



# Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Mowi ASA

## MOWI®

**Ingebreth Mossige og Magnus Vorren**

**Veileder: Kjell Henry Knivsflå**

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

# Sammendrag

Vi har i denne masteroppgaven gjennomført en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av oppdrettsselskapet Mowi ASA ("Mowi"), hvor formålet var å estimere verdien av egenkapitalen til selskapet per 31. desember 2020. Vi har benyttet en fundamental verdivurdering som hovedmetode, og det endelige verdiestimatet ble videre sammenlignet med børskursen den 3. mai for å gi en anbefalt handlestrategi.

Den strategiske analysen i del 1 og den strategisk rentabilitetsanalyse som vi utførte i del 2 av oppgaven ga oss innsikt i Mowis og bransjens underliggende økonomiske forhold og historiske lønnsomhet. Den strategiske regnskapsanalysen viste at Mowi hadde en strategisk fordel på 16,9 % over analyseperioden som kan forklares med en stor bransjefordel på 18,8 % som kan forklares gjennom den lave tilbudsveksten som følge av den strenge reguleringen av konsesjoner. Videre fant vi at Mowi hadde en ressursulempet på 2 % i forhold til bransjen, som er antatt å ha sammenheng med dårlig lønnsomhet i enkelte regioner over perioden.

Innsikten fra den strategiske rentabilitetsanalysen ble videre lagt til grunn ved utarbeidelsen av fremtidsregnskap og -krav, i form av fastsettelse av veksten til de ulike budsjettdriverne. I den fundamentale verdivurderingen kom vi frem til et verdiestimat basert på kontantstrømmene som ble utledet av fremtidsregnskapet ved å neddiskontere de til dagens verdi ved hjelp av fremtidskravene. Dette resulterte i et verdiestimat på 171,9 kr per aksje, og for å fastslå usikkerheten i verdiestimatet ble det videre foretatt en simuleringsanalyse med påfølgende analyse av sensitivitet for de mest betydningsfulle budsjettdriverne. Analysen ga innsikt i usikkerheten tilknyttet vårt opprinnelige verdiestimat, og fastslo at den var betydelig, hvor verdiestimatet var særlig sensitivt for endringer i netto driftsmargin og driftsinntektsveksten ved budsjettthorisonten.

Vi benyttet oss av en multippelvurdering som en supplerende verdivurdering, hvor vi fikk et verdiestimat på 147,6 kr per aksje. Det endelige verdiestimatet, basert på en vektning av de to verdiestimatene, ga oss et estimat på 168,5 norske kroner. Den 3. mai 2021 var børskursen til selskapets aksjer 202,6 kr, noe som innebærer at oppgaven konkluderer med en salgsanbefaling på aksjen.

# Forord

Denne masteroppgaven inngår som en del av vår toårige mastergrad i regnskap og revisjon (MRR) ved Norges Handelshøyskole, hvor formålet er at vi på bakgrunn av vår tilegnede kunnskap hittil i studieløpet skal gjennomføre et selvstendig arbeid.

Temaet for masteroppgaven ble i hovedsak bestemt på bakgrunn av interessen som er fattet for verdivurdering fra kurs som inngår i mastergraden, men også relevansen temaet har innenfor revisjon, hvor verdivurdering og rimelighetssjekk av forutsetningene som ligger til grunn i en verdivurdering har blitt en stadig større del av den årlige revisjonen etter innføringen av IFRS. Teamet favner også et bredt spekter av emner som strategi, regnskap og finans, noe som gjør det til en fin måte å avslutte studieløpet på.

Vi har i denne utredningen gjennomført en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Mowi. Selskapet er verdens største oppdrettsselskap målt i omsetning, slaktevolum og markedsverdi, og har dermed en interessant strategisk posisjon. Videre anså vi oppdrettsnæringen som en spennende og fremtidsrettet næring vi hadde et ønske om å fordype oss mer i for å få en dypere innsikt i bransjen. Norge har også en lang tradisjon innenfor fiskeri, og vi finner det derfor interessant å vurdere hvordan lakseoppdrett kan være med å bringe denne tradisjonen videre. Med dette som utgangspunktet fant vi det interessant å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Mowi.

Prosessen med oppgaven har vært lang og omfattende, men også meget lærerik og interessant. Arbeidet med oppgaven har gitt oss innsikt i hvordan en verdivurdering utføres i praksis, samt nyttig erfaring som kommer godt med i rollen som revisor.

Til slutt vil vi takke vår dyktige veileder Kjell Henry Knivsflå for raske, gode og hjelpsomme tilbakemeldinger gjennom hele prosessen.

# Innholdsfortegnelse

Sammendrag.....	
<b>Forord .....</b>	<b></b>
<b>1 Introduksjon .....</b>	<b>1</b>
1.1 Formål og problemstilling.....	1
1.2 Selskap .....	1
1.3 Avgrensninger.....	1
1.4 Oppgavens struktur og rammeverk .....	2
<b>2 Presentasjon av Mowi og oppdrettsbransjen .....</b>	<b>3</b>
2.1 Selskapet .....	3
2.1.1 <i>Historikk</i> .....	3
2.1.2 <i>Strategi</i> .....	5
2.1.3 <i>Bærekraft</i> .....	6
2.1.4 <i>Merkevare</i> .....	7
2.1.5 <i>Industry 4.0 og Smart farming</i> .....	8
2.1.6 <i>Nye typer oppdrettsanlegg og postsmolt</i> .....	9
2.1.7 <i>Organisasjon</i> .....	10
2.1.8 <i>Mowi i dag</i> .....	11
2.1.9 <i>Aksjen</i> .....	13
2.1.10 <i>Nøkkeltall og finansiell utvikling</i> .....	15
2.2 Oppdrettsbransjen .....	17
2.2.1 <i>Laks som matvare</i> .....	17
2.2.2 <i>Etterspørsel etter laks</i> .....	18
2.2.3 <i>Tilbud av laks</i> .....	19
2.2.4 <i>Substitutter</i> .....	21
2.2.5 <i>Bærekraftig produksjon</i> .....	21
2.2.6 <i>Laksemarkedet</i> .....	22

2.2.7	<i>Bransjestruktur</i>	23
2.2.8	<i>Lakseproduksjon og kostnadsstruktur</i>	24
2.2.9	<i>Inngangsbarrierer - konsesjoner</i>	25
2.2.10	<i>Regnskapspraksis i laksebransjen</i>	25
2.3	<b>Makroforhold</b>	26
2.3.1	<i>Politiske og juridiske forhold</i>	26
2.3.2	<i>Økonomiske forhold</i>	27
2.3.3	<i>Sosiokulturelle forhold</i>	28
2.3.4	<i>Innovasjon og teknologiske forhold</i>	29
2.3.5	<i>Miljømessige forhold</i>	29
2.4	<b>Konkurrenter</b>	29
2.4.1	<i>SalMar</i>	30
2.4.2	<i>Lerøy Seafood Group</i>	31
2.5	<b>Sammenligning med bransjen</b>	32
<b>3</b>	<b>Verdivurderingsmetoder</b>	<b>38</b>
3.1	<b>Oversikt over ulike verdivurderingsmetoder</b>	38
3.1.1	<i>Fundamental verdivurdering</i>	38
3.1.2	<i>Komparativ verdivurdering</i>	39
3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdivurdering</i>	40
3.2	<b>Valg av verdivurderingsmetode</b>	41
3.2.1	<i>Begrunnelse for valg av verdivurderingsmetode</i>	42
<b>4</b>	<b>Strategisk analyse</b>	<b>43</b>
4.1	<b>Rammeverk for strategisk analyse</b>	43
4.2	<b>Bransjeorientert analyse</b>	44
4.2.1	<i>PESTEL</i>	44
4.2.2	<i>Porters fem konkurransekrefter</i>	48
4.3	<b>Intern ressursbasert analyse</b>	54

4.3.1	<i>SVIMA-analyse</i> .....	54
4.3.2	<i>Oppsummering Barney/SVIMA</i> .....	61
4.4	Oppsummering av strategisk fordel - SWOT .....	61
4.5	Strategisk fordel .....	63
4.5.1	<i>Bransjefordel</i> .....	63
4.5.2	<i>Ressursfordel</i> .....	64
4.5.3	<i>Konklusjon strategisk fordel</i> .....	64
<b>5</b>	<b>Regnskapsanalyse</b> .....	<b>66</b>
5.1	Rammeverk og praktiske valg .....	66
5.1.1	<i>Analysenivå</i> .....	66
5.1.2	<i>Komparative selskap</i> .....	67
5.2	Presentasjon av rapporterte tall .....	67
5.3	Trailing av årsregnskap .....	69
5.4	Omgruppering for analyse .....	70
5.4.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i> .....	70
5.4.2	<i>Omgruppering av balansen</i> .....	78
5.4.3	<i>Kontantstrømmen</i> .....	84
5.5	Analyse av målefeil og justering.....	85
5.5.1	<i>Justering</i> .....	88
5.6	Omgruppert og justert regnskap.....	92
5.7	Bransjens omgrupperte og justerte regnskap .....	93
5.8	Rammeverk for forholdstallsanalyse .....	95
5.8.1	<i>Tidsvektning</i> .....	96
<b>6</b>	<b>Analyse av risiko</b> .....	<b>97</b>
6.1	Analyse av kortsiktig risiko - likviditetsanalyse .....	97
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i> .....	98
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i> .....	99

6.1.3	<i>Finansiell likviditetsgrad</i>	100
6.1.4	<i>Langsiktig finansiell gjeldsdekning</i>	101
6.1.5	<i>Rentedekningsgrad</i>	102
6.2	Analyse av langsiktig risiko - soliditetsanalyse	104
6.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	104
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	106
6.2.3	<i>Kapitalstruktur</i>	107
6.3	Syntetisk rating	109
6.4	Oppsummering kredittrisikoen	111
<b>7</b>	<b>Historisk avkastningskrav</b>	<b>113</b>
7.1	Teori	113
7.1.1	<i>Egenkapitalkravet</i>	113
7.1.2	<i>Minoritetsinteressekravet</i>	114
7.1.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	115
7.1.4	<i>Netto driftskrav</i>	115
7.2	Egenkapitalkrav	116
7.2.1	<i>Risikofri rente</i>	117
7.2.2	<i>Egenkapitalbeta</i>	120
7.2.3	<i>Årlig egenkapitalbeta</i>	124
7.2.4	<i>Risikopremie</i>	125
7.2.5	<i>Andre risikopremier</i>	126
7.3	Egenkapitalkrav og krav til netto finansiell gjeld	127
7.3.1	<i>Egenkapitalkrav</i>	127
7.3.2	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	127
7.4	Krav til netto driftskapital	132
<b>8</b>	<b>Lønnsomhetsanalyse</b>	<b>134</b>
8.1	Superrentabilitet til egenkapitalen	135

8.2 Dekomponering av strategisk fordel.....	138
8.3 Driftsfordel.....	140
8.3.1 Bransjefordel.....	141
8.3.2 Ressursfordel.....	142
8.3.3 Giringfordel.....	148
8.3.4 Oppsummering driftsfordel.....	149
8.4 Finansieringsfordel .....	150
8.4.1 Netto finansiell gjeld.....	150
8.4.2 Oppsummering finansieringsfordel .....	155
8.5 Bransjespesifikke nøkkeltall .....	155
8.6 Oppsummering strategisk fordel.....	156
<b>9 Fremtidsregnskap .....</b>	<b>158</b>
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap.....	158
9.2 Praktiske valg.....	159
9.2.1 Budsjettmodell og budsjett drivere .....	159
9.2.2 Budsjett horisont.....	159
9.2.3 Fremskrivningsteknikk for budsjett drivere .....	160
9.3 Budsjettering av driftsinntektsveksten.....	161
9.3.1 Driftsinntektsvekst.....	161
9.4 Budsjettering av andre driftsmessige budsjett drivere .....	165
9.4.1 Netto driftseiendeler.....	166
9.4.2 Netto driftsmargin.....	167
9.5 Budsjettering av finansposter.....	168
9.5.1 Netto finansiell gjeldskostnad.....	169
9.5.2 Minoritetsdel.....	170
9.5.3 Minoritetsresultat.....	171
9.6 Presentasjon av fremtidsregnskap.....	171



9.6.1 Resultatregnskap.....	172
9.6.2 Netto driftskapital .....	172
9.6.3 Fri kontantstrøm .....	172
<b>10 Fremtidskrav .....</b>	<b>173</b>
10.1 Verdivektene .....	173
10.2 Avkastningskrav til egenkapital og minoritet.....	174
10.2.1 Fremtidig risikofri rente .....	174
10.2.2 Fremtidig markedsrisikopremie.....	175
10.2.3 Fremtidig Illikviditetspremie .....	176
10.2.4 Fremtidig årlig egenkapitalbeta .....	176
10.2.5 Presentasjon av fremtidig krav til egenkapital og minoritet .....	176
10.2.6 Finansielle krav .....	177
10.2.7 Fremtidig netto finansielt gjeldskrav.....	178
10.2.8 Krav til netto driftskapital.....	178
10.3 Analyse av budsjett - superrentabilitet.....	179
<b>11 Fundamental verdivurdering .....</b>	<b>180</b>
11.1 Egenkapitalmetoden.....	180
11.1.1 Fri kontantstrømmodellen.....	180
11.1.2 Superprofittmodellen.....	181
11.1.3 Superprofittvekst-modellen .....	181
11.2 Selskapskapitalmetoden.....	181
11.3 Første verdiestimat.....	182
11.3.1 Egenkapitalmetoden.....	183
11.3.2 Selskapskapitalmetoden .....	184
11.3.3 Oppsummering første verdiestimat .....	184
11.4 Verdiestimat med virkelige kapitalvekter.....	185
11.4.1 Konvergens mot endelig verdiestimat.....	186

11.4.2	<i>Vurdering av konvergent verdiestimat</i> .....	187
11.4.3	<i>Justering for konkursrisiko</i> .....	190
11.5	Usikkerhet – simulerings- og sensitivetsanalyse .....	191
11.5.1	<i>Simuleringsanalyse</i> .....	191
11.5.2	<i>Sensitivetsanalyse</i> .....	197
11.6	Oppsummering av fundamental verddivurdering .....	200
11.7	Supplerende verdsettelse.....	200
<b>12</b>	<b>Konklusjon</b> .....	<b>204</b>
12.1	Oppsummering.....	204
12.2	Handlestrategi .....	206
	<b>Bibliografi</b> .....	<b>208</b>
	<b>Figuroversikt</b> .....	<b>220</b>
	<b>Tabelloversikt</b> .....	<b>223</b>
	<b>Appendiks</b> .....	<b>227</b>

# 1 Introduksjon

I oppgavens innledende kapittel vil det kort bli gitt en oversikt over oppgaven og dens problemstilling og formål, samt avgrensninger.

## 1.1 Formål og problemstilling

Formålet med oppgaven er å verdivurdere Mowi ASA ved bruk av en fundamental verdivurderingsmetode. Verdiestimatet vi kommer frem til vil videre sammenlignes mot den verdien markedet priser selskapet til, og avslutningsvis vil vi anbefale en handlestrategi: kjøp, hold eller selg.

Problemstillingen for oppgaven er dermed:

“Hva er verdien av egenkapitalen til Mowi per 31.12.2020?”

## 1.2 Selskap

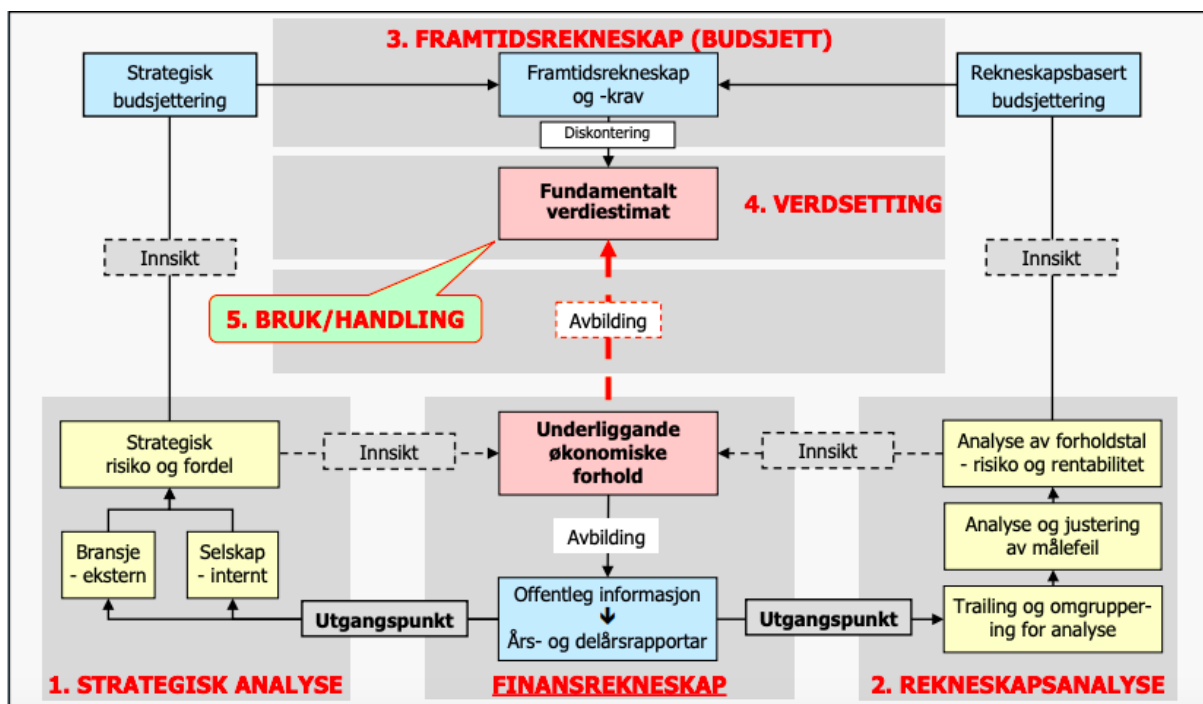
Vi har valgt å verdivurdere Mowi ASA, heretter omtalt som Mowi, et selskap som driver med lakseoppdrett. Valget falt på Mowi ettersom det er det største selskapet og er det selskapet som tilsynelatende har størst grad av integrasjon i verdikjeden. Videre opplever vi det interessant å fordype oss i en bransje som er relativ moden og oversiktlig bransje hvor det er stor konkurranse mellom tilbyderne. Dermed ble det naturlig å velge oppdrettsbransjen og Mowi.

## 1.3 Avgrensninger

Opgaven er utarbeidet med utgangspunkt i offentlig informasjon i form av årsrapporter og nyhetsartikler og lignende, samt ulike fremtidsestimater fra eksperter eller anerkjente organisasjoner. For regnskapsinformasjonen er årsrapportene til de aktuelle selskapene benyttet, hvor det for alle selskap i bransjen er benyttet årsrapporten for 2020 som seneste tilgjengelig informasjon. For andre informasjonskilder har vi vurdert det som forelå av informasjon per 03.05.2021. Videre er sammenligningsgrunnlaget begrenset til norske selskaper som er notert på Oslo Børs, selv om andre selskaper kan bli nevnt.

## 1.4 Oppgavens struktur og rammeverk

Strukturen til oppgaven vil være basert på rammeverket for verdivurdering som presentert i Kjell Henry Knivsflå sitt kurs i verdsettelse, BUS440A. Oppgaven vil derfor bli delt opp i tre deler i tråd med nevnte rammeverk. Først vil vi foreta en strategisk analyse, hvor vi gjennomgår både selskaps- og bransjeforhold som vil danne basisen for fremtidsprognosene. Deretter vil vi foreta en regnskapsanalyse for å vurdere den historiske lønnsomheten til selskapet og bransjen, samt om selskapet innehar en strategisk ressursfordel som analysert i første del. I tredje og siste del av verdivurderingen vil vi utarbeide et fremtidsregnskap og fremtidsavkastningskrav ved å nyttiggjøre oss informasjon som er innhentet i de øvrige delene, og vil danne grunnlaget for verdierestimater. Prosessen er ytterligere illustrert i figur 1-1 nedenfor, og vil fungere som et kart for oppgaven.



Figur 1-1 Rammeverk for verdivurdering (Knivsflå, 2021a)

I oppgaven er det presentert en rekke tabeller og figurer. Vi vil nummerere de etter kapittelet de tilhører, og en fullstendig oversikt over alle figurer og tabeller er presentert etter innholdsfortegnelsen. Alle finansielle tallstørrelser er oppgitt i millioner euro (MEUR), med mindre annet er oppgitt.

## 2 Presentasjon av Mowi og oppdrettsbransjen

I oppgavens andre kapittel starter vi med å presentere vårt valgte selskap, Mowi. Videre følger en presentasjon av oppdrettsbransjen, samt viktige drivere og forhold som påvirker lønnsomheten i bransjen. Videre vil Mowis nærmeste konkurrenter bli presentert og sammenlignet med Mowi for å kartlegge eventuelle strategiske ressursavvik dem imellom. Dette kapittelet vil være det faktabaserte grunnlaget for analysene som vil bli utført i kapittel 4.

### 2.1 Selskapet

Mowi er et oppdrettsselskap med hovedkontor i Bergen. Det er verdens største oppdretter av atlantisk laks, og hadde i 2020 et slaktevolum på 440 000 tonn laks i sløyd vekt (GWT). Selskapet er en helintegreert aktør med virksomhet i Norge, Skottland, Irland, Færøyene, Nord-Amerika og Chile, hvor Norge, Skottland og Chile står for 90 % av slaktevolumet. Selskapet skiller seg fra andre aktører ved at de er en stor aktør, driver oppdrett på alle vesentlige lokaliteter hvor det drives med oppdrett av atlantisk laks i dag, produserer sitt eget fiskefôr, samt er i prosessen med å bygge sin egen merkevare (Mowi, 2021a).

#### 2.1.1 Historikk

Mowi har røtter tilbake til 1960-tallet, og var med på oppstarten av oppdrett i Norge, som først ble utbredt på 1970-tallet. Selskapet i dagens form har en nyere opprinnelse, hvor det er et resultat av konsolideringen man har sett i bransjen etter krisen bransjen opplevde på starten av 2000-tallet. I 2006 bestod selskapet av tidligere Marine Harvest Group (Mowi), Pan Fish og Fjord Seafood. Pan Fish var da det overtakende selskap, men i desember 2006 ble selskapet rebrandet til Marine Harvest, som ble selskapets navn i 12 år. Dagens selskap hadde i 2020 14 500 ansatte fordelt på 25 land, og en samlet omsetning på 3,8 milliarder euro (Mowi, 2021a).

Mowi ble grunnlagt i 1964 og var en av pionerene i oppstarten av oppdrett av laks i Norge. Samtidig som den første generasjonen ble sjøsatt i 1969, kjøpte Norsk Hydro 50 % av selskapet. I 1980 foretok selskapet flere oppkjøp samtidig som Norsk Hydro skaffet seg kontroll over hele selskapet og selskapet ble hetende Hydro Seafood. I mars 2001 solgte Norsk Hydro selskapet til Nutreco, som da ble innlemmet i Marine Harvest Group (Mowi, 2021a; NTB, 2000). Lave

priser på laks på starten av 2000-tallet førte til en krise i bransjen, og selskapet Pan Fish fikk spesielt store problemer som følge av selskapets finansielle stilling. Den etterfølgende restruktureringen av selskapet medførte at bankene DNB og Nordea tok kontroll over selskapet, hvorpå John Fredriksen kort tid senere betalte i underkant av 800 millioner kroner for Nordea sine aksjer i selskapet (Gjerde, 2007). Fredriksen fikk med dette en eierandel i Pan Fish på 50 %. Senere i 2006 kjøpte Fredriksen også Marine Harvest Group fra Nutreco, og la selskapet under Pan Fish. Senere i 2006 blir også Fjord Seafood en del av Pan Fish, som skiftet navn til Marine Harvest samme år (Hadland & Loddervik, 2006). Dette var navnet på selskapet frem til 2018 hvor man gikk tilbake til røttene og endret navnet til Mowi. Navnet henspiller på delen av dagens selskap som tidligere nevnt var en pioner innen norsk lakseoppdrett på 70-tallet, samt navnet på genvarianten av atlantisk laks Mowi benytter i dag.

I 2012 etablerte selskapet sin egen fôrproduksjon for å få økt kontroll over verdikjeden. Ifølge årsrapporten for 2020 var selskapet selvforsynt med fôr i Europa i 2020 med en total produksjon på i underkant av 400 000 tonn fra fabrikkene i Norge, mens den skotske fabrikkene stod for 150 000 tonn av en produksjonskapasitet på 240 000 tonn. Fabrikkene i Skottland stod klar i 2019 og produserte 50 000 i siste halvår av 2019, noe som medførte at selskapet fikk en selvforsyningsgrad på 96 % i Europa i 2020 (Mowi, 2021a).

Fra 2013 til 2017 gjorde selskapet flere oppkjøp av blant annet Morpol, Gray Aqua Group og Northern Harvest. De to sistnevnte var oppdrettsselskap lokalisert i Canada og medførte at Marine Harvest Canada East ble etablert i 2017. Morpol ble 30. juni 2010 notert på Oslo Børs, og drev med videreforedling av laks, samt salg og distribusjon av ferdige lakseprodukter. Selskapet, som ble etablert i Utska i Polen, var ved børsnotering verdensledende innen røykelaks, og hadde 3 000 ansatte fordelt på åtte land (Hatlem, 2010). Ved oppkjøpet av Morpol ble Mowi den største produsenten av røkt laks i verden, og har i dag produksjon av røykelaks i Polen, Storbritannia, Frankrike, Belgia og Tyrkia. (Mowi, 2020a).

I 2019 ble det hittil siste oppkjøpet gjort, hvor selskapet kjøpte opp K. Strømmen Lakseoppdrett for 790 MNOK. Selskapet er et familiedrevet norsk oppdrettsselskap med fire lisenser i Mowi region Midt, og vil gi bedre utnyttelse av eksisterende eiendeler i regionen (Olsen, 2019).

I desember 2020 inngikk Mowi en avtale om å selge sin eierandel i det felleskontrollerte selskapet DESS Aquaculture Shipping (DESS Aqua) til et selskap kontrollert av Antin Infrastructure Partners for 115 millioner euro. Selskapet har en flåte på åtte brønnbåter, en slaktebåt og tre servicebåter. Fra Mowi sin side så gikk de inn i samarbeidet med sikte på å styrke sine oppdrettsaktiviteter, da formålet til DESS Aqua var å bygge, eie og drifte fartøy relatert til oppdrett (Mowi, 2021a). En åpenbar risiko for Mowi ville være at ratene på brønnbåter økte kraftig slik man så i forrige offshore-boom, så ved å ha en egen flåte hedget man noe av den risikoen (Berge, 2020).

### **2.1.2 Strategi**

Mowi er en fullintegret aktør innenfor sjøbasert lakseoppdrett, og er den største aktøren i bransjen globalt. Visjonen til selskapet er “Leading the blue revolution”, som spiller på de endringene som bransjen er nødt til å gjennomføre med hensyn til klimakrisen, fiskehelse og miljøpåvirkning, samtidig som sjømat har en enorm mulighet til å ta over for kilder til protein med høyt klimaavtrykk, i hovedsak storfe og gris. Ifølge Mowi (2020a) er konsumet av storfe og gris på til sammen 188 millioner tonn årlig. Til sammenligning er konsumet av atlantisk laks på bare to millioner tonn årlig, så om atlantisk laks bare erstatter en liten del av markedsandelen storfe og gris har i dag, så vil den årlige tilbudsveksten av atlantisk laks på 8 % være bærekraftig også i lang tid fremover. Om vi legger til grunn 8 % årlig vekst vil tilbudet av atlantisk laks være rundt 20 millioner tonn i 2050, tidspunktet hvor EU har uttalt at unionen skal være klimanøytral.

For at Mowi skal kunne ta del i denne utviklingen, finner selskapet det som viktig å være ledende på de delene av verdikjeden de anser som kritisk. Områdene selskapet har valgt ut i årsrapporten for 2019 er (Mowi, 2020b):

- Produksjon av høykvalitets fiskefôr til laks
- Oppdrett av sunn og sikker laks til egen videreforedling og salg til tredjeparter
- Foredling og salg av sunne, smakfulle og innovative ferdigprodukter innenfor sjømat

Kort fortalt så starter verdikjeden til Mowi før alle aktørene i bransjen, og slutter etter den gjennomsnittlige aktøren i bransjen. Med denne strategien ønsker Mowi å levere et bedre produkt ved å ha selv ha mulighet til å velge hvilke ingredienser som benyttes i fôr, samt å

levere produkter som bedre tilfredsstillende behovene blant kundene ved å ha egen kompetanse og distribusjon i salgsleddet.

### **2.1.3 Bærekraft**

Selskapet har i de senere år blitt mer opptatt av bærekraften til oppdrettsnæringen, hvor de i 2019 ble det første selskapet innenfor sjømat som utstedte et grønt obligasjonslån. Dette er en billig finansiering med en kupongrente bare 160 basispunkter over EURIBOR, i bytte mot at provenyet fra obligasjonen blir brukt til formål som fremmer bærekraft innenfor lakseoppdrett. Tiltak som kan finansieres med obligasjonen er sikring av ingredienser som hindrer avskoging, sertifisering av anlegg i henhold til ASC, øke energieffektiviteten til fabrikker og oppdrettsanlegg, redusere vannbruken og bedre håndtering av avløpsvann (RAS-anlegg), bedre håndtering av avfall og overgang til sirkulær økonomi i driften, samt finansiering av forskning og utvikling som kan bidra positivt inn mot problemene som er nevnt (Mowi, 2020c).

Mowi nevner også at et problem med dagens regulering er at den ikke er streng nok på enkelte områder, blant annet hva gjelder opprinnelsen til fiskefôr, lakserømming, forurensing av havbunnen og bruken av medisin og antibiotika. De har derfor, som mange andre i industrien, valgt å sertifisere anleggene sine i henhold til ASC-standarden for oppdrett av atlantisk laks. Å bli sertifisert vil si at man driver lakseoppdrett på en bærekraftig måte, hvor man gjennom driften i det vesentlige har redusert de negative effektene lakseoppdrett historisk har hatt på havbunnen og bestander av villfisk, samt de større effektene med tanke på klimautslipp og bruken av marine ingredienser i fôr. Fra 2015 til 2019 har andelen anlegg som er ASC-sertifiserte økt fra 24 % til 37 %, mens i absolutte tall er det 60 nye anlegg som er sertifisert, fra 39 i 2015 til 99 i 2019. Basert på årsrapporten for 2019 jobber selskapet mot å tilfredsstille det kommende tillegget i ASC-standarden som vil skjerpe de fôr-spesifikke kravene oppdrettere må tilfredsstille i dag. (Mowi, 2020b)

Den 24. mars i år slapp Netflix *Seaspiracy*, en dokumentar laget av Kip Andersen, som tar for seg problematiske forhold hva gjelder menneskets forvaltning av havets ressurser. Produsenten er samme person som stod bak dokumentaren *Cowspiracy*, en dokumentar som tok for seg problemene relatert til produksjon av animalske protein. *Seaspiracy* har fått overveldende mottakelse av de som argumenterer for et plantebasert kosthold, mens aktører i fiskeindustrien



og forskere innenfor det maritime har kritisert filmen. Blant dem er Geir Huse, forskningsdirektør for marine økosystemer og ressurser ved Havforskningsinstituttet. Huse sier til NRK at han ikke er imponert over filmen, blant annet på grunn av dens ensidige fremstilling av saksforholdene, som etter hans syn er nærmere propaganda enn en dokumentar. Han trekker også frem at serien benytter en modell fra 2006 for å legge frem at havene vil være tomme for fisk innen 2048 om en fortsetter med overfiske i samme tempo som nå. Forskerne som la frem modellen i 2006, gikk tre år senere ut og trakk tilbake konklusjonen, men dette opplyses det ikke om i filmen (Strøm, 2021).

Geir Huse og Mark John Castello påpeker likevel i artikkelen at dokumentaren setter søkelys på forhold som er problematiske, blant annet overfiske (utenfor Norge), plast i havet, ødeleggelse av havbunnen og bifangst. Plastavfall og ødeleggelse av havbunnen er begge problemer som også er relevant for Mowi og resten av næringen. I dokumentaren er det også en del som tar for seg oppdrett, hvor de spør om det kan være en løsning på problemene som allerede er belyst i filmen. I denne delen vises det bilder av laks som er infisert av lakselus og blir ifølge produsenten "spist levende". Videre anslår de at den skotske oppdrettsnæringen produserer like mye organisk avfall som befolkningen i Skottland produserer på ett år, samt påstår at dødeligheten i oppdrett er på nærmere 50 %, samtidig som de er på ulovlig befarings på et av Mowis oppdrettsanlegg i Skottland og filmer en konteiner med død laks. Vi legger merke til at filmen kan skape omdømmeproblemer for Mowi basert på filmingen inne på ett av deres anlegg, og kan være uheldig sett i sammenheng med selskapets arbeid med å lansere en merkevare. Vi velger derimot å legge avgjørende vekt på uttalelsene til forskerne ved Havforskningsinstituttet, og legger til grunn videre i oppgaven at dokumentaren vil ha en begrenset effekt på konsumet av marine produkter. Vi anser lakselus, negativ påvirkning på havbunnen, og rømninger som de mest kritiske forholdene hva gjelder næringens bærekraft.

#### **2.1.4 Merkevare**

Selskapet startet i 2019 arbeidet med å gjøre laks til mer enn en råvare. Det året lanserte de merkevaren Mowi Pure i Polen, som ble godt mottatt. I Polen opplevde de en økning på 39 % i merkevarebevissthet, 15 % i målgruppen unge forbrukere hadde brukt merkevaren en gang, mens 5 % spiser produkter fra merkevaren gjentagende (Mowi, 2020b). Mowi fokuserer også på å utvikle nye og spennende ferdigprodukter som gjør det enklere for forbrukerne å spise laks i hverdagen.

Etter lanseringen i Polen valgte de å fortsette den europeiske utrulling i Frankrike etter at de konkluderte med at det var en suksess. Samtidig inngikk selskapet avtaler om distribusjon av produktene sine gjennom Amazon Fresh i USA. Koronapandemien har styrket e-handel, og en bekreftelse på dette er at selskapet i årsrapporten for 2020 skriver at av de tre største kundene deres, så drev to av de innenfor e-handel (Mowi, 2021a). I 2021 inngikk Mowi avtale om å selge merkevaren gjennom Sainsbury's i Storbritannia, som er den andre største supermarkedkjeden i øyriket. Avtalen vil gi distribusjon av merkevaren i enda et land, og viser at selskapet er på god vei i utrulling av merkevaren (Welling, 2021).

### **2.1.5 Industry 4.0 og Smart farming**

Et av de sentrale satsingsområdene til Mowi er å digitalisere og automatisere driften. Mowi har et team fra alle deler av organisasjonen som siden 2018 har jobbet sammen i et transformasjonsprosjekt hvor målet er å forenkle aktivitetene innenfor oppdrett. På bakgrunn av dette har det blitt startet et pilotprosjekt omtalt som "Most Automated Farm" (MAF), hvor en utforsker hvilke potensiale som kan realiseres ved å digitalisere og ta i bruk ny teknologi innenfor oppdrett. Blant annet har de startet operasjonssentraler i Deknepollen i Sogn og Fjordane og Herøy i Nordland, som dekker henholdsvis region Midt og region Nord. Ved operasjonssentralene kan en person overvåke opptil 40 ulike oppdrettsanlegg samtidig. På Mowi sin kapitalmarkedsdag i 2021, som ble avholdt 17. mars, var 28 anlegg knyttet til en operasjonssentral, mens alle anleggene i Norge skal være koblet til en operasjonssentral innen 2025. Planen er at de skal dekke alle anleggene ved hjelp av tre operasjonssentraler hvor syv personer overvåker forholdene ved anleggene som er tilknyttet sentralen (Mowi, 2021b). Ved å knytte anleggene til operasjonssentraler ønsker Mowi å realisere stordriftsfordeler ved å samle kompetanse på operasjonssentralen, hvor operatørene kan foreta justeringer digitalt, som å justere fôrmengden som er mulig med moderne fôrlektere, eller gi beskjed til de fysisk på anlegget om hva de bør gjøre for å drifte mer optimalt. Samtidig vil det også trolig bedre den operasjonelle driften, da de kan samle kompetansen på operasjonssentraler, som gjør det enklere å dele kunnskap mellom anleggene.

Videre jobber de også med å automatisere videreforedlingen av fisken etter at den er levert fra anlegg. Ambisjonen er at en i fremtiden ikke har behov for arbeidskraft ved foredling av fisken. Av prosjekter de har realisert er automatisert transport av paller med fisk fra produksjonsområdet til lageret, hvor de står i påvente av å bli fraktet videre med lastebiler.

I nær fremtid ser de på mulighetene til å automatisere monteringen av lokk på kassene med sløyd fisk, samt pakking av fileter.

### **2.1.6 Nye typer oppdrettsanlegg og postsmolt**

Mowi bruker også ressurser på nye typer anlegg som kan redusere de negative effektene lakseoppdrett har på miljøet rundt seg, men også på hvordan man kan gjøre forholdene tryggere for laksen, særlig i den første perioden de er i sjøen. Et eksempel er det såkalte “Egget”, et lukket oppdrettsanlegg som de siden 2016 har samarbeidet sammen med Hauge Aqua om å realisere. Ved å benytte en lukket merd samt å pumpe inn vann under lusebeltet, vil man om ikke å eliminere faren, i hvert fall redusere faren for rømming og luseproblemet betydelig. Prosjektet ser imidlertid ikke ut til å bli realisert grunnet kostnadsoverskridelser og manglende tilslag på antall ønskede utviklingskonsesjoner. Hauge Aqua ønsker å avslutte samarbeidet og realisere prosjektet med andre samarbeidspartnere (Aadland, 2021).

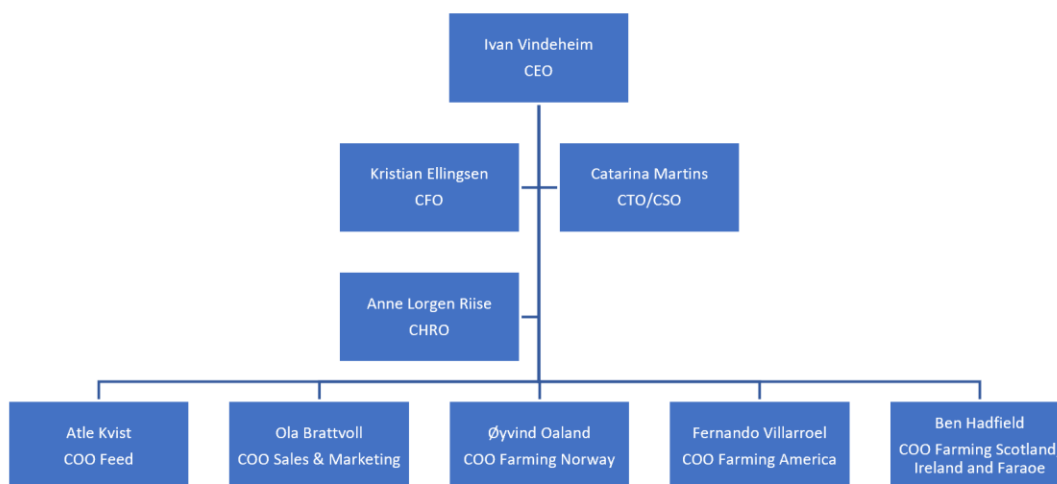
I stedet har Mowi planer om å realisere sin egenutviklede “Marine Donut”, som Fiskeridirektoratet ga Mowi en utviklingstillatelse på til sammen 1 100 tonn, betydelig mindre enn de åtte tillatelsene de søkte på med en MTB på til sammen 5 140 tonn (Grindheim, 2019). Marine Donut er som navnet tilsier et lukket oppdrettsanlegg og formet som en donut. 90 % av anlegget skal være under vann for å gi god stabilitet i drift og stå i stil med naturen. Videre vil vann bli pumpet fra vanddyp under lusebeltet for å forhindre lakselus samt gi en mer stabil temperatur gjennom året. Slam og fôrrester vil bli samlet opp og transportert til land for prosessering. Anlegget vil produsere laks fra 3 kg til de er slakteklare med en vekt på 5,5 kg. (Fiskeridirektoratet, 2019). Prosjektet er ikke omtalt i årsrapporten for 2020, men ble nevnt i forrige årsrapport hvor selskapet opplyste at Egget var satt på hold. Derimot var Marine Donut nevnt, dog i anledning at Balsfjord ble avslått som lokasjonen av kommunen, og man så da etter nye lokasjoner i Nord-Norge (Mowi, 2020b).

Normalen i oppdrett i dag er å sette smolt med en vekt på 100 til 250 g i sjøen, som gir en vekstperiode i sjøen på 22-24 måneder. Som andre i bransjen, har også Mowi brukt mye ressurser på postsmolt, som vil si at man utvider perioden smolten oppholder seg i ferskvann, normalt til de har en vekt på 700 - 1000 gram. Fordelen med dette er blant annet lavere dødelighet, mindre påvirkning av lakselus som følge av kortere tid i sjø og bedre utnyttelse av konsesjoner (siden tiden til sjøs reduseres til 10-12 måneder) siden man går fra å ha tre

generasjoner i sjøen samtidig, til å bare ha to generasjoner. Om en setter ut smolt på 500 g og ser bort fra andre generasjoner på lokaliteten, så vil lisensutnyttelsen ved utsett dobles hvis en venter med utsett til vekten er 1000 g, og en baserer utsett på at en når maksimal tillatt biomasse ved slakteklar vekt. Dette er også i tråd med anbefalingen om å sette ut større smolt, siden erfaringen er at smolt på under 100 gram har større rømmingsfare (Fiskeridirektoratet, u.å-a). Mowi har satt seg mål om å gå fra andel av smolt sluppet ut i sjøen med en vekt på over 250 g på 17 % i 2020, til nærmere 70 % i 2026. Tilsvarende vil de øke gjennomsnittlig smoltstørrelse fra 172 g til over 500 g i 2026 (Mowi, 2021b).

### 2.1.7 Organisasjon

Mowi har operasjoner i 25 land, og har til sammen 14 866 ansatte. Hovedkontoret ligger i Sandviken, Bergen. Mowi hadde inntil januar 2020 en relativ enkel organisasjonsstruktur, med bare tre ulike enheter: fôr, oppdrett og salg og markedsføring. Som følge av økning i biologiske problemer samt økte kostnader i divisjonen for oppdrett, valgte selskapet fra og med 2020 å utvide ledelsesgruppen med to nye stillinger innenfor oppdrett (Berge, 2019). I figuren nedenfor er organisasjonskartet til Mowi fremstilt, som viser hvordan den operasjonelle driften er organisert.



Figur 2-1 Organisasjonskartet til Mowi (Mowi, 2021a).

For regnskapsformål rapporterer segmentet oppdrett samlet. Direktøren for oppdrett hadde tidligere ansvar for operasjonene på de ulike geografiske lokalitetene, men denne rollen ble fra og med 2020 delt opp i Norge, Skottland og Irland, og Amerika og Færøyene. Den endelige

fordelingen flyttet imidlertid Færøyene sammen med Skottland og Irland, slik at den amerikanske delen består av Chile og Canada.

### 2.1.8 Mowi i dag

Mowi definerer i sin årsrapport tre forretningsområder de opererer innenfor og omfatter hele verdikjeden innenfor lakseoppdrett. Dette er segmentene fôr, oppdrett og salg og markedsføring. Verdikjeden slik Mowi selv definerer den kan man se i figuren nedenfor.

#### The Mowi value chain



Figur 2-2 Mowis verdikjede (Mowi, 2021a)

Fôr-segmentet er den første delen i verdikjeden. Videre har man segmentet oppdrett, som i verdikjeden omfatter både avl og genetikk og oppdrett og sløyning. Sistnevnte er perioden fra smolt til slakteklar størrelse. Det siste segmentet er salg, markedsføring og videreforedling av laksen. Oppdrett er ikke overraskende det mest innbringende segmentet for Mowi, med en EBIT på 179 MEUR for 2020, henholdsvis 50 % av samlet EBIT. Fôr, videresalg og forbrukerprodukt hadde henholdsvis 31,2, 63,5 og 81,8 MEUR i EBIT (Mowi, 2021a). Av de tre segmentene Mowi har, så er det fôrproduksjon og videreforedling som skiller selskapet fra andre lakseselskaper. Mowi er i dag eneste lakseselskap som har egen fôrproduksjon, etter at Cermaq solgte sin egen produksjon i 2013 (Aarø & Klingenberg, 2013). Mowi stod sammen med EWOS, Skretting og Biomar i praksis for all produksjon av fiskefôr til lakseoppdrett (Mowi, 2020a). Som en ser av verdikjeden som er fremstilt i figuren ovenfor, så driver de også med forskning og utvikling, men er ikke et eget segment som rapporterer selv.

#### Fôr

Fôr består som tidligere nevnt av to fabrikker, i henholdsvis Norge og Skottland. I Norge er fabrikken lokalisert på Valsneset, like nord for Trondheim og har en årlig kapasitet på 360 000 tonn. Den nye fabrikken i Skottland er plassert i Kyleakin, en by på vestkysten av Skottland. Denne fabrikken har en årlig kapasitet på 240 000 tonn, og kan lage mer avansert fôr enn fabrikken i Norge. Mowi har siden 2014 bygget opp sin egen fôrproduksjon, som ble satt på

dagsorden på bakgrunn av konsolideringen i fôrbransjen, samt at fôrleverandørene tradisjonelt har solgt fôr til kost pluss. Det betyr at prisrisikoen med bare tre-fire aktører i leverandørleddet, i stor grad blir påført oppdrettsselskapene, som inntil nylig har vært en bransje med mange små aktører. Fôr stod for rundt 40 % av produksjonskostnadene (cost in box) til Mowi i 2020, og er med det et naturlig sted å starte om man ønsker å redusere kostnadene (Mowi, 2021a). Med egen fôrproduksjon har Mowi gjort nettopp dette ved å selv bli produsent av fiskefôr, som gir produsent og forbruker av fôret i større grad sammenfallende interesser og reduserte transaksjonskostnader. Ved å ha sin egen fôrdivisjon har selskapet også større mulighet til å utvikle nye typer fôr og justere sammensetningen av ingrediensene i fôret i henhold til det laksen trenger.

### *Oppdrett*

Segmentet oppdrett omfatter oppstrømsaktiviteter, og omfatter prosessen fra egg og frem til laksen er sløyd. De fleste oppdrettsselskaper stopper prosessen her, da prisen som er oppgitt på Fish Pool tar utgangspunkt i sløyd fisk, altså prisen før man videreforedler til andre produkter, omtalt som VAP (value-added products). Mowi driver med oppdrett i Norge, Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene, hvor brorparten av slaktevolumet skjer i Norge, Skottland og Chile. Dette understreker stordriftsfordelene til Mowi, siden man som et stort selskap kan diversifisere på flere ulike lokasjoner, som medfører at problemer på en lokasjon ikke nødvendigvis gir selskapet like store tap som en liten aktør med bare merder på en av lokasjonene. Eksempler på dette kan være utbruddet av ILA i Chile i 2007 som nesten utraderte næringen i Chile, eller algeoppblomstringen i Troms og Nordland som tok livet av store mengder oppdrettslaks (NTB, 2019). Et annet moment er at regulatoriske forhold i de enkelte land får mindre betydning. For eksempel besluttet nylig Canada at de vil fase ut oppdrett på enkelte lokasjoner langs vestkysten av Canada for å ta vare på urfolkenes rettigheter, noe som ville ha stor effekt hvis selskapet hadde drift i Canada (Knudsen, 2021).

### *Salg og markedsføring*

Det siste forretningsområdet til Mowi er salg og markedsføring, og er nedstrømsaktiviteter. Driftsområdet består av to operasjonelle segment; Markets og Consumer products. Markets står for salg av sløyd fisk (primary processed), samt salg av sløyd fisk fra tredjeparter. Segmentet er også ansvarlig for logistikken og leveransen av produkter til kunder og Mowis egne anlegg for videreforedling. I Consumer Products inngår det meste av selskapets operasjoner innenfor videreforedling (secondary processed) og produksjon av ferdigprodukter (value added

products). Segmentet inkluderer også salg av sluttprodukt og logistikk knyttet til salget, samt merkevarebygging.

