31). *Mowi kjøper over halvparten av Arctic Fish for 1,9 milliarder*

kroner. Wwww.Dn.No. <https://www.dn.no/havbruk/mowi-kjoper-over-halvparten-av-arctic-fish-for-19-milliarder-kroner/2-1-1344225>

Laks til middag? (n.d.). Retrieved November 6, 2022, from [https://laksefakta.no/sunnhet-og-](https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/laks-til-middag/)

[helse/laks-til-middag/](https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/laks-til-middag/)

Landbaserte oppdrettsanlegg/lukkede anlegg. (n.d.). Havforskningsinstituttet. Retrieved October

23, 2022, from <https://www.hi.no/hi/temasider/akvakultur/landbaserte-oppdrettsanlegg-lukkede-anlegg>

Lov om akvakultur (akvakulturloven)—Lovdata. (n.d.). Retrieved October 23, 2022, from

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>

Lov om matproduksjon og mattrygghet mv. (Matloven)—Lovdata. (n.d.). Retrieved October 23,

2022, from <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2003-12-19-124>

- Misund (5890a152debb5), B. (2022, August 19). *Hvor lønnsomt var det å drive med lakseoppdrett i 2021? | IntraFish.no*. IntraFish.No | De Siste Nyhetene Om Oppdrettsnæringen.
<https://www.intrafish.no/kommentarer/hvor-lonnsomt-var-det-a-drive-med-lakseoppdrett-i-2021-/2-1-1280363>
- Misund, B. (2022). Fiskeoppdrett. In *Store norske leksikon*. <http://snl.no/fiskeoppdrett>
- Mowi ASA. (n.d.). *Mowi ASA, Salmon Farming Industry Handbook 2021* (p. 118).
- Mowi ASA. (2019). *Mowi ASA Annual Report 2019* (p. 149) [Årsregnskapsrapport].
- Mowi ASA. (2020). *Mowi ASA Annual Report 2020* (p. 312) [Årsregnskapsrapport].
- Mowi ASA. (2021). *Mowi ASA Annual Report 2021* (chrome-extension://efaidnbnmnnnibpcajpcgclclefindmkaj/https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi_Annual_Report_2021.pdf; p. 316) [Årsregnskapsrapport].
- Mowi ASA. (2022). *Mowi ASA Q2 2022 Rapport* (Kvartalsregnskap; p. 34).
- Mowi ASA Om oss—Norway*. (n.d.). Retrieved October 19, 2022, from <https://mowi.com/no/om-oss/>
- Nøkkelopplysninger fra Enhetsregisteret—Brønnøysundregistrene*. (n.d.-a). Retrieved October 23, 2022, from <https://w2.brreg.no/enhet/sok/detalj.jsp?orgnr=961056268>
- Nøkkelopplysninger fra Enhetsregisteret—Brønnøysundregistrene*. (n.d.-b). Retrieved October 23, 2022, from <https://w2.brreg.no/enhet/sok/detalj.jsp?orgnr=944663002>
- Nøkkeltall*. (n.d.). Retrieved October 23, 2022, from <https://nokkeltall.seafood.no/>
- Norges Sjømatråd, Sjømateksporten passerte 120 milliarder kroner i fjor*. (n.d.). Retrieved October 19, 2022, from <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/sjomateksporten-passerte-120-milliarder-kroner-i-fjor/>
- Normalavkastning i lønnsomhetsberegninger*. (n.d.). Enova. Retrieved November 12, 2022, from <https://www.enova.no/om-enova/drift/normalavkastning/>
- Olsen, S. (2018, January 17). Færøyene smadrer Norge i lakseproduksjon-sammenlikning. *iLaks*.
<https://ilaks.no/faeroyene-smadrer-norge-i-lakseproduksjon-sammenlikning/>
- Oppdrett*. (2019, December 17). [naturvernforbundet.no](https://naturvernforbundet.no/oppdrett/). <https://naturvernforbundet.no/oppdrett/>

Over en fjerdedel av Salmars markedsverdi forduftet. (n.d.). Retrieved November 6, 2022, from <https://e24.no/i/rIWB2m>

Penman, S. H. (n.d.). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (4th ed.).

PricewaterhouseCoopers. (n.d.). *Risikopremien 2021*. PwC. Retrieved October 22, 2022, from <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Sjømatpulsen 18. Mars 2021 Landbasert eller malplassert

https://www.youtube.com/watch?v=RlZAQ_0eyUQ - Google Search. (n.d.). Retrieved October 23, 2022, from

https://www.google.com/search?rlz=1C1GCEA_enNO932NO932&source=univ&tbm=isch&q=Sj%C3%B8matpulsen+18.+mars+2021+Landbasert+eller+malplassert+https://www.youtube.com/watch?v=3DRlZAQ_0eyUQ&fir=2xthOBp-VIH3DM%252CSocCT-LsN0qcbM%252C_%253BPkxuZv9FHNayuM%252CSocCT-LsN0qcbM%252C_%253BIJWnLsmRJthp8M%252CvFcgk4-jReJXhM%252C_%253BLrCk9c4MGwReTM%252C1R6IacG2KPS0M%252C_%253BD_0NqVghB2pcHM%252CvFcgk4-jReJXhM%252C_%253Bu2qG9kAYYXAd9M%252CSocCT-LsN0qcbM%252C_%253BG2vmZue_nz2EjM%252CvFcgk4-jReJXhM%252C_%253Bm0k0bSB20oLdGM%252CnqnnurjBxdsFCM%252C_%253Bw4GkfoIXCJnscM%252CnqnnurjBxdsFCM%252C_%253Bdwbts1jBoMtjvM%252Czslm95IKF31nAM%252C_%253B_&usg=AI4_-kS1pjzgUahBdgX2MYIKAQGYPIIQw&sa=X&ved=2ahUKEwj1ww2d7_b6AhWiSPEDHeFaAnwQjJkEegQICBAC&biw=1280&bih=577&dpr=1.5#imgrc=2xthOBp-VIH3DM

Slik påvirker laksen klimautslippene. (n.d.). Retrieved November 6, 2022, from

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/hvordan-pavirker-oppdrettslaksen-klimautslippene/>

Statsrenter. (n.d.). Retrieved October 22, 2022, from <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/>

Statsrenter—Syntetiske renter opphører. (n.d.). Retrieved October 22, 2022, from

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/syntetiske-renter/>

Stocks Oslo. (n.d.). Retrieved October 22, 2022, from

<https://live.euronext.com/nb/markets/oslo/equities/list>

Styringsrenten. (n.d.). Retrieved November 6, 2022, from [https://www.norges-](https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/)

[bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/](https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/)

Trygg sjømat. (n.d.). Retrieved November 6, 2022, from [https://laksefakta.no/sunnhet-og-](https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/trygg-sjomat/)

[helse/trygg-sjomat/](https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/trygg-sjomat/)

Vi er avhengige av havet. (n.d.). Universitetet i Bergen. Retrieved October 23, 2022, from

<https://www.uib.no/matnat/136406/vi-er-avhengige-av-havet>

Vøllestad, A. (2022). Laks. In *Store norske leksikon*. <http://snl.no/laks>