Consumer Products er sammen med fôr, delen av Mowi som skiller selskapet fra resten av bransjen. Consumer Products står for selskapets videreforedling av laks til sluttprodukt som røkt laks, fileter eller mer spesialiserte produkt som nærmest kan spises rett fra pakningen. Mowi har i den senere tid satset mer på denne delen av verdikjeden, blant annet gjennom oppkjøpet av Morpol i 2013, men også gjennom å styrke egen produksjon i USA. Blant annet åpnet de en ny fabrikk i Texas i 2016, samt i Canada i 2017 (Mowi, 2021a). Videre utvidet de produksjonen ved Ducktrap med 75 % i 2018 og utvidet i Florida i 2019. Styret besluttet i 2019 å gjenoppbygge røykeriet i Kritsen i Frankrike som brant ned i 2018 med sikte på at de skulle lansere MOWI-merkevaren sin i Frankrike i løpet av 2020 (iLaks, 2019). I 2020 har de også valgt å på ny satse på frysede produkter i USA, hvor de lanserte en komplett serie av frysede produkter gjennom merkevarene Marine Harvest og Captain Omega. Flere har fått bedre tid til å lage mat hjemme, og et økt konsum av frysede produkter av laks vil potensielt redusere klimaavtrykket fra laks ved at deler av transporten blir flyttet fra flyfrakt til skipsfrakt. Merkevaren MOWI er også en selvsagt del som selskapet bevisst prøver å skille seg fra resten av bransjen med, som ble lansert først i 2018, og blir nå markedsført i USA, Polen, Frankrike og Storbritannia (Mowi, 2021a).

### **2.1.9 Aksjen**

Mowi er notert på hovedlisten på Oslo Børs med ticker MOWI. Selskapet har den 3. mai 2021 en aksjekurs på 207,5 kr, og med 517 111 091 utestående aksjer gir det en markedsverdi på 107,3 milliarder norske kroner (Euronext, u.å). 28. januar 2014 ble selskapets aksjer notert på New York-børsen, med hensikt å gjøre det enklere for utenlandske investorer å investere i selskapet. 14. februar 2017 valgte imidlertid styret å stryke aksjen fra nevnte børs med bakgrunn i lave handelsvolum og høye kostnader med å være registrert på børsen (Aarø & Berge, 2017). Aksjen kan i dag handles over-the-counter (OTC) i det amerikanske markedet (Mowi, 2021a).



Figur 2-3 Utviklingen i aksjekurs siste 5 år (Nordnet, u.å).

Figuren ovenfor viser utviklingen i aksjekurs Mowi har hatt siste 5 år. Selskapet har betalt betydelige utbytter i perioden, totalt 26 kr, eller 16,5 % av investert kapital om man investerte i selskapet 31.12.2016. Justerer man kursen for utbytte er avkastningen i perioden på totalt 56 %, og annualisert avkastning på 11 %. Kursen var den 3. mai 2021 på 207,5 kr, like under toppen på rundt 230 kr på slutten av 2019. Man ser at aksjen har hatt en sterk vekst fra starten av 2018 og frem til slutten på 2019, hvor den nesten doblet seg. Det bratte fallet i starten av 2020 skyldtes den generelle usikkerheten i markedet som inntraff når koronaviruset begynte å spre seg utenfor Kina, men hentet inn omtrent halvparten av fallet på kort tid. Kursen falt imidlertid tilbake når man så hvilke utslag nedstengte hotell og restauranter samt mindre aktivitet innenfor catering ga på lakseprisen. Rekylen man ser fra bunnen var en reaksjon på vaksinenyhetene i starten av november, samt en bedring av lakseprisene (Fish Pool, u.å)



Investor	Number of shares	% of top 20	% of total	Type	Country
GEVERAN TRADING CO LTD	65,545,215	22.59%	12.68%	Comp.	CYP
FOLKETRYGDFONDET	48,449,942	16.70%	9.37%	Comp.	NOR
UBS SWITZERLAND AG	35,646,659	12.28%	6.89%	Nom.	CHE
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	21,383,643	7.37%	4.14%	Nom.	USA
CLEARSTREAM BANKING S.A.	18,721,524	6.45%	3.62%	Nom.	LUX
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	12,532,501	4.32%	2.42%	Nom.	CAN
EUROCLEAR BANK S.A./N.V.	9,899,114	3.41%	1.91%	Nom.	BEL
GEVERAN TRADING CO LTD	8,244,072	2.84%	1.59%	Comp.	CYP
CITIBANK, N.A.	8,157,091	2.81%	1.58%	Nom.	USA
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	7,623,735	2.63%	1.47%	Nom.	USA
SIX SIS AG	7,502,783	2.59%	1.45%	Nom.	CHE
JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	7,339,853	2.53%	1.42%	Nom.	USA
THE NORTHERN TRUST COMP, LONDON BR	6,405,468	2.21%	1.24%	Nom.	GBR
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	5,995,266	2.07%	1.16%	Nom.	USA
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	5,697,174	1.96%	1.10%	Nom.	USA
VERDIPAPIRFONDET KLP AKSJENORGE IN	4,826,234	1.66%	0.93%	Comp.	NOR
J.P. MORGAN BANK LUXEMBOURG S.A.	4,402,820	1.52%	0.85%	Nom.	SWE
UBS EUROPE SE	4,181,104	1.44%	0.81%	Nom.	LUX
J.P. MORGAN BANK LUXEMBOURG S.A.	4,026,368	1.39%	0.78%	Nom.	NLD
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	3,598,425	1.24%	0.70%	Nom.	USA
<b>Total number owned by top 20</b>	<b>290,178,991</b>	<b>100%</b>	<b>56.12%</b>		
<b>Total number of shares</b>	<b>517,111,091</b>		<b>100%</b>		

Figur 2-4 Topp 20 aksjonærer (Mowi, u.å).

Videre har Mowi en spredt eierstruktur, hvor største eier er John Fredriksen gjennom sitt investeringsselskap Geveran Trading med en eierandel på 12,68 % ifølge aksjonærliste per 5. mars 2021 (Mowi, u.å). Videre på listen har man Folketrygdfondet som har en eierandel på 9,37 % og Owen Capital S.à r.l. med 5 % (Newsweb, 2020). Resten av topp 20 består av fond og nominee-kontoer, som er kontoer hvor en forvalter holder aksjene på vegne av andre, for eksempel Clearstream Banking. Geveran Trading har videre to av plassene i styret, som er besatt av Cecilie Fredriksen og Kristian Melhuus, henholdsvis datter av John Fredriksen og ansatt i Seatankers Management Norway AS. Nevnte selskap står for forvaltningen av Fredriksens investeringer gjennom paraplyen Greenwich Holding, blant annet selskapene Hemen Holding, Geveran Trading og World Shipholding (Adomaitis & Solsvik, 2020). Selskapet har bare en aksjeklasse.

### 2.1.10 Nøkkeltall og finansiell utvikling

I tabell 2-1 nedenfor er utviklingen i en rekke nøkkeltall for Mowi i perioden 2012 til 2020 vist. I tillegg til finansielle nøkkeltall har vi tatt med slaktevolum, cost in box (totale kostnader for en kg sløyd laks pakket i en kasse klar til transport) og antall ansatte. Vi ser at Mowi viser en god og stigende trend i omsetningen selv om utvikling i slaktevolumet er flatt i perioden.

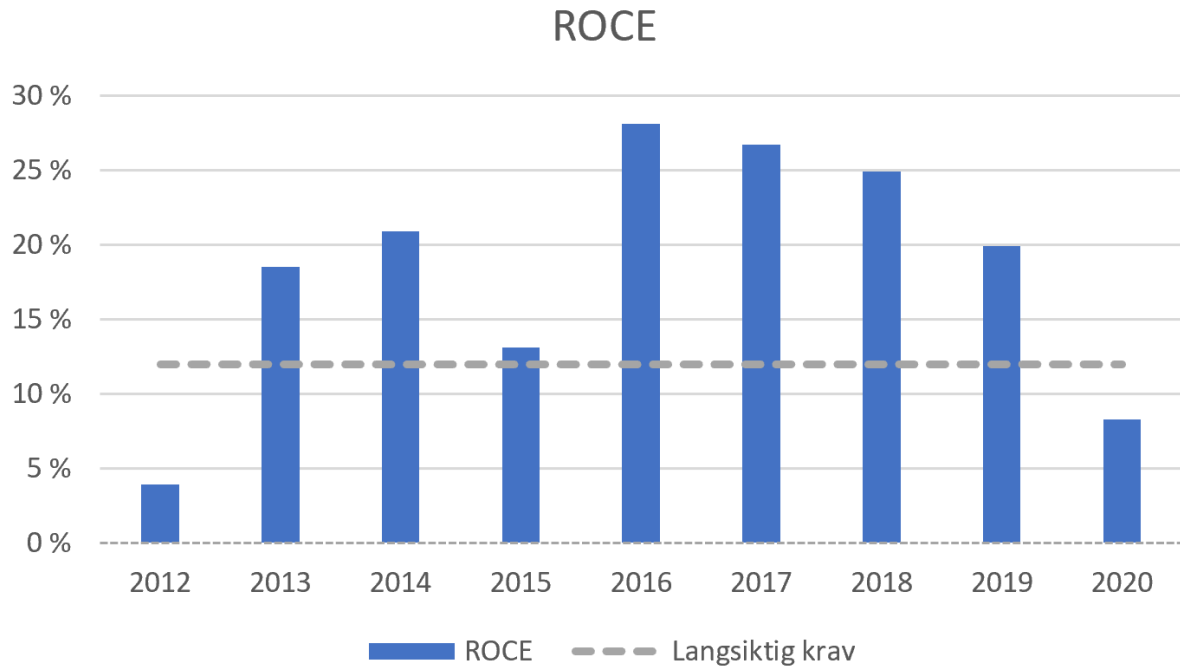
Resultatet har også vært relativt stabilt de siste fire årene før 2020 og godt kapitalisert med en egenkapitalandel som varierer rundt 50 %.

Tall i MEUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Trend
Driftsinntekt	2 069,2	2 456,2	3 053,2	3 112,4	3 510,2	3 649,4	3 811,9	4 135,6	3 760,2	
EBITDA	176,7	508,5	624,3	486,6	842,7	942,5	906,2	874,5	504,6	
Resultat før skatt	105,5	101,1	177,9	250,1	759,2	522,6	732,2	607,4	120,6	
Egenkapitalandel	50 %	48 %	40 %	45 %	43 %	53 %	56 %	50 %	47 %	
Slaktevolum (GWT)	392 306	343 772	418 873	420 148	380 621	370 346	375 237	435 904	439 829	
Cost in box (EUR)	3,24	3,41	3,27	3,68	4	4,16	4,13	4,26	4,37	
Antall ansatte	6 389	10 676	11 715	12 454	12 717	13 233	14 537	14 998	14 645	

Tabell 2-1 Oversikt over finansiell utvikling til Mowi fra 2012 til 2020 (Mowi, 2021a)

Nøkkeltall er gjerne ulike innenfor forskjellige bransjer, men i en råvarebasert industri som lakseoppdrett, er det naturlig å fokusere på kostnader, siden produsentene er pristakere. Cost in box er et mye brukt nøkkeltall for å måle den operasjonelle effektiviteten i bransjen, siden det viser hvilken pris de trenger for å gå break-even, og viser selskapets operasjonelle giring. Om selskapene i bransjen hovedsakelig er pristakere, så vil det være aktørene med de laveste kostnadene som vil være vinneren i bransjen. I oppdrettsbransjen er særlig SalMar og Bakkafrost to selskaper som har fokus på operasjonell effektivitet og har blant de laveste enhetskostnadene, mens Grieg Seafood har en høy kostnad på 47 kr per kg, hvor økningen fra 40,5 kr i 2019 forklares med biologiske problemer i Rogaland og Finnmark (Grieg Seafood, 2021, s.128).

Mowi har spesielt fokus på to nøkkeltall i sitt fokus på å skape aksjonærverdier, nemlig ROCE (Return on Capital Employed/avkastning på sysselsatt kapital) og netto rentebærende gjeld. Dette er nøkkeltall som forklarer henholdsvis selskapets lønnsomhet og soliditet. Mowi sitt langsiktige mål for lønnsomhet er en ROCE på minst 12 %, mens netto rentebærende gjeld skal være på rundt 1400 MEUR. Av figuren nedenfor ser man at selskapet har levert en avkastning på sysselsatt kapital godt over det langsiktige kravet de siste 10 årene, med unntak av 2012 og 2020 hvor de leverte henholdsvis 4 og 8 % avkastning på sysselsatt kapital.



Figur 2-5 Historisk ROCE for Mowi (Mowi, 2021a)

Videre har Mowi som sagt et mål å ha en netto rentebærende gjeld (NIBD) på 1 400 millioner euro, og avsluttet 2020 med NIBD på 1458,4 millioner euro, rett i overkant av det langsiktige målet. Årsaken er trolig den svake lakseprisen i 2020 som følge av koronapandemien.

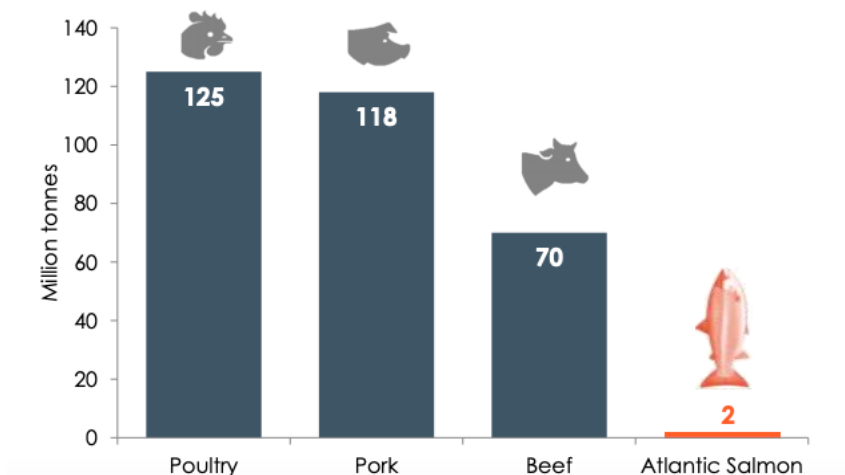
## 2.2 Oppdrettsbransjen

I det følgende vil laks generelt, dens etterspørsel, egenskaper og substitutter samt karakteristika for oppdrettsbransjen som helhet bli gjennomgått.

### 2.2.1 Laks som matvare

Et gjennomsnittlig menneske spiser 716 kg mat årlig, hvorav 63 kg (9 %) av disse kommer fra proteinholdig kjøtt som kylling, svin og laks. Videre har globalt forbruk av kjøtt per person mer enn doblet seg siden 1960.

### Global protein consumption



Figur 2-6 Illustrasjon over globalt konsum av animalske proteiner (Mowi, 2020a)

Som illustrert i grafen ovenfor kommer mesteparten av dyreprotein i dietten vår fra kylling, svin og biff. Selv innenfor sjømat kategorien utgjør laks en relativt liten del av det totale tilbudet (4,4 %). Innen 2028 er forbruk per person av fisk estimert å være 21,3 kg mot 20,6 i 2019. Dette er ekvivalent til en økning på 18 millioner tonn som akvakultur skal dekke.


### 2.2.2 Etterspørsel etter laks

Bransjen ellers er forenlig med de globale makrotrendene, ettersom laks er sunt, ressurseffektivt og klimavennlig produkt produsert i sjøen. Befolkningen er i vekst som naturligvis sørger for en økt etterspørsel etter mat globalt sett. Videre er de helsemessige gevinstene gjenstand for økende grad av promotering fra helsemyndighetene. Blant annet så anbefaler EAT-Lancet kommisjonen å øke forbruket av fisk, tørre bønner og nøtter som bærekraftige og sunne proteinkilder. Oppdrettslaks er rik på omega-3, vitaminer og mineraler. Videre er fiskerier i stor grad fullt utnyttet, noe som betyr at tilbudet av fanget fisk (villfisk) ikke vil kunne dekke den økende etterspørselen for sjømatproteiner.

Middelklassen er voksende i store fremvoksende økonomier, som gir muligheter for at folk skal spise mer forskjellig og mer næringsrik og proteinrik mat som fisk, kjøtt og egg. Dette i kombinasjon med at folk nå generelt blir eldre før de dør, er isolert sett positivt for etterspørselen for laks da det er desto viktigere å spise sunt når man blir eldre.

Det finnes massevis av empiri som sier at det å inkludere laks i dietten vil forbedre ernæringen og samtidig gi andre helsemessige fordeler. Tatt i betraktning det globale problemet med overvekt, har myndigheter og helserådgivere gått ut og oppfordret folk i alle aldre til å øke inntaket av sjømat og spesielt laks. Det norske Helsedirektoratet anbefaler for eksempel nordmenn å spise fisk minimum to ganger ukentlig.

I tillegg til dette er også laks en klimavennlig kilde for protein. Det er forventet at laks kan bli en viktig løsning til å dekke verdens behov for stadig mer mat, samtidig som det minimerer de negative effektene på miljø og klima. Med henvisning til figuren under så er laks ifølge SINTEF den mest bærekraftige kilden for protein.



	Salmon	Chicken	Pig	Cow
Carbon Footprint				
Kg CO2 / Kg edible meat	7.9 kg	6.2 kg	12.2 kg	39.0 kg
Water consumption				
Litre / Kg edible meat	2,000*	4,300	6,000	15,400

\*Total water footprint for farmed salmonid fillets in Scotland, in relation to weight and content of calories, protein and fat.

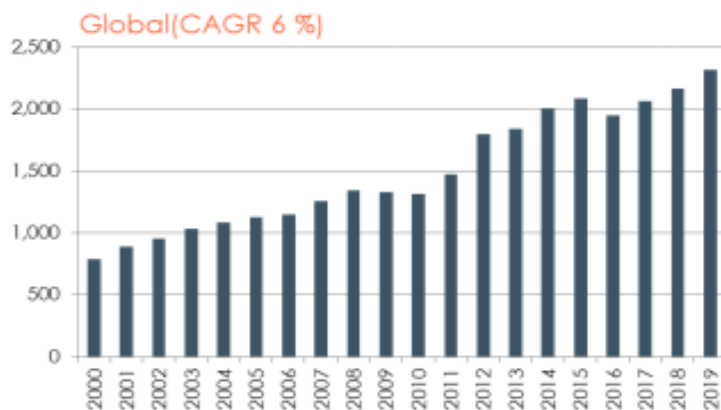
Figur 2-7 Nøkkeltall relatert til bærekraft for laks og substitutter (Mowi, 2020a)

Ifølge estimer fra FN vil befolkningen vokse til 9.74 milliarder innen 2050. Selv om 70 % av jordens overflate er dekket av hav, og kun 7 % av det årlige proteinforbruket kommer fra marine produkter. Gitt at forbruk per person holder seg konstant, vil dette bety en økning i etterspørsel på 29 % for animalske proteiner. Estimer fra FN tyder imidlertid på at etterspørselen vil doble seg. Det er klart at landbasert produksjon har begrensede vekstmuligheter, spørsmålet blir da hvordan havbasert produksjon av proteinkilder kan ekspandere.

### 2.2.3 Tilbud av laks

Det globale tilbudet av laks var i 2019 i overkant av 2,4 millioner tonn GWT, hvorav 1,2 millioner av de ble produsert i Norge. Chile, som er den nest største bidragsyteren hadde på sin side en produksjon på litt over 0,6 millioner tonn GWT. I perioden 2000-2019 hadde bransjen en årlig vekstrate på 6 %, analysefirmaet Kontali estimerer imidlertid en fremtidig årlig vekst på 3 % i perioden 2019-2023. Bakgrunnen for de reduserte vekstutsiktene er at bransjen har

nådd et produksjonsnivå som presser biologiske grenser. For å kunne oppnå den samme veksten i tilbud som man tidligere så, må det først gjøres teknologiske fremskritt, utvikling av farmasøytiske produkter og forbedrede bransjereguleringer.



Figur 2-8 Årlig vekstrate i bransjen (Mowi, 2020a)

På kartet nedenfor er det illustrert hvilke områder som er egnet for oppdrett. Det er viktig at kystlinjene er innenfor visse breddegrader i den nordlige og sørlige halvkule. Videre er det kritisk at temperaturen er mellom 0 og 20 °C, hvor optimal temperatur er mellom 8 og 14 °C. Det kreves også en viss strøm i vannet som skal sørge for gjennomstrømming i oppdrettsanlegget, men strømmen kan ikke være for sterk. Slike forhold har vi vanligvis ved vann som er beskyttet av fjorder o.l, noe som utelukker en hel del av kystlinjer.


Few coastlines suitable for salmon farming



Figur 2-9 Kart som viser områder som er egnet for lakseoppdrett (Mowi, 2020a)

Ellers kreves det også lisens for å drive med oppdrett, i form av en konsesjon. Et alternativ til den tradisjonelle oppdrettsformen har vokst frem de siste årene og fått stor interesse fra investorer. Alternativet er landbasert oppdrett, men er fremdeles i en utviklingsfase, og har ikke bevist kommersiell suksess enda.

## 2.2.4 Substitutter



Protein retention	28 %	37 %	21 %	13 %
Calorie retention	25 %	27 %	16 %	7 %
Edible Yield	73 %	74 %	73 %	57 %
Feed conversion Ratio (FCR)	1.3	1.9	3.9	8.0
Edible Meat per 100 kg fed	56 kg	39 kg	19 kg	7 kg

Figur 2-10 Oversikt over substitutter til laks og diverse egenskaper (Mowi, 2020a)

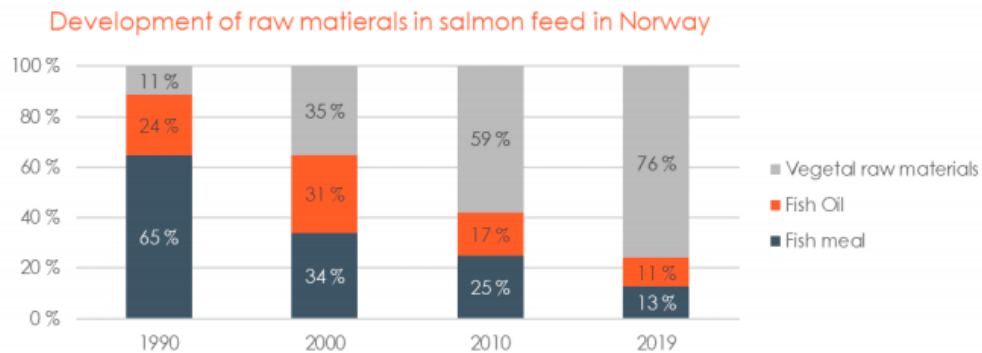
Vi velger å anvende andre typer kjøtt med høyt proteininnhold som substitutter. Alternativt kunne en benyttet andre fisker, som på mange måter oppfyller det samme behovet for sluttbrukeren. En fordel med å benytte andre typer kjøtt er at vi får belyst laksens vekstmuligheter, da den har diverse egenskaper som gjør den svært attraktiv å sammenligne med andre typer kjøtt.

## 2.2.5 Bærekraftig produksjon

Globale trender i sjømatbransjen og verden for øvrig har ført til at flere oppdrettsselskaper har utviklet deres egne bærekraftige strategier. Lakseoppdrettsselskaper blir i stor grad påvirket av sosiale problemer, herunder, arbeidstakernes rettigheter og den offentlige opinionen til fiskeoppdrett. Videre kan klimaendringer, og endringer i miljømessige reguleringer samt krav til sertifiseringer ha en innvirkning på verdikjeden.

Fiskeoppdrett er blant de mest klimavennlige formene for protein, med et karbonutslipp på bare 7.9 kg CO<sub>2</sub> per kg av det ferdige produkt. Kun kylling med 6,2 kg CO<sub>2</sub> per kg har lavere utslipp, til sammenligning har biff et utslipp 39 kg CO<sub>2</sub> per kg. Den største faktoren til utslippene er i forbindelse med fôringen av fisken. Fra figur 2-11 ser vi at fôret blir stadig mer bærekraftig, men den økte andelen vegetabiliske råmaterialer kan ha en negativ effekt på

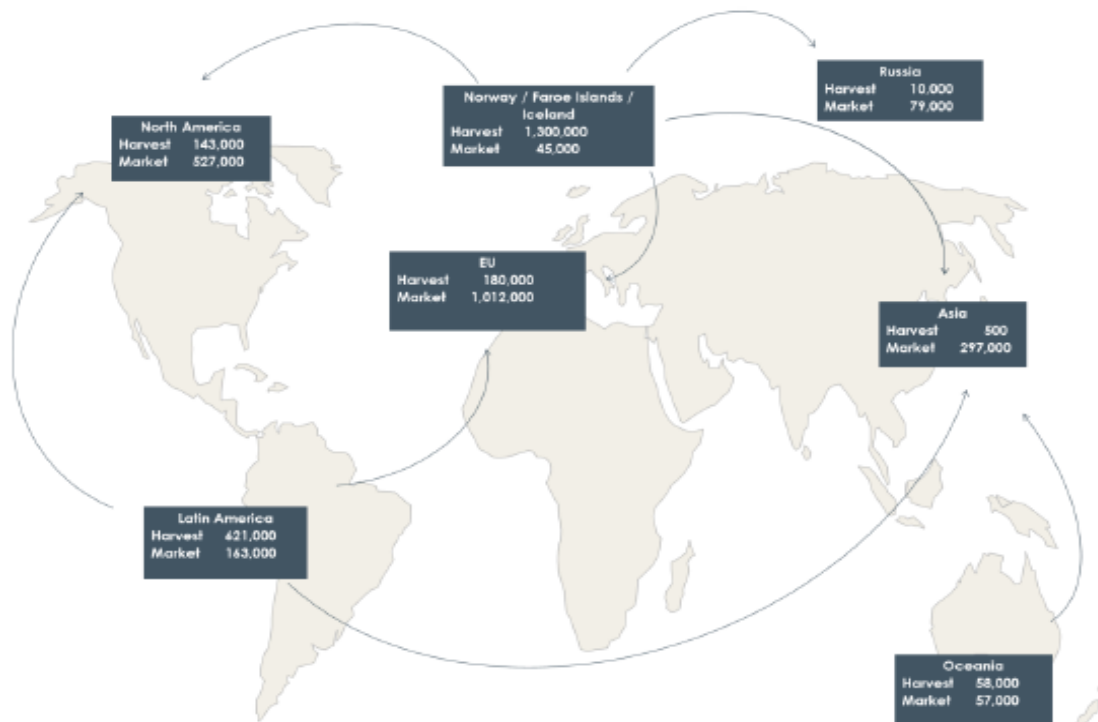
klimautslipp. Nivået på lakselus i fjordene er viktig å holde nede for å forsikre at oppdrettsanleggene ikke har noen negativ innvirkning på den ville laksebestanden. Dette blir gjort ved å utvikle nye verktøy som reduserer og bekjemper lakselusen mer effektivt. Ellers er det essensielt at havet blir ivaretatt, da oppdretterne operer i et kritisk og sensitivt miljø. Det er derfor streng regulering på plass i de aktuelle landene som overvåker fysiske, kjemiske og biokjemiske karakteristikk.



Figur 2-11 Utviklingen i innholdet i fôr til laksen (Mowi, 2020a)

## 2.2.6 Laksemarkedet

### 6.1 Global trade flow of farmed Atlantic salmon



Figur 2-12 Kart som viser størrelsene på ulike markeder og handelsflyten mellom de ulike områdene (Mowi, 2020a)



I figur 2-12 over ser man en oversikt over hvordan handelen mellom kontinentene er for laks, og vi ser at over halvparten av tilbudet av laks kommer fra Norge, Færøyene og Island. Etterspørselen på den andre siden er mer spredt hvor EU står for i underkant av 50 % av den totale etterspørselen, etterfulgt av Nord-Amerika og Asia som de største markedene. Ettersom laks primært er solgt som ferskvarer vil tilbydere typisk foretrekke å selge til markeder som er i nærheten for å spare tid og kostnader. Kortsiktige tilbuds- og etterspørselssjokk kan endre dette på kort sikt, for eksempel som følge av sykdomsutbrudd i en region. Av figuren over ser man at lakseoppdrett i Nord-Europa er de eneste som eksporterer til alle markeder for laks som er netto importør, men det skyldes regionens nærhet til Russland.

### Lakseprisen

Korrelasjonen mellom globalt tilbud og laksepris veldig sterk. I Perioden 2000 - 2011 var forklaringskraften på hele 84 % ved bruk av lineær regresjon (Mowi, 2020a). Ettersom laks er ferskvarer, må all produksjon for en periode bli konsumert i den gitte perioden. På kort sikt er tilbudet uelastisk da en produksjonssyklus varer i hele 3 år. Samtidig er etterspørsel avhengig av årstidene. I sum fører dette til høy volatilitet i lakseprisen. Andre faktorer som har innvirkning på lakseprisen er arbitrasjemuligheter mellom regionale markeder, salgskontrakter, kvalitet, sykdommer og mangel på fôr.

### 2.2.7 Bransjestruktur

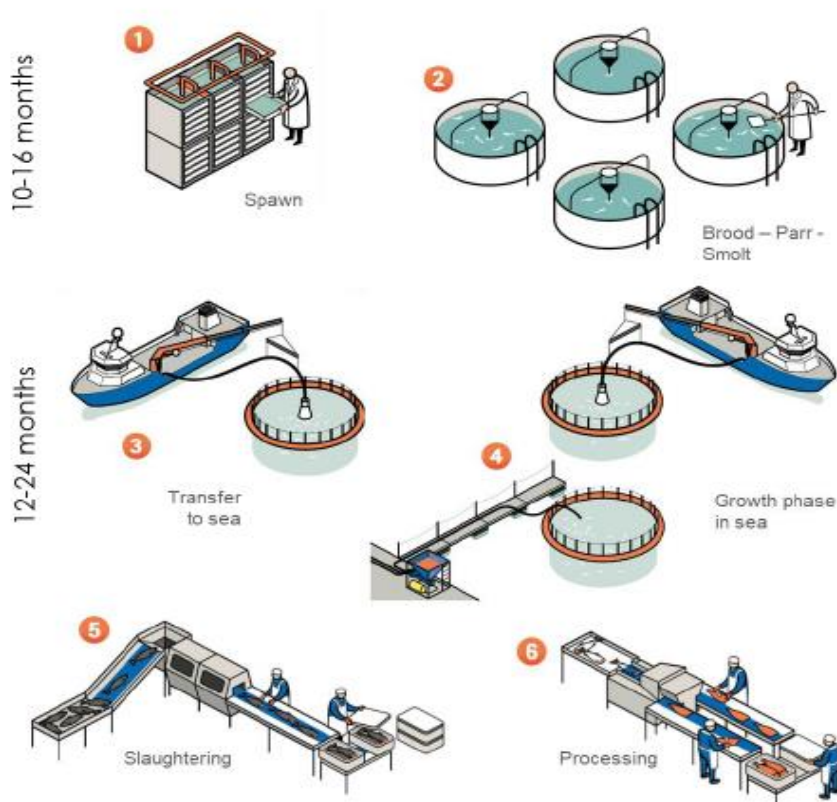
Figur 2-13 Viser de største aktørene i oppdrettsbransjen på global basis.

Top 10 - Norway			Top 5 - United Kingdom			Top 4 - North America			Top 10 - Chile		
	Company	H.Q. HOG		Company	H.Q. HOG		Company	H.Q. HOG		Company	H.Q. HOG
1	Mowi	236,900	Mowi	65,400	Cooke Aquaculture	56,500	"New Aquachile" (Agrosuper)	141,300			
2	Salmar	153,100	Bakkafrost (SSC)	33,800	Mowi	54,400	Salmones Multiexport	77,600			
3	Lerøy Seafood	128,700	Scottish Sea Farms	25,900	Mitsubishi / Cermaq	17,800	Mitsubishi / Cermaq	71,900			
4	Mitsubishi / Cermaq	73,000	Cooke Aquaculture	23,400	Grieg Seafood	14,100	Mowi	65,700			
5	Grieg Seafood	57,600	Grieg Seafood	11,300	*		Australis Seafood	53,500			
6	Nova Sea	46,000	*				Camanchaca	48,300			
7	Nordlaks	35,000					Salmones Antartica	27,100			
8	Sinkaberg-Hansen	30,500					Salmones Blumar	25,700			
9	Alsaker Fjordbruk	30,500					Salmones Austral	22,800			
10	Norway Royal Salmon	30,500					Yadran	22,500			
	Top 10	821,800	Top 5	159,800	Top 4	142,800	Top 10	556,400			
	Others	378,300	Others	5,400	Others	5,100	Others	64,800			
	Total	1,200,100	Total	165,200	Total	147,900	Total	621,200			

Figur 2-13 Viser de største aktørene i oppdrettsbransjen på global basis (Mowi, 2020a)

Mowi er klart størst i bransjen med over dobbelt så stort slaktevolum som andreplassen Mitsubishi/Cermaq. SalMar følger like bak, etterfulgt av "New Aquachile" og Lerøy Seafood som er henholdsvis nummer fire og fem målt i volum.

## 2.2.8 Lakseproduksjon og kostnadsstruktur



Figur 2-14 Produksjonssyklusen til oppdrettslaks (Mowi, 2020a)

Produksjonssyklusen for laks er omtrent 3 år. I år 1 blir egget lagt og smolten vokser til om lag 100-250 gram i et kontrollert ferskvannsmiljø. I de senere år er det investert i nye fasiliteter med bedre vekstforhold hvor smolten kan nå en vekt på 1000 gram på samme tidsrom. I år 2 blir smolten overført til saltvann hvor den vokser til 4-5 kg over en periode på 1-2 år. Veksten er veldig avhengig av temperaturen i vannet, som varierer med årstidene og geografi. Når laksen er slakteklar bli den transportert til et prosesseringsanlegg hvor den blir slaktet og gjort klar.

### Kostnadsstruktur

Den største kostnaden innenfor oppdrett kan tilskrives kostnader i forbindelse med for, tradisjonelt har kostnader til for utgjort omtrent 50 % av totale kostnader. Videre utgjør smolt, lønnskostnader, transport, avskrivninger og andre operasjonelle kostnader de resterende kostnadene.

### **2.2.9 Inngangsbarrierer - konsesjoner**

Oppdrett av laks startet i Norge på 1980-tallet. For å drive oppdrett av laks er det krav om konsesjon, og hver konsesjon legger føringer på hvor mye levende fisk selskapet kan ha i sjøen, omtalt som maksimalt tillatt biomasse (MTB). Konsesjonene legger føringer for maksimum produksjon for det enkelte selskapet og bransjen som helhet. Et slikt system er innført på alle områder hvor de geografiske og biologiske forholdene åpner for oppdrett av laks. De to viktigste lovene selskapene som driver oppdrett i Norge er underlagt er Akvakulturloven og Matloven.

Den norske kysten er delt inn i 13 produksjonsområder for oppdrett. Gjennom det såkalte trafikklyssystemet avgjør den samlede miljøpåvirkningen fra lakselus i produksjonsområdet hvorvidt selskapene i området kan kjøpe seg vekst i maksimal tillatt biomasse (6 %) eller må redusere biomassen tilsvarende (6 %) i disse områdene. Dette blir avgjort av myndighetene hvert andre år, riktignok slik at aktører som kan legge frem dokumentasjon på lave tall på lakselus, kan bli fritatt for krav om redusert produksjon (Fagerbakke, 2020). Det er også mulig å få adgang til å vokse mer uavhengig av den generelle avgjørelsen fra myndighetene om man holder seg innenfor visse kriterier innenfor antall lus per fisk og maks 1 medisinsk behandling i produksjonssyklusen.

Det har i Norge i lengre tid vært en debatt om en skal innføre en ressurskatt for selskaper innenfor lakseoppdrett. Rasjonale for en ressurskatt er at næringen særlig i det forrige tiåret opplevde en særlig høy avkastning. Det ble i 2018 satt ned et utvalg, Havbruksskatteutvalget, som skulle vurdere hvorvidt det skulle innføres en slik ressurskatt, og hvilken utforming den skulle ha (Helle, Solgård & Randen, 2019). Utvalget foreslo en ressurskatt på 40 %, men dette ble ikke videreført av regjeringen, som i nasjonalbudsjettet for 2021 heller foreslo en produksjonsavgift på 40 øre per kg, og er nå innført (KPMG, 2021)

### **2.2.10 Regnskapspraksis i laksebransjen**

Ifølge IAS 41 skal alle levende biologiske eiendeler måles til virkelig verdi. Selve målingen til virkelig verdi reguleres i sin tur etter IFRS 13.9: "virkelig verdi er den prisen man ville ha mottatt dersom den levende fisken hadde blitt solgt i en normal transaksjon mellom markedsaktører på balansedagen". Dette kan være problematisk da det som regel ikke omsettes levende fisk og dermed ikke eksisterer noe primærmarked. Prisen settes dermed ut fra en

hypotetisk transaksjon i et hypotetisk marked (Kvifte, s. 224, 2014). Dermed kan verdien av en atlantisk laks på mellom 1 og 4 kg, altså en laks hvor det har forekommet en biologisk omdanning, beskrives som vist nedenfor:

$$\text{Verdi} = (\text{Normaliserte påløpte kostnader per kg} + \text{estimert margin per kg}) * \text{vekt i kg}$$

hvor:

kg: vekten til fisken på et gitt tidspunkt

margin: bestemmes som en funksjon av:

$$[E(\text{Inntekt}) - E(\text{Kostnad})] * \frac{\text{faktisk vekt} - \text{min vekt for fisk verdsatt i modellen (1kg)}}{\text{min vekt slakteklar fisk (4kg)} - \text{min vekt fisk verdsatt (1kg)}}$$

Differansen mellom anskaffelseskost og verdien av fisken basert på modellen er den som regnskapsføres som en virkelig-verdi justering (Kvifte, s. 224, 2014)

## 2.3 Makroforhold

Det er flere makroøkonomiske faktorer som har innvirkning på oppdrettsbransjen og dens fremtidsutsikter. Forholdene som blir beskrevet nedenfor vil bli analysert ytterligere i den strategiske analysen i oppgavens kapittel 4.

### **2.3.1 Politiske og juridiske forhold**

Gjeldende fra 1. januar 2021 ble det innført en produksjonsavgift på 0,40 NOK per kg produsert laks, ørret og regnbueørret i Norge (KPMG, 2021). Bakgrunnen for avgiften er den ekstraordinære lønnsomheten i bransjen samt en beskatning av de klima- og naturforholdene som gjør det mulig med oppdrett i Norge slik at også fellesskapet får sin rettmessige del av avkastningen (Regjeringen, 2020).

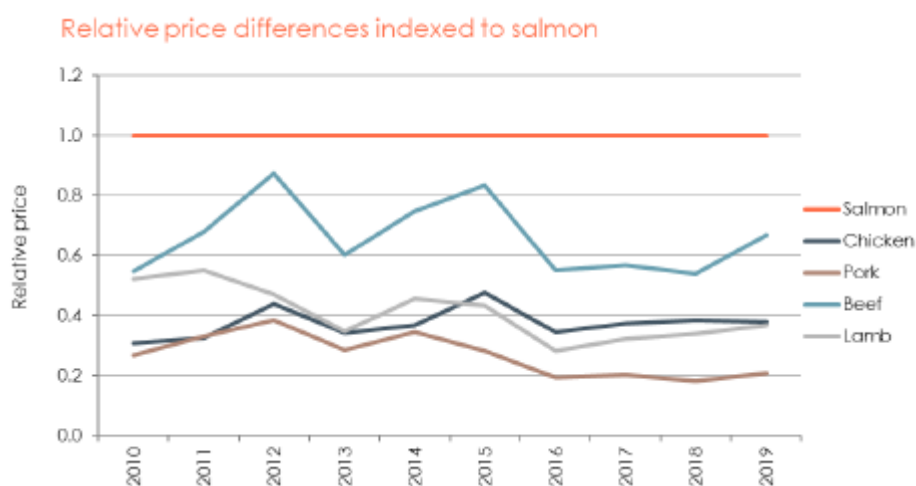
I senere tid har det blitt kastet lys over helsegevinster fra å spise laks som naturligvis øker etterspørselen.

For å drive med oppdrett av laks trengs det lisens i form av en konsesjon. Slike konsesjoner bestemmer også maksimal tillatt biomasse som bestemmer hvor mye fisk selskapet kan ha stående på de ulike lokalitetene som konsesjonen gjelder for. Trafikklyssystemet bestemmer også om selskaper i produksjonsområdet kan øke eller må redusere maksimal tillatt biomasse. Denne avgjørelsen blir tatt av myndigheten hvert andre år, og utfallet bestemmes av miljøpåvirkningen lakselusen har i det nevnte produksjonsområdet (Fagerbakke, 2020)

Fra kapittelet om laksemarkedet fremkommer det at bransjen primært driver med eksport. Således kan handelshindringer ha store innvirkninger på bransjen. I 2013 var Russland Norges viktigste marked for eksport av sjømat. Året etter innførte Russland et importforbud på en rekke matvarer, herunder sjømat som motsvar på vestlige sanksjoner. Det er estimert at den norske laksenæringen opplevde tap i størrelsesorden 20 milliarder kroner i form av tapte inntekter siden innføringen av importforbudet. Dersom det russiske markedet igjen skulle åpne, vil det gi merinntekter på 1,75 milliarder årlig (Nilsen, 2019).

### 2.3.2 Økonomiske forhold

Etterspørselen for laks er avhengig av svingninger i økonomien i likhet med alle varer som ikke oppleves nødvendige av konsumentene. Den typiske kjøperen av laks tilhører middelklassen. Likevel så er laks dyrere enn sine substitutter noe grafen under illustrerer. I grafen er substituttene indekset mot prisen av laks.



Figur 2-15 Prisen på substitutter indekset mot laks (Mowi, 2020a)

## **Renten**

Koronapandemien har ført til et kraftig tilbakeslag for norsk økonomi. Lave renter bidrar til å dempe tilbakeslaget og reduserer faren for mer langvarige konsekvenser for produksjon og sysselsetting. Følgelig er det stor usikkerhet vedrørende gjeninnhenting i økonomien. På rentemøtet den 16. desember ble det besluttet å holde styringsrenten uendret på 0 %. Ved utgangen av oktober var gjennomsnittlig utlånsrente på 2.5 %. Til sammenligning var den 4 % ved starten av året. Bankenes utlån til foretak er som regel knyttet til NIBOR (3-måneders pengemarkedsrente) som består av markedets forventning til styringsrenten samt et risikopåslag. (Norges Bank, 2020)

Eksempelvis er Mowi primært finansiert med flytende renter. Det er imidlertid konsernets policy å sikre 0-35 % av den langsiktig rentebærende gjelden gjennom bruk av faste renter eller rentederivater. Ved slutten av 2019 hadde selskapet en portefølje av renteswaper med en negativ markedsverdi på 29.5 MEUR, hvorav nedgangen i 2019 var på 29,1 MEUR.

## **Valutaeksponering**

Ettersom laksebransjen i stor grad er avhengig av eksport, gjøres det en betydelig mengde transaksjoner som ikke gjennomføres i lokal valuta. Inntektssiden vil være mer påvirket av svingninger enn kostnadssiden. Hvert enkelt selskaps eksponering vil være avhengig av funksjonell valuta samt sikringsstrategien til selskapet. For å bruke Mowi som eksempel igjen, så sikrer de 30 % av den underliggende eksponeringen mellom EUR/NOK og USD/CAD. Følgelig vil en fra selskapets drift og valgt sikringsstrategi ha en netto positiv eksponering mot EUR, GBP, USD og JPY og negativ mot NOK, CAD og CLP. For 2019 var netto markedsverdi 2,2 MEUR, mot -18 MEUR i 2018.

### **2.3.3 Sosiokulturelle forhold**

Av sosiokulturelle trender kan det nevnes at vi opplever en vekst i befolkningen, som alt annet like vil være positivt for etterspørselen etter laks. Videre er det et økende fokus på god helse og et sunt kosthold er i aller høyeste grad forenlig med laks. På den mer negative siden er det svært lite sannsynlig at den årlige veksten i kjøtt per person vil fortsette slik den har de siste 50 årene. Trenden har en mer nedadgående kurve siden flere og flere folk slutter å spise kjøtt.

### **2.3.4 Innovasjon og teknologiske forhold**

Bransjen er relativt lite utsatt for endringer i teknologiske forhold, i likhet med andre mat- og drikkevareprodusenter. Noe som derimot er høyst relevant er at flere og flere ser på mulighetene innenfor landbasert oppdrett av laks. Laksetildelingsforskriften i likhet med konsesjonene for oppdrett i sjø, begrenser imidlertid omfanget av maksimal tillatt biomasse også for landbasert oppdrett, likevel slik at det ikke lenger er de naturgitte forholdene som bestemmer hvilke land som kan drive med oppdrett.

### **2.3.5 Miljømessige forhold**

Biologiske forhold som sykdommer og lakselus har også stor effekt på aktørene i bransjen. Eksempelvis har SRS-sykdommen herjet i Chile og har negativ påvirkning på slaktevolum i Chile, men har vært tilsvarende positivt for andre tilbydere som kan selge sine volum til en høyere pris. Også sykdommen infeksjøs lakseanemi (ILA) er et stort problem i Norge, hvor hele lokasjoner må slaktes hvis det blir påvist ILA. I 2020 opplevde man ifølge Veterinærinstituttet en dobling av antallet fra året før, og med 23 påviste tilfeller er dette det høyeste antallet siden 1993 (Aarsæther & Hareland, 2020).

### **Bærekraft**

Som i de fleste andre bransjer er det fokus på at driften skal være bærekraftig. Bransjen i seg selv er relativt bærekraftig, hvor den største utslippsfaktoren kommer i form av for. I de senere år har det imidlertid blitt gjort flere tiltak for at foring av laks skal bli mer bærekraftig. I Mowi sitt eget rammeverk fremhever de anskaffelse av fôr, samspillet med villaks, fiskehelse og forurensing av havbunnen under merdene som de største problemene til lakseoppdrett hva gjelder miljø (Mowi, 2020c).

## **2.4 Konkurrenter**

For å vurdere om Mowi har noen strategiske fordeler overfor sine konkurrenter har vi funnet et utvalg av selskaper innenfor samme bransje som vi skal sammenligne Mowi med. Ettersom Mowi er det største oppdrettsselskapet i verden og i tillegg er børsnotert på Oslo Børs, er dette to nøkkelegenskaper som vektlegges høyt når vi bestemmer bransjeutvalget. Bransjen er relativt konsolidert, og selskapene vi har valgt som relevante å sammenligne med Mowi er

SalMar og Lerøy Seafood. Tidligere hadde man også Cermaq, men de er nå heleid av Mitsubishi og følgelig ikke børsnotert, som vanskeliggjør innhenting av selskapets regnskaper.

### **2.4.1 SalMar**

SalMar ble etablert i 1991 etter anskaffelse av en konsesjon som ga rett til oppdrett av laks og hvitfisk. Fra årsrapporten for 2019 kan en lese at de har et slaktevolum på totalt 166 200 tonn GWT, hvor om lag 140 000 tonn er fra deres norske operasjoner. Selskapet er med dette en av de ledende produsentene av oppdrettslaks. I 2014 fikk selskapet en ny visjon, “passion for salmon”, og i denne visjonen legger de at fiskens helse og velvære er første prioritet.

Selskapet har fire forretningssegmenter:

**Arnarlax** er Islands største oppdrettselskap av laks og er fullt integrert med eget salgsteam. De naturlige forholdene i Island gjør at alt ligger til rette for å drive med oppdrett. I første kvartal i 2019 økte SalMar sin eierandel til over 50 %, og selskapet ble med det konsolidert inn i konsernregnskapet fra og med februar 2019. I samme periode gikk også Bjørn Hembre fra SalMar over til Arnarlax som ny daglig leder (SalMar, 2020).

**Fish Farming Central Norway** omfatter selskapets virksomhet i Møre & Romsdal og Trøndelag. Det var i denne regionen SalMar først startet sin virksomhet. I dag har segmentet hele 68 konsesjoner, 6 smoltanlegg og 1 anlegg for produksjon av rognkjeks. Som en konsekvens av Golfstrømmen er det gunstige temperaturer i havet hele året i dette området.

**Fish Farming Northern Norway** er forretningssegmentet i Troms & Finnmark, og har 33 konsesjoner og et smoltanlegg på Senja. I tillegg til å være det største segmentet med tanke på akvakultur, er det også det mest nytenkende. Det har blitt jobbet med utvikling av føring av fisken gjennom bruk av overvåking av fisken uten fysisk bemanning på stedet. Dette gir også en mer strukturert innsamling av data som gir et bedre grunnlag for beslutninger frem i tid.

Segmentet **Sales and Processing** håndterer konsernets salgsaktiviteter og landbaserte industriaktiviteter. De solgte 141 000 tonn med laks og andre fiskebaserte produkter i 2019. Salgsaktivitetene konsentrerer seg hovedsakelig rundt markedene i Europa, Asia og Amerika. Samlet distribuerer segmentet laks til omkring 50 land (SalMar, 2020).



Noe som skiller SalMar fra de andre aktørene, er at de for ikke lenge siden begynte å satse på oppdrett lengre ute i den åpne sjøen enn hva som er vanlig i dag. De tar sikte på å drive med oppdrett 20-30 nautiske mil fra kysten, hvor den første havbaserte merden har blitt døpt Ocean Farm 1, og etter to produksjonssykluser med lite lus og dødelighet og ellers lovende biologiske resultater, er dette tegn på at oppdrett lengre ute i havet er veien å gå. Med dette fører også SalMar til økt fokus på bærekraftig vekst i bransjen ettersom temperatur og strøm er mer biologisk vennlig mot fisken. Samtidig medfører et slikt initiativ mer investeringer i bransjen i form av forsknings- og utviklingsutgifter som er bra for den langsiktige konkurransen i bransjen.

## Nøkkeltall

i TNOK	SalMar							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsetning	6 245 860	7 185 887	7 326 202	9 029 814	10 817 238	11 342 554	12 237 589	12 912 342
Årsresultat	1 903 376	1 215 477	1 128 795	2 650 990	2 297 798	3 579 225	2 544 487	2 008 920
Resultatmargin	30,5 %	16,9 %	15,4 %	29,4 %	21,2 %	31,6 %	20,8 %	15,6 %
Harvest Volume tonn GWT	153 403	154 800	150 000	131 000	154 000	159 000	166 000	173 500

Tabell 2-2 Nøkkeltall for SalMar. Utarbeidet på grunnlag av SalMars årsrapporter i perioden

Slaktevolumet til SalMar har vært i konstant gradvis vekst år etter år, samtidig som selskapet kan vise til imponerende høye resultatmarginer.

### 2.4.2 Lerøy Seafood Group

Lerøy Seafood Group kan spore virksomheten sin helt tilbake til slutten av 1800-tallet da fiskeren Ole Mikkel Lerøen begynte å selge levende fisk på fiskemarkedet i Bergen. Lerøy ble notert på Oslo Børs i 2002 og fikk med det mer finansielt og strategisk handlerom til å utvikle selskapet fra sjømateksport til å bli det globale og fullintegrerte sjømatekselskapet der er i dag. Over tid har selskapet gjort vesentlige investeringer innenfor ferdigprodukt (VAP), dette for å få en bredere produktportefølje og åpne dører til nye markeder, men også for å utvide handlingsrommet med tanke på egenprodusert laks og torsk. I april 2017 startet selskapet arbeidet med å bygge en fabrikk omtalt som Lerøy Seafood Center, hvor de skal fokusere på automasjon, kvalitet, matsikkerhet ved produsering av røkte og ferske produkter. Fabrikken vil være den mest moderne i Europa og vil ha de mest innovative teknologiske systemene. Dette er i tråd med selskapets hovedstrategi og høye investeringsvillighet; å øke etterspørselen ved å selge nye produkter til nye markedet (Lerøy, 2021).

Lerøy har 3 forretningssegmenter:

**Farming**, dette segmentet omfatter selskapets aktiviteter knyttet til oppdrett av laks og torsk. Segmentet har tre selskap: Lerøy Aurora, Lerøy Midt og Lerøy Sjøtroll som alle utgjør en stor arbeidsgiver på den norske kystlinjen og etterstreber å være synlige og aktive i de regionene de driver virksomhet (Lerøy, 2021).

**Wild catch**, villfangstsegmentet omfatter virksomheter som ble oppkjøpt i 2016, da de kjøpte Havfisk AS og Norway Seafoods Group AS. Dette er selskaper som driver virksomhet i stor skala ved fangst av torsk, hyse og sei, hvor Havfisk er Norges største trålrederi med 10 trålere, 29,6 kvoter for fiske av torsk og hyse og 31,9 kvoter for fiske av sei (Lerøy Havfisk, u.å.).

**VAP, sales and distribution** beror seg på Lerøys salgsaktiviteter. Lerøy har med deres salg og distribusjon en global rekkevidde som jobber med salg, markedsføring, produktutvikling og prosessering av råvarer fra partnere og andre tilbydere i nettverket.

## Nøkkeltall

i TNOK	Lerøy							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsetning	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 629 278	18 623 515	19 837 637	20 426 902	19 959 652
Årsresultat	1 886 395	1 104 473	1 232 883	3 518 630	1 749 484	3 597 959	1 869 739	790 209
Resultatmargin	17,5 %	8,8 %	9,2 %	20,0 %	9,4 %	18,1 %	9,2 %	4,0 %
Harvest Volume tonn GWT	144 784	158 258	157 697	150 182	157 767	162 039	158 178	170 800

Tabell 2-3 Nøkkeltall for Lerøy. Utarbeidet på grunnlag av Lerøys årsrapporter i perioden.

Ifølge Mowi (2020a) var Lerøy den femte største aktøren i bransjen målt i slaktevolum, slått av Cermaq, Salmar og “New Aquachile”/Agrosuper.

## 2.5 Sammenligning med bransjen

I dette avsnittet vil vi vurdere hvilke ressurser Mowi har, som skiller de fra resten av bransjen. Denne informasjonen vil vi videre bruke i avsnitt 4.3 ved gjennomføring av den interne ressursbaserte analysen, samt analyse av den historiske ressursfordelen i kapittel 8.

### Størrelse

Mowi er den største aktøren globalt innenfor oppdrett av laks, og basert på slaktevolum var Mowi den største aktøren i Norge og Storbritannia, nummer to i Nord-Amerika og jevnstor med største aktør i markedet Chile med ca. 10 % av den totale produksjonen i regionen. Videre er Mowi sammen med Grieg Seafood og Cermaq de eneste aktørene i bransjen som er blant de største aktørene i mer enn to regioner. Mowi er eneste aktør som har et slaktevolum på over 50 000 tonn GWT i fire regioner (Mowi, 2020a). De har med dette en klar markedsposisjon som

det største oppdrettsselskapet globalt, og sterk tilstedeværelse i alle vesentlige regioner (Chile, Nord-Amerika, Norge og Storbritannia/Færøyene).

Som en stor aktør åpner dette for muligheter som andre aktører ikke nødvendigvis ser som hensiktsmessig, da det for andre aktører vil innebære store kostnader og større risiko i forhold til driften de har i dag. For Mowi vil det tilsvarende som for bransjen ikke være store skalafordeler ved å ha drift i Norge og Chile, annet enn noe lavere administrasjonskostnader og felles utnyttelse av støttefunksjoner som forskning og utvikling. Noen synergier i forbindelse med økt utnyttelse av en flåte av brønnbåter, ansatte eller fôrproduksjon er heller lite sannsynlig basert på de store avstandene. De har imidlertid større forhandlingsmakt overfor leverandører av brønnbåttjenester og andre leverandører til havbruksindustrien, og har større mulighet til å redusere prisrisikoen knyttet til ulike deler av verdikjeden. For Mowi sin del har de blant annet utnyttet muligheter ved å kontrahere egne brønnbåter, bygge egen fôrproduksjon for å bli selvforsynt med fôr, samt økt grad av videreforedling og en egen avdeling som forsker på genetikk (Mowi, 2021a).

Rasjonale for å være til stede i ulike geografiske regioner kan også begrunnes med muligheten til å være med på en eventuell vekst i form av nye konsesjoner som kan finne sted på de ulike lokasjonene. Et eksempel er Irland, hvor det i dag tar mellom seks og ti år å behandle en ny tillatelse, samtidig som en uavhengig vurdering av lisenssystemet i 2017 anbefalte å utforme det på nytt fra bunnen av (Mowi, 2020a). Ved å være til stede før reformen blir en realitet kan man potensielt handle raskere enn andre aktører som ikke har operasjoner i regionen i dag. Tilsvarende så vil dette kunne forklare eventuelle negative ulemper Mowi har i forhold til bransjen, hvis dagens lave produksjon i for eksempel Irland medfører lav utnyttelse av enkelte eiendeler.

Det er i dag vanskelig for eksisterende aktører å kopiere ressursen som Mowi i dag innehar, men avhengig av tidshorisont vil det være muligheter for både landbaserte anlegg og konkurrenter innenfor sjøbasert oppdrett å oppnå samme posisjon. Atlantic Sapphire har slaktet sin første produksjon av laks på land, men har imidlertid store problemer med finansiering og designsvakheter på RAS-systemet fra leverandører har i 2021 ført til et tap på 5 % av forventet årlig slaktevolum (Berge, 2021a).

Det har imidlertid blitt børstnotert en rekke andre selskaper som også satser på landbasert oppdrett den siste tiden, så selv om det fortsatt er tvil om det er økonomisk lønnsomt, vil satsingen fra flere aktører føre til betydelig økt tempo på utviklingen innenfor landbasert teknologi. Det må imidlertid nevnes at Mowi også kan dra fordel av teknologiutviklingen, da de har planer om store investeringer i postsmolt-anlegg, som innebærer at tiden smolten oppholder seg i landbaserte anlegg øker, og tiden til sjøs reduseres. Utviklingen man har sett innenfor RAS-teknologien for landbasert vil også Mowi kunne nyttiggjøre seg, siden RAS-teknologien også er aktuelt for postsmolt-anlegg. Mowi unngår også de mest problematiske sidene ved landbasert, siden det er ved overgangen fra ferskvann til saltvann problemene ved landbasert virkelig viser seg, siden det for det første er komplisert å rense saltvann for CO<sub>2</sub> og ammoniakk, samt at faren for dannelse av hydrogensulfid er mye større i RAS-anlegg med saltvann kontra ferskvann (Jenssen, 2020). Mowi opplyser i årsrapporten for 2020 at det ene prosjektet de har startet på innenfor postsmolt kan øke slaktevolumet med 5 300 tonn GWT i 2024, og den planlagte utbyggingen frem mot 2026 vil gi en økning på årlig slaktevolum på 40 000 tonn GWT (Mowi, 2021a).

Oppdrettsbransjen har den senere tiden opplevd svært strenge reguleringer hva gjelder tilbudsvekst etter at Riksrevisjonen i 2012 fremla en rapport som konkluderte med at gjeldende forvaltning innenfor havbruk ikke var bærekraftig (Dokument 9 (2011-2012), s. 8-15). Reguleringene endret fokuset fra det enkelte anlegg til det samlede antall av anlegg i et produksjonsområde og deres påvirkning på villaksen, som i dag er regulert gjennom trafikklyssystemet. Dette systemet kollektivt belønner og straffer alle aktører i det aktuelle produksjonsområde basert på konsentrasjonen av lakselus, hvor røde områder må redusere produksjonen med 6 %, og grønne områder får mulighet til å øke produksjonen med 6 %. Dette gjør det vanskelig å organisk øke egen størrelse til samme nivå som Mowi er i dag for tradisjonelle oppdrettere, men det vil alltid være mulig å gjøre det gjennom konsolideringer som Mowi selv gjorde i 2006. Bransjen har imidlertid vært i en oppgangskonjunktur med stadig økte priser det siste tiåret, og bransjen er mer moden enn da Mowi ble skapt, så med mindre det skjer en ny krise innenfor lakseoppdrett, anser vi det som lite sannsynlig at eksisterende aktører vil slå seg sammen, og samtidig få godkjennelse fra konkurransemyndighetene.

### *Merkevare*

Mowi lanserte i 2019 sin egen merkevare MOWI i Polen, som ble godt mottatt. Dette er ett av fokusområdene til Mowi, hvor ønsket er å dreie selskapet fra å operere i en bransje som

tradisjonelt har vært og er en råvareindustri, med de sykliske egenskapene det innebærer, til at man med en egen merkevare blir mindre avhengig av råvareprisen. Mowi har videre planer om å lansere merkevaren i USA og Frankrike i løpet av 2020, hvor merkevaren vil bli distribuert gjennom Amazon Fresh i USA. Basert på erfaringene fra Polen opplever de en økning på 39 % i merkevarebevissthet, 15 % i målgruppen (unge forbrukere) hadde brukt merkevaren en gang, mens 5 % bruker merkevaren gjentagende. Mowi fokuserer også på å utvikle nye og spennende ferdigprodukter som gjør det enklere for forbrukerne å spise laks i hverdagen. Det må imidlertid nevnes at aktørene Lerøy og Salma allerede har sine egne merkevarer, hvor førstnevnte har merkevaren Lerøy distribuert i Norge, og Aurora er luksusmerkevaren deres som blir solgt til Japan og er ansett som den beste laksen å bruke til Sushi (Berge, 2015). Salma er en merkevare fra oppdretteren Bremnes Seashore, og er et resultat av et samarbeid med Tine om å lage et pølseprodukt av laks. De gikk imidlertid bort fra pølseproduktet, og lanserte i stedet en laksefilet uten skinn og bein, også omtalt som “laksens indrefilet” (Meny, u.å). Blant analytikere er Lerøy ansett som en mer defensiv aksje innenfor lakseoppdrett enn resten av bransjen. Det er imidlertid vanskelig å fastslå sikkert om det skyldes selskapets merkevare, eller det at de også driver virksomhet innen tradisjonelt fiskeri, som har andre drivere enn lakseprisen.

Mowi sin geografiske spredning kan spille positivt inn på selskapets mulighet til å markedsføre produktene sine som lokalt produsert i nærmarkedene, blant annet har de i Storbritannia inngått distribusjonsavtale med en av de største supermarkedkjedene i øyriket, Sainsbury's, som innebærer at Mowi nå selger merkevaren sin produsert av skotsk laks i alle Sainsbury's sine butikker i Storbritannia. Mowi inkluderte videre i 2019 en QR-kode på pakningen til merkevaren sin som ga kundene muligheten til å se hvor laksen kommer fra, hvor lenge den har vært i sjøen, hvor stor den var på slaktetidspunktet, samt fargen, teksturen og marmorering av kjøttet. Om selskapet klarer å utnytte dette, samt kombinere det med de andre ressursene selskapet besitter som de andre ikke har, kan de skape et produkt som skaper tillit til kunden, samt betrygge de om at laksen er fôret med bærekraftige ingredienser, har hatt en god fiskehelse gjennom livet sitt og generelt gir kunden økt kunnskap om hvordan laksen har hatt det.

Et annet moment med tanke på merkevarens verdi for Mowi, er trenden man har sett i det norske dagligvaremarkedet hva gjelder merkevare og hvem som sitter igjen med verdiskapingen er dagligvarebransjens bruk av egne merkevarer (EMV). Kort forklart er egne merkevarer dagligvarekjedenes egne merkevarer, som er en kopi av produktet det skal kopiere,

men i enkelte tilfeller kan de være fra samme fabrikk. Synnøve Finden produserer for eksempel hvitost for Coop, X-tra, Bunnpris og Rema 1000 i tillegg til sin egen merkevare. De er gjerne billigere enn merkevaren, og enkelte argumenterer for at det er positivt for husholdninger med lave inntekter, da merkevarene ofte blir for dyre. Her har man imidlertid et problem med at makten er konsentrert hos tre aktører i dagligvaremarkedet, og til syvende og sist er det de som setter prisen på varen og bestemmer plasseringen til de i butikken. De vil imidlertid ha sammenfallende interesser med leverandøren om å sette prisen på merkevaren så høyt som mulig, men årsakene er diametralt forskjellige; leverandørene vil ha høyest mulig pris for å maksimere profitt, mens dagligvarekjedene gjør det for å kunne øke prisen på sitt eget produkt uten å miste etterspørsel. Et klart eksempel på utviklingen innenfor egne merkevarer finner en i kategorien deiger og farser. Ifølge tall fra Matindustrien var andelen EMV i 2010 på 36,1 %, og resten var Gilde og andre aktører, mens andelen i 2020 hadde økt til 81,1 %. Merkevaren Gilde, som er merkevaren til bøndene, er omtrent borte fra markedet med en andel på bare 10 % (Kongsnes, 2020).

Det er dog verdt å merke seg at Konkurransetilsynet har fokus på konkurransen i dagligvarebransjen, og enkelte partier på Stortinget har luftet muligheten å forby egne merkevarer (Solem, 2020). Vi merker oss at det er en interessant problemstilling hvorvidt dagligvarekjedene likebehandler egne merkevarer og merkevarer fra tredjeparter. Vi anser det derfor som et relevant moment både i Norge og andre land i hvilken grad kundeledet kan kapre store deler av verdiskapningen som stammer fra merkevaren hvis konsentrasjonen i kundeledet er stor, som vil redusere av en potensiell merkevare.

### *Forskning og utvikling*

Mowi bruker mye ressurser på utvikling, hvor de i 2021 blant annet satser på digitalisering og effektivisering av anlegg, automatisering av prosesser både innenfor oppdrett og videreforedling, bedre overvåking av fiskehelse, fiskeatferd og forurensing, nye typer oppdrettsanlegg samt postsmolt anlegg. De bruker også mye ressurser som resten av bransjen på å løse problemet med lakselusen, men det ser ut til å være lite fremgang på den fronten, da Mattilsynet i april 2021 valgte å gå bort fra intensjonen om å avskaffe termisk behandling av lakselus, selv om Mowi sitt egenutviklede system (nå utskilt i Smir) HydroLicer har god effekt uten bruk av termisk avlusing (Nygård, 2021). Videre så satser Mowi på ny teknologi som IoT gjennom satsingen deres på Smart Farm, samt har de et samarbeid med Alphabet om å få økt innsikt i livet under havoverflaten ved hjelp av kameraer og kunstig intelligens (Mowi, 2021a).

Mowi satser som nevnt mye på forskning og utvikling, hvor selskapet har brukt i snitt 10 % av årsresultatet på FoU de siste to årene. At selskapet bruker mye kapital er imidlertid ikke noe særegent med Mowi i seg selv, da ethvert selskap med en fornuftig idé har gode muligheter til å skaffe seg finansiering i dagens miljø. Mowi har også ikke realisert noen av utviklingstillatelsene de har blitt tildelt, og Hauge Aqua ønsker som nevnt i kapittel 2.1.6 å utvikle “Egget” med andre partnere, noe som kan vitne til liten vilje hos Mowi til å få bukt på problemene dagens oppdrettsbransje sliter med. SalMar på den andre siden har for eksempel allerede realisert utviklingsprosjektet sitt med Ocean Farm 1, og har planer om å realisere flere anlegg av samme type (Nygård, 2020).

Mowi har ett eget Global R&D and Technical-avdeling, som består av 16 eksperter innenfor ulike profesjoner og har ansvaret for planlegging, koordinering og ledelse av de ulike prosjektene. Videre har man Global Technical Teams (GTT), hvor spesialister innenfor FoU jobber sammen med ansatte i de ulike forretningsenhetene, det vil si fôr, oppdrett og salg og ferdigprodukter. De har ansvar for deling av kunnskap og kompetanse mellom enhetene, samt representerer de når en prioriterer og definerer FoU-behov (Mowi, s. 129, 2021a).

## 3 Verdivurderingsmetoder

Selskap skaper verdi hvis de har avkastning på investert kapital som er større enn selskapets avkastningskrav. Dersom avkastning på investert kapital er lik eller mindre enn avkastningskravet, vil ikke vekst skape verdi (Koller, Goedhart og Wessels, 2020, s. 17).

Hensikten med denne oppgaven er å estimere verdien på egenkapitalen i selskapet. Estimaten som oppgaven kommer frem til vil være basis for vår anbefalte handelsstrategi for aksjen.

I det tredje kapitlet vil vi ta for oss tre verdivurderingsmetoder og hvilken modell vi benytter som hovedmodell i resten av oppgaven vil deretter bli begrunnet.

### 3.1 Oversikt over ulike verdivurderingsmetoder

I henhold til Damodaran (2012) finnes det i hovedsak tre verdsettelsesmetoder. Den første er en diskontert kontantstrøm metode som vi referer til som fundamental verdivurdering. Videre har man relativ verdsettelse som finner verdien av en eiendel, for eksempel en aksje, ved å se på prisingen av sammenlignbare eiendeler. Vi referer til denne metoden som komparativ verdsettelse. Den tredje metoden benytter seg av opsjonsprisinde modeller til å måle verdien av eiendeler som har karakteristika som en (real)opsjon.

Fra boken til Kaldestad & Møller (2016, s. 28) har vi i tillegg til metodene nevnt ovenfor, også to andre tilnærminger. Det er en balansebasert metode og en kostbasert metode. Den balansebaserte tilnærminger tar utgangspunkt i hva eiendelene i selskapet kan selges for i markedet i dag. Videre tar den kostbaserte metoden utgangspunkt i hva det ville ha kostet å gjenanskaffe eiendelene i selskapet.

#### **3.1.1 Fundamental verdivurdering**

Selv om verdsetting ved bruk av diskontert kontantstrøm er en av tre tilnærminger når det kommer til verdsettelse, og brorparten av verdivurderinger gjort i praksis er relative, er dette den metoden som er grunnlaget som de andre er bygget på. For å gjøre komparative verdsettelse, må en forstå det grunnleggende av diskontert kontantstrømmetode. Videre for å benytte seg av opsjonsprisinde modeller må vi ofte starte med en verdivurdering basert på diskontert kontantstrøm (Damodaran, 2012, s. 11).



Basis for denne metoden er nåverdien, nemlig at verdien på enhver eiendel er nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmene fra eiendelen.

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

(Damodaran, 2012, s. 12)

Hvor n = Tidshorisonen til eiendelen

CF<sub>t</sub> = Kontantstrømmen i periode t

r = Avkastningskravet som reflekterer risikoen i de estimerte kontantstrømmene

Det finnes uendelig mange varianter av diskonterte kontantstrømmetoder. Diverse investeringsbanker og konsulentselskaper hevder at deres modeller er mer sofistikerte enn konkurrentene sine. Likevel, når alt kommer til, så finnes det kun to måter å verdivurdere et selskap på. Den ene metoden er å kun vurdere egenkapitalen i selskapet, og den andre er å vurdere selskapet som helhet, hvor man også tar med gjeldsposter. Selv om begge metodene bruker matematisk den samme formelen, så vil kontantstrømmene og avkastningskravet være forskjellig. Likevel så vil begge metodene gi samme estimat på verdien på egenkapitalen i selskapet så lenge man er konsistent med antagelsene (Damodaran, 2012, s. 14).

Ettersom metoden benytter seg av estimerte kontantstrømmer og avkastningskrav, så er verdivurdering ingen eksakt vitenskap. Selv to velinformerte og dyktige analytikere kan få to motstridende verdiestimer på egenkapitalen til selskapet, avhengig av hvilke antagelser som er lagt til grunn. Det er den strategiske analysen av selskapet og bransjen, samt regnskapsanalyse av historisk informasjon som legger føringer på hvilke antagelser som legges til grunn ved estimering av kontantstrøm og avkastningskrav.

### **3.1.2 Komparativ verdivurdering**

I en komparativ verdivurdering er verdien av en eiendel utledet fra prisingen av sammenlignbare eiendeler. Prisingen blir standardisert ved bruk av parametere som inntjening, kontantstrøm, bokført verdi eller omsetning. Dette kan for eksempel gjøres ved å bruke bransjen sin gjennomsnittlige Pris/Fortjeneste, på dagligtale omtalt som P/E, for å verdsette et selskap. En viktig forutsetning er at selskapene innenfor samme bransje som sammenlignes

med selskapet, faktisk er sammenlignbare med selskapet som skal verdsettes, og at markedet i gjennomsnitt priser disse selskapene korrekt (Damodaran, 2012, s. 19).

Som nevnt er en sentral antagelse ved denne metoden at markedet priser aksjeverdien korrekt. Et hypotetisk eksempel er et selskap innenfor en bransje som har en prising på 10x inntjeningen, hvor gjennomsnittet er 25x. En tilhenger av komparativ verdsettelse vil hevde at denne forskjellen må utlignes før eller senere, mens en tilhenger av diskontert kontantstrøm metoden kan hevde at hele bransjen er overvurdert med 50 prosent (Damodaran, 2012, s. 20). Det blir derfor misvisende å utstede en kjøpsanbefaling bare basert på at selskapet er lavere verdsatt enn sine konkurrenter, siden man ved å vende på det kan si at en burde utstede en salgsanbefaling på selskapene som er priset til 25x inntjening.

En annen sentral forutsetning ved metoden er at selskapene er sammenlignbare. Å finne sammenlignbare selskap kan ofte være en utfordring, og derfor må vi ofte nøye oss med å sammenligne selskaper som ikke er sammenlignbare for så å gjøre diverse justeringer.

### **3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering**

Den tredje metoden bygger på at verdien til en eiendel i enkelte tilfeller kan være høyere enn nåverdien av de estimerte kontantstrømmene fra eiendelen. Dette er tilfelle når kontantstrømmene er avhengig av om en hendelse inntreffer eller ikke (Damodaran, 2012, s. 23). Eksempelvis kan en gullgruve som for øyeblikket går i minus, ha en verdi utover nåverdien, da det kan hende at gullprisen får en ikke forventet økning. Et annet eksempel er en tomt som er regulert til formål med lav verdi i dag, men kan få en høy verdi ved omregulering i fremtiden.

Hensikten med denne metoden er at det kan eksistere verdiløse eiendeler i dag, som faktisk har en verdi hvis det skjer fordelaktige hendelser i fremtiden. Man vil med andre ord ved å bruke en tradisjonell verdivurderingsmetode undervurdere den faktiske verdien. Verdien av et selskap som besitter en slik realopsjon, vil dermed være nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario pluss (nå)verdien av den særlige fleksibiliteten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32).

## 3.2 Valg av verdivurderingsmetode

Valg av vurderingsmetode avhenger av flere faktorer. Det påpekes imidlertid av (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33) at en kombinasjon av de inntjeningsbaserte og markedsbaserte tilnærmingene gir de mest pålitelige svarene. Videre lister de opp fem faktorer en burde vurdere ved valg av metode:

### *Tilgang på informasjon*

Skal en benytte den fundamentale verdivurderingsmetoden forutsettes det prognoser av fremtiden. Man har naturligvis ikke tilgang på data fra fremtiden så disse må estimeres. Denne oppgaven vil benytte seg av både kvalitativ og kvantitativ informasjon til å utarbeide prognoser.

### *Tid til disposisjon*

Selv om informasjonsgrunnlaget eksisterer, så er det krevende å bearbeide dette til anvendelige prognoser og en rimelighetsvurdering disse. I og med at dette er en masteroppgave vil ikke tid til disposisjon være et hinder eller en utslagsgivende faktor som sådan.

### *Krav til pålitelighet*

Av og til kan en være fornøyd med et grovt overslag over verdien. Ettersom dette er en masteroppgave som tar sikte på å estimere egenkapitalverdien og komme med en anbefalt handlingsstrategi, så har vi et høyt krav til påliteligheten til verdiestimatet.

### *Bransje*

Hvilken bransje selskapet opererer i kan være viktig ved valg av metode. En balansebasert tilnærming er for eksempel veldig aktuelt innenfor eiendom og shipping.

### *Fase i livssyklusen*

Hvor et selskap befinner seg i livssyklusen er viktig for valg av tilnærming da selskaper i oppstartsfasen, modne og stagnerende selskaper vil ha ulik form for inntjening. Selskaper i oppstartsfasen vil ha lite regnskapsinformasjon, ofte store underskudd og målefeil i regnskapene. Å finne en langsiktig normalisert inntjening for slike selskaper er en særlig problemstilling.

### **3.2.1 Begrunnelse for valg av verdivurderingsmetode**

Oppdrettsbransjen synes å være en relativt moden bransje med beskjedne vekstmuligheter, illustrert med avtagende vekst på årlig slaktevolum målt i tonn. Dette ble ytterligere utdypet i kapittel 2 når vi presenterte de biologiske begrensningene bransjen står overfor. Oppgaven vil derfor ta utgangspunkt i en fundamental verdivurderingsmetode, diskontert kontantstrømmetode, som hovedmetode, samtidig vil det benyttes markedsbaserte metoder som en rimelighetssjekk. Et interessant poeng er at når man benytter seg av en multippel som verdivurderingsmetode, så bruker man indirekte de fremtidige diskonterte kontantstrømmene da markedet allerede har verdsatt disse. Videre bør man optimalt benytte flere tilnærminger i en verdivurdering, siden en kombinasjon av de inntjeningsbaserte og markedsbaserte multiplene vil gi de mest pålitelige svarene, og man bør derfor søke å kombinere noen varianter av disse metodene (Kaldestad & Møller, s.33. 2016).

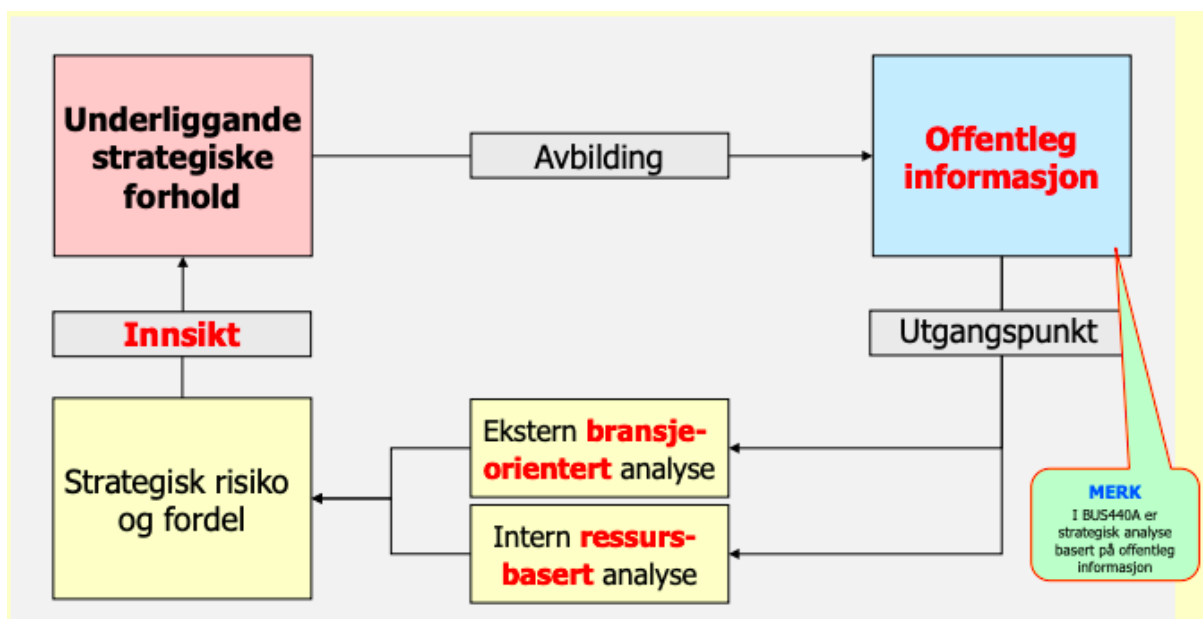
## 4 Strategisk analyse

Strategi er ifølge Henry Mintzberg et mønster i en strøm av beslutninger, mens Michael Porter definerer konkurransemessig strategi som evnen til å skille seg ut, og med overlegg velge et forskjellig sett av aktiviteter som utgjør en unik blanding av verdi (Johnson et.al, 2015).

Strategisk analyse er en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold. Vi skal i dette kapitlet vurdere selskapets strategiske posisjon, altså selskapets evne til å oppnå en rentabilitet utover avkastningskravet og evnen til vekst. Et selskaps strategiske posisjon kan uttrykkes som et mål på selskapets strategiske fordel, hvor strategisk fordel består av en ekstern bransjeorientert strategisk fordel (ulempe) pluss en intern ressursbasert strategisk fordel (ulempe) (Knivsflå, 2021b).

For å oppnå en høyere avkastning på investert kapital enn konkurrentene må selskapet kunne tilby varene sine til en høyere pris, eller produsere mer effektivt med lavere kostnad og/eller kapital per enhet (Koller, Goedhart og Wessels, 2020, s. 129). Denne strategiske fordel vil avhenge av bransje og selskapets valgte strategi.

### 4.1 Rammeverk for strategisk analyse



Figur 4-1 Rammeverk for den strategiske analysen (Knivsflå, 2021b).

## 4.2 Bransjeorientert analyse

I det følgende vil det bli gjennomført en ekstern analyse. Her vil vi ta utgangspunkt i faktagrunnlaget fra kapittel 2 og analysere det ytterligere.

En bransjeorientert strategisk fordel har man om bransjen har en rentabilitet som er større en avkastningskravet. For å vurdere dette starter vi ved den generelle økonomien, og ser på hvilke makrofaktorer som påvirker bransjen. Videre ser vi på hva som skjer i bransjen og hvordan konkurranseforholdene i bransjen er. Om det foreligger en vekstfordel, risiko- og kravfordel. (Knivsflå, 2021b).

I råvarebransjer med mange tilbydere, predikerer elementær mikroøkonomi at prisen vil være lik marginalkostnaden, som er ekvivalent med en avkastning som tilsvarer avkastningskravet (Koller, Goedhart og Wessels, 2020, s. 134).

### **4.2.1 PESTEL**

Oppdrettsbransjen blir påvirket av en rekke makroøkonomiske faktorer, som selskapene har liten ingen eller liten innflytelse på. For å forstå disse faktorene benytter vi oss av en PESTEL-analyse. Faktagrunnlaget for denne PESTEL-analysen kommer fra oppgavens kapittel 2. omhandlende makrofaktorene. PESTEL rammeverket kategoriserer selskapets miljømessige faktorer inn i nøkkelpunkter. Disse punktene er politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, økologiske og juridiske. Denne inndelingen understreker at det ikke bare er markedsmessige faktorer som bedrifter må ta hensyn til ved valg av strategi, i praksis så er imidlertid ikke de ulike faktorene fullt ut uavhengige av hverandre (Johnson et.al, 2015, s. 22). Under vil det bli redegjort for hvordan de ulike faktorene påvirker oppdrettsbransjen.

#### *Politiske forhold*

##### **Konsesjoner**

Bransjen er strengt regulert og det utstedes ikke nye konsesjoner fra myndighetene av bærekrafthensyn. Dette betyr at selskapene som ønsker vekst utover allerede tillatt biomasse må enten kjøpe konsesjoner fra konkurrenter, hvor den vanligste måten dette blir gjort på er å kjøpe opp selskap som innehar konsesjonene. Eller opptre etter de bærekraftige retningslinje myndighetene setter for å få økt tillatt biomasse.

## **Handelskonflikter**

Videre er det også diverse handelspolitiske konflikter som spiller inn. Hovednæringen i bransjen er eksport av varer. Handelsbarrierene som hindrer den norske laksenæringen å selge laks til Russland, har siden 2014 kostet næringen over 20 milliarder kroner (Nilsen, 2019)

## **Stykkskatt**

Fra 2021 ble det innført en produksjonsavgift på 40 øre per kg produsert fisk. Det betyr hypotetisk at en produsert fisk på 10 kg vil komme med en avgift på 4 kr. Regjeringen innførte denne avgiften på grunn av den ekstraordinære lønnsomheten i bransjen de senere årene og mente at det var rett og rimelig at fellesskapet skal få en del av kaka, ettersom avkastningen kommer fra de klima- og naturforholdene vi har i Norge. Det kan dermed synes at dersom denne ekstraordinære lønnsomheten skulle forsvinne, at det samme skal avgiften. Faktorer som mer utstrakt bruk av landbasert oppdrettsvirksomhet og mindre eller null sykdommer i Chile som bringer markedet til en likevekt er begge faktorer, noe som vesentlig reduserer lønnsomheten i bransjen.

## **Oppfordringer fra helsemyndighetene**

Et annet viktig moment er myndighetens holdning til næringen. I de senere tider har holdningen vært positiv da det naturligvis er sunt med laks og oppfordrer dermed sine egne borgere å spise mer laks. Noe som kan være verdt å påpeke er at det eksisterer en trussel for at vi skal gå over til mer vegetariske alternativer og at myndighetenes holdning således kan endres, laks er imidlertid mindre utsatt for dette enn sine umiddelbare substitutter.

## *Økonomiske forhold*

### **Økonomien generelt**

Norges Bank opererer med tre scenarier for koronapandemien: oppside, nedside og hovedbane. Selv i det mest pessimistiske scenariet vil BNP være tilbake på normale nivåer vi så før korona når vi skriver 2022 (Norges Bank, 2020). Dette betyr alt annet likt positive nyheter for lakseprisen og næringen for øvrig.

### **Renten**

I forrige rentemøte ble det besluttet å holde styringsrenten uendret på null prosent, samtidig som de ikke så for seg negativ styringsrente. Norges Bank forventer at den forblir på dette nivået frem til 2022 hvor den vil øke gradvis til 1 % i slutten av 2023. Styringsrenten er relevant

for selskapene å følge med på da den er med å bestemme hvilke lånerenter de betaler. Samtidig budsjetteres det med at realrenten vil gradvis økes fra i dag til slutten av 2023 til rett under 0 prosent, til sammenligning er den på om lag negativ 3 prosent i dag.

## **Valuta**

Ved å se på den importveide kursindeksen I-44, så ser vi at kronkursen igjen er på nivåer vi så før koronakrisen inntraff. Da eksporten er såpass viktig i bransjen kan små endringer i valutakursene ha store utslag for totalresultatet til selskapene. Det er imidlertid ikke til å legge skjul på at selskaper sikrer denne eksponeringen ved bruk av derivater.

## *Sosiokulturelle forhold*

Verdensbefolkningen er forventet å vokse til hele 10 milliarder innen 2050 ifølge EU. Isolert sett er dette positivt for oppdretterne, men samtidig har vi også ifølge EU en middelklasse i vekst. Etersom middelklassen er den primære kjøperen av laks, vil også dette bety økt etterspørsel og salg av laks.

Videre er bekymringer angående klimaforandringer med på å påvirke matvaner. Ifølge Ocean Panel kan økt konsum av fisk redusere de globale utslippene. Dette kombinert med at det betraktes som sunt og blir anbefalt av helsemyndigheter er utelukkende positivt for fremtidsutsiktene til selskapene. Den sosiokulturelle trenden om å droppe kjøttet er imidlertid noe som reduserer den positive effekten av disse faktorene.

Summen av de overnevnte faktorene synes å tilsi positive fremtidsutsikter, men ikke uten risiko for nedside.

## *Innovasjon og teknologiske forhold*

På sikt så kan landbasert oppdrett utgjøre en trussel, men disse er også underlagt konsesjonssystemet. Et viktig poeng med landbaserte oppdrettsanlegg er at de ikke krever de samme geografiske forutsetninger som tradisjonelle oppdrettsanlegg. Herunder, krav til lokalitet og arealer. Dersom denne trusselen blir en realitet og man vil få vesentlig flere tilbydere i markedet, vil det presse marginene ned kraftig fra dagens nivåer.



Landbaserte konsesjoner i likhet med sjøbaserte konsesjon i USA, UK og Canada utgjør en stor utfordring for norske oppdrettsselskap da de må betale dyre dommer for sine konsesjoner (Pwc, 2021).

Videre er Per Grieg fra Grieg Seafood i samme artikkel sitert på at han tror at de vil kunne doble produksjon gjennom å produsere fisken opp til mellom 1 og 2 kg på land for så å sette de ut i sjøen for å få en gevinst og en super-produksjon. Han tror også at dette er en ekspansjonsmetode som andre norske oppdrettere kommer til å adoptere i stor grad.

### *Miljømessige forhold*

Økt bruk av vaksiner tidlig i fasen og mens laksen er i ferskvann bidrar til forebygging av sykdommer, samt sterkt redusere antallet annen medisin brukt til å behandle disse sykdommene. Likevel må det i enkelte tilfeller bli brukt medisin, blant annet for at det ikke foreligger vaksine.

Selv om antallet produsert laks har steget nesten eksponentielt siden 1980-tallet, har bruken av antibiotika gått motsatt vei. I de siste to tiårene, har nivåene på dødelighet vært stabilt lavt som følge av god policy, vaksiner og praksis. Trenden i Chile har imidlertid vært utsatt for press fra sykdommen SRS (Salmonid Rickettsial Septicaemia), et kjennetegn med denne sykdommen er at laksen blant annet mister appetitten og resulterer i en høyere dødelighetsrate.

### *Juridiske forhold*

Det er flere lover oppdrettsselskapene må forholde seg til, herunder Akvakulturloven av 2005 og Matloven av 2003. 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). Det er åpenbart at hensikten med denne loven er å sørge for en fremtidig bærekraftig utvikling i bransjen, og det er denne loven som regulerer tildeling av konsesjoner. 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).

Dersom en antar at den ekstraordinære lønnsomheten skyldes sykdommer i Chile, kan en normalsituasjon føre til lempinger i stykkskatten, og dermed legge til rette for økt lønnsomhet og høyere aksjekurser på tvers av bransjen da den fremtidige frie kontantstrømmen naturligvis vil øke.

### *PESTEL oppsummering*

Fra PESTEL-analysen ovenfor ble det gjort rede for de mange forholdene som påvirker selskapene som driver virksomhet i oppdrettsbransjen. Det mest betydningsfulle er kanskje de politiske, som inneholder konsesjoner, handelskonflikter, stykkskatt og anbefalinger fra helsemyndighetene. Alle disse er variabler som har stor innvirkning på fremtidsutsiktene til oppdrettsbransjen. Videre er også lakseprisen svært viktig for lønnsomheten og konkurranseforhold i bransjen. Sosiokulturelle forhold synes å være positive for tilbydere av laks, da befolkningsvekst og økt fokus på helse er faktorer som kan skape økt etterspørsel etter laks. Videre kan de politiske og juridiske forholdene bidra til å fremme innovasjon og teknologi i bransjen som gjør den mer bærekraftig.

#### **4.2.2 Porters fem konkurransekrefter**

Porters fem konkurransekrefter forklarer i utgangspunktet marginene i bransjen. Dersom det er mange og store barrierer, vil det forhindre andre potensielle aktører å entre markedet, slik at konkurransekraftene blir svakere og mer lik et oligopolistisk marked. En viktig del av forståelsen av hvordan konkurransekraftene virker er at dersom bransjen som helhet skulle på en eller annen måte få mindre kostnader, er det høyst sannsynlig at disse kronebeløpene vil tilfalle kundene og ikke bedriftene i bransjen. Rammeverket i Porters fem konkurransekrefter hjelper oss å identifisere hvor attraktiv en bransje er med tanke på (1) trussel fra nyetableringer (2) trussel fra substitutter (3) forhandlingsmakt fra kunder (4) forhandlingsmakt fra leverandører og (5) intern rivalisering (Johnsen, et al., 2015, s.28).

Det er også greit å være klar over at flere empiriske studier finner at rentabiliteten følger en mean reversion, altså at de selskapene som har en rentabilitet vesentlig over eller under gjennomsnittet, har en tendens til å nærme seg gjennomsnittet etter noen år (Knivsflå, 2021b). Faktagrunnlaget for denne Porter-analysen kommer fra kapittel 2.

## *Trussel fra nyetableringer*

For å vurdere trusselen fra nyetableringer vil vi dele drøftingen inn i tradisjonelle og landbaserte oppdrettsselskap.

Trusselen fra nyetableringer må sies å være relativt lav for tradisjonell sjøbasert oppdrett. Det er det flere årsaker til. For det første er det veldig kapitalintensivt å etablere seg da konsesjonene til å drive er svært dyre, og at det i de senere år bare er utdelt til prosjekter som innebærer betydelige innovasjon og investeringer som på sikt vil kunne bidra positivt for hele bransjen, omtalt som utviklingstillatelser. På basis av dette ser vi isolert sett at muligheten for at nye selskaper kan etablere seg er lav. Som nevnt tidligere er dette også en råvarebransje, som innebærer at kvaliteten på produktet som de ulike selskapene leverer er neglisjerbar. Dette fører til at man for å slå konkurrentene må kunne produsere produktet med lavere kostnader og dermed bedre marginer, noe man til dels kan oppnå med stordriftsfordeler. Har man ikke mulighet til å drive i stor skala eller operere effektivt i liten skala, er sjansen for å bli utkonkurrert stor.

For det andre så varer produksjonssyklusen i 3 år, noe som innebærer at kostnader til fôr vil stå for en betydelig del av arbeidskapitalen, siden man ikke får tilbake pengene før syklusen er ferdig. Samtidig vil inntektene være veldig usikre, siden det er stor usikkerhet knyttet til hva lakseprisen vil være 3 år frem i tid. For det andre så kreves det ikke bare konsesjon til å drive, men man må også ha en god lokalitet og gode temperaturforhold i sjøen. Disse forholdene er beskrevet i nærmere detalj i oppgavens kapittel 2.

Dersom teknologien og innovasjonen rundt landbaserte oppdrettsanlegg blir kurante faller imidlertid mange av de barrierene nevnt ovenfor bort. Konsesjoner for å drive landbasert er gratis, og man behøver ikke lengre de samme kravene til lokalitet og temperatur, hvilket åpner for mange flere aktuelle potensielle tilbydere i markedet, samt mindre avhengighet av flytransport for å dekke etterspørselen av fersk laks på lokasjoner hvor sjøbasert lakseoppdrett er ugunstig med tanke på geografiske forhold. En annen fordel landbasert har over sjøbasert er at det er mer bærekraftig, blant annet fordi de negative effektene sjøbasert oppdrett har på villaksen i dag, er lettere å redusere når anlegget er på land. Det er i dag mange innenfor landbasert oppdrett, hvor det er flere ulike produksjonsmetoder som benyttes. Salmon Evolution har startet prosessen med å bli overført til hovedlisten på Oslo Børs og bygger for

tiden et av Europas største landbaserte lakseanlegg i Møre og Romsdal (Njåstad, 2021). Salmon Evolution er også et av få landbaserte selskap som også har fått tilgang på bankfinansiering som innebærer at første byggetrinn er fullfinansiert, noe som indikerer at enkelte aktører i finansmarkedet mener risikoen er betydelig lavere enn da Atlantic Sapphire startet opp (Berge, 2021b). Andre børsnoterte selskaper innenfor sektoren er Andfjord Salmon, NOAP og Proximar, noe som viser at investeringsviljen er stor.

Den norske oppdrettsnestoren Atle Eide har liten tro på fremtiden til dagens åpne merder, og tror at tradisjonelle åpne laksemerder er i ferd med å bli faset ut i Norge allerede i 2030 (Jensen, 2021). Atlantic Sapphire er den aktøren som har kommet lengst i utviklingen, og DNB Markets anslår at selskapet har 70 % sannsynlighet for å lykkes (iLaks, 2021). Om selskapet klarer å bevise at landbasert oppdrett er kommersielt mulig vil tilbudet av laks økes drastisk når man ser tilfanget av nye selskap som også ønsker å satse på landbasert, samt at nye og bedre metoder og produksjonsteknologi blir utviklet. Ifølge Aslak Berge (2021c) foreligger det byggeplaner for landbasert på tilsvarende 2,3 millioner tonn laks, som tilsvarer 85 % av dagens produksjon av atlantisk laks.

Oppsummert vurderes trusselen for middels/høy.

### *Trussel fra substitutter*

Hva som er substituttene til laks, er en skjønnsmessig vurdering. Det kan for eksempel være andre typer fisker, men denne oppgaven tar utgangspunkt i andre animalske proteiner som henvist til tidligere fra Mowis bransjerapport. Sammenlignet med disse varene så har laks en premiumpris som muligens kan tilskrives de ekstra helsemessige effektene som laks kommer med. Således kan muligens annen fisk som for eksempel torsk eller sei også betraktes som fullgode substitutter.

Fra kapittel 2.1.1 ser vi imidlertid at forbruket av laks kun utgjør en brøkdel av hva de andre substituttene har (kylling, svin og storfe). Figur 2.6 viser det globale konsumet av animalske proteiner. Fra figuren kan vi se at det ikke er en såkalt mettet bransje, laks er et relativt vanlig måltid i Norge, men det foreligger markeder på verdensbasis som så langt ikke er penetrert. Dette taler for mer vekst, og redusert trussel. Det faktum at prisen for laks er høyere taler imidlertid for det motsatte.

Alt i alt virker det å være liten trussel fra substitutter da laks som andel utgjør en liten del av den totale kaka av dagens konsum av kjøttprodukt. Samtidig er laks i mye større grad et voksende produkt enn deres substitutter, i tillegg er det også som nevnt i kapittel 2 et mer bærekraftig produkt enn de fleste substituttene.

Oppsummert så vurderes trusselen fra substitutter som liten.

### *Forhandlingsmakt fra kundene*

Kundene, eller markedssegmentet til oppdretterne er omtrent 30 % HoReCa (hotell, restaurant og catering), mens de resterende 70 % er diverse grossister, herunder dagligvarekjeder. Videre er hele 70 % av laksen solgt fersk.

Forhandlingsmakten fra kundene må sies å være stor da varene som oppdrettsselskapene i stor grad er homogene. Kundene kan veldig enkelt skifte leverandør dersom andre tilbyr varene til en lavere pris, siden sluttbrukeren ikke vil merke noen forskjell. En høyere grad av branding og produktinnovasjon som stadig blir mer populært blant oppdretterne vil forhåpentligvis bidra til å redusere denne trusselen.

Sjømatindustrien i Europa for videreforedling av sjømat er svært fragmentert med over 4000 aktører, hvorav de fleste selskapene er veldig små. Noen av disse er imidlertid store aktører som bedriver enten fisking av villfisk eller oppdrett med større grad av integrasjon. EBIT-marginene til slike selskaper ligger på mellom 2-5 %, noe som taler for at de har relativt liten forhandlingsmakt overfor oppdrettsselskapene. En stor trussel er imidlertid økt konsolidering i dagligvarebransjen som gir større forhandlingsmakt til kundene.

Alt i alt vurderes trusselen som middels. Hvorav en hoveddriver for å redusere denne trusselen er ulike selskapers ytterligere integrasjon av value-added processing, herunder branding og nye produkter.

### *Forhandlingsmakt hos leverandørene*

Fôr er helt avgjørende for driften til oppdretterne, det er også den klart største kostnaden i forbindelse med oppdrett. Brorparten av fôret er produsert i geografisk nærhet til de respektive oppdrettsanleggene. Markedet for fôr har blitt veldig konsolidert og konsentrert, faktisk så er det 4 produsenter som alle opererer globalt som kontrollerer majoriteten av markedet.

En trend som man observerer, er at de største oppdretterne nå begynner å produsere sitt eget fôr og dermed fjerner denne eventuelle forhandlingsmakten leverandørene ville hatt ellers. Eksempelvis stod Mowi for i overkant av 400 000 tonn med fôr i 2019, sammenlignet med global produksjon på 4,4 millioner tonn. Kostnadselementet i produksjon av fôr er råmateriale og produksjonskost. Leverandørene har historisk praktisert en kost-pluss kontrakt, altså at det er oppdrettsselskapene som er eksponert for endringen i råvareprisene.

Samlet vurderes trusselen som mellom lav og middels. Dette mye på grunn av at når de ledende aktørene begynner med vertikal integrasjon, blir de andre som vil følge med på konkurransen tvunget til å etterstrebe det samme for å kunne konkurrere på pris. Et mulig utfall er at vi vil se flere oppkjøp av fôrprodusenter i fremtiden.

### *Intern rivalisering*

Historisk sett har norsk oppdrettsnæring i stor grad bestått av små selskaper, men i de siste tiårene har vi sett en konsolidering i bransjen i samtlige regioner, noe som også er forventet å fortsette. I Norge finnes det omkring 120 selskaper som eier konsesjon til å drive med laks og torsk, men en andel av disse er kontrollert av andre selskaper. Det totale tilbudet blir produsert av 90 selskaper. I Chile er situasjonen litt annerledes, hvor 83 % av lisensene og 90 % av slagvolumet stammer fra de ti største selskapene.

I figur 4-2 nedenfor følger en oversikt over de største aktørene målt i antall tonn sløyd vekt (GWT) produsert i de ulike regionene.

Top 10 - Norway		Top 5 - United Kingdom		Top 4 - North America		Top 10 - Chile	
Company	H.Q. HOG	Company	H.Q. HOG	Company	H.Q. HOG	Company	H.Q. HOG
1 Mowi	236,900	Mowi	65,400	Cooke Aquaculture	56,500	"New Aquachile" (Agrosuper)	141,300
2 Salmar	153,100	Bakkafrost (SSC)	33,800	Mowi	54,400	Salmones Multiexport	77,600
3 Lerøy Seafood	128,700	Scottish Sea Farms	25,900	Mitsubishi / Cermaq	17,800	Mitsubishi / Cermaq	71,900
4 Mitsubishi / Cermaq	73,000	Cooke Aquaculture	23,400	Grieg Seafood	14,100	Mowi	65,700
5 Grieg Seafood	57,600	Grieg Seafood	11,300	*		Australis Seafood	53,500
6 Nova Sea	46,000	*				Camanchaca	48,300
7 Nordlaks	35,000					Salmones Antartica	27,100
8 Sinkaberg-Hansen	30,500					Salmones Blumar	25,700
9 Alsaker Fjordbruk	30,500					Salmones Austral	22,800
10 Norway Royal Salmon	30,500					Yadran	22,500
Top 10	821,800	Top 5	159,800	Top 4	142,800	Top 10	556,400
Others	378,300	Others	5,400	Others	5,100	Others	64,800
Total	1,200,100	Total	165,200	Total	147,900	Total	621,200

Figur 4-2 Oversikt over de største aktørene i laksebransjen på verdensbasis Mowi. (2020a)

Som vi ser er Mowi den klart største spilleren med over dobbelt så mye som andreplassen Mitsubishi/Cermaq. Ettersom laksen som selges i dag er hovedsakelig en råvare, altså et homogent produkt uten differensiering på tvers av aktørene, så er utgangspunktet høy intern rivalisering i bransjen. Siden tilbudet i dag er strengt begrenset av myndighetene med bakgrunn i de biologiske problemene bransjen opplever, er det etterspørselen etter laks som i stor grad bestemmer prisen på laks. Økt grad av vertikal integrasjon vil føre til økt opplevd konkurranse ved at aktørene aktivt markedsfører egne produkt. Isolert sett vil ikke dette føre til store endringer, men hvis de ulike selskapene tar ulike deler av markedet, samt at markedsføringen åpner øynene for laks hos flere konsumenter, vil dette kunne bidra til lavere rivalisering siden en laks ikke lenger bare er en laks. Om man videre tar hensyn til at bedre teknologi og løsninger vil føre til mindre sykdommer og rømminger og med det et mer stabilt tilbud og eventuell vekst vil det på sin side føre til økt prispress og rivalisering generelt.

I sum vurderes denne trusselen som den høyeste av de fem, til høy.

### *Oppsummering Porters fem krefter*

Under følger en tabell med oversikt over vurderingene vi har gjort for hver av Porters fem trusler. Den klart laveste trusselen er trusselen fra substitutter som ikke oppleves alvorlig, da laks har en såpass liten del av det totale markedet sammenlignet med for eksempel storfe eller kylling. Om man skulle summere de ulike truslene og lage et gjennomsnittsnivå, ligger vi på litt under middels. Et narrativ er at landbasert oppdrett skal spise store markedsandeler, men det er plausibelt at også sjøbasert oppdrettsselskaper vil nyte godt av innovasjon og teknologiutvikling innenfor dette feltet, slik at dette også vil føre til økt intern rivalisering. En stor del av det som gjør landbasert oppdrett attraktivt er de sparte fraktkostnadene selskapene får ved å drive oppdrett i nye lokasjoner nærmere primærmarkedene. Av denne grunn vil landbasert oppdrett i Norge ikke ha så mye for seg. Videre foreligger det en mulighet for at laksenæringen som helhet er i ferd med å produsere mengder med laks som fører til overkapasitet og ubalanse mellom tilbud og etterspørsel, og følgelig langt lavere spotpriser for laks. Ifølge en oversikt fra iLaks er det byggeplaner for anlegg med et samlet produksjonspotensiale på hele 1,9 millioner tonn laks årlig. Imidlertid er det kun en liten del av dette som er finansiert, men appetitten for landbaserte selskaper på børs synes likevel å være stor. Dette fører til at både trusselen fra nyetableringer og den interne rivaliseringer oppleves stor. Samtidig vil dette som en bieffekt øke forhandlingsmakten hos både kunder og leverandører (Berge, 2021d).

<i>Kraft</i>	<i>Lav</i>	<i>Middels</i>	<i>Høy</i>
Trussel fra nyetableringer			X
Trussel fra substitutter	X		
Forhandlingsmakt fra kunder		X	
Forhandlingsmakt fra leverandører	X		
Intern rivalisering			X

Tabell 4-1 Oppsummering Porters fem konkurransekrefter

## 4.3 Intern ressursbasert analyse

Ettersom Mowi operer i oppdrettsbransjen er det med svært liten sannsynlighet at selskapet over tid klarer å opprettholde en strategisk fordel i form av å tilby varer med høyere priser. De kan imidlertid tilegne seg en vedvarende strategisk fordel ved å produsere varer med lavere kostnad, eller differensiere seg fra resten av bransjen hva gjelder produksjonsmetode og/eller produkt. Vi vil i følgende avsnitt analysere de ressursene Mowi besitter, og hvorvidt de kan forklare en strategisk fordel, eller kan bli det i fremtiden. Vi vil gjøre dette ved å bruke SVIMA-rammeverket, men vil først definere hva en ressurs er, samt rangere ulike typer av ressurser basert på mulighetene de har til å skape konkurransefortrinn.

### 4.3.1 SVIMA-analyse

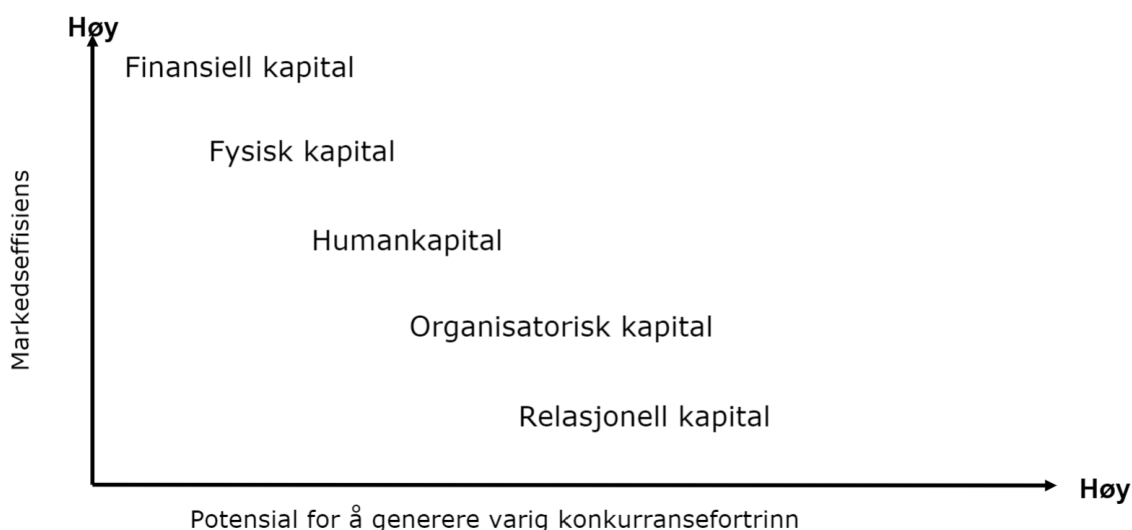
Ved analyse av de interne ressursene til Mowi vil vi ta utgangspunkt i årsrapportene til Mowi, samt supplere med informasjon fra kilder som kan belyse ressursen fra en annen side enn selskapet selv. Faktagrunnlaget for den interne ressursanalysen er hentet fra kapittel 2.5. Det er i utgangspunktet av begrenset verdi å prøve å kartlegge de strategiske ressursene til et selskap utelukkende basert på offentlig informasjon, da et selskap gjerne velger å ikke publisere mer informasjon enn nødvendig på kritiske deler av forretningsmodellen. Enkelte ressurser kan derimot enkelt fastslås som strategiske, for eksempel merkevarer som allerede i dag er mobilisert og setter selskapet i en unik posisjon overfor sine konkurrenter. Videre vil vi for å analysere de interne ressursene til Mowi bruke SVIMA-rammeverket som er utarbeidet av Jacobsen og Lien, og er en omarbeidet versjon av VRIO-modellen til Jay Barney (2015, s. 98-99). SVIMA baserer seg på å vurdere fem egenskaper ved en ressurs for å konkludere på ressursens evne til å skape konkurransefortrinn for selskapet. I tabell 4-2 nedenfor er de ulike egenskapene benyttet til å illustrere de ulike fortrinnene en kan skape ved hjelp av ressurser.



Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Konklusjon
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 4-2 Fremstilling av SVIMA og ulike utfall basert på ressursens egenskaper.

I figuren nedenfor er ulike typer ressurser gruppert basert på evnen de har til å generere en strategisk ressursfordel. Ressursens evne til å skape en ressursfordel er økende med lavere markedseffisiens, siden det blir vanskeligere å observere og fastslå hva som faktisk er årsaken til ressursfordelen.



Figur 4-3 Sammenhengen mellom potensialet for at en ressurs kan skape et varig konkurransefortrinn og hvor enkelt det er å prise ressursen. Hentet fra NHHs interne sider for kurset SOL4 - Strategisk ledelse, utarbeidet av Eirik Sjøholm Knudsen.

Man kan sette en grov linje mellom humankapital og organisatorisk kapital, da de ovenfor er omsettbare i varierende grad, mens de nedenfor ikke er omsettelig eller vanskelig omsettelig. Basert på dette vil de vanskeligste ressursene å kopiere være organisatorisk og relasjonell kapital, så en skal være forsiktig med å klassifisere mer omsettbare ressurser til å ha en strategisk ressursfordel på lang sikt.

Basert på beskrivelsen av Mowi i kapittel 3, har vi vurdert Mowi sin markedsposisjon, satsingen på egen merkevare, samt selskapets satsing på forskning og utvikling som de ressursene med potensiale til å skape en strategisk ressursfordel.

## *Markedsposisjon*

Mowi er den klart største aktøren innenfor lakseoppdrett, og det er derfor naturlig å vurdere om markedsposisjonen kan gi grunnlag for en strategisk fordel. Det er imidlertid ikke enkelt å vurdere størrelse som en ressurs i seg selv, siden størrelse ene og alene ikke evner å skape konkurransefortrinn annet enn lavere kostnader som følge av skalafordeler. Størrelse vil imidlertid gjøre det mer naturlig å gjøre investeringer i mer perifere deler av den tradisjonelle verdikjeden, eksempelvis brønnbåter, fôr og videreforedling, som bedre kan tilpasses forholdene ved eksisterende oppdrettsanlegg enn de er i dag. Det er imidlertid klart at ressursen er sjelden, siden det kreves konsesjoner for å utvide det totale tilbudet globalt slik situasjonen i bransjen er i dag, og i Norge er det bare gitt grønne konsesjoner og utviklingstillatelser de seneste år, samt kjøp av vekst i eksisterende konsesjoner hvis bransjen har kontroll på lakselusen i det aktuelle produksjonsområde. Dette innebærer at veksten ikke er like lønnsom som ved tradisjonelle konsesjoner, siden vilkårene for utviklingstillatelser er at konseptet krever betydelige investeringer, og de ble ikke gitt flere tillatelser enn det Fiskeridirektoratet anser som nødvendig for å oppnå økonomisk lønnsomhet (Fiskeridirektoratet, u.å-b). For veksten i eksisterende konsesjoner så kan 1 % av den totale veksten på 6 % kjøpes til fastpris, mens den resterende veksten blir solgt gjennom auksjoner. Vi ser derfor at det ikke er muligheter for en voldsom vekst gjennom dagens regulering uten en løsning på problemet med lakselus.

Når man skal vurdere om den er viktig, så må man vurdere det opp mot hvilke fordeler dette gir Mowi, i motsetning til mindre aktører i bransjen som for eksempel bare har operasjoner i en region i Norge. Vi finner Mowi sin størrelse som en viktig ressurs da det gir selskapet muligheter til effektiviseringstiltak som mindre selskaper ikke anser som gjennomførbare, samt at den gir selskapet forhandlingsmakt og diversifisering, både innad i Norge og globalt. En svakhet med analysen er imidlertid at det er vanskelig å analysere fordelene for hver region, slik at kostnader relatert til betydelige biologiske problemer i Chile vil slå negativt ut for Mowi og utligne potensielle stordriftsfordeler selskapet har i Norge. Det samme gjelder også for Canada, hvor en fra segmentrapporteringen ser at det i dag er eneste lokasjon som har negativ EBIT (Mowi, 2021a). Vi anser derfor ressursen som viktig.

Ved vurdering om ressursen representerer et midlertidig eller varig konkurransefortrinn, må en vurdere hvor lett det er å imitere ressursen. Som omtalt i beskrivelsen av bransjen så må man

ved tradisjonell oppdrett søke om konsesjon, og de fleste land som driver med oppdrett i dag, opplever biologiske problemer, som gir få muligheter for vekst. Imidlertid vil lukkede merder, landbaserte anlegg og havbaserte merder åpne muligheter for ny vekst hvis konseptene som blir utprøvd i dag viser gode resultater. Særlig havbaserte merder er et mulig alternativ, siden SalMar har oppnådd gode resultater gjennom sin Ocean Farm. Landbasert er også en stor mulighet, da særlig på grunn av bortfallet av kravet til beliggenhet (Soltveit, 2021). Basert på dette anser vi ressursen som imiterbar, og ressursen er følgelig bare et midlertidig konkurransefortrinn.

### *Merkevare og produktinnovasjon*

Mowi har de siste årene hatt som mål å lansere sin egen merkevare, med hensikt å gjøre laks om til et produkt som ikke er like utsatt for råvareprisen som den er i dag. Mowi sin prosess frem mot dette målet startet i 2012 ved oppkjøpet av Morpol, som var verdensledende på røkt laks på det tidspunktet. Mowi er i dag den største leverandøren av røkt laks i Europa, hvor markedet for videreforedling av sjømat er svært fragmentert med over 4 000 selskap (Mowi, 2020a). Sammen med størrelsen til Mowi med tilstedeværelse i alle geografier åpner dette for at selskapet kan levere sine egne produkter i stor skala, samt at man ved å være selvforsynt av fôr i den europeiske virksomheten har bedre kontroll over opprinnelsen til ingrediensene og hvilke næringsstoffer laksen får i seg.

Ifølge Audun Iversen (2020) har norske oppdrettere i liten grad vært interessert i å differensiere seg fra sine norske konkurrenter med egne merkevarer, men heller markedsføre den som norsk. Unntakene er som nevnt i kapittel 2.5.2 Lerøy Seafood og Salma. Basert på dette velger vi å anse ressursen som sjelden siden bare en av de sammenlignbare aktørene har utviklet egne merkevarer og effekten av en merkevare er at byttekostnadene øker (“Bare Jarlsberg er Jarlsberg”) og kunder er villig til å betale en premie for å få merkevaren de ønsker.

Videre må det vurderes om ressursen er ikke-imiterbar. Mowi har en rekke ressurser som andre selskaper i bransjen ikke har, blant annet tilhørighet i de fleste regioner som produserer oppdrettslaks, egen fôrproduksjon i Europa og videreforedling av laks. De er også som nevnt i forrige delkapittel en stor aktør i de fleste regioner, som kan spille positivt inn ved at de potensielt kan reklamere for at merkevaren deres er lokalprodusert.

Siden merkevaren bare er lansert i USA og Polen ved utgangen av 2020, samt inngått avtale med Sainsbury's i 2021, er det ikke mulig å si at ressursen er mobilisert av selskapet, og en mulig effekt er vanskelig å måle. Ifølge Aslak Berge (2021e) i iLaks har selskapet ambisjoner om at merkevaren skal gå i cash break-even (ekskludert avskrivninger) i 2022, og gi et positivt bidrag på EBIT tilsvarende 100 MEUR i 2025. Selskapet innrømmer selv at satsingen ligger etter skjema, og understreker at dette foreløpig bare er en potensiell ressurs som kan bære frukter i fremtiden.

Hvorvidt dette kan representere en verdifull ressurs for selskapet vil til slutt avhenge av i hvilken grad Mowi klarer å beholde verdiskapningen en merkevare skaper. Om Mowi klarer å beholde denne fordelene avhenger derfor av hvor stor del av kaken leverandørene og kundene tar. Om Mowi tenker å markedsføre laksen som bærekraftig og tilby ferdigprodukter, vil de måtte bruke ressurser på å forsikre seg om at den faktisk er bærekraftig, og videreforedle den videre etter sløyning. De må derfor vurdere om de tiltakene blir rettferdiggjort ved en høyere salgspris for produktene sine. Et annet moment er også at selskapet bak en av Norges mest kjente merkevare, Salma-laksen, ikke tjente penger på selve merkevaren i 2019 (Furuset, 2020). Som Anders Furuset skriver i artikkelen så er det i produksjonen av laks lønnsomheten ligger, siden samtidig som Salmon Brands bare hadde et overskudd på et par hundre tusen, leverte søsterselskapet Bremnes Seashore, som produserer laks, et resultat på hele 260 millioner.

Dette bringer oss videre til den andre aktøren som kan ta en del av kaken, og det er kundene. Dagligvare er en stor kjøper av laks, hvor Mowi forventet at 70 % av konsumeringen av laks i EU i 2020 ville skje gjennom dagligvare (Mowi, 2020a). En effekt man imidlertid har sett i dagligvaremarkedet i Norge, er at aktørene i dagligvarebransjen har stor makt, og da spesielt NorgesGruppen. Bransjen som helhet har også jobbet målrettet med å øke marginene sine, og har i større grad utviklet og fremhevet egne merkevarer (EMV) Dette viser også at det ikke er åpenbart at selskapet klarer å kapre verdien som egen merkevare skaper innenfor dagligvarebransjen. Vi merker oss utfordringene som finnes spesielt i Norge, men antar at de vil høste noen fordeler av merkevaren selv i dagens situasjon hvor de må betale betydelige summer for distribusjon og synlighet i butikker, spesielt med tanke på at de har startet lanseringen utenfor Norge i første omgang. Vi anser derfor ressursen som approprierbar.

## *Forskning og utvikling*

Som en stor aktør er det naturlig at Mowi bruker mye ressurser på forskning og utvikling innenfor akvakultur. De andre aktørene bruker også mye ressurser på innovasjon, blant annet Vi finner derfor at satsingen Mowi gjør på forskning og utvikling ikke er unik, men deres satsing på mer bærekraft i fiskefôret, automatisering og effektivisering kan gi de kostnadsfordeler overfor resten av bransjen og områder de ikke satser like mye på. Ressursen er derfor ansett som viktig, men ikke sjelden da en rekke andre konkurrenter og leverandører også har evnen og ressursene til å utvikle nye, innovative løsninger.

Videre må en vurdere hvorvidt kompetansen som Mowi innehar er ikke-imiterbar. Om man antar at kapasiteten Mowi innehar skyldes kapitalen de har til rådighet og nøkkelpersonell, så er dette en relativt lett imiterbar ressurs som en kan utlede fra figur 4-3, hvor humankapital og finansiell kapital er relativt lett tilgjengelig for andre aktører, siden kapital er en homogen vare, og humankapital er vanskelig for selskapet å beholde kontroll over. Om innovasjonsevnen derimot stammer fra interne forhold knyttet til kulturen i Mowi og motivasjonen de ansatte får fra å bidra til nye løsninger, så vil det være vesentlig vanskeligere for konkurrenter å kopiere ressursen. Basert på dette, samt at Mowi som tidligere nevnt er den største i bransjen, samt har en lengre verdikjede enn de sammenlignbare selskapene, så vil det kunne føre til at verdien av satsing på forskning og utvikling er mer lønnsomt for Mowi enn konkurrentene. Vi anser derfor ressursen som ikke-imiterbar.

Videre må man vurdere om ressursen er mobilisert, og ut fra årsrapporten så har Mowi organisert FoU-arbeidet sitt i tre deler: implementering, deling og utvikling (Mowi, 2021a). For å faktisk vurdere om Mowi har mobilisert ressursen, kan den også være interessant å se på hva selskapet har realisert av nyvinninger de seneste årene. Blant annet har de sendt inn søknad og fått godkjent to utviklingstillatelser, men ingen av prosjektene er enda realisert, og ett av de er etter all sannsynlighet avsluttet fra Mowi sin side. Ellers er det i stor grad innenfor behandling av lakselus hvor det er gjort fremskritt for bransjen, hvor selskapets egenutviklede løsning HydroLicer, nå utskilt i selskapet Smir, er tatt i bruk hos oppdrettere både i Norge og globalt. Videre ser man også satsingen deres med Alphabet for å bedre observere fiskehelse og fiskeatferd, samt skiftet en ser med stort fokus på automatisering, digitalisering og IoT/Smart Farm. Vi ser også fra kapittel 2.5 at de har en egen del innad i organisasjonen som består av 16 eksperter innenfor en rekke profesjoner som har ansvaret for å gjennomføre de ulike

prosjektene, samt at de har ansvaret for at kunnskap og kompetanse blir delt mellom de ulike enhetene i selskapet. Basert på en helhetsvurdering vil vi dermed anse ressursen som mobilisert.

Den vanskeligste vurderingen når det gjelder ressursen “forskning og utvikling” er hvorvidt Mowi klarer å kapre verdiene som de skaper i prosessen. For det første så har laksetildelingsforskriften som vilkår at “kunnskapen skal deles slik at den kommer hele næringen til gode” for å få tildelt utviklingstillatelse. Blant annet skal man levere fakta-ark om prosjektet, erfaringsrapporter fra prosjektering, bygging og drift, samt statusrapporter gjennom produksjonen og en avsluttende sluttrapport. Selskapene har selv mulighet til å patentere anleggene de har utviklet, men med så utførlig informasjonsdeling vil konkurrenter ha relativ god mulighet til å kopiere denne, så en strategisk fordel med utvikling av en ny type merd som eksempelvis “Marine donut” er lite sannsynlig å representere en stor fordel overfor resten av bransjen. Et annet punkt er at andre nyvinninger, slik som for eksempel tubenot fra AKVA Group, er mer kostbart enn tradisjonelle åpne merder hvor leverandøren høster deler av den økonomiske gevinsten, og medfører ikke nødvendigvis en fordel for Mowi.

Videre så er det relativt mange leverandører til lakseoppdrett, men av totalleverandører så er det hovedsakelig Optimar, AKVA Group og ScaleAQ som leverer til den norske oppdrettsnæringen, hvor de ulike aktørene er spesialister på hvert sitt område. Optimar sin tidligere eier hevdet blant annet at selskapet har stått for “all vesentlig teknologi i norsk fiskeindustri” de siste 30 årene (Ofstad, 2021). Optimar er blant annet en stor leverandør av fiskefabrikker til trålere, så det er ikke usannsynlig at Mowi vil bruke Optimar som leverandør når de selv skal automatisere sin egen prosess innenfor videreforedling av laks. Vi faller derfor ned på at den betydelige informasjonsdelingen ved utviklingstillatelse og innovasjonstakten blant leverandørene medfører at Mowi bare delvis approprierer verdiene fra forskning og utvikling.

Konklusjonen på forskning og utvikling blir derfor samlet sett at selskapet bare har paritet som følge av at resten av bransjen også bruker mye ressurser på FoU, samt at det ser ut som at det er konkurrentene og leverandørene som er mest aktive med å finne nye løsninger, slik at det i beste fall er paritet, som er det vi har lagt til grunn.

### 4.3.2 Oppsummering Barney/SVIMA

I tabell 4-3 nedenfor vises en oppsummering av SVIMA-analysen. Basert på analysen finner vi at Mowi har en midlertidig fordel med bakgrunn i egen størrelse, som i stor grad skyldes de biologiske problemene i bransjen. Fordelen er i stor grad stordriftsfordeler og noe redusert risiko som følge av den geografiske spredningen. Videre representerer byggingen av en merkevare og utviklingen av nye produkter en potensiell ressursfordel om de klarer å skape og opprettholde merkevaren, som da vil gjenspeiles i økte marginer. Det må vektlegges at det er betydelig usikkerhet om de klarer å lykkes, både med tanke på at det bare er Lerøy som en stor aktør som har opparbeidet seg en merkevare i bransjen, samt at dokumentaren Seaspiracy kan ha skapt et ufortjent negativt bilde av Mowi. Den siste ressursen, forskning og utvikling, er konkludert med at det ikke representerer en fordel for Mowi, basert på at både konkurrenter og leverandører satser mye på å utvikle nye løsninger, samt at reguleringen av utviklingstillatelser, som insentiverer radikal innovasjon, krever deling av informasjon om prosjektet. Ressursen medfører derfor paritet.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-limiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Markedsposisjon	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Merkevare og produktinnovasjon	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig konkurransefortrinn
Forskning og utvikling	Nei	Ja	Ja	Ja	Delvis	Paritet

Tabell 4-3 Oppsummering SVIMA

## 4.4 Oppsummering av strategisk fordel - SWOT

Bransjeanalysene og den interne ressursbaserte analysen vil under bli oppsummert i form av en SWOT-analyse. SWOT gir en generell oppsummering av styrker og svakheter avdekket i analysen av strategisk evne og muligheter og trusler påpekt i analysen av makromiljøet (Johnson, et.al, 2015, s. 68).

Den øvrige delen tar for seg forhold ved selskapet, og oppsummerer informasjon fra SVIMA-analysen i form av styrker og svakheter ved selskapet. Den nedre delen tar for seg utsiktene til bransjen som selskapet operer i, og er analysert ved hjelp av PESTEL og Porters fem konkurransekrefter. Dette utgjør følgelig muligheter for selskapene i bransjen til å skaffe seg fortrinn på sine konkurrenter ved å fokusere på mulighetene, samtidig som de også fokuserer på og nøytraliserer truslene om mulig.



Figur 4-4 SWOT-analyse

Ved å se på hvilke svakheter selskapet har, og hvilke trusler det står ovenfor kan vi få innsikt i selskapets strategiske risiko. En svakhet til selskapet er at det til dags dato ikke kan skilte med en sterk merkevare og dermed vil få det vanskelig å ha en marginfordel relativt til de andre i bransjen, hvor det i dag bare er Lerøy av de store selskapene som har en merkevare. En annen svakhet Mowi har, som vi avdekker i oppgavens kapittel 8 er at de til tross for deres størrelse, ikke har klart å tilegne seg noen stordriftsfordel. Tabell 8-6 viser at Mowi har en marginulempet på 1,3 % over analyseperioden 2013-2020, samt en omløpsulempet på 1 % som vist i tabell 8-8.

Videre er det flere faktorer som truer bransjen på både kort sikt og litt lengre sikt. På kort sikt er selskapene i stor grad eksponert for biologiske problemer og for volatiliteten i lakseprisen. På litt lengre sikt utgjør økt konkurranse fra landbasert oppdrett en ikke ubetydelig risiko. På enda litt lengre sikt kan sosiokulturelle trender som plantebasert mat og bærekraftsmessige utfordringer utgjøre en risiko.



Denne innsikten vil også benyttes senere i oppgaven når vi skal vurdere selskapets kredittrisiko i form av å gi det en syntetisk rating.

## 4.5 Strategisk fordel

Med bakgrunn i oppgavens kapittel 2 som var et faktakapittel, og kapittel 4 hvor vi benyttet diverse strategimodeller som analyseverktøy, vil vi nå oppsummere våre hovedfunn så langt.

### **4.5.1 Bransjefordel**

Selskapet har en bransjefordel dersom rentabiliteten i bransjen er større enn avkastningskravet i bransjen. Bransjefordelen kan øke dersom bransjen har muligheter- eller den kan minke dersom bransjen står overfor trusler. Det er altså forhold felles for alle i bransjen som er utgangspunktet. En typisk bransjefordel vil typisk ligge mellom 0-3%, videre vil avkastningskravet til en gjennomsnittlig bransje ligge på 4-6 %, og veksten ligge mellom 0 og 3 %. Man skal dog være forsiktig med å budsjettere med en høy bransjevekst, hvor veksten i den generelle økonomien på 2,2 % bør absolutt være øvre grense for bransjeveksten i et evighetsperspektiv/steady state. Under vil vår vurdering på bransjefordel ut fra den strategiske analysen bli presentert, hvor vi senere i oppgavens kapittel 8 vil presentere den historiske bransjefordelen.

### *Vurdering*

Bransjefordelen blir vurdert til mellom middels og høy. Fra PESTEL kom vi fram til at de sosiokulturelle forholdene, herunder befolkningsvekst og anbefalinger fra helsemyndigheter, legger til rette for at enda flere skal konsumere laks, imidlertid så setter de politiske og juridiske kreftene en øvre grense for tilbud med bakgrunn i hensynene til bærekraft i bransjen. Forbedringer i teknologi og annen innovasjon kan imidlertid åpne for mer vekst i fremtiden. Fra Porters fem konkurransekrefter ble det avdekket at den høyeste trusselen var intern rivalisering, som skyldes at bransjen er relativt moden og derfor må videre vekst i større grad komme på bekostning av konkurrentene. Videre har bransjen som helhet i de senere år hatt relativt gode resultater relativt til øvrige bransjer.

### **4.5.2 Ressursfordel**

Ressursfordelen, altså selskapets fordel utover bransjefordelen, øker dersom selskapet har sterke sider og minsker om det har svake sider internt, det er altså de særegne interne ressursene i selskapet som er grunnlaget for ressursfordelen. Ressursfordelen har to sider, selskapet kan ha en større rentabilitet enn bransjen eller selskapet kan ha et lavere avkastningskrav enn bransjen, begge delene gir selskapet en ressursfordel. Det er lite som tyder på at selskaper kan opprettholde en ressursfordel over tid, og empiri viser at de aller fleste selskaper har en rentabilitet som er tilbakevendende mot gjennomsnittet (Knivsflå, 2021b). Under vil vår vurdering av ressursfordelen til Mowi basert på den strategiske analysen bli presentert, hvor vi senere i oppgaven også vil ta for oss den historiske ressursfordelen til selskapet.

#### *Vurdering*

Ressursfordelen vurderes til mellom lav og middels. Etter SVIMA-analyse kom vi frem til at selskapet ikke har strategiske ressurser som kan forklare varige ressursfordeler i forhold til resten av bransjen, men en midlertidig ressursfordel basert på selskapets størrelse og en potensiell ressursfordel med bakgrunn i deres satsing på å skape en merkevare som kan bære frukter i fremtiden. På lang sikt vil fordelene sannsynligvis reduseres på grunn av konkurransekraftene, men Mowi kan opprettholde en lav til middels strategisk fordel om de klarer å realisere prosjektet med en egen merkevare.

### **4.5.3 Konklusjon strategisk fordel**

Samlet utgjør bransjefordelen og ressursfordelen selskapets strategiske fordel. Ettersom bransjefordelen ble vurdert *mellom middels og høy* som følge av høy lønnsomhet, noe som derimot trekkes ned som følge av innføringen av stykkskatten. Videre blir ressursfordelen vurdert til mellom *lav og middels* ettersom de har en fordel å være den største aktøren i bransjen, selv om vi avdekket at stordriftsfordeler var fraværende med unntak av en noe lavere varekostnad som vi kommer tilbake til i oppgavens kapittel 8. I sum synes Mowi å ha en *middels* strategisk fordel, som i all hovedsak kommer fra bransjefordelen. Disse fordelene vil imidlertid ikke være evig, og den strategiske fordelene vil reduseres til *lav* i fremtiden.

<i>Fordel</i>	<i>Historisk/nå</i>	<i>Fremover</i>
Bransjefordel	Middels/høy	Middels
+/- Ressursfordel	Lav/middels	Marginal/0
= Strategisk fordel	Middels	Lav

*Tabell 4-4 Konklusjon strategisk fordel*

Vi har nå gjennomført første del av den strategiske regnskapsanalysen, og i neste del vil vi starte med regnskapsanalysen for å gjøre regnskapet mer investororientert før vi skal verdivurdere selskapet i del 3. Vi vil avslutte del 2 ved å analysere den historiske rentabiliteten til Mowi, hvor vi også vil vurdere hvilken strategisk fordel selskapet historisk har hatt i forhold til bransjen.

## 5 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyse av de underliggende økonomiske forholdene. Gir tall på risiko og rentabilitet og således kvantifiserer strategisk risiko og strategisk fordel. Hvor utgangspunktet er årsregnskapet og eventuelle kvartalsregnskaper. Før den kvantitative informasjonen kan benyttes i en verdivurdering, må vi lage et trailing årsregnskap, omgruppere og justere (Knivsfå, 2021c).

### 5.1 Rammeverk og praktiske valg

#### 5.1.1 *Analysenivå*

Ettersom Mowi kun har tre segmenter og disse er såpass integrert, finner vi det ikke formålstjenlig å skille de ut og verdivurdere de hver for seg. En av årsakene til at vi ofte ønsker å skille ut de forskjellige forretningsområdene er at investorer kan oppnå den samme eksponeringen på egenhånd ved å investere i ulike selskaper. For Mowi sitt tilfelle er vi imidlertid interessert i å fange opp synergiene på tvers av segmentene og de strategiske fordelene som kommer med denne integreringen. Videre så er det begrenset med tilgang på informasjon som er utskillbar fra de ulike segmentene. Derfor vil analysen ta utgangspunkt i det konsoliderte konsernregnskapet.

Videre må det velges en eksplisitt analyseperiode for verdivurderingen. Denne velges på basis av både bransje og selskap. Dersom bransjen har stått overfor store strukturelle endringer, er dette noe som taler for en kortere analyseperiode. Samtidig så er råvarebransjer usedvanlig sykliske, noe som taler for å bruke en lengre analyseperiode siden det er kritisk at analyseperioden fanger opp både lav- og høykonjunkturer. På selskapsnivå kan det være at selskapet har hatt enorm vekst som har kommet av diverse oppkjøp, dersom dette er tilfelle, er dette noe som taler for en noe kortere analyseperiode, men likevel lang nok til at selskapet har en vekst som er lavere enn den generelle økonomien (Koller, Goedhart & Wessels, 2020, s. 230).

På grunnlag av momentene ovenfor har vi valgt en analyseperiode fra 2013-2020, da vi anser en analyseperiode på åtte år som passende for oppdrettsbransjen. Vi vil også utarbeide omgruppert og justert regnskap for 2012, som vil benyttes som inngående balanse i 2013.

### **5.1.2 Komparative selskap**

De komparative selskapene ble presentert tidligere i oppgaven i kapittel 2.4.

Siden vi senere i oppgaven ønsker å sammenligne Mowi sine tall opp mot de sammenlignbare selskapene, så har vi etablert en portefølje av sammenlignbare selskap. Utvalget vil imidlertid inkludere Mowis egne tall for å komme frem til bransjegjennomsnittet.

Bransjegjennomsnittet som vi kommer frem til vil bli brukt som målestokk for selskapet. Ettersom investorer har ulikt syn på hva som anses som relevante nøkkeltall å prise selskaper på i ulike bransjer, har det lite for seg å måle Mowi opp mot andre selskaper utenfor lakseoppdrett. Særlig det at Mowi opererer i en syklisk bransje taler mot å vurdere de opp mot lite sykliske selskaper som eksempelvis Orkla eller Telenor. Videre er det også viktig at bransjegjennomsnittet inneholder selskaper som er mest mulig homogene med tanke på driften og gjerne også i samme størrelsesorden. Optimalt sett burde også benchmarken ha lik geografisk vektning som Mowi, men dette er vanskelig i praksis når Mowi er den største aktøren i bransjen med nærmere 50 % av virksomheten sin utenfor Norge, mens det i stor grad bare er norske oppdrettsselskaper som er børsnotert og dermed har lett tilgjengelig informasjon som kan brukes til å sammenligne selskapene. Siden Mowi har en relativ stor andel av produksjonen sin i Chile, som er den lokasjonen som historisk har vært hardest rammet av biologiske problemer, vil fraværet av samme vektlegging av Chile i bransjeutvalget kunne gi uheldige utslag når man vurderer Mowi sine strategiske fordeler i forhold til bransjen.

## **5.2 Presentasjon av rapporterte tall**

Mowi er et børsnotert foretak, og er pålagt å rapportere etter IFRS, samt at regnskapet er gjenstand for årlig revisjon. Basert på dette og fraværet av påpekninger fra revisor, anser vi at regnskapet er utarbeidet i henhold til gjeldende regnskapsregler og gir et rettviseende bilde i henhold til IFRS. Basert på dette anser vi risikoen for regnskapsmanipulasjon som lav, da en uavhengig revisor har gjennomgått regnskapstallene, samt at de opererer innenfor en relativ enkel bransje å forstå, hvor lakseprisen enkelt kan observeres hos Fish Pool. Vi velger derfor utelukkende å benytte årsrapporter ved utarbeidelse av historiske data, da årsrapporten for 2020 ble sluppet 24. mars, som ga oss god tid å bearbeide den.

Siden vi i så stor grad som mulig basert på tilgjengelig informasjon har etterlevd IAS 21 sin metode for konvertering av regnskapet fra funksjonell valuta til presentasjonsvaluta, antar vi også at regnskapstallene for årene 2012 til 2014, som er utarbeidet i norske kroner, gir en korrekt fremstilling etter omregning til euro. De rapporterte regnskapsoppstillingene for Mowi i perioden 2012 - 2020 er presentert nedenfor.

## Resultatregnskap for Mowi i perioden

MOWI (Tall i MEUR)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	2 067	2 460	3 053	3 112	3 510	3 649	3 812	4 136	3 760
- Varekostnad	1 292	1 281	1 636	1 770	1 782	1 689	1 812	1 983	1 970
- Lønn og andre personalkostnader	323	343	397	427	440	478	505	564	559
- Andre driftskostnader	289	331	401	443	473	550	590	586	548
= EBITDA	162	505	620	472	816	933	905	1 004	684
- Avskrivninger	91	98	116	150	143	140	153	287	338
= Driftsresultat før unormale poster	72	408	504	321	673	793	751	717	346
+/- Verdjustering av biologiske eiendeler	47	230	-	61	10	386	-	128	-
- Nedskrivninger	0	8	3	7	18	104	11	5	18
- Annen unormal driftskostnad	1	61	24	3	113	102	7	16	20
+ Nettoresultat tilknyttet selskap - normalt	12	28	18	23	63	34	46	49	22
= EBIT	129	597	435	345	991	485	925	617	184
+ Finansinntekt - normal	18	20	39	4	2	1	3	2	1
- Finanskostnad - normal	51	82	65	47	48	47	50	70	63
+/- Unormal finansresultat	9	93	-	52	-	83	-	59	-
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	106	443	178	250	759	523	732	607	121
- Skattekostnad - normal	50	132	90	92	220	60	165	131	1
- Skattekostnad - unormal	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Resultat for diskontinuerlig virksomhet og minoritet	55	311	88	159	539	463	567	476	119
+/- Nettoresultat til diskontinuerlig virksomhet	-	12	25	0	-	-	-	-	-
= Årsresultat for minoritet	55	323	112	158	539	463	567	476	119
- Netto minoritetsresultat	1	1	1	0	0	0	1	1	2
= Årsresultat til majoritet	55	323	112	158	540	462	567	478	118

Tabell 5-1 Resultatregnskap for Mowi i perioden

## Balanseoppstilling for Mowi i perioden, eiendeler

Eiendeler	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Immaterielle eiendeler	1 054	1 047	1 030	1 045	1 067	910	1 120	1 221	1 237
Varige driftsmidler	560	797	920	964	1 008	1 083	1 216	1 362	1 395
Leasingeiendeler	-	-	-	-	-	-	-	387	536
Tilknyttede selskap	88	107	109	124	175	171	221	239	167
Andre langsiktige finansielle eiendeler	137	16	19	0	0	0	0	2	2
Andre langsiktige eiendeler	10	1	2	2	5	3	1	1	1
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>1 850</b>	<b>1 968</b>	<b>2 079</b>	<b>2 135</b>	<b>2 256</b>	<b>2 167</b>	<b>2 558</b>	<b>3 210</b>	<b>3 337</b>
Varelager	112	209	268	278	248	307	286	321	334
Biologiske eiendeler	846	1 138	1 116	1 140	1 574	1 201	1 559	1 522	1 417
Kundefordringer	243	381	374	409	498	478	493	505	454
Andre driftsrelaterte fordringer	81	114	98	131	113	99	143	146	126
Andre finansielle eiendeler	-	16	25	29	14	7	1	7	11
Kontanter og kontantekvivalenter	46	72	157	72	104	72	105	129	107
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>1 326</b>	<b>1 929</b>	<b>2 038</b>	<b>2 059</b>	<b>2 551</b>	<b>2 163</b>	<b>2 587</b>	<b>2 630</b>	<b>2 449</b>
Eiendeler holdt for salg	-	126	2	2	4	-	-	-	60
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>3 176</b>	<b>4 024</b>	<b>4 120</b>	<b>4 196</b>	<b>4 810</b>	<b>4 330</b>	<b>5 145</b>	<b>5 840</b>	<b>5 846</b>

Tabell 5-2 Balanseoppstilling for Mowi i perioden, eiendeler

## Balanseoppstilling for Mowi i perioden, egenkapital og gjeld

Egenkapital og Gjeld	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Egenkapital majoritet	1 583	1 947	1 638	1 895	2 068	2 314	2 877	2 892	2 762
Minoritetsinteresser	9	3	2	1	1	1	2	0	2
<b>Sum egenkapital</b>	<b>1 592</b>	<b>1 950</b>	<b>1 640</b>	<b>1 896</b>	<b>2 069</b>	<b>2 315</b>	<b>2 879</b>	<b>2 893</b>	<b>2 764</b>
Utsatt skatteforpliktelse	347	401	398	392	454	354	414	436	392
Langsiktig rentebærende gjeld	727	920	1 189	1 071	993	773	1 143	1 466	1 566
Langsiktig leasingforpliktelse	-	-	-	-	-	-	-	259	380
Annen langsiktig gjeld	56	14	13	12	12	12	11	11	25
Andre langsiktige finansielle forpliktelse	-	102	247	210	440	76	-	-	-
<b>Langsiktig gjeld</b>	<b>1 130</b>	<b>1 438</b>	<b>1 847</b>	<b>1 685</b>	<b>1 898</b>	<b>1 215</b>	<b>1 567</b>	<b>2 171</b>	<b>2 362</b>
Betalbar skatt	4	30	59	73	143	91	120	100	26
Kortsiktig rentebærende gjeld	51	82	1	0	0	130	0	-	-
Kortsiktige leasingforpliktelse	-	-	-	-	-	-	-	127	153
Leverandørgjeld	198	266	227	248	276	281	280	297	317
Andre kortsiktige finansielle forpliktelse	-	166	90	98	91	92	77	34	30
Avsetninger	-	59	57	46	154	9	13	19	25
Annen kortsiktig gjeld	201	10	200	151	180	197	209	200	168
<b>Kortsiktig gjeld</b>	<b>454</b>	<b>613</b>	<b>633</b>	<b>616</b>	<b>843</b>	<b>800</b>	<b>699</b>	<b>776</b>	<b>719</b>
Forpliktelse til avhending	-	23	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>3 176</b>	<b>4 024</b>	<b>4 120</b>	<b>4 196</b>	<b>4 810</b>	<b>4 330</b>	<b>5 145</b>	<b>5 840</b>	<b>5 846</b>

Tabell 5-3 Balanseoppstilling for Mowi i perioden, egenkapital og gjeld

## Endring i egenkapital for Mowi i perioden

EUR MILL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapital pr 01.01	1398	1592	1950	1640	1896	2069	2315	2879	2893
Årsresultat til majoritet	55	323	112	159	540	462	567	478	118
Annen fullstendig resultat	-55	74	81	43	53	-200	0	63	-115
Prinsippendring presentasjonsvaluta	81,3	-	238,8	-	96,9	-	99,1	-	-
<b>Totalresultat til majoritet</b>	<b>81</b>	<b>397</b>	<b>193</b>	<b>103</b>	<b>593</b>	<b>262</b>	<b>566</b>	<b>540</b>	<b>3</b>
Betalt utbytte	0	-101	-354	0	0	0	-532	-545	-133
Aksjebasert betaling	-	1	2	3	-4	-5	-5	-5	0
Nye aksjer	116	291	-	-	-	-	-	25	-
Obligasjonskonvertering	-	-	-	407	-	629	534	-	-
Tilbakebetaling av paid-in capital	-	-	-50	-256	-418	-640	-	-	-
Netto kapitalinskudd	116	192	-401	154	-422	-17	-3	-525	-133
Netto Dirty surplus	-1	-6	-1	-1	3	-	-	-	-
<b>Egenkapital pr 31.12</b>	<b>1592</b>	<b>1950</b>	<b>1640</b>	<b>1896</b>	<b>2069</b>	<b>2315</b>	<b>2879</b>	<b>2893</b>	<b>2764</b>

Tabell 5-4 Endring i egenkapital for Mowi i perioden

## 5.3 Trailing av årsregnskap

Det første analytiske steget er utarbeiding av trailing årsregnskap. Det går ut på å bygge inn tallene fra kvartalsregnskapene inn i et årsregnskap. Dette gjøres fordi den siste tilgjengelige årsrapporten ofte er over 1 år gammelt og således inneholder gammel informasjon.

Når Q3 rapporten har blitt tilgjengelig blir trailing for år 0 = Q1+Q2+Q3+Q4t-1. Tallene fra fjerde kvartal justeres imidlertid for unormale poster og vekst. For eksempel så vil en nedskrivning året før ikke være særlig relevant for estimatet for Q4, da dette er en engangspost. Vekstjusteringen tar utgangspunkt i å sammenligne kvartalstallene for år -1 og år 0 for å finne hvilken vekstrate som skal inngå i estimatet for Q4 (Knivsflå, 2021c)

I vårt tilfelle ble Mowi sin fjerdekvartalsrapport sluppet den 17. februar, så vi har ikke behov for å etablere antagelser knyttet til vekst eller foreta justeringer for uvanlige poster for Q4t-1 rapporten. På samme måte blir balansen mer rettvissende da tallene representerer selskapets posisjon 31.12.2020. Det er dog verdt å merke seg at selskapets fjerdekvartalsrapport for 2020

og årsregnskapet for 2020 potensielt kan inneholde forskjellige tall, siden kvartalsrapporter normalt ikke er gjenstand for revisjon.

Per 24.04.2021 er også årsrapporten publisert, slik at disse tallene vil bli benyttet gjennomgående i oppgaven for å sikre mest mulig korrekte tall. En stor fordel med å benytte tall fra en årsrapport kontra en kvartalsrapport er at de er mye mer omfattende og det er større krav til noter. Dette skyldes at tallene fra kvartalsrapportene ikke er revidert, mens loven krever at ethvert årsregnskap skal bli revidert.

## 5.4 Omgruppering for analyse

Formålet med omgrupperingen er å gjøre regnskapet mer investororientert, fremfor kreditororienteringen et regnskap utarbeidet etter IFRS vil ha. Tradisjonelle regnskap har fokus på likviditeten til eiendelene og varigheten på gjeld, samt hvilket nettoresultat selskapet har etter finanskostnader. For å utarbeide gode lønnsomhetstall, få en bedre forståelse av underliggende drift og dens inntjeningsevne, samt muligheten til å utarbeide fremtidsregnskap, er det nødvendig å omgruppere resultatet og balansen slik at en kan fordele de ulike resultatene til de kapitalene som skal avlønnes. Verdiskapningen skjer hovedsakelig gjennom driften, og det er derfor hensiktsmessig å dele balansen inn i driftsrelaterte og finansielle eiendeler (Knivsflå, 2021d). Med tanke på at det er de driftsrelaterte eiendelene som skaper inntjeningen, og finansielle eiendeler kan selges unna uten å påvirke driften, er dette en mer fornuftig inndeling.

### **5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet**

Omgruppering av resultatregnskapet kan deles opp i fire steg (Knivsflå, 2021d)

- Steg 1: Identifiser det fullstendige nettoresultatet
- Steg 2: Fordel det fullstendige nettoresultatet til kildene
- Steg 3: Trekk ut unormale poster for å finne det normale resultatet
- Steg 4: Fordel skattekostnaden på de ulike resultatene



## Steg 1: Identifiserer det fullstendige nettoresultatet (FNR)

Det første steget i omgrupperingen av resultatregnskapet er å finne det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. Det fullstendige resultatet er gitt ved

$$FNR = \text{Rapportert årsresultat} + \text{Andre resultatelementer (OCI)} + \text{Dirty surplus}$$

Det rapporterte årsresultatet er enkelt å hente ut, og tilsvarer linjen “årsresultat til majoritet” i tabell 5-1. Andre resultatelementer (OCI) tilsvarende, siden OCI må inkluderes om selskapet rapporterer etter IFRS. Dirty surplus består av poster som er ført direkte mot egenkapitalen og innenfor IFRS har man bare noen få unntak, blant annet emisjonskostnader, som er en reell kostnad, men treffer ikke resultatet da den går direkte mot egenkapitalen. Dette er et brudd på kongruensprinsippet som sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres og ikke føres direkte mot egenkapitalen. Andre eksempler på poster som er dirty surplus er endring av regnskapsprinsipp eller korrigerende av tidligere feil.

I og med at Mowi er børsnotert og dermed rapporterer etter IFRS, er OCI allerede inkludert i rapportene deres og er således ikke problematisk å hente frem. For Mowi sitt tilfelle er dirty surplus hovedsakelig tilknyttet endringer i TS (tilknyttede selskap) og endring av funksjonell valuta i 2016, førstnevnte er selskaper hvor Mowi eier mellom 20 og 50 % av aksjene og bare har betydelig kontroll. Dirty surplus i forbindelse med investeringer i TS har blitt kategorisert som drift da det vurderes nært beslektet til selskapets kjernedrift, salg er imidlertid vurdert som finans. Endring av funksjonell valuta blir klassifisert som finans, selv om endringen gjøres med utgangspunkt i en vurdering av hvilken valuta som har størst betydning i selskapets drift. Om vi antar at samme vurdering er gjort i foregående år, så kan det ikke argumenteres for at euro gir en bedre fremstilling av driften i 2012 og 2013, og prinsippendringen klassifiseres derfor som finans. For årene 2015 og 2016 består dirty surplus blant annet av “other changes” som vurderes som finansposter fremfor drift. I tabell 5-5 nedenfor er fullstendig nettoresultat i analyseperioden identifisert.

Fullstendig nettoresultat (i MEUR)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Årsresultat til majoritet	259	64	112	159	540	462	567	478	118
Other Comprehensive Income (OCI) -	55	74	99	43	53	-	200	-	115
Driftsrelatert "Dirty Surplus"	-	1	-	7	-	1	-	3	-
Finansiell "Dirty Surplus"	-	-	-	-	1	-	3	-	-
<b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>204</b>	<b>132</b>	<b>210</b>	<b>201</b>	<b>590</b>	<b>262</b>	<b>566</b>	<b>540</b>	<b>3</b>

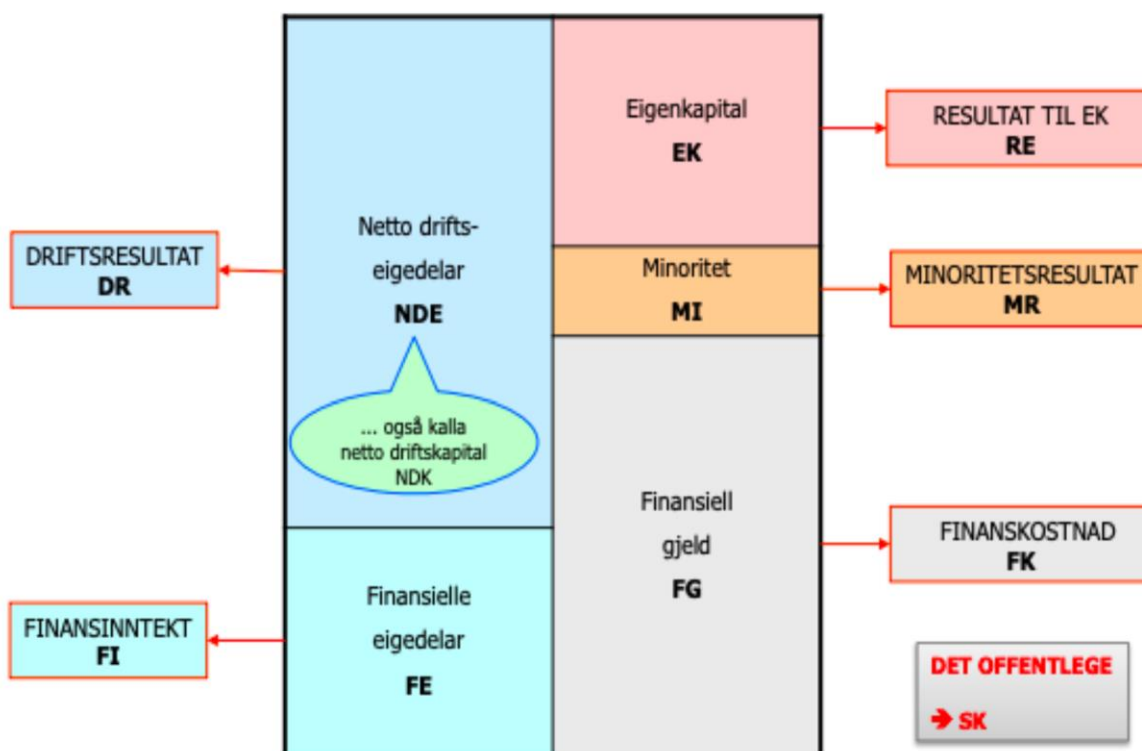
Tabell 5-5 Identifisering av fullstendig nettoresultat for Mowi i perioden

**Steg 2: Fordel det fullstendige resultatet på kilder til verdiskapning og mottaker**



Figur 5-1 Illustrasjon av steg 2 (Knivsflå, 2021d)

Videre skal en fordele det fullstendige nettoresultatet (FNR) som en fant i forrige steg på driftsresultat (DR), finansinntekter (FI), finanskostnad (FK), skattekostnad (SK), minoritetsresultat (MR) og resultat til egenkapitalen (RE). Årsaken til dette er at de ulike resultatene har ulike kilder, for eksempel så kommer driftsresultatet fra driftseiendelene, og er uavhengig av de finansielle eiendelene. Disse kildene kan også relateres tilbake til balansen, noe som er illustrert i figuren under.



Figur 5-2 Oversikt over de ulike kapitalene og tilhørende resultatelementer (Knivsflå, 2021d)

## Klassifisering av OCI-poster

For Mowi består OCI hovedsakelig av valutaeffekter samt endring i virkelig verdi på netto pensjonsforpliktelser. Valutaeffekter er uavhengig av driftsbilde og klassifiseres enkelt som finans, både selskapets egne og valutaeffekter fra tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet. Pensjonsposter relaterer seg til ytelsespensjonsordningene hvor selskapet er eksponert for investeringsrisiko, da selskapet garanterer for en viss avkastning på pensjonen til de ansatte. Etter IAS 19 skal aktuarmessige gevinst/tap og avkastning på eiendelene i pensjonsordningen føres mot OCI. Disse postene vurderes som drift, siden en utelatelse av disse ville påvirke driftsresultatet. Pensjon er på mange måter en forlengelse av lønnskostnaden og er således kritisk for driften.

## Fullstendig driftsresultat

Fullstendig driftsresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	2 067	2 460	3 055	3 112	3 510	3 649	3 812	4 136	3 760
Driftskostnader	1 949	2 364	2 638	2 791	2 582	3 198	2 932	3 567	3 599
EBIT	118	96	417	322	929	451	880	568	162
Resultat fra TS	12	28	18	23	63	34	46	49	22
Driftsrelatert OCI	0,5	-3,0	2,8	-0,9	-3,4	5,3	0,2	-3,8	3,9
Driftsrelaterts Dirty Surplus	-0,92	-6,80	-1,38	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fullstendig driftsresultat før skatt	129	114	436	344	988	490	926	613	187

Tabell 5-6 Fullstendig driftsresultat før skatt for Mowi i perioden

Driftsresultatet viser hvilken verdi selskapet skaper fra dets netto driftseiendeler som illustrert i figur 5-6. Med denne figuren i tankene er det viktig at det er konsistens i klassifiseringen av drift eller finans. Eksempelvis så har vi valgt å inkludere resultatet fra tilknyttede selskaper som drift (TS) da vi anser balanseposten investeringer i tilknyttede selskaper å være en driftsrelatert eiendel og ikke en finansiell investering.

## Fullstendig finansresultat

Fullstendig finansresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansinntekter	18	20	39	4	2	1	3	2	-
Finanskostnad	51	82	545	47	48	47	50	70	63
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	205	12	25	0	-	-	-	-	-
Finansrelatert OCI	-55,1	77,5	96,2	44,1	56,8	-205,5	-0,6	66,3	-118,8
Finansrelatert Dirty Surplus	-	-	-	1	3	-	-	-	-
Fullstendig finansresultat før skatt	117	28	385	1	7	251	48	2	182

Tabell 5-7 Fullstendig finansresultat før skatt for Mowi i perioden

Resultatposter fra OCI og dirty surplus kan i utgangspunktet være både drift og finans. Derfor har det vært nødvendig å lete i notene for ytterligere informasjon vedrørende de ulike postene og tidvis bruk av skjønn for å kunne klassifisere postene mest mulig korrekt. Merk også at

resultat fra diskontinuerlig virksomhet egentlig er driftsrelatert, men siden eiendelene det er tilknyttet til skal selges har det ingenting med den videreførte driften å gjøre.

### *Steg 3: Trekk ut unormale poster for å finne det normale resultatet*

Det fullstendige nettoresultatet består av både normale og unormale resultatposter. Vi ønsker å finne det normale resultatet da det er en bedre avbildning av den underliggende driften enn det fullstendige resultatet som blir truffet av tilfeldige poster som er vanskelig å estimere størrelsen på fra periode til periode. Vi får derfor følgende sammenheng

$$\text{Fullstendig resultat} = \text{Normalt resultat} + \text{Unormalt resultat}$$

Ved verdivurdering ønsker vi å benytte oss av et normalisert resultat for prognoseformål. En normal resultatpost er poster som er ventet å komme tilbake de neste periodene og dermed relevante for fremtiden. En unormal post er poster som bare har effekt på resultatet en eller få ganger, og er derfor ikke relevant for fremtiden. Eksempler på dette er nedskrivninger, ekstraordinære nedskrivninger ved skifte av ledelsen (“big bath”), restruktureringskostnader, eller verdiendringer på finansielle instrumenter og andre eiendeler.

Det er ikke alltid det finnes et klart svar på om en regnskapslinje eller post skal øremerkes som normal eller unormal. Det kan foreligge forhold som tilsier at en post som vanligvis blir betraktet som en engangspost likevel ikke skal kategoriseres som det. Et eksempel kan være om et selskap veldig ofte gjør restruktureringer, eller at man gjør restruktureringer på jevnlig basis. Isolert sett kan man si at det er en engangspost, men dersom det blir gjort så ofte at man kan identifisere et mønster vil det imidlertid være en del av den normale driften til selskapet, og det er gode holdepunkter for at store selskap alltid vil ha behov for noe restrukturering i deler av organisasjonen til enhver tid og at en dermed bør anse en del av restruktureringskostnader som normal og muligens estimere en normalisert restruktureringskostnad.

Unormalt driftsresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Virkelig-verdi justering av Biologiske eiendeler	47	230 -	61	10	386 -	340	146 -	128 -	146
Unormale driftskostnader	1	80	26	10	131	2	18	21	38
Unormal EBIT	48	310 -	35	20	517 -	339	164 -	107 -	107
Driftsrelatert OCI	0 -	3	3 -	1 -	3	5	0 -	4	4
Driftsrelatert Dirty Surplus	-	1 -	7 -	1	-	-	-	-	-
Unormalt driftsresultat før skatt	47	300 -	33	19	513 -	333	165 -	111 -	103

*Tabell 5-8 Unormalt driftsresultat før skatt for Mowi i perioden*

Unormalt finansresultat	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	
Unormalt finansresultat før skatt	-	1 -	5 -	248	52	186 -	83	146 -	59 -	0
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet		205	12	25	0	-	-	-	-	-
Finansiell OCI	-	55	77	96	44	57 -	206 -	1	66 -	119
Finansiell Dirty Surplus	-	-	-	1 -	3	-	-	-	-	-
Unormalt fullstendig resultat før skatt	148	84 -	128	96	239 -	289	146	7 -	119	

Tabell 5-9 Unormalt finansresultat før skatt for Mowi i perioden

Under vil enkelte regnskapsposter bli gjennomgått og drøftet hvorvidt de er normale eller unormale.

## Drift

### Virkelig-verdi justering biologiske eiendeler

For å få med Australia og Oseania inn under IFRS-paraplyen krevde de at det skulle være mulig å inntektsføre tilveksten i skogen i løpet av året. Som en konsekvens av dette ble IAS 41 Biologiske eiendeler innført, og laks ble med det omfattet av standarden som en biologisk eiendel og må derfor innregnes til virkelig verdi, og endringen i virkelig verdi mellom hver balansedag resultatføres som en virkelig verdiendring. Merk her at endringer i virkelig verdi-justeringer kan komme fra prisendringer, men også helt naturlig ettersom laksen vokser og dermed vil den biologiske beholdningen få en høyere virkelig-verdi. Om bestanden av laks i sjøen er relativt stabil mellom balansetidspunktene vil imidlertid prisendringer være den dominerende forklaringsfaktoren for verdiendringen. Vi klassifiserer derfor posten som unormal ettersom lakseprisen er volatil, og vi vil heller fokusere på den beholdningen som faktisk blir realisert og fremkommer i resultatet i form av rapporterte driftsinntekter, og eventuelt vurdere lakseprisen på lang sikt med utgangspunkt i den strategiske analysen.

### Nedskrivninger

Måling, innregning og presentasjon av nedskrivninger i henhold til IFRS-rammeverket er regulert i IAS 36. Etter standarden skal selskapets eiendeler ikke være bokført til høyere enn deres gjenvinnbare verdi, som er det høyeste av virkelig verdi minus salgsutgifter og bruksverdi (Deloitte, u.å). Ettersom dette er en engangspost blir den vurdert som unormal.

### Unormal driftskostnad

Denne regnskapslinjen består av kostnader som selskapet selv har vurdert kostnadene som engangstilfeller, det være seg uvanlig stort antall rømte laks, sykdommer eller andre uforutsette hendelser. Det er imidlertid viktig å vurdere om kostnadene virkelig er unormale, da selskap

ofte vil ha insentiver til å klassifisere normale kostnader som unormale, og unormale inntekter som normale.

### **Driftsrelatert OCI og driftsrelatert Dirty Surplus**

OCI, eller poster i utvidet resultat er definert i IAS 1 som “poster relatert til inntekter og kostnader (inkludert reklassifiserende justeringer) som ikke er innregnet i resultatet i samsvar med andre IFRSer” (IFRS, 2021a). Dermed vurderes disse postene som unormale da de ikke inngår i det normale resultatet. Dirty surplus er poster som blir ført mot egenkapitalen, og poster som er relatert til driften knytter seg til transaksjoner med minoriteter og dannelse av minoritet ved oppkjøp av andre selskap, men likevel slik at eierandelen ikke blir 100 %. Dette er poster som har liten sammenheng med den underliggende driften og er regnskapsposter som varierer mye fra år til år. Mowi har heller ikke rapportert om dirty surplus siden 2016, så vi klassifiserer den som unormal.

## *Finans*

### **Unormalt finansresultat før skatt**

Denne posten er presentert netto. Da det er relativt lite informasjon å innhente hva gjelder innholdet i denne posten og fraværet på en klar trend, blir posten klassifisert som en unormal post.

### **Resultat fra diskontinuerlig virksomhet**

Ettersom denne posten per definisjon ikke vil komme tilbake i senere perioder vurderes den raskt som en unormal post. For Mowi sin del er det bare i perioden 2013 til 2015 selskapet har delt resultatet i videreført og diskontinuerlig virksomhet, så det er ikke et stort innslag av nevnte post.

### **Finansielt OCI og Finansielt Dirty Surplus**

I likhet med driftsrelatert OCI og DS er dette poster som faller utenfor det vanlige resultatet, og er således unormale.

## *Steg 4: Fordel skattekostnaden på alle resultatene*

I det siste steget fordeler vi skattekostnaden på de ulike resultatene, altså normal driftsskatt på normalt driftsresultat, unormal driftsskatt på unormalt driftsresultat, skatt på unormalt

driftsresultat, skatt på normal finanskostnad, skatt på normal finansinntekt og skatt på unormalt finansresultat.

Som følge av fritaksmetoden som er hjemlet i sktl. § 2-38 er hovedregelen at gevinster og utbytter som stammer fra investeringer i aksjeselskaper er fritatt for skatteplikt for aksjeselskap (Skatteloven, 1999, § 2-38). Dette innebærer at selskapets faktiske skattekostnad ikke utgjør den nominelle selskapsskattesatsen. Realisasjonsprinsippet om at kun realiserede gevinster eller tap blir skattlagt vil også redusere den effektive skattesatsen (Knivsflå, 2021d).

Driftsskattesatsen er skattesatsen selskapet hadde stått ovenfor hvis selskapet bare hadde driftsrelaterte inntekter og var fullt ut finansiert med egenkapital (Koller, Goedhart & Wessels, 2020, s.413). Formelen for driftsskattesatsen (dss) er:

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * (FI + UFR) + (fk_{ss} * FK)}{DR + UDR}$$

(Knivsflå, 2021d)

hvor,

NSK = rapporterte skattekostnad (SK) - unormal skattekostnad (USK)

FI = normale finansinntekter, normal skattesats f<sub>iss</sub>

UFR = unormalt finansresultat (UFI - UFK), skattesats u<sub>frss</sub> = f<sub>iss</sub>

FK = normale finanskostnader, normal skattesats f<sub>kss</sub>

DR = normalt driftsresultat (DI - DK)

UDR = unormalt driftsresultat (UDI - UDK)

For Mowi får vi følgende tall:

Skatt	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Selskapskattesats (sss)	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %
Finansinntektsskattesats (fiss)	18,67 %	18,67 %	18,00 %	18,00 %	16,67 %	16,00 %	15,33 %	14,67 %	14,67 %
Driftsskattesatsen	46,17 %	28,60 %	32,59 %	32,79 %	26,58 %	11,75 %	21,44 %	22,47 %	8,14 %
Gjennomsnitt	26 %								
Median	27 %								

Tabell 5-10 Utvikling i skattesatsene, samt normalisert driftsskattesats

Med et gjennomsnitt på 26 % og median på 27 % synes den estimerte driftsskattesatsen å være noe høy. Ut fra tallene skyldes dette den spesielt høye satsen i 2012, samt de høye satsene i 2014 og 2015. Det store avviket fra den nominelle skattesatsen i Norge kan skyldes at Mowi har operasjoner i flere land, hvor flere av de har høyere skattesats enn Norge. Eksempler på

dette er Belgia, Kina, Vest-Canada og Chile, som har en skattesats på mellom 25 og 27 %, mens Japan, Tyskland, Frankrike og Øst-Canada har en skattesats på rundt 30 % (Mowi, 2021a). Vi velger å benytte den gjennomsnittlige driftsskattesatsen på 26 %, siden den er minst ekstrem.

Med utgangspunkt i det vi har gjort til nå, så gjenstår det bare å fordele den rapporterte skattekostnaden på de ulike resultatene.

Fordeling av skattekostnad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Normal driftsskattekostnad	18	107	129	82	172	203	192	184	89
Skatt på finans	3	4	7	1	0	0	0	0	0
Skatt på finanskostnad	14	23	18	13	12	11	12	15	14
Skatt på unormalt driftsresultat	21	43	28	0	68	40	28	33	15
Unormal skatt på driftsresultat	16	9	31	21	-	123	41	32	68
Skatt på unormalt finansresultat	2	17	42	9	31	13	22	9	0
Unormal skatt	50	131	90	92	220	60	165	131	1
Rapportert skattekostnad	50	131	90	92	220	60	165	131	1

Tabell 5-11 Fordeling av skattekostnaden

Etter å ha fullført de fire stegene for omgruppering av resultatet, vil vi i tabell 5-12 nedenfor presentere det omgrupperte resultatet til Mowi analyseperioden.

### Omgruppert resultat for Mowi i perioden

Omgruppert resultatregnskap	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	2 067	2 460	3 055	3 112	3 510	3 649	3 812	4 136	3 760
Varekostnad	1 292	1 281	1 637	1 770	1 782	1 689	1 812	1 983	1 970
Lønn og andre personalkostnader	323	343	397	427	440	478	505	564	559
Andre driftskostnader	289	331	401	443	473	550	590	586	548
Avskrivninger	91	87	116	150	143	140	153	287	338
EBIT	129	597	435	345	991	485	925	617	184
Driftsrelatert skattekostnad	24	215	219	159	196	97	171	172	30
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	106	382	216	187	796	388	755	445	154
Nettoresultat fra TS	12	28	18	23	63	34	46	49	22
Netto driftsresultat	118	410	234	210	858	421	800	494	175
Netto finansinntekt	18	20	39	4	2	1	3	2	1
Nettoresultat til sysselsatt kapital	136	431	273	214	860	423	803	495	176
Netto finanskostnad	51	82	65	47	48	47	50	70	63
Netto minoritetsresultat	1	1	0	0	0	0	1	1	2
Nettoresultat til egenkapital	84	348	208	167	812	376	752	426	112
Unormalt netto driftsresultat	91	51	106	54	185	297	101	118	165
Unormalt netto finansresultat	-	37	3	105	7	110	124	107	102
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	137	294	4	106	887	24	729	415	156
Netto utbetalt ubytte	-	57	64	306	149	713	166	402	27
Endring i egenkapital	194	358	310	256	174	246	564	14	129

Tabell 5-12 Omgruppert resultat for Mowi i perioden

### 5.4.2 Omgruppering av balansen

Tradisjonelle regnskap gir ikke særlig innsikt i et selskaps drift eller verdi, da investorsynet er nedprioritert i et tradisjonelt regnskap. Balansen blander sammen driftsrelaterte eiendeler, ikke-driftsrelaterte eiendeler og finansieringskilder (Koller, Goedhart & Wessels, 2020, s. 205). Balansen tar i stor grad hensyn til kreditorenes krav da den har fokus på likviditeten til



eiendelene og hvor lenge det er igjen til gjelden forfaller. Likevel tilfører regnskapet også kreditor liten verdi om vedkommende ønske er å kunne realisere eiendelene til bokført verdi, siden regnskap utarbeides under forutsetning om fortsatt drift og ikke reflekterer verdiene hvis eiendelene skulle bli solgt til likvidasjonsverdi. Vi vil derfor i det følgende gjøre en omgruppering av balansen for å gjøre den mer egnet for prognoseformål. Balansen vil bli omgruppert med et klart skille mellom eiendelene som brukes i driften, finansielle eiendeler og kapitalen som finansierer driftseiendelene (Knivsfå, 2021e).

Dette blir gjort i 4 steg:

- Steg 1: Reklassifisere avsatt utbytte fra forpliktelse til egenkapital
- Steg 2: Skille drift og finans i totalbalansen
- Steg 3: Gå fra totalkapital til sysselsatt kapital
- Steg 4: Gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

### ***Steg 1: Eventuelt avsatt utbytte = egenkapital***

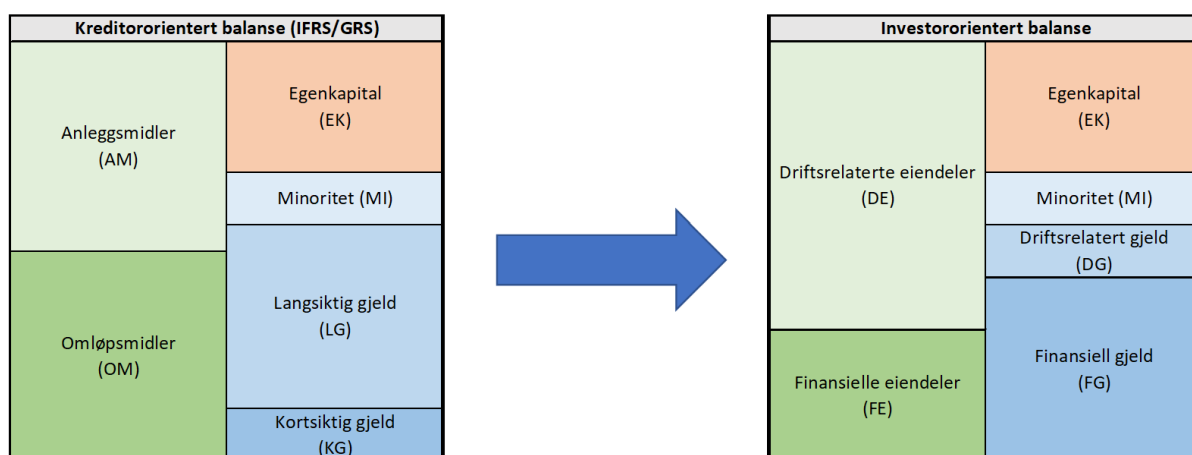
Etter NGAAP blir avsetninger til utbytte karakterisert som kortsiktig gjeld, noe som reduserer den bokførte egenkapitalen. Det følger imidlertid av IFRS at det ikke skal gjøres avsetninger til utbytte før generalforsamlingen har vedtatt utbyttet siden selvpålagte forpliktelser ikke kan innregnes som en forpliktelse. Dette innebærer da også at en ikke behøver å justere for denne effekten for selskaper som rapporterer etter IFRS, og siden Mowi gjør dette er det på dette punktet ikke nødvendig med å tilbakeføre avsatt utbytte til egenkapital.

### ***Steg 2: Definere drift og finans i totalbalansen***

Det neste steget blir å omgruppere balansen til en investororientert balanse. I stedet for anleggsmidler og omløpsmidler vil vi nå ha driftsrelaterte- og finansielle eiendeler på eiendelssiden. På gjeldssiden går vi fra egenkapital, minoritet, langsiktig- og kortsiktig gjeld til egenkapital, minoritet og driftsrelatert- og finansiell gjeld.

Poster som er å anse som driftsrelaterte er de eiendelene som inngår i selskapets operasjonelle aktiviteter, samt gjeld som blir betjent gjennom den driften. Det sentrale spørsmålet som skal besvares for å gjøre denne inndelingen er om man kan fjerne/selge eiendelene uten at det påvirker driften. Poster som er ansett som essensielle for driften blir ansett som driftsrelatert, mens i motsatt fall blir de klassifisert som finansielle. Finansielle poster er de resterende

postene, de som ikke vil ha noen effekt på driften. Under følger en illustrasjon av den mer investororienterte balansen.



Figur 5-3 Overgang fra kreditororientert balanse til investororientert balanse.

Derivater kan være både drift og finans. Et derivat på lakseprisen for å oppnå en andel fastpris kan bli ansett som drift, men utstrakt spekulasjon i lakseprisen og andre instrumenter som rentebytteavtaler og valutakontrakter er finans. Inndelingen i finans og drift må behandles konsistent i resultatregnskapet og balansen. Dersom resultat fra TS er i det finansielle resultatet, må også investeringen i tilknyttede selskap også klassifiseres i balansen som en finansiell eiendel.

For å kunne gjennomføre denne inndelingen, krever det å studere notene i årsrapportene for å skille mellom hva som er driftsrelatert og ikke (Koller, Goedhart & Wessels, 2020, s. 205).

I enkelte tilfeller kan noen av postene vurderes som både drift og finans, hvor det ikke er noe klart skille. Verdivurdering er ikke eksakt vitenskap, og dette er et eksempel på hvor man i noen tilfeller må utføre skjønnsmessige vurderinger. Under følger en oversikt over inndelingen vi har gjennomført i balansen til Mowi.

#### Driftsrelaterte eiendeler

- Immaterielle eiendeler for Mowi sin del består i hovedsak av goodwill og lisenser, hvor førstnevnte skyldes oppkjøp av andre selskap, mens lisenser er konsesjoner til å drive lakseoppdrett. Posten blir derfor klassifisert som drift.
- Varige driftsmidler består av eiendom, bygninger maskiner, merder og nøter, så det er også klart relatert til drift. Det er ikke nok informasjon til å vurdere dette for Mowi, men hvis

det er eiendom og bygninger som ikke lengre er i bruk i driften, så bør det skilles ut og klassifiseres som en finansiell eiendel.

- Investeringer i tilknyttede selskap kan både klassifiseres som finans og drift, og må baseres på hva formålet til de tilknyttede selskapene er, og hvis det ikke er nært knyttet til driften til verdivurderte selskap, bør det klassifiseres som finans.
- Varelager, biologiske eiendeler og kundefordringer er nært knyttet opp til Mowi sin ordinære drift og klassifiseres som sådan.
- Andre driftsrelaterte fordringer er det lite opplysninger om hva gjelder, men i og med at den er klassifisert som driftsrelatert velger vi å anse den som drift.

#### Finansielle eiendeler

- Langsiktige finansielle eiendeler
- Andre langsiktige eiendeler
- Kontanter og kontantekvivalenter
- Andre finansielle eiendeler
- Eiendeler holdt for salg

#### Driftsrelatert gjeld

- Leverandørgjeld
- Annen kortsiktig gjeld
- Pensjonsforpliktelser
- Utsatt skatt
- Betalbar skatt
- Kortsiktige leasingforpliktelser
- Langsiktige leasingforpliktelser

#### Finansiell gjeld

- Kortsiktig rentebærende gjeld
- Langsiktig rentebærende gjeld
- Andre langsiktige fordringer
- Annen langsiktig gjeld
- Avsetninger

- Andre kortsiktige finansielle fordringer

Basert på klassifiseringen ovenfor, er den omgrupperte totalkapital-balansen presentert i tabell 5-13 og 5-14 nedenfor.

<b>Eiendeler</b>	<b>2 012</b>	<b>2 013</b>	<b>2 014</b>	<b>2 015</b>	<b>2 016</b>	<b>2 017</b>	<b>2 018</b>	<b>2 019</b>	<b>2 020</b>
Immaterielle eiendeler	1 054	1 047	1 030	1 045	1 067	910	1 120	1 221	1 237
Varige driftsmidler	560	797	920	964	1 008	1 083	1 216	1 362	1 395
Leasingeiendeler	-	-	-	-	-	-	-	387	536
Tilknytte selskap	88	107	109	124	175	171	221	239	167
<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>1 703</b>	<b>1 951</b>	<b>2 059</b>	<b>2 132</b>	<b>2 251</b>	<b>2 164</b>	<b>2 557</b>	<b>3 208</b>	<b>3 334</b>
Varelager	112	209	268	278	248	307	286	321	334
Biologiske eiendeler	846	1 138	1 116	1 140	1 574	1 201	1 559	1 522	1 417
Kundefordringer	243	381	374	409	498	478	493	505	454
Andre driftsrelaterte fordringer	81	114	98	131	113	99	143	146	126
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>1 281</b>	<b>1 841</b>	<b>1 856</b>	<b>1 959</b>	<b>2 433</b>	<b>2 084</b>	<b>2 481</b>	<b>2 494</b>	<b>2 331</b>
Driftseiendeler	2 983	3 793	3 915	4 091	4 683	4 248	5 037	5 702	5 665
Andre langsiktige finansielle eiendeler	137	16	19	0	0	0	0	2	2
Andre langsiktige eiendeler	10	1	2	2	5	3	1	1	1
<b>Finansielle anleggsmidler</b>	<b>147</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
Kontanter og kontantekvivalenter	46	72	157	72	104	72	105	129	107
Andre finansielle eiendeler	-	16	25	29	14	7	1	7	11
Eiendeler holdt for salg	-	126	2	2	4	-	-	-	60
<b>Finansielle omløpsmidler</b>	<b>46</b>	<b>214</b>	<b>184</b>	<b>103</b>	<b>122</b>	<b>79</b>	<b>106</b>	<b>136</b>	<b>178</b>
Finansielle eiendeler	193	231	204	105	127	82	108	138	181
<b>Sum eiendeler</b>	<b>3 176</b>	<b>4 024</b>	<b>4 120</b>	<b>4 196</b>	<b>4 810</b>	<b>4 330</b>	<b>5 145</b>	<b>5 840</b>	<b>5 846</b>

Tabell 5-13 Omgruppert aktivabalanse

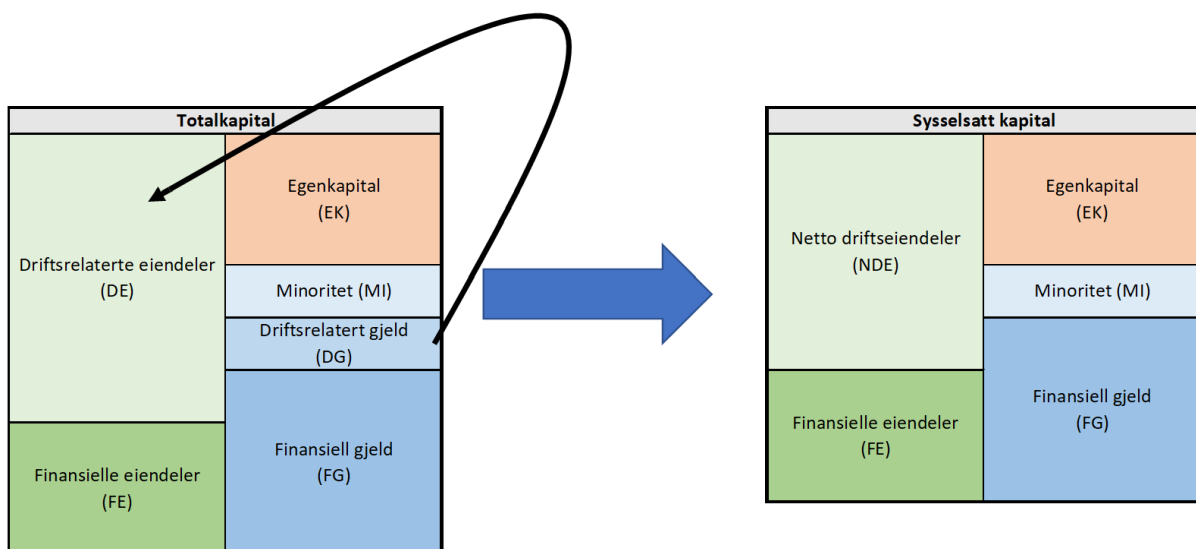
<b>Egenkapital og Gjeld</b>	<b>2 012</b>	<b>2 013</b>	<b>2 014</b>	<b>2 015</b>	<b>2 016</b>	<b>2 017</b>	<b>2 018</b>	<b>2 019</b>	<b>2 020</b>
Egenkapital majoritet	1 583	1 947	1 638	1 895	2 068	2 314	2 877	2 892	2 762
Minoritetsinteresser	9	3	2	1	1	1	2	0	2
<b>Sum egenkapital</b>	<b>1 592</b>	<b>1 950</b>	<b>1 640</b>	<b>1 896</b>	<b>2 069</b>	<b>2 315</b>	<b>2 879</b>	<b>2 893</b>	<b>2 764</b>
Utsatt skatteforpliktelse	347	401	398	392	454	354	414	436	392
Pensjonsforpliktelser	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Langsiktig leasingforpliktelser	-	-	-	-	-	-	-	259	380
Kortsiktige leasingforpliktelser	-	-	-	-	-	-	-	127	153
Leverandørgjeld	198	266	227	248	276	281	280	297	317
Annen kortsiktig gjeld	201	10	200	151	180	197	209	200	168
Betalbar skatt	4	30	59	73	143	91	120	100	26
<b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>749</b>	<b>708</b>	<b>883</b>	<b>864</b>	<b>1 051</b>	<b>922</b>	<b>1 022</b>	<b>1 418</b>	<b>1 436</b>
Kortsiktige rentebærende gjeld	51	82	1	0	0	130	0	-	-
Langsiktig rentebærende gjeld	727	920	1 189	1 071	993	773	1 143	1 466	1 566
Andre langsiktige finansielle forpliktelser	-	102	247	210	440	76	-	-	-
Annen langsiktig gjeld	56	14	13	12	12	12	11	11	25
Avsetninger	-	59	57	46	154	9	13	19	25
Andre kortsiktige finansielle forpliktelser	-	166	90	98	91	92	77	34	30
Forpliktelser til avhending	-	23	-	-	-	-	-	-	-
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>835</b>	<b>1 366</b>	<b>1 597</b>	<b>1 437</b>	<b>1 690</b>	<b>1 093</b>	<b>1 244</b>	<b>1 529</b>	<b>1 646</b>
Gjeld	1 584	2 074	2 480	2 301	2 741	2 015	2 266	2 947	3 082
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>3 176</b>	<b>4 024</b>	<b>4 120</b>	<b>4 196</b>	<b>4 810</b>	<b>4 330</b>	<b>5 145</b>	<b>5 840</b>	<b>5 846</b>

Tabell 5-14 Omgruppert passivabalanse

### Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

I dette steget går vi fra totalkapital-balansen til en sysselsatt kapital-balanse. Sysselsatt kapital eller “Invested Capital” er innskutt kapital som dermed er sysselsatt av eierne og finansielle

långivere. Dette gjøres ved å flytte den allerede identifiserte driftsrelaterte gjelden over på den andre siden ved å trekke den fra på driftsrelaterte eiendeler slik at vi får netto driftsrelaterte eiendeler (NDE). De gjenværende postene på passivasiden blir dermed sysselsatt kapital (SSK). Årsaken til at dette blir gjort er at den driftsrelaterte gjelden ikke er rentebærende, men vi får en implisitt rente i form av høyere innkjøpspriser og dermed høyere driftskostnader, samt at den ikke må nedbetales så lenge nåværende drift opprettholdes og/eller kredittvilkårene ikke endres betraktelig.



Figur 5-4 Overgang fra total kapital til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2021e)

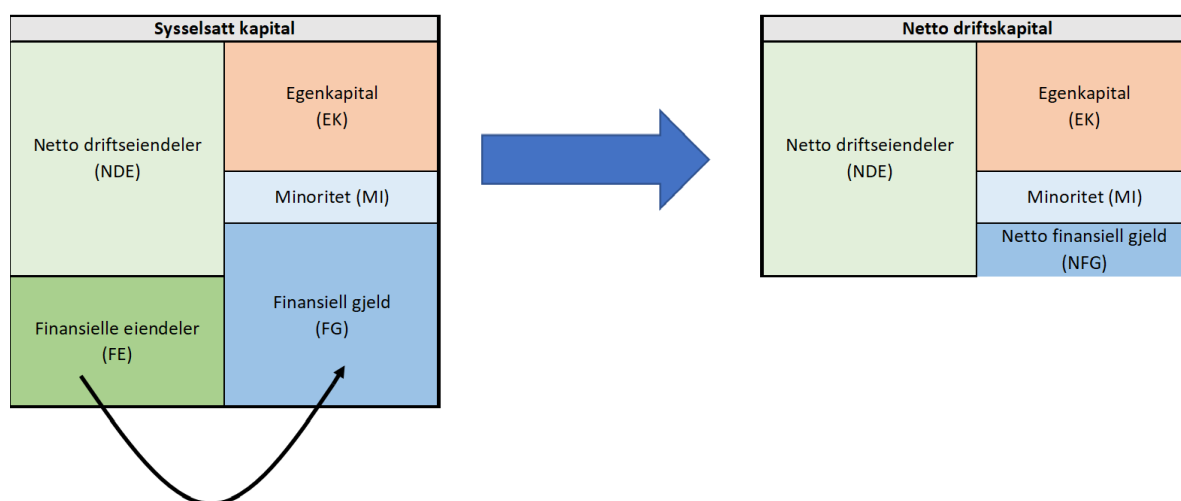
Ved å flytte den driftsrelaterte gjelden over på andre siden av balansen og presenterer driftseiendelene netto, så får vi en sysselsatt kapital-balanse. Høyresiden vil nå bare bestå av selskapets investorer, herunder aksjonærer og kreditorer. Derav det engelske uttrykket invested capital.

<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>2 012</b>	<b>2 013</b>	<b>2 014</b>	<b>2 015</b>	<b>2 016</b>	<b>2 017</b>	<b>2 018</b>	<b>2 019</b>	<b>2 020</b>
Netto driftsanleggsmidler	954	1 243	1 176	1 269	1 199	1 241	1 534	1 789	1 898
Driftsrelatert Arbeidskapital	1 281	1 841	1 856	1 959	2 433	2 084	2 481	2 494	2 331
<b>Netto driftseiendeler (DE-DG)</b>	<b>2 234</b>	<b>3 085</b>	<b>3 032</b>	<b>3 227</b>	<b>3 632</b>	<b>3 326</b>	<b>4 015</b>	<b>4 283</b>	<b>4 229</b>
Finansielle eiendeler	193	231	204	105	127	82	108	138	181
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>2 427</b>	<b>3 316</b>	<b>3 237</b>	<b>3 332</b>	<b>3 759</b>	<b>3 408</b>	<b>4 123</b>	<b>4 422</b>	<b>4 410</b>
Egenkapital	1 583	1 947	1 638	1 895	2 068	2 314	2 877	2 892	2 762
Minoritetsinteresser	9	3	2	1	1	1	2	0	2
Finansiell Gjeld	835	1 366	1 597	1 437	1 690	1 093	1 244	1 529	1 646
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>2 427</b>	<b>3 316</b>	<b>3 237</b>	<b>3 333</b>	<b>3 759</b>	<b>3 408</b>	<b>4 123</b>	<b>4 422</b>	<b>4 410</b>

Tabell 5-15 Omgruppert sysselsatt kapital-balanse

## Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

I det siste steget går vi fra sysselsatt kapital-balanse til en netto driftsbalanse. Netto driftskapitalen eller Net Operating Assets er den kapitalen som er investert i driften, så det er bare den netto finansielle gjelden, dvs. finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler, som vil fremkomme av finansielle poster i balansen. Man vil da ha eiendelene som er nødvendig for driften på aktivasisiden, mens kapitalene som finansierer den er på passivasiden. Metoden minner om forrige steg, men her flytter vi de finansielle eiendelene over på gjeldssiden, og regner de mot den finansielle gjelden, slik at vi får netto finansiell gjeld. Rasjonale for dette er at finansielle eiendeler i utgangspunktet ikke er nødvendig for driften, og kan dermed relativt raskt selges unna for å betale ned den finansielle gjelden.



Figur 5-5 Overgang fra Sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsflå, 2021e)

NETTO DRIFTSKAPITAL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsanleggsmidler	954	1 243	1 176	1 269	1 199	1 241	1 534	1 789	1 898
Driftsrelatert Arbeidskapital	1 281	1 841	1 856	1 959	2 433	2 084	2 481	2 494	2 331
<b>Netto driftseiendeler (DE-DG)</b>	<b>2 234</b>	<b>3 085</b>	<b>3 032</b>	<b>3 227</b>	<b>3 632</b>	<b>3 326</b>	<b>4 015</b>	<b>4 283</b>	<b>4 229</b>
Egenkapital	1 583	1 947	1 638	1 895	2 068	2 314	2 877	2 892	2 762
Minoritetsinteresser	9	3	2	1	1	1	2	0	2
Netto finansiell gjeld	642	1 135	1 392	1 332	1 563	1 011	1 136	1 391	1 465
<b>Netto driftsfapital</b>	<b>2 234</b>	<b>3 085</b>	<b>3 032</b>	<b>3 227</b>	<b>3 632</b>	<b>3 326</b>	<b>4 015</b>	<b>4 283</b>	<b>4 229</b>

Tabell 5-16 Omgruppert netto driftskapital-balanse

### 5.4.3 Kontantstrømmen

Kontantstrømmen i seg selv blir ikke omgruppert, men det lages en ny oppstilling basert på det omgrupperte resultatet og den omgrupperte balansen. I likhet med balanseoppstillingen så er også kontantstrømpoppstillingen fokusert på likviditet og er generelt kreditororientert. Etter IAS

7 er kontantstrøm fra drift regnet ut med utgangspunktet i resultatet, altså inkludert finanselementer. Følgelig vil ikke kontantstrømmen gi et rettviseende bilde av den underliggende driften. Det vi ønsker å gjøre er å finne den frie kontantstrømmen eller Free Cash Flow. Fri kontantstrøm er den kontantstrømmen som blir generert av kapitalen etter at reinvesteringer og nyinvesteringer er trukket fra. For å verdivurdere et selskaps drift, diskonterer vi den frie kontantstrømmen med selskapets avkastningskrav. Fri kontantstrøm er kontantstrømmen etter skatt som skal fordeles til de ulike investorene i selskapet, herunder kreditorer og egenkapitalinvestorer. Til forskjell fra kontantstrøm fra drift som vi finner i selskapets årsrapporter, er fri kontantstrøm uavhengig av kapitalstruktur og ikke-driftsrelaterte poster. Man kan se på fri kontantstrøm som den kontantstrømmen etter skatt som ville blitt generert dersom selskapet bare bestod av eiendeler knyttet til selskapets kjernedrift og var finansiert utelukkende med egenkapital (Koller, Goedhart & Wessels, 2020, s. 209). Ifølge Damodaran (2012) kan formelen for fri kontantstrøm fra drift utledes slik:

$$FKD = \text{Netto driftsresultat} - (\text{driftsinvestering} - \text{avskrivning}) - \Delta \text{ driftsrelatert arbeidskapital}$$

Videre beregner vi fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler, og summen av FKD og FKFE blir kontantstrømmen som er skapt av sysselsatte eiendeler, og vil videre fordeles til de ulike kapitalene som finansierer selskapet. Fri kontantstrøm til egenkapital er som vanlig den residuale kontantstrømmen etter at den finansielle gjelden og minoriteter er avlønnet. I tabell 5-17 nedenfor er den omgrupperte kontantstrømmen til Mowi i perioden presentert.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsresultat	70	419	294	231	725	433	727	475	172
Endring i netto driftseiendeler		850	-53	195	405	-306	690	268	-54
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>70</b>	<b>-431</b>	<b>347</b>	<b>36</b>	<b>321</b>	<b>739</b>	<b>38</b>	<b>207</b>	<b>226</b>
Fullstendige finansinntekter	48	-208	-152	-95	-100	-135	-122	118	-119
Endring i finansielle eiendeler		38	-27	-99	22	-45	26	31	43
<b>Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler</b>	<b>48</b>	<b>-246</b>	<b>-125</b>	<b>4</b>	<b>-121</b>	<b>-90</b>	<b>-147</b>	<b>87</b>	<b>-161</b>
<b>Fri kontantstrøm til sysselsatte eiendeler</b>	<b>118</b>	<b>-678</b>	<b>222</b>	<b>41</b>	<b>199</b>	<b>649</b>	<b>-110</b>	<b>294</b>	<b>65</b>
Rentekostnader	51	82	65	47	48	47	50	70	63
Endring i finansiell gjeld		531	231	-160	253	-597	151	285	117
<b>Fri kontantstrøm til finansiell gjeld</b>	<b>-51</b>	<b>449</b>	<b>166</b>	<b>-206</b>	<b>204</b>	<b>-644</b>	<b>101</b>	<b>215</b>	<b>54</b>
Netto minoritetsresultat	1	1	0	0	0	0	1	-1	2
Endring i minoritet	0	-6	-2	-1	0	0	1	-1	2
<b>Fri kontantstrøm til minoritet</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>66</b>	<b>-236</b>	<b>385</b>	<b>-166</b>	<b>404</b>	<b>5</b>	<b>-9</b>	<b>509</b>	<b>119</b>

Tabell 5-17 Omgruppert kontantstrøm for Mowi i perioden

## 5.5 Analyse av målefeil og justering

Når en skal verdivurdere et selskap er det essensielt at tallene selskapet rapporterer i regnskapet faktisk stemmer overens med og gir en korrekt avbildning av de underliggende økonomiske

verdiene i selskapet. De ulike rammeverkene for finansiell rapportering kan imidlertid hindre selskaper å gi et korrekt bilde av verdiene, da de gjerne har et noe overdrevet fokus på kreditorene. For IFRS sin del gjør dette seg særlig gjeldende i forbudet mot å innregne forskning og strenge regler for innregning av utviklingskostnader etter IAS 38, samt utstrakt bruk av historisk kost.

En kan ha målefeil i resultatregnskapet når det fullstendige rapporterte nettoresultatet og det objektivt korrekte resultatet ikke er det samme. Tilsvarende kan det også foreligge målefeil i balansen hvor den rapporterte bokførte egenkapitalen og egenkapitalen basert på god måling avviker fra hverandre. Om regnskapet ikke blir justert for slike målefeil, vil den beregnede rentabiliteten bli over- eller undervurdert. Rammeverket til Knivsflå deler de ulike målefeilene inn i 3 ulike kategorier, basert på hvorfor de oppstår og om de er ønskelig eller ikke. Ifølge Knivsflå er det også ved justering av målefeil mulig å øke målefeilen ved å tilføre støy. Dette skyldes at man som en ekstern part er overambisiøs ved å justere regnskapet for målefeil utarbeidet av personer som har god kjennskap til selskapet og den underliggende driften. Med tanke på faren ved å skape støy om en justerer for mye, vil vi derfor bare justere de åpenbare målefeilene med stor betydning for egenkapitalrentabiliteten (Knivsflå, 2021f).

### *The good*

Målefeil type 1 = ekr\* - ekk

Den første målefeilen kan uttrykkes som egenkapitalrentabiliteten ved “god” måling minus egenkapitalavkastningskravet. I et analyseperspektiv er det denne eventuelle superrentabiliteten som er interessant. Målefeilen oppstår ved å måle eiendelene til historisk kost, mens en oppnår korrekt måling om en måler de til virkelig verdi. Ved måling til historisk kost vil en måle rentabiliteten på investert kapital, mens en ved måling til virkelig verdi måler den alternative rentabiliteten, dvs. måler avkastningen på historisk kost pluss merverdiene til eiendelene, og superrentabiliteten ved driften blir resultatført på kjøpstidspunktet. Kostmodellen er derfor å foretrekke om en ønsker å måle rentabiliteten ved drift, dvs. holder eiendelen til forfall, mens verdimodellen er å foretrekke om formålet er å kjøpe og selge eiendeler. Det innebærer også at dersom rentabilitet utover avkastningskravet blir skapt gjennom driften, så er kostmodellen å anbefale, og er anbefalt å benytte på driftseiendeler. Verdimodellen på den andre side innebærer at verdiene blir skapt ved kjøpet, og bør optimalt



sett bare brukes på finansielle eiendeler. Valgfriheten selskaper har i IAS 16 til å måle varige driftsmidler til virkelig verdi er med andre ord et problem om målet er å måle rentabiliteten på investert kapital, siden vi ønsker å måle investeringen på investert kapital, og endringer i virkelig verdi tilfører støy når salgsværdien er lavere enn bruksverdien (IFRS, 2021b).

### *The bad*

Målefeil type 2 =  $ekr - ekr^*$

Målefeil av type 2 er den rapporterte egenkapitalrentabiliteten minus egenkapitalrentabiliteten med god måling av rentabilitet på investert kapital, hvor den gode målingen er lik internrenten. Slik målefeil oppstår når rapporteringen i henhold til god regnskapsskikk og IFRS avviker fra hva som er ansett som god måling. Eksempler på dette er IAS 41, hvor man resultatfører tilvekst og endringer i virkelig verdi på eksisterende biomasse som følge av prisendring, og bryter med bruken av historisk kost på varelager. En annen standard som bryter med god måling er IAS 38, hvor egenskapene til det enkelte selskap i stor grad bestemmer hvorvidt en kan innregne utviklingskostnader som en eiendel. Konsekvensen er at rentabiliteten blir undervurdert i oppstartsfasen og undervurdert i innhøstingsfasen siden deler av investert kapital er kostnadsført i oppstartsfasen, fremfor å bli innregnet som en del av investert kapital.

Målefeil av type 2 er en konsekvens av de motstridende interessene til investorer og kreditorer. Kreditorer er interessert i hvilke eiendeler selskapet har, mens investorer vil måle rentabiliteten på investert kapital. Om en har en portefølje av ulike investeringer vil kreditorer kreve at man kostnadsfører de prosjektene som er mislykket når tapet er sannsynliggjort, mens investorer ønsker at lønnsomheten til porteføljen av investeringer skal måles korrekt. Om en da kostnadsfører de prosjektene som mislykkes, vil kapitalbasen man måler rentabiliteten til de suksessfulle på, bli undervurdert. Man får dermed “survivorship bias”, hvor deler av kostnadene i dag for å skaffe seg inntekter i fremtiden ikke blir sammenstilt.

### *The ugly*

Målefeil 3 =  $ekr - ekr_{IFRS}$

Målefeil av type tre er rapportert egenkapitalrentabilitet minus egenkapitalrentabilitet etter det aktuelle rammeverket (IFRS). Med andre ord er det kreativ regnskapsføring denne målefeilen inneholder (Knivsflå, 2021f). Som nevnt er regnskapet til Mowi gjenstand for årlig revisjon, hvor formålet er å avdekke feil i regnskapet, både som følge av misligheter og feil. Selv om revisor i liten grad er den som avdekker misligheter, finner vi det ikke sannsynlig at vi har noen særlig større mulighet til å avdekke kreativ regnskapsføring enn revisor, og velger å ikke bruke tid på denne typen målefeil.

### **5.5.1 Justering**

Basert på de ulike typene målefeil i forrige avsnitt, velger vi å ikke justere for målefeil av type 1 og 3, hvor type 1 er strategisk fordel og den vi vil analysere i kapittel 8, mens det er for omfattende å avdekke type 3 da vi ikke har tilgang til relevant informasjon. Vi vil derfor i det følgende justere for målefeil av type 2 siden vi mener at rapporteringen etter IFRS på enkelte deler avviker fra god måling. I denne verdivurderingen ønsker vi å vurdere den underliggende driften i selskapet, samt justere for eventuelle målefeil i balansen som følge av IFRS 41, IAS 16 og IAS 38. IFRS 16 ble innført fra og med regnskapsåret 2019, så problemet er her i hovedsak mangelen på sammenlignbare tall for 2018 og tidligere.

#### ***IAS 41 Biologiske eiendeler***

IAS 41 Biologiske eiendeler omhandler regnskapsføringen av biologiske eiendeler. Laks faller inn under anvendelsesområdet til standarden når det er antatt at den har vært gjenstand for biologisk omdanning. Basert på bransjepraksis er det bare laks på over en kg som er omfattet av standarden, og etter det skal tilveksten og endringer i virkelig verdi på biomassen inntektsføres. For rogn, yngel, settefisk og rensefisk er historisk kost ansett som det beste estimatet på virkelig verdi. Det er lett å se at dette er et brudd på prinsippet om å regnskapsføre eiendeler til historisk kost. Det er også en standard som krever stor grad av skjønn, da en både må estimere forventet slaktevekt, kostnaden ved å øke vekten til laksen, samt forventet laksepris på slaktetidspunktet. Selve regnskapsføringen skjer ved at man innregner beholdningen av biologiske eiendeler til virkelig verdi, og endringen fra inngående til utgående balanse blir resultatført som verdiendring. Om selskapet da er i steady state og slakter jevnt over året, så vil resultatposten i realiteten være et derivat av lakseprisen hvor en opplever en økning i posten hvis fremtidig laksepris (futures) er høyere nå enn for ett år siden. Dette gir liten innsikt, da en investor får mer innsikt ved å selv følge med på prisene løpende, mens man

etter IAS 41 potensielt får innsikt i utviklingen i lakseprisen fire ganger i året. Et annet poeng er at målingen av investert kapital blir feil, da man tar med merverdien av tilveksten som har funnet sted, og en får problemer med å måle rentabiliteten korrekt. Vi velger derfor å trekke ut merverdiene fra biologiske eiendeler, samt redusere egenkapital og utsatt skatt med henholdsvis (1 - dss) og dss. Resultatet blir tilsvarende justert for virkelig verdi-justeringen av biomassen og tilhørende skattekostnad. Merverdien vil bli justert for i starten av analyseperioden som en prinsippendring. I tabell 5-18 nedenfor er effekten av justeringen på netto driftseiendeler, utsatt skatt og egenkapital vist. I kapittel 5.6 er det justerte og omgrupperte regnskap presentert i sin helhet for mer utfyllende informasjon.

Justering av biologiske eiendeler - Balanse	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftseiendeler, ujustert (NDE)	2 234	3 085	3 032	3 227	3 632	3 326	4 015	4 283	4 229
Biologiske eiendeler. Bokført verdi	846	1 138	1 116	1 140	1 574	1 201	1 559	1 522	1 417
Biologiske eiendeler, historisk kost	732	810	864	896	913	911	1 100	1 180	1 216
<b>Justering av biologiske eiendeler</b>	- 114	- 327	- 252	- 244	- 661	- 290	- 459	- 342	- 201
Endring utsatt skatt	- 30	- 87	- 67	- 65	- 176	- 77	- 122	- 91	- 53
<b>Endring netto driftseiendeler</b>	- 84	- 240	- 185	- 179	- 485	- 213	- 337	- 251	- 148
<b>Netto driftseiendeler, justert</b>	<b>2 151</b>	<b>2 845</b>	<b>2 847</b>	<b>3 048</b>	<b>3 147</b>	<b>3 113</b>	<b>3 678</b>	<b>4 032</b>	<b>4 082</b>
Egenkapital, ujustert	1 583	1 947	1 638	1 895	2 068	2 314	2 877	2 892	2 762
Verdiendring egenkapital	- 84	- 240	- 185	- 179	- 485	- 213	- 337	- 251	- 148
<b>Egenkapital, justert</b>	<b>1 499</b>	<b>1 707</b>	<b>1 453</b>	<b>1 715</b>	<b>1 583</b>	<b>2 101</b>	<b>2 540</b>	<b>2 641</b>	<b>2 614</b>
Minoritetsinteresser	9	3	2	1	1	1	2	0	2
Netto finansiell gjeld	642	1 135	1 392	1 332	1 563	1 011	1 136	1 391	1 465
<b>Netto driftskapital</b>	<b>2 151</b>	<b>2 845</b>	<b>2 847</b>	<b>3 048</b>	<b>3 147</b>	<b>3 113</b>	<b>3 678</b>	<b>4 032</b>	<b>4 082</b>

Tabell 5-18 Justering for biologiske eiendeler, balanse

Tilsvarende er effekten på resultatet vist i tabell 5-19. I 2012 er merverdien fra de biologiske eiendelene trukket ut, og ført mot egenkapitalen som en prinsippendring, mens i de påfølgende år er verdiendringen trukket ut.

Justering av biologiske eiendeler - Resultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Justering av virkelig verdiendringer, UNR	-	157	56	5	306	272	124	86	104
Prinsippendring	- 84								

Tabell 5-19 Justering av biologiske eiendeler, resultat

## IFRS 16 Leieavtaler

Ved innføring av IFRS 16 ble det i praksis krav om at alle leieavtaler skal innregnes med en rett til bruk-eiendel og rett til buk-forpliktelse, og skillet mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler har ikke lengre noen betydning. Eiendelen skal avskrives over leieperioden, mens forpliktelsen skal føres til amortisert kost basert på den implisitte renten i leieavtalen, eller selskapets marginale lånerente. Før IFRS 16 ble utgifter fra operasjonelle leieavtaler ført som andre driftskostnader, mens kostnaden nå blir splittet i avskrivninger og rentekostnader. Det finnes to måter å justere denne endringen på hva gjelder fremtidsregnskap, men ved analyse av historiske regnskapstall er det enkleste å reversere effektene i resultatet, samt se vekk fra

innregningen av eiendelen og forpliktelsen i balansen, siden en ikke har tilstrekkelig informasjon til å justere posten historisk og en eventuell tilpasning til IFRS 16 vil trolig skape mer støy enn alternativet. Ved fremtidsregnskap er det to måter å behandle dette på, hvor den første er å behandle leieavtaler som før innføringen av IFRS 16, og beregne veksten i andre driftskostnader. Den andre metoden er å beholde endringene som følge av IFRS 16, inkludere leasingforpliktelsen som finansiell gjeld, og deretter beregne nåverdi av nødvendig leasing etter dagens leasingperiode er utløpt. Leasing er bare en annen form for å finansiere eiendeler, men ved å innregne den i balansen etter IFRS 16 vil driftskapitalen bli undervurdert. Om bransjepraksis er at anleggsmidlene har en økonomisk levetid på 20 år, og et selskap velger å lease alle sine anleggsmidler på kontrakter med fem års varighet, vil balanseføring etter IFRS 16 undervurdere kapitalbehovet i forhold til bransjepraksis med tre fjerdedeler.

Vi velger derfor å justere de historiske regnskapene ved å se bort fra innføringen av IFRS 16, som medfører at avskrivningen av rett til bruk-eiendeler og rentekostnaden knyttet til leasingforpliktelser vil bli trukket ut og lagt til andre driftskostnader. SalMar har også før implementeringen av IFRS 16 balanseført leasingeiendeler og -forpliktelser da de er klassifisert som finansielle, så optimalt sett burde vi også justert tallene for SalMar i hele perioden. Imidlertid gir noteopplysningene etter IAS 17 ikke fullstendig informasjon, hvor blant annet kortsiktige leasingforpliktelser inngår i posten kortsiktig gjeld, samt langsiktige leasingforpliktelser er slått sammen med annen langsiktig gjeld. Selv om posten annen gjeld er uvesentlig og ikke rapportert etter 2019, velger vi å ikke justere tallene i perioden 2012 - 2018 for å unngå å tilføre støy. I tabell 5-20 og 5.21 nedenfor er justeringene i henholdsvis balanse og resultat presentert

Justering av IFRS 16 - Balanse	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftseiendeler, ujustert	2234	3085	3032	3227	3632	3326	4015	4283	4229
Leasingeiendeler	0	0	0	0	0	0	0	387	536
<b>Justering leasingeiendeler</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-387</b>	<b>-536</b>
Langsiktig leasingforpliktelser	0	0	0	0	0	0	0	259	380
Kortsiktig leasingforpliktelser	0	0	0	0	0	0	0	127	153
Justering langsiktig leasingforpl	0	0	0	0	0	0	0	-259	-380
Justering kortsiktig leasingforpl	0	0	0	0	0	0	0	-127	-153
<b>Justering leasingforpliktelser</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-386</b>	<b>-533</b>
Endring netto driftseiendeler	0	0	0	0	0	0	0	-1	-3
<b>Netto driftseiendeler, justert</b>	<b>2 234</b>	<b>3 085</b>	<b>3 032</b>	<b>3 227</b>	<b>3 632</b>	<b>3 326</b>	<b>4 015</b>	<b>4 283</b>	<b>4 226</b>
Egenkapital, ujustert	1 583	1 947	1 638	1 895	2 068	2 314	2 877	2 892	2 762
Endring egenkapital	-	-	-	-	-	-	-	1	3
<b>Egenkapital, justert</b>	<b>1 583</b>	<b>1 947</b>	<b>1 638</b>	<b>1 895</b>	<b>2 068</b>	<b>2 314</b>	<b>2 877</b>	<b>2 891</b>	<b>2 759</b>
Minoritetsinteresser	9	3	2	1	1	1	2	0	2
Netto finansiell gjeld	642	1 135	1 392	1 332	1 563	1 011	1 136	1 391	1 465
<b>Netto driftskapital, justert</b>	<b>2 234</b>	<b>3 085</b>	<b>3 032</b>	<b>3 227</b>	<b>3 632</b>	<b>3 326</b>	<b>4 015</b>	<b>4 283</b>	<b>4 226</b>

Tabell 5-20 Justering av IFRS 16 i balansen for Mowi

Justering av IFRS 16 - Resultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Endring andre driftskostnader	-	-	-	-	-	-	-	136	179
<b>Δ EBITDA</b>	-	-	-	-	-	-	-	<b>136</b>	<b>179</b>
Avskrivninger	-	-	-	-	-	-	-	125	165
<b>Δ EBIT</b>	-	-	-	-	-	-	-	<b>11</b>	<b>14</b>
Rentekostnader	-	-	-	-	-	-	-	11	14
<b>Δ Resultat før skatt</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skatteeffekt ADK	-	-	-	-	-	-	-	30	39
Skatteeffekt AVS	-	-	-	-	-	-	-	27	36
Skatteeffekt rentekostnad	-	-	-	-	-	-	-	2	3
<b>Netto skattekostnad</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>0</b>

Tabell 5-21 Justering av IFRS 16 i resultat for Mowi

### IAS 38 Immaterielle eiendeler

I henhold til IAS 38 er det et absolutt forbud mot å innregne utgifter til forskning som en eiendel i balansen. Dette innebærer at man kostnadsfører utgiftene i dag, mens de potensielle fordelene fra forskningen ikke treffer resultatet før flere år senere. Et annet problem med standarden er at kostnadsføring av utviklingskostnader er strengt definert og det er i praksis bare solide selskaper som gjerne allerede i dag tjener penger og har mange ben å stå på som oppfyller standardens krav til å innregne utviklingskostnader. Praksisen er imidlertid motsatt. Selskaper med mindre soliditet og dermed høyere risiko har intensiver til å godtgjøre at de tilfredsstiller kravene til balanseføring og med det unngå at FoU-utgifter føres mot egenkapitalen og bidrar til at en ender i brudd med covenants. Store og solide selskaper som for eksempel Telenor har et mer avslappet forhold til det, siden ledelsen ofte har insentiv til å kostnadsføre direkte siden manglende balanseføring overvurderer egenkapitalrentabiliteten og er et viktig mål ledelsen blir vurdert på. For investorer vil den optimale behandlingen være å balanseføre alle utgifter knyttet til forskning og utvikling, og en eventuell nedskrivning hvis en porteføljeverdiering av selskapets prosjekter tilsier at bokført verdi er høyere enn virkelig verdi (Knivsflå, 2021f).

For Mowi sin del har de i årsrapporten en egen note som opplyser om hvilke utgifter de har knyttet til forskning og utvikling. De komparative selskapene har imidlertid ikke opplyst om deres utgifter knyttet til FoU, så vi velger å ikke justere for denne målefeilen for å fortsatt ha samsvar i regnskapsprinsipp på tvers av bransjen. Det er vanskelig å si hva nettoeffekten hadde blitt om man balanseførte FoU-kostnader med etterfølgende amortisering over eiendelens økonomisk levetid, men man vil uansett få en undervurdering av kapitalbasen og medfølgende overvurdering av egenkapitalrentabiliteten når en ikke balansefører kostnader som kan sammenstilles med inntekter i fremtiden.

## 5.6 Omgruppert og justert regnskap

Avslutningsvis i kapittel 5 vil vi presentere det omgrupperte og justerte finansregnskapet.

### Omgruppert og justert resultatregnskap for Mowi i perioden

Omgruppert resultatregnskap	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Driftsinntekter	2 067	2 460	3 055	3 112	3 510	3 649	3 812	4 136	3 760	
Varekostnad	1 292	1 281	1 637	1 770	1 782	1 689	1 812	1 983	1 970	
Lønn og andre personalkostnader	323	343	397	427	440	478	505	564	559	
Andre driftskostnader	289	331	401	443	473	550	590	722	727	
Avskrivninger	91	87	116	150	143	140	153	162	173	
EBIT	72	419	505	321	673	793	751	705	332	
Driftsrelatert skattekostnad	21	115	134	88	188	212	204	193	91	
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	50	304	371	233	485	581	547	512	241	
Nettoresultat fra TS	12	28	18	23	63	34	46	49	22	
Netto driftsresultat	62	333	389	256	547	615	593	561	263	
Netto finansinntekt	15	17	32	3	2	1	3	1	1	
Nettoresultat til sysselsatt kapital	77	349	421	260	549	616	595	562	264	
Netto finanskostnad	37	59	48	34	36	35	39	46	39	
Netto minoritetsresultat	1	1	0	0	0	0	1	1	2	
Nettoresultat til egenkapital	39	290	373	225	513	580	556	518	224	
Unormalt netto driftsresultat	7	- 70	- 39	- 20	- 128	90	10	8	2	
Unormalt netto finansresultat	34	- 225	- 184	- 98	- 101	- 136	- 124	- 117	- 119	
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	80	- 5	150	108	284	534	442	626	106	
Netto utbetalt ubytte	-	116	- 192	401	- 154	422	17	3	525	133
Prinsippendring biologiske eiendeler - DS	-	84								
Endring i egenkapital	113	186	- 251	262	- 138	518	439	101	- 27	

Tabell 5-22 Omgruppert og justert resultatregnskap for Mowi i perioden

### Omgruppert og justert sysselsatt kapital (balanse) for Mowi i perioden

Sysselsatt kapital	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Netto driftsanleggsmidler	984	1 330	1 243	1 334	1 375	1 318	1 656	1 879	1 949
Driftsrelatert Arbeidskapital	1 167	1 514	1 605	1 714	1 772	1 794	2 022	2 152	2 129
<b>Netto driftseiendeler (DE-DG)</b>	<b>2 151</b>	<b>2 845</b>	<b>2 847</b>	<b>3 048</b>	<b>3 147</b>	<b>3 113</b>	<b>3 678</b>	<b>4 031</b>	<b>4 078</b>
Finansielle eiendeler	193	231	204	105	127	82	108	138	181
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>2 344</b>	<b>3 076</b>	<b>3 052</b>	<b>3 153</b>	<b>3 274</b>	<b>3 195</b>	<b>3 786</b>	<b>4 170</b>	<b>4 259</b>
Egenkapital	1 499	1 707	1 453	1 715	1 583	2 101	2 540	2 640	2 611
Minoritetsinteresser	9	3	2	1	1	1	2	0	2
Finansiell Gjeld	835	1 366	1 597	1 437	1 690	1 093	1 244	1 529	1 646
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>2 344</b>	<b>3 076</b>	<b>3 052</b>	<b>3 153</b>	<b>3 274</b>	<b>3 195</b>	<b>3 786</b>	<b>4 170</b>	<b>4 259</b>

Tabell 5-23 Omgruppert og justert sysselsatt kapital (balanse) for Mowi i perioden

### Omgruppert og justert netto driftskapital (balanse) for Mowi i perioden

NETTO DRIFTSKAPITAL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsanleggsmidler	984	1 330	1 243	1 334	1 375	1 318	1 656	1 879	1 949
Driftsrelatert Arbeidskapital	1 167	1 514	1 605	1 714	1 772	1 794	2 022	2 152	2 129
<b>Netto driftseiendeler (DE-DG)</b>	<b>2 151</b>	<b>2 845</b>	<b>2 847</b>	<b>3 048</b>	<b>3 147</b>	<b>3 113</b>	<b>3 678</b>	<b>4 031</b>	<b>4 078</b>
Egenkapital	1 499	1 707	1 453	1 715	1 583	2 101	2 540	2 640	2 611
Minoritetsinteresser	9	3	2	1	1	1	2	0	2
Netto finansiell gjeld	642	1 135	1 392	1 332	1 563	1 011	1 136	1 391	1 465
<b>Netto driftsfapital</b>	<b>2 151</b>	<b>2 845</b>	<b>2 847</b>	<b>3 048</b>	<b>3 147</b>	<b>3 113</b>	<b>3 678</b>	<b>4 031</b>	<b>4 078</b>

Tabell 5-24 Omgruppert og justert netto driftskapital (balanse) for Mowi i perioden

## Omgruppert og justert kontantstrøm for Mowi i perioden

Kontantstrøm Mowi	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fullstendig netto driftsresultat	70	263	350	237	420	705	603	552	265
Endring i netto driftseiere		694	3	201	99	-34	565	353	47
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>70</b>	<b>-431</b>	<b>347</b>	<b>36</b>	<b>321</b>	<b>739</b>	<b>38</b>	<b>199</b>	<b>218</b>
Fullstendige finansinntekter	48	-208	-152	-95	-100	-135	-122	118	-119
Endring i finansielle eiendeler		38	-27	-99	22	-45	26	31	43
<b>Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler</b>	<b>48</b>	<b>-246</b>	<b>-125</b>	<b>4</b>	<b>-121</b>	<b>-90</b>	<b>-147</b>	<b>87</b>	<b>-161</b>
<b>Fr kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler</b>	<b>118</b>	<b>-678</b>	<b>222</b>	<b>41</b>	<b>199</b>	<b>649</b>	<b>-110</b>	<b>286</b>	<b>57</b>
Rentekostnader	37	59	48	34	36	35	39	46	39
Endring i finansiell gjeld		531	231	-160	253	-597	151	285	117
<b>Fri kontantstrøm til finansiell gjeld</b>	<b>-37</b>	<b>472</b>	<b>183</b>	<b>-194</b>	<b>216</b>	<b>-632</b>	<b>113</b>	<b>239</b>	<b>78</b>
Netto minoritetsresultat	1	1	0	0	0	0	1	-1	2
Endring i minoritet		-6	-2	-1	0	0	1	-1	2
<b>Fri kontantstrøm til minoritet</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>80</b>	<b>-213</b>	<b>403</b>	<b>-154</b>	<b>416</b>	<b>17</b>	<b>3</b>	<b>526</b>	<b>135</b>

Tabell 5-25 Omgruppert og justert kontantstrøm for Mowi i perioden

## 5.7 Bransjens omgrupperte og justerte regnskap

I dette avsnittet vil vi presentere bransjen omgrupperte og justerte regnskap. Bransjen består som tidligere nevnt av Mowi, SalMar og Lerøy Seafood. Sammenstillingen er gjort ved utarbeide regnskapene til SalMar og Lerøy Seafood i norske kroner, før vi omregnet de til euro ved bruk av valutakurser på balansedato for balansen, og gjennomsnittlig valutakurs for resultatposter. Vi har deretter summert resultatet, balansen og kontantstrømmen til de respektive selskapene for å komme frem til et samlet regnskap som representerer bransjen som er presentert i tabell 5-26 til 5-29 nedenfor. Vi har i stor grad utført den samme omgrupperingen og justeringene for bransjen som for Mowi slik at sammenligningsgrunnlaget skal være best mulig. SalMar har imidlertid et innslag av leasingeiendeler i årene før implementeringen av IFRS 16, siden de har inngått finansielle leieavtaler. Vi fant imidlertid noteopplysningene om leasingeiendelene og tilhørende leasingforpliktelser som mangelfulle, så vi har valgt å ikke justere for leasing i regnskapet for SalMar før innføringen av IFRS 16, som vil kunne føre til en undervurdering av kapitalbasen til SalMar i forhold til resten av bransjen.

## Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen i perioden

Omgruppert resultatregnskap (IOL)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Driftsinntekter	3 844	4 636	5 418	5 431	6 334	6 799	7 057	7 447	6 821	
Varekostnad	2 465	2 540	2 975	3 153	3 318	3 230	3 372	3 703	3 554	
Lønn og andre personalkostnader	526	563	635	670	725	839	892	983	968	
Andre driftskostnader	522	598	689	747	821	959	1 046	1 211	1 229	
Avskrivninger	152	165	193	233	236	247	273	275	291	
EBIT	179	769	927	628	1 234	1 525	1 475	1 274	779	
Driftsrelatert skattekostnad	49	200	230	157	322	383	374	321	193	
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	130	569	697	470	912	1 142	1 101	953	586	
Nettoresultat fra TS	28	73	40	35	122	89	102	79	36	
Netto driftsresultat	157	643	738	505	1 034	1 231	1 203	1 032	622	
Netto finansinntekt	19	20	35	4	4	4	6	5	3	
Nettoresultat til sysselsatt kapital	176	662	773	510	1 038	1 235	1 208	1 038	625	
Netto finanskostnad	66	86	69	52	57	60	64	69	58	
Netto minoritetsresultat	4	35	9	9	33	3	19	4	4	
Nettoresultat til egenkapital	107	542	695	448	948	1 172	1 126	964	563	
Unormalt netto driftsresultat	59	- 47	- 61	- 7	221	196	24	1	21	
Unormalt netto finansresultat	40	- 160	- 238	- 81	- 119	- 131	- 123	128	- 112	
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	206	335	396	360	608	1 237	1 027	1 093	471	
Netto utbetalt ubytte	-	118	- 141	578	48	394	252	322	915	308
Prinsippendring biologiske eiendeler - DS	-	156								
Endring i egenkapital	168	476	- 182	312	214	984	705	178	164	

Tabell 5-26 Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen i perioden

## Omgruppert og justert sysselsatt kapital (balanse) for bransjen i perioden

Sysselsatt kapital (i MEUR)	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Netto driftsanleggsmidler	1 885	2 156	2 056	2 190	2 582	2 630	3 152	3 485	3 829
Driftsrelatert Arbeidskapital	2 089	2 472	2 581	2 703	3 001	2 927	3 284	3 520	3 467
<b>Netto driftseiendeler (DE-DG)</b>	<b>3 975</b>	<b>4 629</b>	<b>4 637</b>	<b>4 893</b>	<b>5 582</b>	<b>5 557</b>	<b>6 437</b>	<b>7 005</b>	<b>7 296</b>
Finansielle eiendeler	355	467	380	267	418	476	447	487	502
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>4 329</b>	<b>5 096</b>	<b>5 017</b>	<b>5 160</b>	<b>6 000</b>	<b>6 034</b>	<b>6 884</b>	<b>7 493</b>	<b>7 798</b>
Egenkapital	2 536	2 886	2 675	2 909	3 274	4 103	4 786	4 881	4 836
Minoritetsinteresser	116	138	99	100	113	99	110	167	193
Finansiell gjeld	1 677	2 072	2 243	2 150	2 614	1 832	1 989	2 445	2 768
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>4 329</b>	<b>5 096</b>	<b>5 017</b>	<b>5 160</b>	<b>6 001</b>	<b>6 034</b>	<b>6 884</b>	<b>7 493</b>	<b>7 797</b>

Tabell 5-27 Omgruppert og justert sysselsatt kapital (balanse) for bransjen i perioden

## Omgruppert og justert netto driftskapital (balanse) for bransjen i perioden

NETTO DRIFTSKAPITAL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsanleggsmidler	1 885	2 156	2 056	2 190	2 582	2 630	3 152	3 485	3 829
Driftsrelatert Arbeidskapital	2 089	2 472	2 581	2 703	3 001	2 927	3 284	3 520	3 467
<b>Netto driftseiendeler (DE-DG)</b>	<b>3 975</b>	<b>4 629</b>	<b>4 637</b>	<b>4 893</b>	<b>5 583</b>	<b>5 557</b>	<b>6 437</b>	<b>7 005</b>	<b>7 296</b>
Egenkapital	2 536	2 886	2 675	2 909	3 274	4 103	4 786	4 881	4 836
Minoritetsinteresser	116	138	99	100	113	99	110	167	193
Netto finansiell gjeld	1 322	1 605	1 863	1 884	2 196	1 356	1 542	1 957	2 266
<b>Netto driftsfakpital</b>	<b>3 975</b>	<b>4 629</b>	<b>4 637</b>	<b>4 893</b>	<b>5 583</b>	<b>5 557</b>	<b>6 437</b>	<b>7 005</b>	<b>7 296</b>

Tabell 5-28 Omgruppert og justert netto driftskapital (balanse) for bransjen i perioden



## Omgruppert og justert kontantstrøm for bransjen i perioden

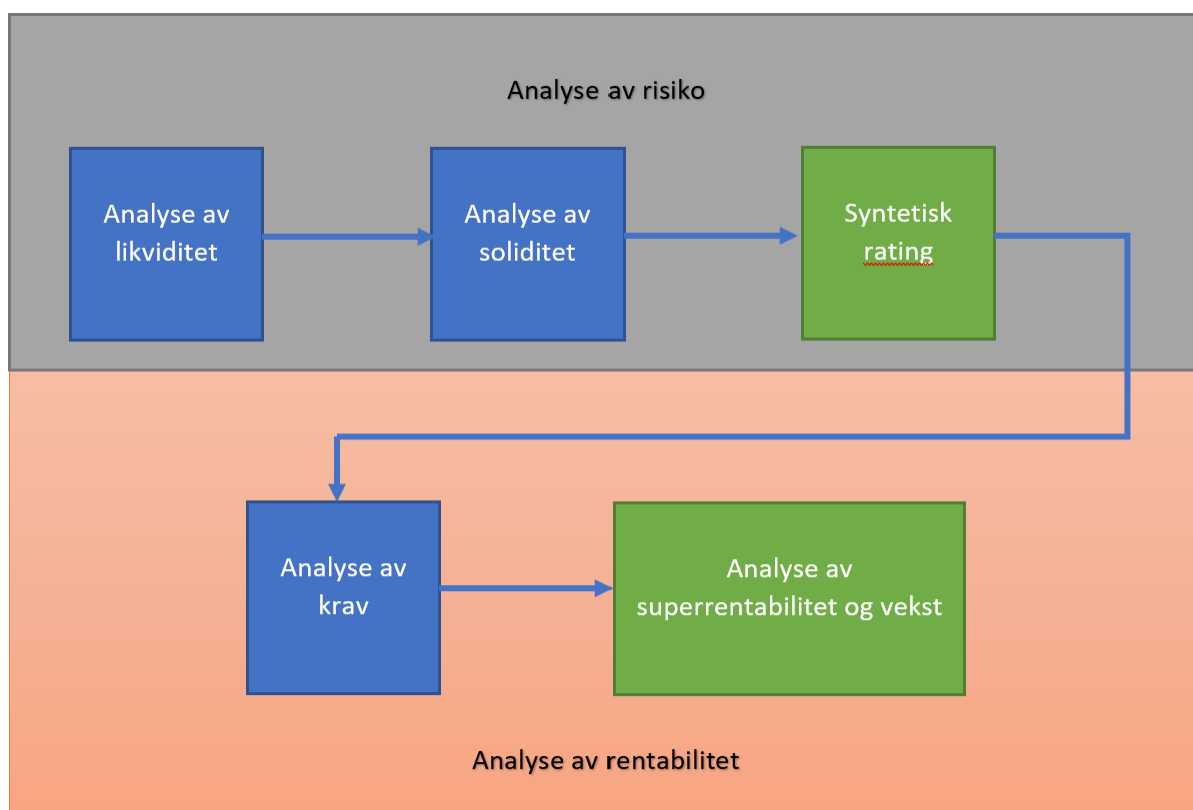
Kontantstrøm Mowi	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fullstendig netto driftsresultat	217	596	677	498	813	1426	1227	1033	642
Endring i netto driftseideler		654	9	256	690	-25	880	568	291
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>217</b>	<b>-58</b>	<b>668</b>	<b>242</b>	<b>123</b>	<b>1452</b>	<b>347</b>	<b>465</b>	<b>352</b>
Fullstendige finansinntekter	59	-140	-203	-76	-115	-127	-117	133	-109
Endring i finansielle eiendeler		113	-88	-113	151	58	-29	40	14
<b>Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler</b>	<b>59</b>	<b>-253</b>	<b>-115</b>	<b>36</b>	<b>-266</b>	<b>-185</b>	<b>-88</b>	<b>93</b>	<b>-123</b>
<b>Fr kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler</b>	<b>276</b>	<b>-311</b>	<b>553</b>	<b>279</b>	<b>-143</b>	<b>1267</b>	<b>259</b>	<b>558</b>	<b>228</b>
Rentekostnader	66	86	69	52	57	60	64	69	58
Endring i finansiell gjeld		395	170	-92	463	-782	157	456	323
<b>Fri kontantstrøm til finansiell gjeld</b>	<b>-66</b>	<b>309</b>	<b>101</b>	<b>-144</b>	<b>406</b>	<b>-842</b>	<b>93</b>	<b>387</b>	<b>265</b>
Netto minoritetsresultat	4	35	9	9	33	3	19	4	4
Endring i minoritet		22	-39	2	12	-14	11	58	26
<b>Fri kontantstrøm til minoritet</b>	<b>-4</b>	<b>-13</b>	<b>-48</b>	<b>-7</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>	<b>-8</b>	<b>53</b>	<b>21</b>
<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>206</b>	<b>-15</b>	<b>606</b>	<b>127</b>	<b>243</b>	<b>408</b>	<b>344</b>	<b>998</b>	<b>515</b>

Tabell 5-29 Omgruppert og justert kontantstrøm for bransjen i perioden

Bransjeregnskapet vil bli brukt til å utføre analyser på kredittrisiko og rentabilitet i kapittel 6 og historiske avkastningskrav i kapittel 7. Videre vil de også bli benyttet i kapittel 8 til å lage en strategisk rentabilitetsanalyse.

## 5.8 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Et nøkkeltall kan enten være et absolutt regnskapstall som nettoresultatet eller et forholdstall som for eksempel egenkapitalrentabiliteten. Felles for begge typer er at de gir særlig innsikt i underliggende økonomiske forhold, hvor et forholdstall er et relativt tall som gir noe mer innsikt i risiko og rentabilitet. For å finne ut om et forholdstall er godt eller dårlig må vi sammenligne med andre selskap eller mot en eller annen form for målestokk, for eksempel over tid eller en teoretisk målestokk (Knivsflå, 2021g). I figur 5-6 nedenfor er rammeverket for forholdstallsanalyse presentert.



Figur 5-6 Rammeverk for forholdstallsanalyse (Knivsflå, 2021g)

I de tre påfølgende kapitlene vil regnskapstallene vi nettopp presenterte bli brukt til å gjennomføre en forholdstallsanalyse. Vi vil også foreta en helsesjekk på bedriften ved å se på historisk risiko og rentabilitet.

### 5.8.1 Tidsvektning

Vi vil legge mer vekt på de mer nylige regnskapstallene, da disse er mer relevante med henblikk på analyseformål. Man skal som regel være litt forsiktige med å tidsvekte perioder i sykliske bransjer som oppdrettsbransjen, men vi anser at utviklingen til både Mowi og bransjen for øvrig i perioden rettferdiggjør en litt skjev fordeling i favør de senere år. Særlig den nylige nedturen i 2020 og økt vektlegging av nyere regnskapstall anser vi at veier opp for utelatelsen av kriseåret 2012, som er det nærmeste vi kommer en nedgangssyklus i bransjen. Om vi hadde brukt aritmetisk gjennomsnitt hadde hvert år blitt vektet 12,5 %.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tidsvektning	7,00 %	8,00 %	10,00 %	12,00 %	13,00 %	14,00 %	16,00 %	20,00 %

Tabell 5-30 Tidsvektning av regnskapstallene til Mowi og bransjen i perioden

## 6 Analyse av risiko

Kredittrisiko er risikoen for at debitor misligholder lånet og ikke evner eller ønsker å betale avdrag og renter på lånet. I dette kapittelet vil vi analysere den selskapsspesifikke risikoen forbundet med Mowi. Dette tilsvarer første del av rammeverket for forholdstallanalyse, hvor vi vil analysere likviditeten og soliditeten, før vi på bakgrunn av dette fastsetter en syntetisk rating som vi videre vil bruke til å beregne de ulike avkastningskravene til Mowi. Likviditet innebærer her selskapets evne til å betale forpliktelser når de forfaller, mens soliditet er selskapets evne til å stå gjennom perioder med tap. Vi vil i hovedsak benytte oss av forholdstallanalyse for å komme frem til en syntetisk rating, som innebærer at vi vil vurdere likviditeten og soliditeten til Mowi opp mot resten av bransjen.

Vi vil med dette gjøre leseren oppmerksom på at Mowi er en stor aktør, og siden vi inkluderer Mowi i bransjegjennomsnittet, så vil det være vanskelig for Mowi å oppnå bedre forholdstall enn bransjen enn en mindre aktør, siden Mowi bidrar mye inn til snittet. Vi anser derfor forholdstall på høyde med bransjen som gode.

### 6.1 Analyse av kortsiktig risiko - likviditetsanalyse

Likviditetsanalyse fokuserer på å fastslå selskapets kortsiktige kredittrisiko, altså selskapets evne til å innfri forpliktelsene sine etter hvert som de forfaller. Selskapets evne til å opprettholde likviditet gjennom driften er essensiell informasjon for leverandører og kreditorer, siden kredittrisiko er risikoen långiver har for at hovedstol og påløpte renter helt eller delvis blir misligholdt og påfører kreditor tap gjennom gjeldsforhandling eller konkurs. Vi vil i dette avsnittet starte med å presentere likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2, som vurderer selskapets omløpsmidler opp mot den kortsiktige gjelden til selskapet. Videre vil vi presentere den finansielle likviditetsgraden og langsiktig finansiell gjeldsdekning til selskapet og bransjen. Førstnevnte viser finansielle omløpsmidler i forhold til den kortsiktige finansielle gjelden, altså selskapets evne til å innfri kortsiktige finansielle forpliktelser uten bidrag fra kontantstrømmen, mens sistnevnte måler hvor stor del av den finansielle gjelden selskapet kan dekke ved hjelp av de finansielle eiendelene. Avslutningsvis vil vi inkludere størrelser fra resultat og kontantstrøm for å vurdere selskapets evne til å betjene forpliktelser med likviditet fra driften.

Et typisk nøkkeltall for likviditet er likviditetsgrad eller kravdekning og kan utledes slik:

*Likviditet*  

---

*Krav som forfaller på kort sikt*

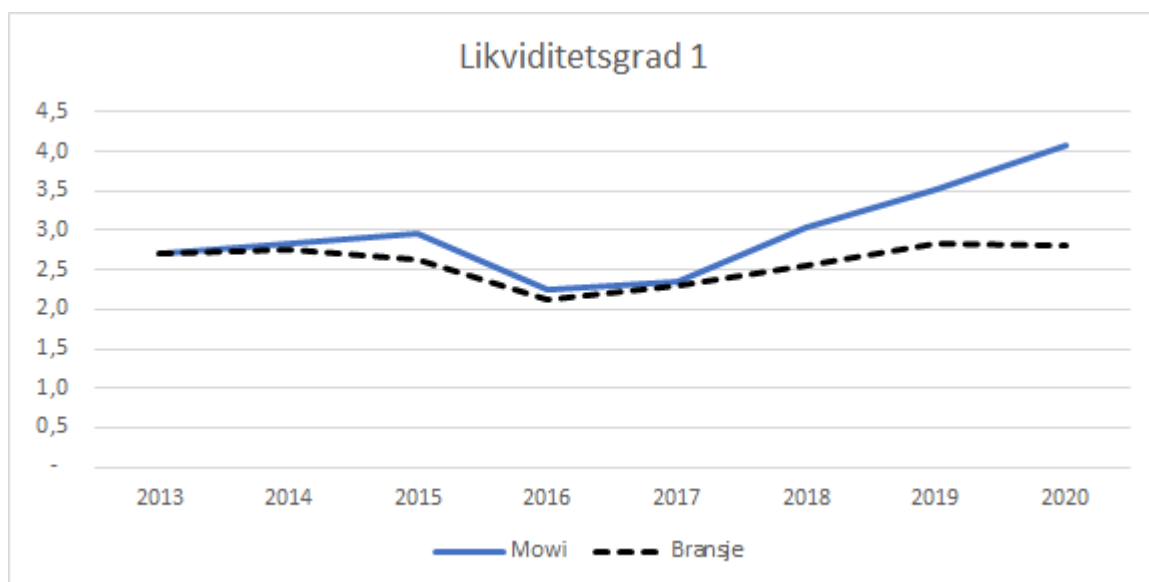
Høye likviditetsgrader eller høy grad av kravdekning er grønne flagg. Om selskapet har bedre nøkkeltall enn bransjen er også dette normalt et grønt flagg, men hvis bransjen generelt er i krise er det gjerne ikke så relevant.

### 6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, som vist nedenfor (Knivsflå, 2021g).

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

Omløpsmidler er summen av driftsrelaterte omløpsmidler som varelager, nødvendige driftslikvider og kundefordringer, samt finansielle omløpsmidler som fordringer, overskuddslikviditet og kortsiktige investeringer. Kortsiktig gjeld på den andre siden er etter IFRS sin definisjon forpliktelser som er forventet oppgjort i selskapets normale drift, er holdt for handel eller skal bli oppgjort i løpet av det neste året (IFRS, 2021a). Nedenfor er Mowi og bransjen sin utvikling i likviditetsgrad vist. Som vi ser av tabell 6-1 nedenfor har både Mowi og bransjen en høy likviditetsgrad 1, hvor den er over 2,5 i de fleste år.



Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 for Mowi og bransjen illustrert grafisk

Likviditetsgrad 1	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Mowi	2,7	2,8	3,0	2,2	2,3	3,0	3,5	4,1	3,1
Bransje	2,7	2,8	2,6	2,1	2,3	2,5	2,8	2,8	2,6

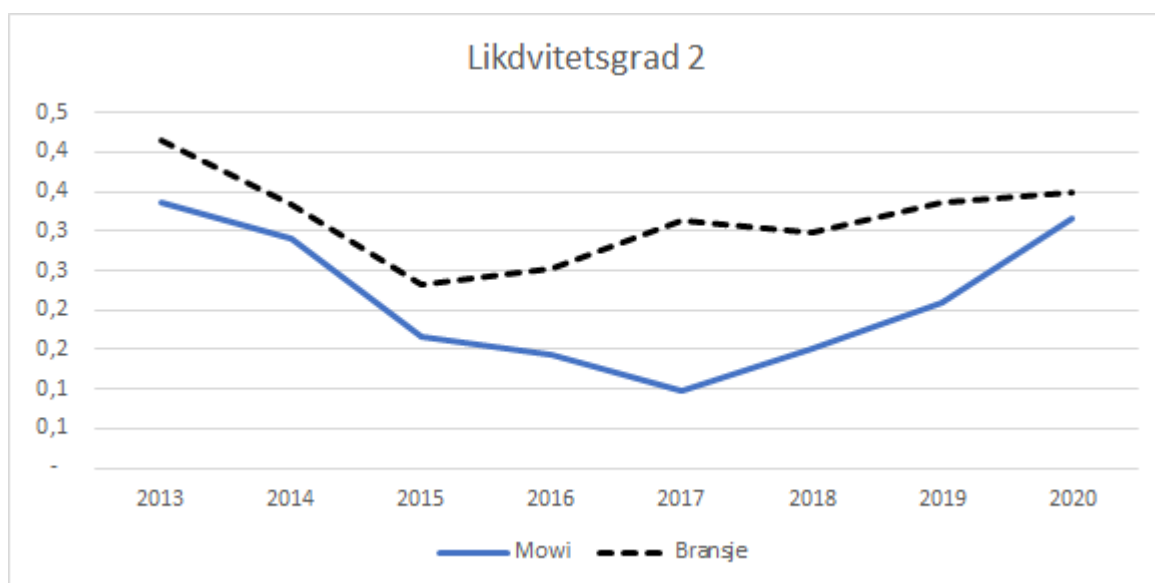
Tabell 6-1 Likviditetsgrad 1 for Mowi og bransjen

Mowi er i alle år bedre enn eller på høyde med bransjen, og har hatt en særlig god utvikling siden 2017, og har en flat utvikling fra 2019 til 2020 samtidig som bransjen har falt. Det må nevnes at biomassen er inkludert i driftsrelaterte omløpsmidler, og i motsetning til andre bransjer, så tar det omtrent to år fra utsett i sjø til laksen når slakteklar størrelse. Om en antar at utsett er jevnt fordelt utover året, så vil bare halvparten være mulig å realiseres innen det neste året, så likviditeten blir her overvurdert om en sammenligner med tradisjonelle bransjer som industri og varehandel. Det tidsvekta snittet gir en likviditetsgrad på 3,1 for Mowi, som er 0,5 bedre enn bransjen og således ansett som positivt.

### 6.1.2 Likviditetsgrad 2

I likviditetsgrad 1 har man omløpsmidler over brøkstrekken, også driftsrelaterte omløpsmidler. I likviditetsgrad 2 inkluderer man bare finansielle omløpsmidler over brøken, mens man fortsatt har kortsiktig gjeld under brøken (Knivsflå, 2021g). Likviditetsgrad 2 vil derfor per definisjon være lavere enn likviditetsgrad 1.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{FOM}{KG} = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$



Figur 6-2 Graf over utviklingen i Lg2 for Mowi og bransjen i perioden

Likviditetsgrad 2	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Mowi	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2
Bransje	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Tabell 6-2 Likviditetsgrad 2 for Mowi og bransjen

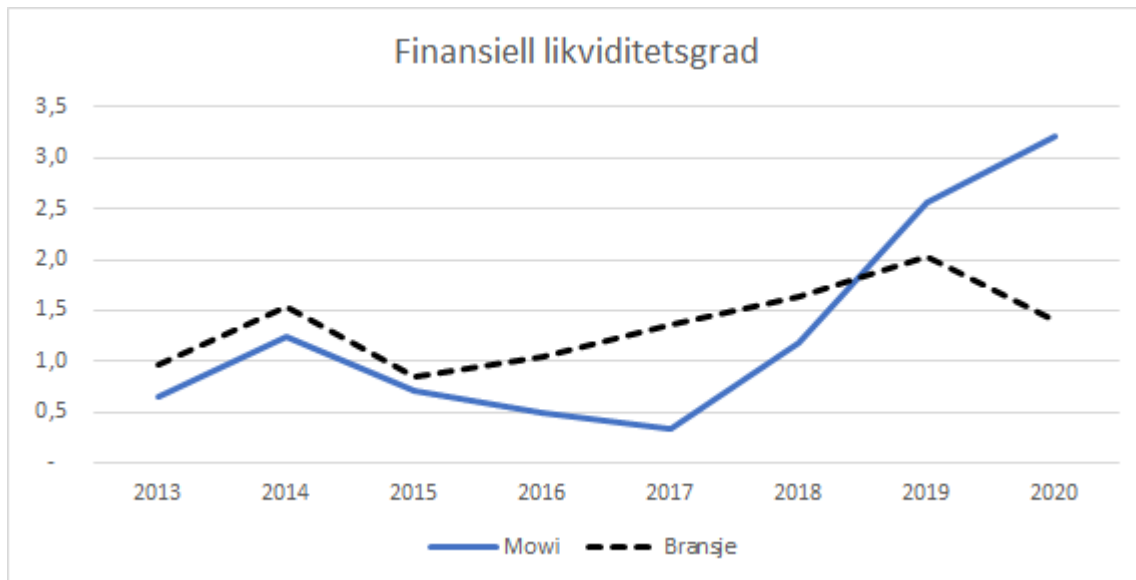
Som en ser så har Mowi en relativ lav likviditetsgrad 2 i forhold til bransjen mellom 2015 og 2019. Selskapet har imidlertid økt forholdstallet betydelig fra bunnen i 2017, og anses som et grønt flagg.

Ifølge Kinserdal (2018) er imidlertid likviditetsgrad et dårlig mål på likviditetsrisikoen til et selskap, siden det normalt er den finansielle gjelden som skaper finansielle kriser i selskapet om rentabiliteten fra driften ellers er god. Kortsiktig gjeld er ifølge Kinserdal et dårlig mål på forpliktelsene selskapet har på kort sikt, siden deler av den kortsiktige gjelden er driftsrelatert og blir normalt refinansiert gjennom driften. Det er gjelden som ikke blir refinansiert gjennom driften som normalt skaper problemer, samt uventede utbetalinger. Vi vil derfor ikke legge avgjørende vekt på det absolutte nivået, men utviklingen i forhold til bransjen vil bli tatt med i vurderingen

### 6.1.3 Finansiell likviditetsgrad

På kort sikt finner en selskapets finansielle likviditetsgrad ved å dele finansielle omløpsmidler på den kortsiktige finansielle gjelden. Forholdstallet forteller oss hvor mye av selskapets kortsiktige gjeld som ikke er ansett som knyttet til driften som kan betales ned ved bruk av finansielle omløpsmidler, som vist nedenfor (Knivsflå, 2021g).

$$\text{Kortsiktig finansiell likviditetsgrad} = \frac{FOM}{KFG}$$



Figur 6-3 Graf som viser utviklingen i finansiell likviditetsgrad for Mowi og bransjen i perioden

Finansiell likviditetsgrad	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Mowi	0,6	1,2	0,7	0,5	0,3	1,2	2,6	3,2	1,5
Bransje	1,0	1,5	0,8	1,0	1,3	1,6	2,0	1,4	1,4

Tabell 6-3 Finansiell likviditetsgrad for Mowi og bransjen

Vi ser at både Mowi og bransjen har i de fleste år en god dekning av sine kortsiktige finansielle forpliktelser. Man ser spesielt at Mowi har en god utvikling fra bunnivået i 2017, og har over dobbelt så høy finansiell likviditetsgrad i 2020, og blir derfor ansett som et grønt flagg.

#### 6.1.4 Langsiktig finansiell gjeldsdekning

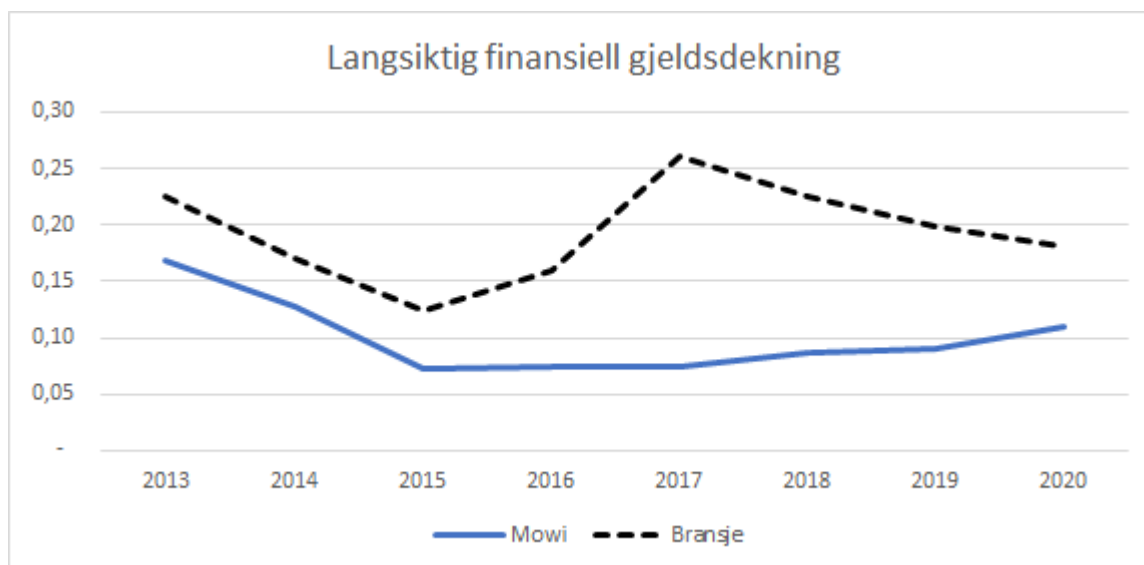
På lengre sikt er den finansielle gjeldsdekningen i balansen lik

$$Lfgd = \frac{\text{Finansielle eiendeler (FE)}}{\text{Finansiell gjeld (FG)}}$$

Dersom finansielle eiendeler er større enn finansiell gjeld gir det en finansiell gjeldsdekningsgrad på over 1, som forteller oss at selskapet har nok finansielle eiendeler til å gjøre opp hele den finansielle gjelden (Knivsflå, 2021g). I den langsiktige finansielle gjeldsdekningsgraden inngår også den kortsiktige finansielle gjeldsdekningen, vektet med andelen kortsiktig finansiell gjeld delt på finansiell gjeld, slik at langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad kan skrives på formen

$$lfgd = \frac{FOM}{KFG} * \frac{KFG}{FG} + \frac{FAM}{LFG} * \frac{LFG}{FG}$$

Multipliserer en ut brøkene får man uttrykket ovenfor. Nedenfor er den langsiktige finansielle gjeldsdekningen for Mowi og bransjen presentert.



Figur 6-4 Langsiktig finansiell gjeldsdekning for Mowi og bransjen

Langsiktig finansiell gjeldsdekning	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Mowi	0,17	0,13	0,07	0,08	0,08	0,09	0,09	0,11	0,10
Bransje	0,23	0,17	0,12	0,16	0,26	0,22	0,20	0,18	0,19

Tabell 6-4 Langsiktig finansiell gjeldsdekning for Mowi og bransjen

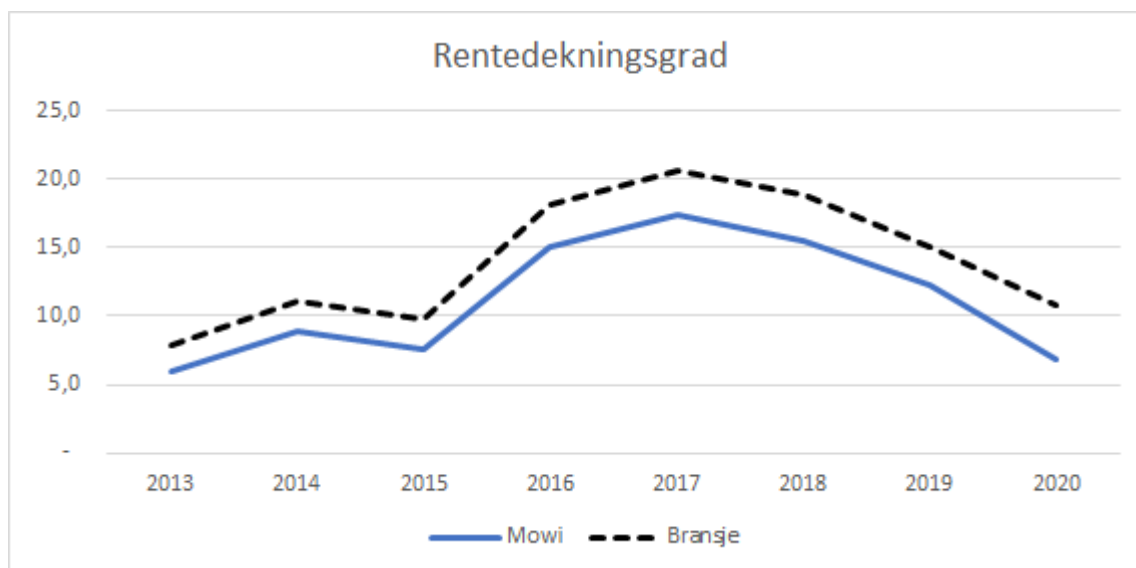
Vi ser at Mowi og bransjen begge har en lav andel finansielle eiendeler i forhold til finansiell gjeld. Bransjen har en større variasjon i forholdstallet i perioden, mens Mowi har jevnt over en finansiell gjeldsdekning på bare 10 %, dog slik at Mowi og bransjen har konverget noe siden 2017. Vi anser det som et faresignal siden avviket fra bransjen er relativt stort.

### 6.1.5 Rentedeckningsgrad

Vi har ovenfor sett på hvordan vi kan se på gjeldsdekning ved å bruke balansen, i resten av kapitlet skal vi se på hvordan vi kan analysere gjeldsdekning og likviditet ved å bruke resultatregnskapet og fri kontantstrøm. Først vil vi se på rentedeckningsgraden til selskapet, som er forholdet mellom det normaliserte nettoresultatet til sysselsatte eiendeler og rentekostnaden (Knivsflå, 2021g). Et høyt forholdstall indikerer at driften evner å betjene den løpende rentekostnaden, mens et forholdstall på under en tilsvarer at nettoresultatet til egenkapitalen er negativt. Nedenfor er utregningen av forholdstallet presentert.



$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat til sysselsatte eiendeler}}{\text{rente til långiver}}$$



Figur 6-5 Rentedeckningsgraden til Mowi og bransjen

Rentedeckningsgrad	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Mowi	5,9	8,9	7,6	15,1	17,4	15,5	12,2	6,8	11,4
Bransje	7,8	11,2	9,7	18,2	20,6	18,8	15,1	10,8	14,5

Tabell 6-5 Rentedeckningsgraden til Mowi og bransjen

Som vi ser av grafen i figur 6-5 så følger Mowi bransjen tett (eller Mowi har stor innvirkning på bransjen), og har i alle år en rentedeckningsgrad på over fem, og vi anser det derfor som et grønt flagg. Trenden er imidlertid nedadgående fra toppen med en rentedeckningsgrad på 17 i 2017, som kan være urovekkende hvis den fortsetter nedover, men siden den kommer fra et unormalt høyt nivå anser vi det som naturlig. Det tidsvektede snittet er 10,5 for Mowi og 13,4 for bransjen, noe vi anser som bra.

Et problem med nøkkeltallet er at det ikke tar hensyn til avdrag, kun renter. Å heller bruke kontantstrømmen istedenfor resultatet kan derfor gi mer informasjon, men man har derimot større svingninger i størrelsene over en periode, og i perioder med låneopptak gir forholdstallet lite nyttig informasjon. Gjennom bruk av den frie kontantstrømmen kan vi utlede følgende formel:

*Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital*  

---

*Fri kontantstrøm til långivere*

En fordel med denne metoden er at den også tar hensyn til avdrag som selskapet må betale. Et problem er imidlertid at hovedstolen i obligasjoner ofte forfaller i sin helhet på slutten av levetiden til obligasjonen, så man får en uforholdsmessig stor andel lån som forfaller og må tilbakebetales med ujevne mellomrom. I note 11 i årsrapporten for 2020 opplyses det at av den totale rentebærende gjelden Mowi hadde den 31.12.2020, så var 1 000 MEUR av den knyttet til en kredittfasilitet fra et syndikat av banker, og det er ikke opplyst om vilkår om årlig nedbetaling, så forholdstallet gir i vårt tilfelle lite informasjon (Mowi, 2021a). Den resterende rentebærende gjelden er knyttet til mindre lån og obligasjoner som ikke har årlige avdrag. Vi velger derfor å ikke vurdere dette forholdstallet mer omfattende, da det vil gi lite informasjon å sammenligne med bransjen

## 6.2 Analyse av langsiktig risiko - soliditetsanalyse

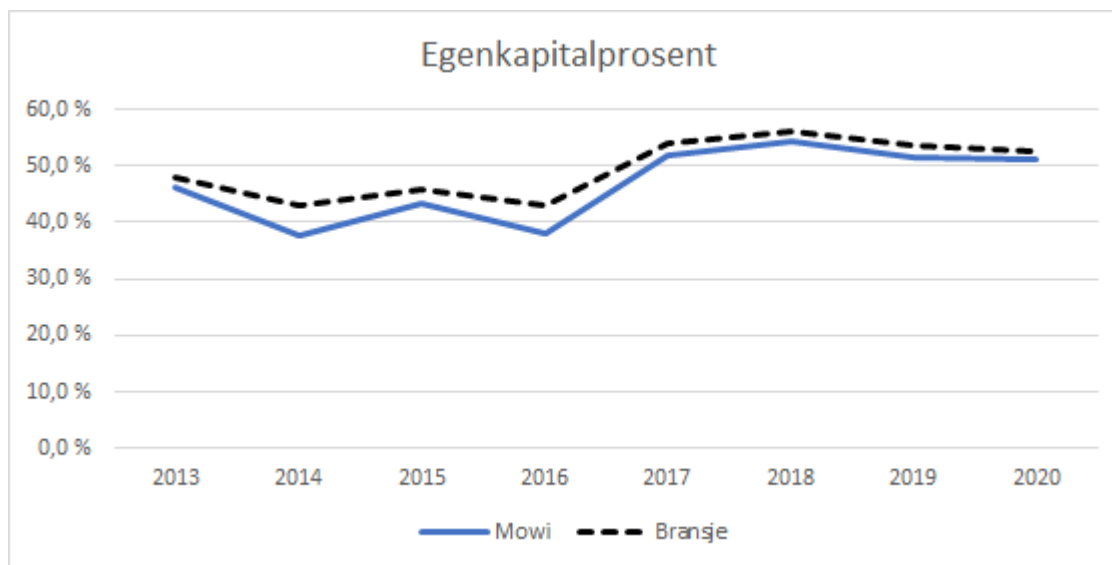
I dette kapittelet vil vi fokusere på selskapets langsiktige kredittrisiko, altså hvorvidt selskapet er tilstrekkelig finansiert til å stå imot en relativt lang periode med tap. Tap blir ført mot egenkapitalen, og egenkapitalen fungerer dermed som en buffer mot fremtidige tap og konkurs. Det viktigste nøkkeltallet i en soliditetsanalyse er egenkapitalandel og en høy egenkapitalandel er følgelig å anse som et grønt flagg. Videre er et selskaps netto driftsrentabilitet viktig for soliditeten da en svak netto driftsrentabilitet vil tære på selskapets egenkapital.

### 6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er normalt beregnet med utgangspunkt i totalkapitalen. Da forteller nøkkeltallet oss hvor mye av eiendelene er finansiert med egenkapital, samt hvor store tap selskapet i teorien kan bli påført før kreditor selv må ta tap, og en høyere egenkapitalprosent er ansett som et grønt flagg (Knivsflå, 2021g). Egenkapitalprosenten er beregnet som

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Hvorav total kapital består av sysselsatt kapital og driftsrelatert gjeld. Hensikten med dette nøkkeltallet er at jo høyere egenkapital, jo mer skjermet er kreditorene for tap.



Figur 6-6 Graf over utviklingen i egenkapitalprosent for Mowi og bransjen

Egenkapitalprosent	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Mowi	46,3 %	37,6 %	43,4 %	38,2 %	52,0 %	54,2 %	51,7 %	51,2 %	48,0 %
Bransje	48,0 %	43,0 %	46,0 %	43,1 %	54,1 %	56,3 %	53,8 %	52,7 %	50,6 %

Tabell 6-6 Utviklingen i egenkapitalprosent for Mowi og bransjen

Som en kan se av figur 6-6 og tabell 6-6 ovenfor så har Mowi en noe svakere egenkapitalprosent enn bransjen i perioden, men det skiller ikke mer enn 2,5 prosentpoeng i 2020. Mowi hadde en spesielt svak egenkapitalprosent i 2014 og 2017, hvor den var 5 prosentpoeng svakere enn resten av bransjen. Dette er trolig resultat av dårlig måling etter IFRS, hvor Mowi måler de konvertible obligasjonslånene som de tidligere brukte som finansiering til virkelig verdi. En voldsom økning i aksjekursen og lav konverteringskurs førte blant til at virkelig verdi på den konvertible delen utgjorde 25 % av den langsiktig rentebærende gjelden på 8 milliarder NOK ved utgangen av 2015 (Mowi, 2016). Den konvertible delen vokste til 40 % av langsiktig rentebærende gjeld i 2016, eller 4 milliarder NOK i absolutte termer. Om en trekker ut den konvertible delen hadde egenkapitalprosenten vært i underkant av 49 % i 2015 og 42,7 % i 2016, som er omtrent på nivå med bransjen. Konvertible lån er en form for hybridkapital, men er i større grad ansett som gjeld i forhold til for eksempel preferanseaksjer som ofte har krav på utbytte før andre aksjeklasser, men har like høy risiko forbundet til hovedstolen som aksjer. Vi velger derfor å beholde dagens måling i henhold til IFRS. Siden Mowi i dag ikke bruker konvertible lån som finansiering og har nærmet seg egenkapitalprosenten til bransjen, velger

vi å legge avgjørende vekt på utviklingen i de senere år, og anser en relativ stabil egenkapitalprosent på rundt 50 % siden 2017 som et positivt tegn, særlig med tanke på den marginale nedgangen i 2020 som var preget av dårlige laksepriser.

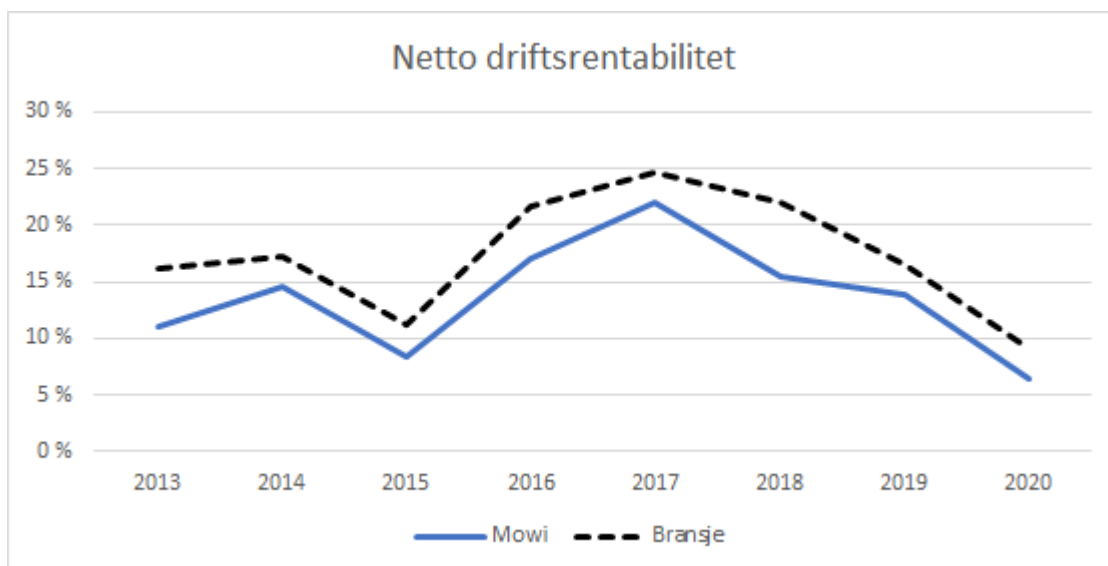
Selskapet har også covenants-krav knyttet til egenkapitalprosenten, og er 35 % på kredittfasiliteten på 1 000 MEUR, mens de tre andre gjeldsinstrumentene på i overkant av 500 MEUR krever bare 30 %. Det er følgelig en egenkapitalprosent på 35 % som er viktig å ha fokus på, og med en egenkapitalprosent på 51 % ser vi ingen umiddelbar fare for at selskapet skal komme i brudd med covenants (Mowi, 2021a).

Videre kan også rentedekningsgraden fra forrige delkapittel også brukes i en soliditetsanalyse. Dersom rentedekningsgraden er lavere enn en så medfører det selskapet tærer på egenkapitalen og går med underskudd. Enda en ting å bemerke seg er at dagens lavrentemiljø, kombinert med økende bruk av konvertibel gjeld, kan medføre at renteutgiftene virker kunstig lave, om man har et historisk perspektiv. Nøkkeltallet vil med andre ord ikke nødvendigvis fange opp faresignaler før det er for sent. Konvertible lån blir ikke et problem for selskapet før långiver velger å ikke utøve opsjonen, og heller krever å få tilbakebetalt lånet. Om selskapet da har budsjettert med at en skal gjøre opp lånet med aksjer, vil utfallet i ytterste konsekvens en lavkonjunktur sammenfalle samtidig som lånet skal tilbakebetales med kontanter, og er ett av de momentene Kinserdal mener kan skape finansielle kriser (2018)

### **6.2.2 Netto driftsrentabilitet**

Netto driftsrentabilitet viser hvilken rentabilitet selskapet har hatt på deres netto driftseiendeler, og utledes nedenfor (Knivsflå, 2021g). Merk at vi beregner den på gjennomsnittlig kapital.

$$ndr = \frac{Netto\ driftsresultat_t}{Netto\ driftskapital_{t-1} + \frac{\Delta Netto\ driftskapital - Netto\ driftsresultat_t}{2}}$$



Figur 6-7 Graf som viser utviklingen i netto driftsrentabilitet for Mowi og bransjen

Netto driftsrentabilitet	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Mowi	11 %	15 %	8 %	17 %	22 %	16 %	14 %	6 %	13 %
Bransje	16 %	17 %	11 %	22 %	25 %	22 %	17 %	9 %	17 %

Tabell 6-7 Netto driftsrentabilitet til Mowi og bransjen

### 6.2.3 Kapitalstruktur

Avslutningsvis i soliditetsanalysen vil vi analysere finansieringen til Mowi og bransjen, Vi vil benytte statistisk finansieringsanalyse som innebærer at en utarbeider finansieringsmatriser. Alt annet likt er en mer langsiktig finansiering tilknyttet mindre risiko enn en kortsiktig finansieringsform. Eksempelvis er kortsiktig gjeld mye mer risikofylt enn egenkapital for selskapet sin del. I figur 6-8 og 6-9 er finansieringsstrukturen til Mowi og bransjen presentert.

Finansieringsmatrise Mowi							
2020	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	2611	2	185				2798
FAM			3				3
DOM			151	1590	388		2129
FOM					122	56	178
TK	2611	2	339	1590	511	56	5109

Figur 6-8 Finansieringsstrukturen til Mowi i 2020 i absolutte tall

Finansieringsmatrise Bransje							
2020	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	4917	193	548				5658
FAM			12				12
DOM			131	2420	916		3467
FOM					141	349	490
TK	4917	193	691	2420	1057	349	9626

Figur 6-9 Finansieringsstrukturen til bransjen i 2020 i absolutte tall

I finansieringsmatrisene er finansieringsstrukturen til Mowi og bransjen fremstilt basert på seneste publiserte regnskap. Som en kan se av figurene ovenfor, har man eiendelene til selskapet sortert med økende likviditet nedover, mens finansieringskildene er sortert med økende grad av risiko (for selskapet) mot høyre. En normal finansieringsmatrise vil være tilnærmet diagonal fallende fra venstre til høyre, som innebærer at mer driftsfremmede eiendeler er finansiert med mer risikable kapitalkilder. En vannrett finansieringsmatrise som går helt til høyre før den faller indikerer at selskapet har høy risiko hvor kortsiktig finansiell gjeld finansierer deler av driftsrelaterte eiendeler og alle andre eiendeler, mens en loddrett finansieringsmatrise innebærer at alle eiendelene er finansiert av egenkapital. Som man ser av figurene så er alle anleggsmidlene til bransjen finansiert med hovedsakelig egenkapital og noe langsiktig gjeld, driftsrelaterte omløpsmidler er i stor grad dekket av langsiktig gjeld og finansielle omløpsmidler er utelukkende finansiert av kortsiktig gjeld. I figur 6-10 og 6.11 nedenfor er finansieringsmatrisen i prosent vist for Mowi og bransjen. Prosentene indikerer hvor mye av finansieringskilden som er benyttet til å finansiere nevnte driftsmiddel. I 2020 ser man for eksempel fra matrisen at driftsrelaterte anleggsmidler var finansiert med 93 % egenkapital og 7 % langsiktig finansiell gjeld, mens 18 % av driftsrelaterte omløpsmidler, hvor biologiske eiendeler står for en stor del, er finansiert med kortsiktig driftsrelatert gjeld. Finansielle omløpsmidler er finansiert omtrent likt fordelt mellom finansiell og driftsrelatert kortsiktig gjeld.

Finansieringsmatrise Mowi i %							
2020	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	93 %	0 %	7 %				55 %
FAM			100 %				0 %
DOM			7 %	75 %	18 %		42 %
FOM					69 %	31 %	3 %
TK							100 %

Figur 6-10 Finansieringsmatrise til Mowi i prosent

Finansieringsmatrise bransje i %							
2020	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	87 %	3 %	10 %				59 %
FAM			100 %				0 %
DOM			4 %	70 %	26 %		36 %
FOM					29 %	71 %	5 %
TK							100 %

Figur 6-11 Finansieringsmatrise til bransjen i prosent

Som man ser av figurene over, så har både Mowi og bransjen finansiert driftsrelaterte anleggsmidler med egenkapital og langsiktig driftsrelatert gjeld. Begge finansierer også finansielle anleggsmidler med langsiktig gjeld, men hvor bransjen bare finansierer 74 % av de driftsrelaterte omløpsmidlene med langsiktig gjeld, er tilsvarende andel for Mowi 82 %. Videre har Mowi finansiert 18 % av nevnte driftsrelaterte omløpsmidler med kortsiktig driftsrelatert gjeld, mens bransjen sin er på 26 %, som gir en marginalt bedre finansieringsmatrise når man også tar hensyn til at dette motvirkes noe når man tar hensyn til at bransjen har en noe høyere andel anleggsmidler og tilsvarende lavere andel kortsiktige omløpsmidler enn Mowi. Vi anser derfor kapitalstrukturen til Mowi ved slutten av regnskapsperioden som god og marginalt bedre enn bra

### 6.3 Syntetisk rating

Analyse av risiko, både kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko, kan oppsummeres gjennom å gi en karakter på risikoen. Denne karakteren blir kalt for syntetisk rating (Knivsflå, 2021g). Tradisjonelt blir store selskaper kredittvurdert av diverse kredittvurderingsselskaper, som for eksempel S&P eller Moody's. En organisert kredittvurdering er en kredittkarakter gitt i regi av et selskap som nevnt ovenfor. Kredittvurderingsselskapene benytter forskjellige karakterskalaer, hvor den mest vanlige kommer fra Standard and Poor's som går fra AAA helt ned til D. En rating på BBB eller bedre er ansett som "investment-grade" (investerbar), mens en dårligere rating anses som "speculative-grade" eller ikke-investerbar på norsk (S&P Global Ratings, u.å).

For selskaper som ikke er vurdert offisielt, kan man lage en syntetisk rating med bakgrunn i de ulike nøkkeltallene som er trukket fram i likviditets- og soliditetsanalysene. Denne metoden er støttet av diverse empiri som viser en klar sammenheng mellom kredittkarakter gitt av kredittvurderingsselskaper og selskapenes nøkkeltall. De fire nøkkeltallene som blir benyttet

for å fastsette den syntetiske ratingen er likviditetsgrad, rentedekningsgrad etter skatt, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet (Knivsfå, 2021g). I totalvurderingen bør også innsikt fra den strategiske analysen inkorporeres i den syntetiske ratingen.

Rating	Likviditetsgrad	Rentedekningsgrad (etter skatt)	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,4	16,9	93,40 %	33,00 %
	<b>8,7</b>	<b>11,6</b>	<b>88,60 %</b>	<b>28,80 %</b>
AA	6,00	6,30	83,70 %	24,60 %
	<b>4,4</b>	<b>4,825</b>	<b>73,80 %</b>	<b>19,60 %</b>
A	2,8	3,35	63,80 %	14,60 %
	<b>2,15</b>	<b>2,755</b>	<b>52,70 %</b>	<b>11,10 %</b>
BBB	1,5	2,16	41,70 %	7,60 %
	<b>1,25</b>	<b>1,69</b>	<b>35,80 %</b>	<b>6,20 %</b>
BB	1	1,22	30,00 %	4,80 %
	<b>0,85</b>	<b>1,06</b>	<b>25,20 %</b>	<b>3,40 %</b>
B	0,7	0,9	20,40 %	2,00 %
	<b>0,55</b>	<b>0,485</b>	<b>16,20 %</b>	<b>0,60 %</b>
CCC	0,4	0,07	12,00 %	-0,80 %
	<b>0,35</b>	<b>-0,345</b>	<b>9,60 %</b>	<b>-2,20 %</b>
CC	0,3	-0,76	7,30 %	-3,60 %
	<b>0,25</b>	<b>-1,17</b>	<b>2,28 %</b>	<b>-5,00 %</b>
C	0,2	-1,58	-1,80 %	-6,40 %
	<b>0,15</b>	<b>-1,995</b>	<b>-9,00 %</b>	<b>-7,20 %</b>
D	0,1	-2,41	-16,10 %	-9,20 %

Figur 6-12 Oversikt og sammenheng mellom syntetisk rating og forholdstallene (Knivsfå, 2021g).

Verdiene uttrykt i fet skrift viser grenseverdien, mens verdiene i normal skrift viser medianverdien for selskapene i den gitte ratingen. Nedenfor er den syntetiske ratingen til Mowi og bransjen presentert.

Mowi	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	2,72	2,82	2,95	2,25	2,34	3,04	3,52	4,08	3,08
Rating	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A (-)</b>	<b>A (-)</b>	<b>A</b>	<b>A (+)</b>	<b>A (+)</b>	<b>A</b>
Rentedekningsgrad etter skatt	5,91	8,85	7,65	15,12	17,36	15,46	12,24	6,83	10,52
Rating	<b>AA (-)</b>	<b>AA (+)</b>	<b>AA</b>	<b>AA (+)</b>	<b>AAA</b>	<b>AA (+)</b>	<b>AAA (-)</b>	<b>AA</b>	<b>AA (+)</b>
Egenkapital i %	46,3 %	37,6 %	43,4 %	38,2 %	52,0 %	54,2 %	51,7 %	51,2 %	48,0 %
Rating	<b>BBB</b>	<b>BBB (-)</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB (-)</b>	<b>BBB (+)</b>	<b>A (-)</b>	<b>BBB (+)</b>	<b>BBB (+)</b>	<b>BBB (+)</b>
Netto driftsrentabilitet	11,1 %	14,6 %	8,4 %	17,0 %	22,0 %	15,5 %	13,9 %	6,4 %	12,3 %
Rating	<b>A (-)</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>A (+)</b>	<b>AA (-)</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>BBB (-)</b>	<b>A (-)</b>
<b>SNITT</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>AA</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>

Figur 6-13 Syntetisk rating for Mowi

Bransjen	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	2,71	2,76	2,64	2,12	2,31	2,54	2,83	2,82	2,60
Rating	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A (-)</b>	<b>A (-)</b>	<b>A</b>	<b>A (+)</b>	<b>A</b>	<b>A</b>
Rentedekningsgrad etter skatt	7,83	11,16	9,74	18,19	20,64	18,84	15,10	10,81	14,50
Rating	<b>AA</b>	<b>AA (+)</b>	<b>AA (+)</b>	<b>AAA</b>	<b>AAA</b>	<b>AAA</b>	<b>AAA (-)</b>	<b>AA (+)</b>	<b>AAA (-)</b>
Egenkapital i %	48,0 %	43,0 %	46,0 %	43,1 %	54,1 %	56,3 %	53,8 %	52,7 %	50,6 %
Rating	<b>A (-)</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>A (-)</b>	<b>A (-)</b>	<b>A (-)</b>	<b>BBB (+)</b>	<b>BBB (+)</b>
Netto driftsrentabilitet	16,2 %	17,2 %	11,2 %	21,6 %	24,6 %	22,1 %	16,5 %	9,1 %	17,0 %
Rating	<b>A</b>	<b>A (+)</b>	<b>BBB</b>	<b>AA (-)</b>	<b>AA (-)</b>	<b>A</b>	<b>BBB (+)</b>	<b>BBB</b>	<b>A</b>
<b>SNITT</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>AA</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>

Figur 6-14 Syntetisk rating for bransjen



Den gjennomsnittlige samlede ratingen foreslår en bokstavkarakter til selskapet. Som vi ser ovenfor er det flere av våre benyttede forholdstall som ikke er med i å avgjøre hvilken rating selskapet får. De kan likevel være en faktor i en helhetsvurdering, sammen med innsikt fra den strategiske analysen gjennomført i kapittel 4. Andre, høyst relevante faktorer er kontantstrømmen fra kapittel 5 og finansieringsmatrisene.

Drøfting av strategisk analyse viste at bransjen i dag har stabile rammevilkår, og med mindre en får nedgang i etterspørselen etter laks, eller reguleringene som angår lakselus blir hardere, ser bransjen ut til å være stabil også fremover. Et ekstra uromoment kan imidlertid være nye inntrengere i form av landbasert som en konkurrent, som potensielt kan gjøre bransjen mer råvarebasert og syklisk, samt at frakt mellom kontinenter blir ulønnsomt. Vi anser imidlertid det som vanskelig å vurdere sannsynligheten for suksess for dagens aktører innenfor lakseoppdrett, men med mindre verden slutter å etterspørre mer laks jf. megatrendene, blant annet at flere i fremvoksende økonomier går inn i middelklassen og etterspør mer luksuriøse matvarer, samt at man må kutte forbruket av animalske protein, så vil landbasert og sjøbasert trolig også helt fint kunne eksistere sammen. Vi anser derfor den strategiske analysen som nøytral. Finansieringsstrukturen som vi vurderte med utgangspunkt i finansieringsmatrisene viste også at Mowi og bransjen i stor grad har finansiert driften med langsiktig gjeld, riktignok slik at nærmere 400 MEUR av driftsrelaterte omløpsmidler er finansiert med kortsiktig driftsrelatert gjeld, som tilsvarer en tredjedel av de biologiske eiendelene til selskapet. De har en noe bedre finansieringsstruktur enn bransjen, riktignok i aller høyeste grad marginal.

Samlet sett konkluderer vi med at ratingen tilsvarer en A. En rimelighetssjekk er å vurdere den opp mot kredittvurderingen som SalMar ble gitt av Nordic Credit Rating i starten av april (Nordic Credit Rating, 2021). Det relativt nye ratingbyrået ga SalMar en rating på A-, og vi anser derfor vår rating på A for Mowi som en rimelig rating.

## 6.4 Oppsummering kredittrisikoanalyse

I likviditetsanalysen kom det frem at Mowi hadde en meget god likviditetsgrad som tidsvektet kom ut på 3,1. Videre hadde selskapet en positiv trend og en bedre likviditetsgrad enn bransjens tidsvekta snitt på 2,6. Gjennom likviditetsgrad 2 som ekskluderer de driftsrelaterte omløpsmidlene, kom det frem at selskapet har en lavere likviditet enn bransjen, men likevel

opplever en positiv trend de senere år. Videre ble det avdekket en tidsvektet finansiell likviditetsgrad på 1,5 mot bransjens 1,4. Hva gjelder langsiktig finansiell gjeldsdekning fant vi ut at Mowi hadde 0,10 mot bransjens 0,19. Avslutningsvis hadde Mowi også en litt lavere rentedekningsgrad enn bransjen med 11,4 mot bransjens 14,5.

I soliditetsanalysen som måler den mer langsiktige kredittrisikoen, fant vi at Mowi hadde en tidsvektet gjennomsnittlig egenkapitalprosent på 48 % mot bransjens marginalt høyere 50,6 %. Videre ble netto driftsrentabiliteten for Mowi regnet ut til et tidsvektet snitt på 13 % mot bransjens 17 % og kapitalstrukturen til både Mowi og bransjen ble illustrert ved bruk av finansieringsmatriser for 2020.

Avslutningsvis bestemte vi på bakgrunn av likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet syntetisk rating på både Mowi og bransjen. Konklusjon samlet sett er at både Mowi og bransjens som helhet har lav kredittrisiko som ble illustrert gjennom at begge fikk en syntetisk rating med bokstavkarakter A.

## 7 Historisk avkastningskrav

Når en investor skal foreta en investering, krever de en avkastning som er minst like stor som avkastningen på en tilsvarende investering som har samme risiko. Dette reflekteres i selskapets avkastningskrav, som blir brukt til to ting: målestokk for rentabilitet og diskontering av de fremtidige kontantstrømmene til selskapene for å beregne nåverdien (Knivsflå, 2021h). Som tidligere nevnt i oppgaven er et selskap lønnsomt dersom egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalavkastningskravet.

I inneværende kapittel skal vi utlede de historiske avkastningskravene som vi trenger til lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 og i kapittel 10, hvor vi skal finne det fremtidige avkastningskravet. Vi vil benytte oss av kapitalverdimodellen for å finne avkastningskravet til egenkapitalen. For å finne avkastningskravet til egenkapitalen må egenkapitalbetaen estimeres. Estimeringen av egenkapitalbetaen blir gjort på basis av markeddata og aksjekursen ved gjennomføring av en regresjonsanalyse av selskapets avkastning i forhold til markedet. Avslutningsvis vil vi utlede det netto driftskravet, som er det vektete snittet av egenkapitalavkastningskravet, netto finansielt gjeldskrav og avkastningskravet til minoritetsinteressene.

### 7.1 Teori

Denne oppgaven vil ta utgangspunkt i og konsentrere seg om de to mest brukte modellene for utledning av avkastningskrav, nemlig kapitalverdimodellen (CAPM) og kapitalkostnad (WACC).

#### 7.1.1 Egenkapitalkravet

Det finnes flere metoder for å estimere et egenkapitalavkastningskrav, spesielt faktormodeller utledet av de dyktige finansprofessorene og nobelprisvinnerne i økonomi, Eugene Fama og Kenneth French. Den mest utbredte og den som blir brukt mest hyppig i praksis er imidlertid en spesialversjon av faktormodellene til sistnevnte, nemlig kapitalverdimodellen (CAPM). I denne modellen bruker man bare markedsfaktoren til å estimere kravet til egenkapitalen, mens den mest brukte modellen til Fama og French i tillegg bruker selskapsstørrelse (Small minus Big) og verdi- minus vekstaksjer (High minus Low) (Hayes, u.å). Den sistnevnte faktoren viser

til at selskaper som er lavt priset i forhold til bokførte verdier har historisk hatt en tendens til å gi bedre avkastning enn de som er høyt priset. Denne faktoren har imidlertid hatt dårlig forklaringskraft det siste tiåret, hvor vekstaksjer spesielt innenfor teknologi har utkonkurrert verdiaksjer når det gjelder avkastning. Hva årsaken til dette er vil vi ikke gå nærmere inn på, men det er trolig nettverkseffekter og det finansielle rammeverket som ikke er tilpasset selskaper hvor det meste av eiendelene er immaterielle. Vi vil som sagt benytte kapitalverdimodellen, og denne modellen ble utviklet av blant annet nordmannen Jan Mossin på 60-tallet, hvor formålet er å beregne forventet avkastning til en aksje basert på dens risiko i forhold til markedet.

En investor som vurderer å investere i en bestemt aksje, står overfor generell markedsrisiko (systematisk risiko) og selskapsspesifikk risiko (usystematisk risiko). I et perfekt marked vil det for investorer være mulig å diversifisere bort den selskapsspesifikke risikoen, så det er bare markedsrisikoen en skal kompenseres for og ta hensyn til i avkastningskravet (Kaldestad og Møller, 2016, s. 155). Ifølge kapitalverdimodellen kan derfor egenkapitalkravet estimeres som

$$E[R_e] = R_f + \beta_e (R_m - R_f)$$

(Berk & DeMarzo, 2017, s. 440)

hvor,

$E[R_e]$  = Forventet avkastning til aksjen

$R_f$  = Risikofri rente

$\beta_e$  = Egenkapitalbetaen, dvs. aksjens svingninger ift. markedet

$R_m - R_f$  = Risikopremie

### **7.1.2 Minoritetsinteressekravet**

Minoritetsinteresser er aksjonærer som eier aksjer i datterselskap i et konsern. Selv om konsernspissen, for eksempel Mowi, er børsnotert, vil datterselskapene ofte ikke være det. Minoritetsaksjonærer krever derfor en ekstra illikvidtetspremie siden det er vanskelig å komme seg ut av aksjen, og har liten innflytelse i selskapet da det allerede er en aktør som er ansett å kontrollere selskapet. Kravet til minoritetsinteressene, mik, blir derfor

$$mik = CAPM + illikviditetspremie$$

Minoritetskravet er egenkapitalkravet fra forrige delkapittel og skal som nevnt tillegges en premie for illikviditet.

### 7.1.3 Netto finansielt gjeldskrav

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{FNG}$$

Hvor:

fgk = finansielt gjeldskrav

fek = finansielt eiendelskrav

FG = finansiell gjeld

NFG = Netto finansiell gjeld

FE = finansielle eiendeler

### 7.1.4 Netto driftskrav

WACC, eller vektet avkastningskrav, er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Et selskap kan finansiere sin virksomhet via ulike kilder, hvor de vanligste er egenkapital, banklån, obligasjoner og konvertible lån. De ulike finansieringskildene bærer ulik risiko, og den forventede avkastningen mellom disse vil variere. Avkastningen til de ulike finansieringskildene må vurderes opp mot hvilken avkastning en investor kan oppnå ved en tilsvarende investering med samme risiko. Merk at når vi estimerer WACC, estimerer vi egentlig avkastningskravet til sysselsatt kapital ettersom pengeposter og driftsfremmede poster typisk verdsettes separat (Kaldestad og Møller, 2016, s. 152). WACC er definert i formelen nedenfor.

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

(Berk & DeMarzo, 2017, s. 461)

Hvor:

E: Markedsverdi egenkapital

D: Markedsverdi av gjeld

$R_e$ : Selskapets egenkapitalkostnad

$R_d$ : Selskapets gjeldskostnad

t: Nominell selskapsskattesats

Ettersom vi ikke har markedsverdiene tilgjengelige må vi bruke de balanseførte vektene. Formelen ovenfor tar heller ikke med kravet til minoritetsinteressene. Vi vil derfor ta utgangspunkt i følgende formel for netto driftskrav istedenfor.

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

hvor:

ekk = egenkapitalkravet

EK = Egenkapital

mik = minoritetskrav

MI = minoritetsinteresse

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

NFG = netto finansiell gjeld

NDK = netto driftskapital

Vektingen av de ulike kravene er basert på balanseførte verdier. noe som i prinsippet er feil, men vi skal mot slutten av oppgavens del 3 oppdatere vektene slik at det blir mer korrekt.

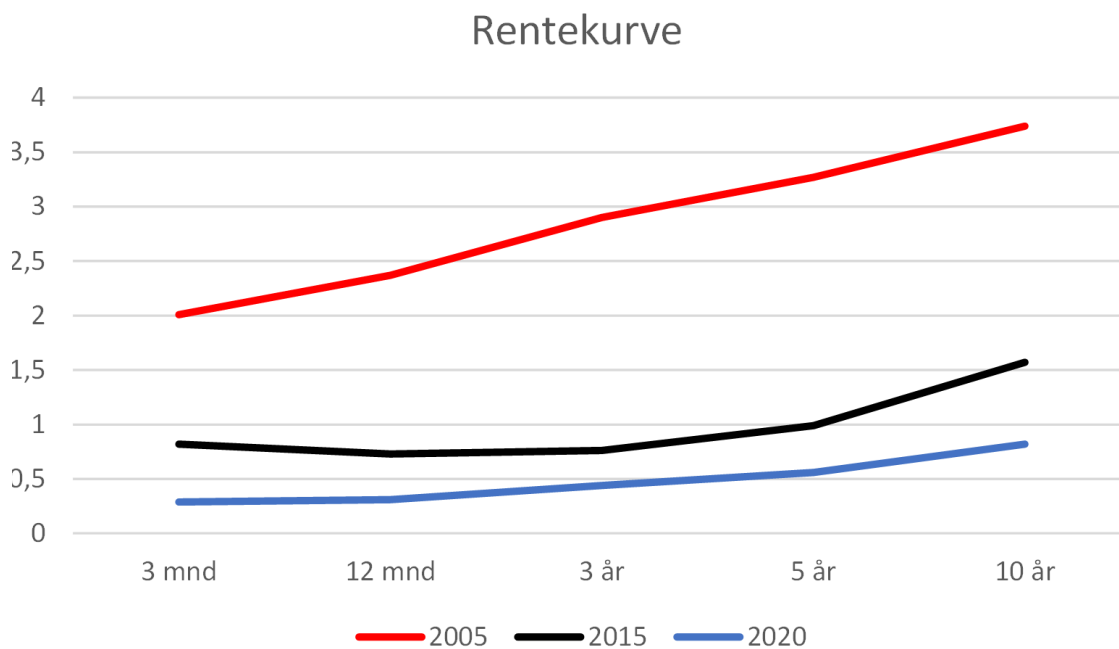
## 7.2 Egenkapitalkrav

Vi vil starte med å finne avkastningskravet til egenkapitalen, og som nevnt i teoridelen så vil vi bruke kapitalverdimodellen, CAPM, til å estimere avkastningskravet. Vi vil i det følgende ta for oss de ulike delene vi må estimere for å fastslå kravet til egenkapitalen.

## 7.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten grunnmuren i modellen, og medfører riktighet siden alle risikable investeringsprosjekter som et minimum må være i stand til å gi bedre avkastning enn et risikofritt aktivum. Risikofri rente er imidlertid en *hypotetisk* avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller mislighetsrisiko. Det nærmeste man kommer til dette er statsobligasjoner til stater som ikke har betydelig konkursrisiko. USA sine statsobligasjoner er ansett som et godt estimat på risikofri rente, mens tyrkiske statsobligasjoner ikke er et godt estimat. Videre oppstår problemstillingen om løpetiden på statsobligasjonen en skal ta utgangspunkt i; en kort eller lang rente.

Kaldestad og Møller (2016, s 157-158) anfører at den prinsipielt riktige metoden er å bruke en rente med lik durasjon som de ulike kontantstrømmene til selskapet, siden dette i bedre grad matcher kontantstrømmen til selskapet enn en kort eller lang rente. Dette er et gyldig poeng, da selskaper er dynamiske og det korrekte er å bruke en ettårig rente på en ettårig kontantstrøm, toårig på en toårig kontantstrøm og så videre. Et moment er imidlertid at rentekurven, altså økningen i renten med økende løpetid er betydelig flatere i dag enn den var for fem eller ti år siden. I figur 7-1 nedenfor er rentekurven basert på årlige gjennomsnitt fra Norges Banks rentestatistikk beregnet for 2020, 2015 og 2005.



Figur 7-1 Rentekurven i Norge i dag, fem og femten år siden

Rentekurven forklarer oss to ting. For det første er rentenivået betydelig lavere i dag enn for 15 år siden, og har sammenheng med makroøkonomiske forhold som blant annet lavere produktivitetsvekst. Dette gir utslag i vurderingen mellom kort og lang rente i at risikofri rente blir mindre relevant i beregningen av avkastningskrav, siden markedspremien får relativt større betydning, og en feil i risikofri rente får mindre betydning. Det andre rentekurven forklarer er at den er relativt slakere i dag, enn den var for femten år siden. Om man hadde brukt 3 mnd. NIBOR på en tiårig kontantstrøm i 2005 hadde du feilestimert risikofri rente med nærmere 1,75 prosentpoeng, mens en i 2020 hadde fått en forskjell på 0,5 prosentpoeng. Dette innebærer at hvorvidt en velger en lang eller kort rente eller beregner rente for kontantstrømmen hvert år har vesentlig mindre å si nå enn for 15 år siden. Vi går derfor for den enkleste metoden ved å bruke en enkel rente på hele perioden, og vil i det følgende drøfte om vi skal benytte en lang eller kort rente.

En kort rente har den fordelen ved seg at den ikke har en likviditetspremie, noe som en normalt vil ha i en statsobligasjon med en løpetid på 10 år. En kort rente vil normalt ikke ha lik durasjon som selskapet en skal vurdere, så ifølge Damodaran (2012) vil ikke en slik rente være risikofri, siden en vil ha reinvesteringsrisiko. Intuisjonen bak er at hvis man for eksempel har en risikabel kontantstrøm på to år, og bruker en ettårig rente, så må vi etter utløpet av år 1 på nytt investere i en ny ettårig rente, og siden en ikke vet hvilken rente en kan reinvestere til, er den ikke å anse som risikofri siden en løper en risiko for å ikke kunne investere til samme rente som for ett år siden. I praksis er det bare nullkupongobligasjoner med samme løpetid som kontantstrømmen som ikke har reinvesteringsrisiko.

Det mest populære alternativet synes imidlertid å være å ta utgangspunkt i en lang rente, og da gjerne en tiårig rente. En fordel med en lengre rente er at den varierer mindre enn en kort rente, og gir dermed et mer stabilt avkastningskrav. Kortere renter er mer påvirket av sentralbankers fastsettelse av styringsrenten og innblanding i markedet ved bruk av kvantitative lettelser. Videre er et selskap forventet å ha en lang levetid, formodentlig evig. Durasjonen på en lang rente matcher derfor bedre durasjonen til kontantstrømmene til selskapet som verdsettes. En ulempe med å bruke en lang rente som en proxy for risikofri rente er imidlertid at det kan være en likviditetspremie samt en premie for inflasjonsrisiko innbakt i renten (Kaldestad og Møller, 2016, s. 158). Norge er også et særtilfelle, hvor utstedelse av statsobligasjoner i stor grad er gjort på bakgrunn av den store etterspørselen etter de i markedet, og ikke landets behov for finansiering av underskudd. Norge har som kjent en betydelig formue i form av Oljefondet, og



handlingsregelen tillater at en kan bruke avkastningen fra Oljefondet til å finansiere statsbudsjettet. Norge har med det ikke samme behov som for eksempel USA til å utstede statsobligasjoner, og man står derfor i fare for at en undervurderer den risikofrie renten om en tar utgangspunkt i norske statsobligasjoner siden tilbudet er kunstig lavt.

Mowi endret i 2016 sin funksjonelle valuta til euro som følge av en vurdering som tilsa at euro var den mest brukte valutaen i konsernet, hvor 50 % av netto kontantstrøm er i euro, og er den valutaen som er brukt ved finansiering. Ifølge Damodaran (2012, s. 155-156) bør en måle den risikofrie renten i samme valuta som en estimerer kontantstrømmen. Siden Mowi bruker euro, så skal en i teorien bruke en statsobligasjonsrente denominert i euro. Dette åpner problemstillingen om hvilket land innen eurosonen en skal bruke statsobligasjonen som risikofri rente. Det essensielle er at det ikke eksisterer noen risiko for misligholds, som innebærer at landet i praksis må ha muligheten til å trykke sine egne penger. En bør også bruke statsobligasjonen til et land som har en relativ lik økonomi som Norge, men basert på at Norge er en råvarebasert økonomi med god kredittrating og mulighet til å trykke egne penger, samt at bransjen Mowi opererer i stor grad bruker norske kroner som funksjonell valuta, velger vi å benytte oss av en norsk statsobligasjon som risikofri rente.

### *Estimering av risikofri rente*

For å estimere risikofri rente må vi bestemme om vi skal legge til grunn en statsobligasjonsrente eller pengemarkedsrente. En undersøkelse blant norske finansanalytikere utført av Pwc i 2020 fant at 42 % bruker 10-årig statsobligasjon som risikofri rente, 25 % bruker en normalisert risikofri rente, mens 14 % bruker 3 mnd. pengemarkedsrente (Pwc, 2020). Basert på argumentasjonen om at en slakere rentekurve fører til lavere risiko for store avvik mellom de årlige risikofrie rentene, samt at en tiårig statsobligasjonsrente er mer stabil, velger vi derfor å benytte oss av den som et mål på risikofri rente. Alle kredittratingbyråer har gitt Norge den høyeste rating på AAA i sine siste oppdateringer (Country Economics, u.å), så vi vil benytte en risikopremie i samsvar med gitt rating. I tabell 7-1 nedenfor er risikofri rente etter skatt estimert.

Risikofri rente	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tiårig stat	2,58 %	2,52 %	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,82 %
Kredittrisiko premie	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %
<b>Estimert risikofri rente før skatt</b>	<b>2,18 %</b>	<b>2,12 %</b>	<b>1,17 %</b>	<b>0,93 %</b>	<b>1,24 %</b>	<b>1,48 %</b>	<b>1,09 %</b>	<b>0,42 %</b>
Skatt	0,61 %	0,57 %	0,32 %	0,23 %	0,30 %	0,34 %	0,24 %	0,09 %
<b>Estimert risikofri rente etter skatt</b>	<b>1,6 %</b>	<b>1,5 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>0,7 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>1,1 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>0,3 %</b>

Til sammenligning har gjennomsnittlig nominell risikofri rente vært på 0,7 % de seneste 10 årene (Knivsflå, 2021h).

## 7.2.2 Egenkapitalbeta

Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, altså et mål på systematisk risiko. For markedet som helhet er beta lik 1, som betyr at en aksje som har en beta på 1, svinger i takt med aksjemarkedet. Et selskaps beta bestemmes av aksjekursens relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet. Matematisk blir den estimert ved å dele kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen til aksjemarkedet:

$$\beta_e = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Alternativt kan man dele aksjens standardavvik på markedets og multiplisere med korrelasjonen.

$$\beta_e = \frac{\text{Standardavvik aksje}}{\text{Standardavvik marked}} * \text{Korrelasjon}$$

Den tradisjonelle metoden for å estimere et selskaps beta er å ta utgangspunkt i sammenlignbare selskaper. Problemet er at to ellers identiske selskaper vil ha forskjellig beta når gjeldsgraden er forskjellig. Alt annet likt vil selskapets beta øke i takt med økende gjeldsgrad ettersom de faste kostnadene øker og variansen i de variable nettoresultat dermed øker. Derfor er det mer hensiktsmessig å utføre estimeringen av egenkapitalbeta i tre trinn, som vist nedenfor.

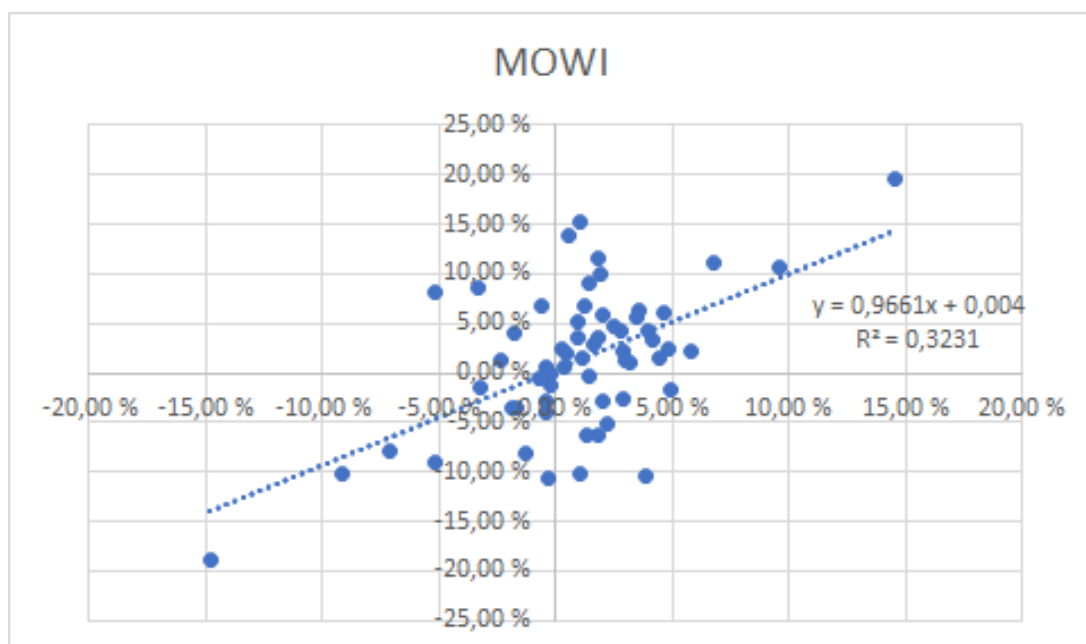
Steg 1: Identifiser egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskaper

Steg 2: Konverter egenkapitalbetaen til en forretningsbeta og finn bransjesnittet

Steg 3: Konverter forretningsbetaten til bransjesnittet til ny egenkapitalbeta basert på det aktuelle selskapets gjeldsgrad (Kaldestad og Møller, 2016, s. 161).

## Estimering av egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på den systematiske risikoen ved å investere i en aksje. Vi har kjørt en regresjon av den månedlige avkastningen til Mowi og Oslo Børs sin hovedindeks, OSEBX, de siste fem år, som gir oss 60 observasjoner. Vi har valgt å estimere egenkapitalbeta basert på selskapenes svingninger i forhold til OSEBX, som er en råvaretung indeks, hvor Equinor er vektet med nærmere 13 % alene, samt Yara og Norsk Hydro har en samlet vekt på 10 %. Det innebærer at en fjerdedel av indeksen er avhengig av utviklingen i råvareprisene for olje, aluminium og kunstgjødsel, og å vurdere Mowi opp mot OSEBX kontra en verdensindeks som MSCI World vil medføre at betaen kan bli undervurdert siden OSEBX skal være en indeks som er mer volatil enn en diversifisert og mindre råvaretung indeks som MSCI World. Vi har som nevnt valgt å estimere betaen i perioden januar 2016 til januar 2021. Vi har valgt å korte ned perioden med samme argumentasjon for at vi har valgt å tidsvekte de seneste årene mer enn de mer perifere, da vi i all hovedsak har en så lang historisk periode for å analysere en hel konjunktursyklus. Vi har vektet de seneste periodene tyngre siden bransjen har konsolidert og veksten har avtatt de senere år, og vi mener derfor at en estimering av beta basert på siste fem år gir et mer korrekt bilde av markedsrisikoen til aksjen. I figur 7-2 nedenfor er regresjonen av avkastningen til Mowi opp mot avkastningen til OSEBX fremstilt grafisk med avkastningen til OSEBX på førsteaksen og Mowi sin på andreaksen. Ved å lese av trendlinjen ser man at stigningstallet er 0,9762, altså har Mowi en egenkapitalbeta på 0,9762 over perioden målt mot Oslo Børs.



Figur 7-2 Regresjonsanalyse av Mowi og Oslo børs

Funksjonen for regresjonslinjen er  $y = 0,966x + 0,004$ . Dette betyr at når markedet, her OSEBX, går opp 1 % vil Mowi i snitt gå 0,966 %. Det er altså en positiv korrelasjon. Videre har modellen en forklaringskraft gjennom  $R^2$  på 0,323 %, som betyr at 32,3 % av variasjonen i avkastningen skyldes systematisk risiko og de resterende 67,7 % kan tilskrives usystematisk risiko. Det bør imidlertid nevnes at vi ikke har justert for de voldsomme utslagene i beta som den bratte nedgangen i mars 2020 som følge av koronakrisen, og den samlede oppgangen når vaksinenyhetene kom i november. Vi har imidlertid ikke valgt å justere, da spesielt siden SalMar i stor grad tok igjen innhenting etter fallet i mars allerede i september, og med månedlige måling av avkastning så reagerte de lite på vaksinenyhetene, og en justering kan derfor gi en feilaktig fremstilling av SalMar sin beta. Om vi hadde justert for de største utslagene hvor Oslo Børs falt med 14,83 % og steg med 14,6 %, så hadde den justerte egenkapitalbetaen til Mowi falt fra 0,966 til 0,813. Store utslag har stor betydning for den endelige betaen, da en ved regresjon estimerer en linje som minimerer avvikene, og store avvik vil derfor få mer vekt.

Samme fremgangsmåte og tidsperspektiv har blitt benyttet på de andre selskapene i bransjeutvalget for å finne egenkapitalbetaen deres. Videre er alle betaverdier justert i form av en normalisering mot gjennomsnittet. Gjennomsnittet for alle betaverdier går normalt mot en ettersom det er betaen til referanseindeksen. Rent teknisk blir det gjort ved å vekte den utregnede betaverdien med to tredjedeler og betaen til referanseindeksen, som er 1, med en tredjedel, som vist i formelen nedenfor.

$$\beta_j = \beta_e * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3}.$$

Etter justeringen får vi derfor justert beta for Mowi og de komparative selskapene som vist i tabell 7-2 nedenfor.

Netto driftsbeta	Mowi	Salmar	Lerøy	Snitt
Egenkapitalbeta	0,966	0,703	0,930	0,866
2/3	0,644	0,469	0,620	0,578
1/3	0,333	0,333	0,333	0,333
<b>Justert EK-beta</b>	<b>0,977</b>	<b>0,802</b>	<b>0,953</b>	<b>0,911</b>
1+ (NFG/EK)	1,451	1,436	1,208	1,365
<b>Netto driftsbeta</b>	<b>0,674</b>	<b>0,559</b>	<b>0,789</b>	<b>0,667</b>

Tabell 7-2 justert beta for Mowi og bransjeutvalg

Tabellen viser at Mowi og Lerøy har den høyeste betaen, mens SalMar har en noe lavere beta. Dette kan trolig forklares med at SalMar har en lavere netto finansiell gjeldsgrad enn Mowi og Lerøy, så anslaget på beta anses som rimelig. Om en sammenligner betaen vi har kommet frem til med andre kilder, så kan vi blant annet vurdere de opp mot Infront og Dagens Næringsliv. Infront estimerer en egenkapitalbeta på 0,74 for Mowi basert på tre års historikk sammenlignet med OBX-indeksen, mens Dagens Næringsliv estimerer en beta på 1,16 basert på ett års historikk (Infront, 2021; DN, u.å). Vi er skeptiske til betaen fra Dagens Næringsliv hvor estimatet trolig har sterk innflytelse fra den generelle markedsnedgangen i februar til mars og optimismen i november når det kom vaksinyheter. Det har riktignok en beta med fem års historikk også.

Ifølge Damodaran sine beregninger på bransjebetaer har agricultural/farming en *eiendelsbeta* på 0,66. Ulempen her er at selskapene i dette utvalget ikke nødvendigvis er sammenlignbare med Mowi, men ut fra listen er det kategorien Mowi samsvarer best med. Det kan argumenteres for at oppdrett har en høyere eiendelsbeta enn nevnte kategori som helhet, spesielt basert på den voldsomme prisøkningen en har sett på laks de seneste årene, som innebærer at laks i enkelte regioner er mer ett luksusgode enn et nødvendig gode som vanlige matprodukter. Dette støttes også av det vi så i starten av koronapandemien, hvor lakseprisen falt fra nærmere 80 kroner i starten av pandemien til rundt 50 kr i april til juni, hvor HoReCa-segmentet nærmest falt bort. I mangel av en mer passende industri velger vi imidlertid å vurdere betaen opp mot agricultural/farming.

Forretningsbetaen kan videre brukes til å estimere egenkapitalbeta for hvert enkelt år ved å justere for gjeldsgraden de enkelte år. En forretningsbeta er betaen til driften, altså betaen til et selskap om det var gjeldfritt.

Den beste metoden er å ta utgangspunkt i aksjebeta og omregne til NDK-beta før en tar snittet av NDK-beta og bransjebeta. Betaen en da får benyttes som oppdatert estimat på NDK-beta (Knivsflå, 2021h). Alternativet er å ta snittet av aksjebetaen til bransjen, men det blir upresist da en ikke tar høyde for at selskapene kan ha vesentlig forskjellig gjeldsgrad.

### 7.2.3 Årlig egenkapitalbeta

Betaen på 0,966 som vi fant i forrige delkapittel er den gjennomsnittlige justerte egenkapitalbetaen for perioden. Miller-Modigliani sitt første teorem sier at verdien av et selskap er uavhengig av finansieringen, som implisitt innebærer at forretningsbetaen er konstant over perioden jf. (Modigliani & Miller, 1958). Forutsetningen er imidlertid at selskapet ikke foretar seg en bransjegliding, dvs. de starter opp i nye bransjer i løpet av perioden, siden forretningsbetaen til den nye bransjen ikke nødvendigvis er den samme som for den eksisterende. At forretningsbetaen er konstant over perioden betyr imidlertid ikke at driftskravet er konstant over perioden, men bidraget til egenkapitalkravet fra  $\beta_{NDK}$  er konstant. Kravet vil endre seg om den risikofrie renten øker, eller selskapet blir nedgradert og får en høyere kredittrisiko. Miller-Modigliani sitt andre teorem sier videre at egenkapitalkravet er proporsjonalt med gjeldsgraden til selskapet. Dette skyldes at en økning i gjeld øker risikoen for egenkapitalinvestorer, og de vil derfor kreve en høyere rentabilitet. Dette gjelder imidlertid bare opp til visst nivå, før den økte risikoen blir absorbert av långivere. Sammenholdt med det første teoremet som sier at forretningsbetaen,  $\beta_{NDK}$ , er uavhengig av risikoen, kan man derfor etter å ha estimert den, utlede formelen nedenfor fra formelen for vektet avkastningskrav til netto driftskapital. I tabell 7-3 nedenfor er den årlige egenkapitalbetaen beregnet gjennom utledningen av egenkapitalbetaen som en kan se nedenfor.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * nfgg$$

hvor:

$\beta_{EK}$  = Egenkapitalbeta

$\beta_{NDK}$  = netto driftsbeta

$\beta_{NFG}$  = netto finansiell gjeldsbeta

$nfgg$  = netto finansiell gjeldsgrad

Årlig egenkapitalbeta	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Netto driftsbeta	0,602	0,602	0,602	0,602	0,602	0,602	0,602	0,602	0,557
( $\beta_{ndk} - \beta_{nfg}$ )	0,726	0,649	0,641	0,631	0,626	0,628	0,624	0,664	0,598
nfgg	0,595	0,901	0,915	1,027	0,818	0,517	0,532	0,560	0,000
Egenkapitalbeta	1,034	1,187	1,189	1,249	1,114	0,927	0,934	0,974	0,557

Tabell 7-2 Årlig egenkapitalbeta for Mowi

Beregningen av netto driftsbeta og netto finansiell gjeldsbeta kommer vi tilbake til senere, og blir gjort ved å bruke WACC.

## 7.2.4 Risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få utover den risikofrie renten,  $R_m - R_f$ . Den mest utbredte metoden for å estimere markedspremien på er å benytte den historiske risikopremien som et estimat på den fremtidige. Metoden måler meravkastningen til en aksjeindeks i forhold til statsobligasjoner. En ulempe med disse metodene er at diverse markedsindekser ikke tar hensyn til utbytter i beregningen av avkastningen.

Empiri viser at ved bruk av en statsobligasjonsrente, var risikopremien på 4,3 % (geometrisk) og 5,4 % (aritmetisk) for perioden 1900-2001. Det er vanskelig å konkludere for sikkert om hva risikopremien bør ligge på ettersom den svinger over tid og er avhengig av sentimentet i markedet. I oppgangstider er premien lav og i perioder med økonomisk nedgang og usikkerhet, er den høy siden investorer verner om kapitalbasen. Om en antar at en normal risikopremie ligger på rundt 5 %, så vil den i nedgangstider ligge på 7 %, mens den i oppgangstider kan være så lav som 3 %. I tillegg finnes det argumenter for at premien vil være lavere fremover enn hva den har vært historisk, for eksempel som følge av at det meste av produktivitetsveksten er tatt ut, samt at det er stadig mer penger som jager avkastning, noe som er tydelig i den fallende trenden en har sett i renter. Substitusjonseffekten fra obligasjoner til aksjer vil trolig bli ganske stor når renten nærmer seg null. I sum taler dette for en markedspremie som over tid ligger i intervallet 4-5 %, men kan i perioder ligge både over og under dette (Kaldestad og Møller, 2016, s. 171).

### Estimering av Risikopremie

Risikopremie	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Årlig risikopremie 95-t	0,035	0,036	0,036	0,035	0,033	0,038	0,039	0,034
vekt	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667
Årlig risikopremie 58-t	0,073	0,072	0,072	0,073	0,075	0,073	0,074	0,070
vekt	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Løpende risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,048	0,047	0,050	0,051	0,046

Tabell 7-3 Risikopremie for perioden

Til sammenligning har den gjennomsnittlige geometriske avkastningen utover risikofri rente vært 3,6 % årlig etter skatt for perioden årene 2015-2020 (Knivsfå, 2021h).

### **7.2.5 Andre risikopremier**

Mowi sine aksjer er relativt likvide og er en av de mest omsatte aksjene på Oslo børs, noe som taler for en lav illikviditetspremie. Ifølge faktaarket om OBX-indeksen, en indeks som består av de 25 mest omsatte aksjene på Oslo Børs basert på de siste seks måneder, er Mowi selskapet med fjerde største vekt. Selskapet har en fri flyt (andelen aksjer som ikke er holdt av innsidere) på 80 %, så det er en lav risiko for at aksjonærer i Mowi blir låst inne i selskapet i dagens situasjon, og reglene om tilbudsplikt i henhold til verdipapirhandelloven sikrer også eksisterende aksjonær mot å bli låst inne mot sin vilje (Euronext, 2021; Verdipapirhandelloven, § 6-1, 2007). En utvidelse av Fama-French sin faktormodell har også inkludert illikviditet som en faktor, og observasjoner som de har gjort, indikerer at hver enkelt av de enkelte faktorene som er observert, antas å utgjøre en risikopremie på rundt 2,5 %. Dette er da snittet på et stort antall selskaper, og med tanke på at Mowi er blant de mest likvide selskapene på Oslo Børs, legger vi til grunn at Knivsflå sitt forslag til en illikviditetspremie på 0,5 % er et godt anslag for aksjonærer i Mowi, mens minoritetsinteressene er innelåst i datterselskapene som Mowi har konsolidert i regnskapet, og vil være avhengig av Mowi for å eventuelt bli kjøpt ut eller selge posten til en tredjepart, samt at Mowi bestemmer selv hvorvidt de ønsker å betale utbytte. Et tredje moment er også at en konkurs i et datterselskap ikke nødvendigvis vil gå nevneverdig ut over aksjonærer i morselskapet, men eventuelle minoritetsinteresser vil i konkursen miste verdiene de har i selskapet. Vi velger derfor å følge den skjønsmessige anbefalingen til Knivsflå med en illikviditetspremie for minoritetsinteresser på 2,5 %, samtidig som vi velger å legge på en ekstra premie på 0,5 % som følge av den ekstra risikoen knyttet til at en ikke eier Mowi som helhet, men bare en del av selskapet som ikke nødvendigvis er det som skaper verdiskapingen i selskapet. Vi ender derfor opp med en illikviditetspremie på 0,5 % for egenkapitalen, og en samlet andre risikopremier for minoritetsinteresser på 3 %, hvor 2,5 % er en premie for illikviditet. Det kan riktignok anføres at Oslo Børs er en liten børs, og omsetningen er så lav i forhold til internasjonale markeder at en generelt bør inkludere en likviditetspremie for selskaper notert på Oslo Børs, men i og med at vi her tar utgangspunkt i det norske markedet med tanke på OSEBX som referanseindeks ved fastsettelse av beta samt at Oslo Børs er der de fleste om ikke alle oppdrettsselskaper er børsnotert, velger vi å ignorere dette argumentet.



## 7.3 Egenkapitalkrav og krav til netto finansiell gjeld

I dette delkapittelet vil vi utlede avkastningskravet til egenkapitalen og netto finansiell gjeld. Bakgrunnsmaterialet som brukes til beregning av egenkapitalkravet er hentet fra kapittel 7.2. Videre trenger vi å beregne kravene til den finansielle gjelden og de finansielle eiendelene for å finne kravet til netto finansiell gjeld.

### 7.3.1 Egenkapitalkrav

Kravet til egenkapitalen blir estimert på basis av kapitalverdimodellen og tillagt en illikviditetspremie, siden kapitalverdimodellen forutsetter evig likviditet og er noe som blir problematisk ved ytre sjokk som finanskrisen, men også koronakrisen våren 2020 hvor likviditeten tørket opp er et godt eksempel på dette, men det er i hovedsak ved små selskaper eller selskaper som ikke er dekket av analytikere hvor det til vanlig er lite likviditet, og en bør legge til illikviditetspremier. I tabell 7-4 nedenfor er utregningen av egenkapitalkravet vist.

Egenkapitalkrav	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Risikofri rente etter skatt	0,016	0,015	0,009	0,007	0,009	0,011	0,009	0,003	0,008
Egenkapitalbeta	1,034	1,187	1,189	1,249	1,114	0,927	0,934	0,974	0,973
Risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,048	0,047	0,050	0,051	0,046	0,044
arp	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
<b>Egenkapitalkrav</b>	<b>0,070</b>	<b>0,077</b>	<b>0,071</b>	<b>0,072</b>	<b>0,067</b>	<b>0,062</b>	<b>0,061</b>	<b>0,053</b>	<b>0,056</b>
arp/ilp minoritet	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,023
<b>Minoritetskrav</b>	<b>0,095</b>	<b>0,102</b>	<b>0,096</b>	<b>0,097</b>	<b>0,092</b>	<b>0,087</b>	<b>0,086</b>	<b>0,078</b>	<b>0,079</b>

Tabell 7-4 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

### 7.3.2 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav blir estimert ved bruk av WACC, hvor en vektet kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, med de respektive postene sin andel av netto finansiell gjeld. Merk at siden vi her skal vekte en balansepost som er presentert netto, dvs. finansiell gjeld minus finansiell gjeld, så blir kravet også utregnet netto. Formelen nedenfor viser hvordan en kan regne ut netto finansielt gjeldskrav, mens tabell 7-5 beregner netto finansielt gjeldskrav for hvert enkelt år i perioden.

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

Netto finansielt gjeldskrav	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansielt gjeldskrav	0,036	0,025	0,019	0,017	0,019	0,017	0,019	0,013
Vekt	1,204	1,147	1,079	1,081	1,081	1,095	1,100	1,124
Finansielt eiendelskrav	0,041	0,024	0,023	0,015	0,015	0,012	0,012	0,023
Vekt	0,204	0,147	0,079	0,081	0,081	0,095	0,100	0,124
<b>Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b>0,035</b>	<b>0,026</b>	<b>0,018</b>	<b>0,017</b>	<b>0,020</b>	<b>0,018</b>	<b>0,019</b>	<b>0,012</b>

Tabell 7-5 Netto finansielt gjeldskrav

Videre er netto finansiell gjeldsbeta lik vektet finansiell gjeldsbeta minus vektet finansiell eiendelsbeta:

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

NFG Beta	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansiell gjeldsbeta	0,05	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,02	0,02
Vekt	1,20	1,15	1,08	1,08	1,08	1,09	1,10	1,12
Finansiell eiendelsbeta	0,69	0,23	0,32	0,18	0,13	0,02	0,07	0,41
Vekt	0,20	0,15	0,08	0,08	0,08	0,09	0,10	0,12
<b>NFG Beta</b>	<b>- 0,09</b>	<b>- 0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>

Tabell 7-6 Netto finansiell gjeldsbeta

Merk at betaen til netto finansiell gjeld er negativ i hele perioden, men har blitt mindre som følge av lavere vektning av finansiell eiendelsbeta. Dette er som en følge av at kravet presenteres netto, og Mowi har en stor andel av finansielle eiendeler i investeringer som har krav tilsvarende CAPM, mens kravet til finansiell gjeld er relativt lavt siden det eneste som tillegges kravet er en kredittrisikopremie basert på kredittratingen til Mowi, som er relativt lav.

### Finansielt gjeldskrav

Formelen for å estimere det finansielle gjeldskravet kan i sin enkleste form utledes som vist nedenfor.

$$fgk = \text{Risikofri rente etter skatt} + \text{kredittrisikopremie}$$

hvor kredittrisikopremien (krp) blir fastsatt på basis av den syntetiske ratingen. I tabell 7-7 nedenfor er lang og kort kredittrisikopremie basert på syntetisk rating fremstilt. For eksempel vil et selskap med syntetisk rating BB ha en lang (lån med varighet på 5-7-år) krp (kredittrisikopremie) på 3,3 %.

Kreditrisikopremie	Kort krp etter skatt	Lang krp etter skatt
AAA	0,002	0,00
	<b>0,003</b>	<b>0,005</b>
AA	0,004	0,006
	<b>0,005</b>	<b>0,008</b>
A	0,006	0,01
	<b>0,009</b>	<b>0,012</b>
BBB	0,011	0,014
	<b>0,020</b>	<b>0,024</b>
BB	0,029	0,03
	<b>0,037</b>	<b>0,041</b>
B	0,044	0,049
	<b>0,065</b>	<b>0,071</b>
CCC	0,086	0,09
	<b>0,122</b>	<b>0,128</b>
CC	0,157	0,164
	<b>0,193</b>	<b>0,200</b>
C	0,228	0,24
	<b>0,264</b>	<b>0,272</b>
D	0,299	0,307

Tabell 7-7 Kreditrisikopremie (Knivsflå, 2021h)

Sammenholdt med den syntetiske ratingen som ble utført i kapittel 6, er Mowi sin kreditrisikopremie etter skatt i perioden presentert i tabell 7-8 nedenfor.

Mowi	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Rating	A	A	A	A	A	AA	A	A	A
Kort krp	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,004	0,006	0,006	0,006
Lang krp	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,006	0,010	0,010	0,010

Tabell 7-8 Langsiktig og kortsiktig krp for Mowi i perioden

I perioden er Mowi sin andel av langsiktig gjeld stabil på 70 % av total gjeld, så vi velger å benytte oss av lang krp. Basert på dette kan vi nå regne ut det finansielle gjeldskravet. I tabell 7-9 nedenfor er det presentert

Finansielt gjeldskrav	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Risikofri rente	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01
krp	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Finansielt gjeldskrav	0,04	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,02

Tabell 7-9 Finansielt gjeldskrav

## Finansiell gjeldsbeta

Formelen nedenfor viser hvordan den finansielle gjeldsbetaen beregnes. Som en ser så er det den delen av kredittrisikopremien som er knyttet til markedet og ikke selskapet, delt på markedsrisikopremien.

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

hvor:

mrd = markedsrisikodelen (delen av konkurrisiko som beror seg på økonomien generelt)

krp= kredittrisikopremien

mrp= markedsrisikopremien

Ved estimering av markedsrisikodel har vi valgt å estimere den skjønsmessig ved å multiplisere forklaringskraften ( $R^2$ ) til regresjonsanalysen i figur 7-2 med en tredjedel. Rasjonale bak dette er at forklaringskraften forteller oss hvor mye verdien av egenkapitalen svinger med markedet, og markedsrisikodelen gir oss hvor stor del av krp skal tilordnes markedsrisikoen for at selskapet går konkurs. En nedgang i det generelle markedet kan skape vanskeligheter også for solide selskaper, men ofte er det underliggende svak drift som utløser finansielle kriser og konkurs. Vi antar derfor at den markedsrelaterte kredittrisikoen tilsvarer en tredjedel av egenkapitalens. I tabell 7-10 er dermed finansiell gjeldsbeta presentert.

Finansiell gjeldsbeta	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
krp	0,020	0,010	0,010	0,010	0,010	0,006	0,010	0,010
mrd	0,108	0,108	0,108	0,108	0,108	0,108	0,108	0,108
erp	0,048	0,048	0,048	0,048	0,047	0,050	0,051	0,046
<b>FG Beta</b>	<b>0,045</b>	<b>0,022</b>	<b>0,022</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,013</b>	<b>0,021</b>	<b>0,023</b>

Tabell 7-10 Finansiell gjeldsbeta

## Finansielt eiendelskrav

Når vi skal estimere avkastningskravet til de finansielle eiendelene så må en gruppere de i tre grupper. Vi har kontanter, fordringer og investeringer. Kravet til kontanter er risikofri rente, fordringer må i tillegg til risikofri rente tillegges en kredittrisikopremie som tar hensyn til sannsynligheten for at motparten misligholder lånet. Den siste gruppen er investeringer, hvor kravet beregnes med utgangspunkt i kapitalverdimodellen. Nedenfor er kravet til finansielle eiendeler vist.

$$f_{ek} = (R_f * (1 - s)) * \left(\frac{KON}{FE}\right) + (R_f * (1 - s) + krp_{FOR}) * \left(\frac{FOR}{FE}\right) + (R_f * (1 - s) + \beta_{INV} * erp + ARP_{INV}) * \frac{INV}{FE}$$

I utregningen av kravet til finansielle eiendeler har vi lagt tre forutsetninger til grunn. Den første er at fordringene har en rating på BBB, som er den gjennomsnittlige ratingen til et selskap. Det gir en kort kredittrisikopremie på 1,1 %. Den neste antakelsen er at  $\beta_{INV} = 1$ , altså at markedsrisikoen for finansielle investeringer er lik markedsrisikoen. Den siste forutsetningen er at kontantene er et risikofritt aktivum. De to siste kan diskuteres, da investeringer ofte er nært knyttet opp til drift, og derfor gjerne har samme markedsrisiko som egen drift. Det som er oppgitt som kontanter i balansen er ofte ikke det, men har tilnærmet samme likviditet som kontanter. Dette kan for eksempel være sertifikater eller korte obligasjoner, og det kan stilles spørsmål ved hvorvidt de er risikofrie. I tabell 7-11 nedenfor er de finansielle eiendelskravene i perioden presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Kontantkrav	0,016	0,015	0,009	0,007	0,009	0,011	0,009	0,003	0,008
vekt	0,31	0,77	0,68	0,82	0,87	0,98	0,93	0,59	0,70
Fordringskrav	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
vekt	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investeringskrav	0,053	0,053	0,053	0,053	0,052	0,055	0,056	0,051	0,049
vekt	0,69	0,23	0,32	0,18	0,13	0,02	0,07	0,41	0,22
<b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b>0,04</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>

Tabell 7-11 Finansielt eiendelskrav

## Finansiell eiendelsbeta

Merk at vi i denne sammenheng forutsetter at kontanter har en beta på 0, og investeringer har samme beta som markedet, 1. Betaen til fordringer har samme mrd som det finansiell gjeldskravet, mens krp tar utgangspunkt i et kort lån med rating BBB. I formelen nedenfor er betaen til finansiell gjeld presentert, mens den i tabell 7-12 er beregnet for perioden.

$$\beta_{FE} = \frac{\beta_{FOR} * FOR + \beta_{INV} * INV}{FE}$$

Beta til finansielle eiendeler	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kontantbeta	-	-	-	-	-	-	-	-
Vekt	0,313	0,768	0,682	0,818	0,872	0,978	0,929	0,592
Fordringsbeta	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,024	0,023	0,026
vekt	-	-	-	-	-	-	-	-
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Vekt	0,687	0,232	0,318	0,182	0,128	0,022	0,071	0,408
<b>FE Beta</b>	<b>0,69</b>	<b>0,23</b>	<b>0,32</b>	<b>0,18</b>	<b>0,13</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,41</b>

Tabell 7-12 Finansiell eiendelsbeta

## 7.4 Krav til netto driftskapital

Avkastningskravet til sysselsatt kapital og netto driftskapital er det vektete kapitalavkastningskravet (WACC) hvor vi vekter avkastningskravet til egenkapitalen, minoritet og til finansiell gjeld når vi skal finne avkastningskravet til sysselsatt kapital. Om en skal finne avkastningskravet til netto driftskapital finner vektene en med kravet til netto finansiell gjeld istedenfor finansiell gjeld. Vektingen av det historiske avkastningskravet til bruk i rentabilitetsanalyse bør gjøres med balanseførte verdiene, mens det fremtidige avkastningskravet skal være verdivektet. I formelen nedenfor er formelen for netto driftskrav presentert.

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Merk at avkastningskravet ikke er konstant over perioden og vil variere med endringer i den risikofrie renten og gjeldsgraden over analyseperioden.

Netto driftskrav Mowi	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalkrav	0,07	0,08	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06	0,05
vekt	0,58	0,57	0,53	0,54	0,62	0,66	0,67	0,64
Minoritetskrav	0,09	0,10	0,10	0,10	0,09	0,09	0,09	0,08
vekt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Netto finansielt gjeldskrav	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01
vekt	0,35	0,51	0,48	0,55	0,51	0,34	0,36	0,36
<b>Netto driftskrav</b>	<b>0,05</b>	<b>0,06</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>

Tabell 7-13 Netto driftskrav

Netto driftsbeta finnes ved å ta utgangspunkt i den justerte egenkapitalbetaen til hvert enkelt selskap i bransjen, før en videre omgjør den til en driftsbeta ved å dele på nfgg. Endelig finner man bransjens driftsbeta ved å ta gjennomsnittet av selskapenes driftsbetaer. Netto driftsbeta er uavhengig av finansieringen i henhold til Miller-Modigliani, og gjør det enkelt å regne om til egenkapitalbeta ved endring av giring i perioden. I tabell 7-14 nedenfor er beregningen av netto driftsbeta presentert. Merk at vi har benyttet oss av samme gjeldsgrad for SalMar og Lerøy, så det er noe upresist.

Netto driftsbeta	Mowi	Salmar	Lerøy	Snitt
Egenkapitalbeta	0,966	0,703	0,930	0,866
2/3	0,644	0,469	0,620	0,578
1/3	0,333	0,333	0,333	0,333
<b>Justert EK-beta</b>	<b>0,977</b>	<b>0,802</b>	<b>0,953</b>	<b>0,911</b>
1 + nfgg	1,624	1,436	1,208	1,423
<b>Netto driftsbeta</b>	<b>0,602</b>	<b>0,559</b>	<b>0,789</b>	<b>0,640</b>

Tabell 7-14 Beregning av netto driftsbeta

Netto driftsbetaen er som nevnt konstant over tid, og er regnet ut som gjennomsnitt av selskapenes netto driftsbeta i bransjeutvalget.

I figur 7-15 under er det gitt en oversikt og oppsummering.

Oppsummering krav	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Egenkapitalkrav Mowi	0,0700	0,0774	0,0706	0,0715	0,0668	0,0624	0,0608	0,0531	0,0595
Egenkapitalkrav Bransje	0,0712	0,0729	0,0662	0,0656	0,0612	0,0597	0,0585	0,0514	0,0566
Minoritetkrav Mowi	0,0950	0,1024	0,0956	0,0965	0,0918	0,0874	0,0858	0,0781	0,0826
Minoritetkrav Bransje	0,0962	0,0979	0,0912	0,0906	0,0862	0,0847	0,0835	0,0764	0,0797
Netto finansielt gjeldskrav Mowi	0,0346	0,0257	0,0182	0,0171	0,0198	0,0179	0,0192	0,0121	0,0175
Netto finansielt gjeldskrav Bransje	0,0248	0,0264	0,0191	0,0181	0,0220	0,0188	0,0203	0,0135	0,0179
Netto driftskrav Mowi	0,0528	0,0571	0,0460	0,0478	0,0516	0,0475	0,0478	0,0384	0,0436
Netto driftskrav bransje	0,0552	0,0600	0,0488	0,0476	0,0549	0,0509	0,0504	0,0403	0,0457

Tabell 7-15 Oppsummering av kravene til Mowi og bransjen

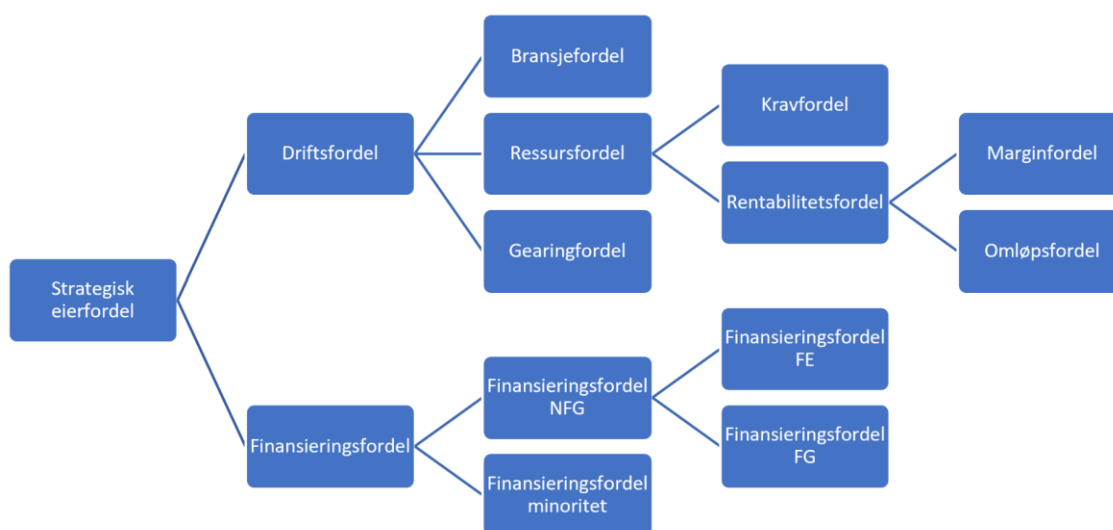
Mowi har i snitt et noe lavere netto driftskrav, men har jevnt over høyere egenkapitalkrav. Vi kan også observere at netto driftskravet tender nedover gjennom perioden.

## 8 Lønnsomhetsanalyse

I det siste kapittelet som omhandler regnskapsanalyse vil vi gjennomføre en strategisk rentabilitetsanalyse av Mowi. Ved en tradisjonell rentabilitetsanalyse analyserer nivået på egenkapitalrentabilitet, dekomponerer den i rentabilitet fra drift og bidrag fra finansiering også videre. Rentabilitet er avkastningen til en kapital i en periode, delt på kapitalen i perioden. Man får da et nøkkeltall som forteller oss hvilken avkastning en har fått på kapitalen i perioden. Velkjente nøkkeltall er Return on Invested Capital (ROIC) og Return on Equity (ROE), og den generelle formelen for rentabilitet er vist nedenfor.

$$\text{Rentabilitet, } r = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

En strategisk rentabilitetsanalyse skiller seg fra en tradisjonell rentabilitetsanalyse ved at en vurderer rentabiliteten opp mot et sammenligningsgrunnlag. Vi vil bruke kravene vi estimerte i forrige kapittel som sammenligningsgrunnlag. I en strategisk rentabilitetsanalyse vil man ta utgangspunkt i superrentabiliteten, og dekomponere den i ulike deler som kan gi større innsikt i hva som skaper en eventuell superrentabilitet for selskapet. Vi vil utføre den strategiske rentabilitetsanalysen i samsvar med Knivsflå sitt rammeverk for strategisk rentabilitetsanalyse, som er presentert i figur 8-1 nedenfor (Knivsflå, 2021i).



Figur 8-1 Rammeverk for strategisk rentabilitetsanalyse (Knivsflå, 2021i)



Som en kan se fra figur 8-1, så starter en med superrentabiliteten,  $SEF = ekr - ekk$ , som en i første omgang dekomponerer i en driftsfordel og finansieringsfordel. Driftsfordelen vil vi videre dekomponere i en bransjefordel, ressursfordel og giringfordel, mens tilsvarende ikke blir gjort med finansieringsfordelen.

En alternativ måte å måle rentabilitet på er å justere for kapitalen opptjent i løpet av året og uttrykkes slik:

$$r = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + \frac{(\Delta\text{kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat})}{2}}$$

Når en rentabilitetsanalyse er *relativ* i forhold til en målestokk, altså i forhold til det aktuelle avkastningskravet, blir det en strategisk analyse (Knivsflå, 2021j). Vi kan dermed sammenligne den historiske rentabiliteten opp mot de historiske avkastningskravene som ble utledet i oppgavens forrige kapittel. For vårt fremtidsregnskap og verdivurdering senere i oppgaven ønsker vi imidlertid å benytte oss av et normalisert nettoresultat til kapitalen da det har en større prediksjonsverdi. Nedenfor er hvordan vi beregner egenkapitalrentabiliteten vist, etterfulgt av tabell 8-1 som presenterer utviklingen i egenkapitalrentabilitet i perioden.

$$ekr = \frac{NRE}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}}$$

## 8.1 Superrentabilitet til egenkapitalen

Superrentabiliteten til egenkapitalen er den avkastningen som selskapet skaper utover avkastningskravet til eierne. Vi beregner rentabiliteten på gjennomsnittlig egenkapital i året, dvs. antar at nettoresultatet og endringen i egenkapital er fordelt uniformt gjennom året. Vi bruker gjennomsnittlig egenkapital fordi det gir et bedre mål på kapitalbasen, og vi normaliserer resultatet til egenkapitalen for å gi et bedre bilde på rentabiliteten siden den vil benyttes i framskrivningen av fremtidsregnskap for Mowi. I tabell 8-1 er ekr beregnet i perioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektet</b>	<b>0,075</b>	<b>0,075</b>	<b>0,075</b>	<b>0,085</b>	<b>0,115</b>	<b>0,1</b>	<b>0,125</b>	<b>0,15</b>	<b>0,2</b>	
Nettoreultat til egenkapital	39	290	373	225	513	580	556	518	224	381
Egenkapital	1 480	1 458	1 394	1 472	1 393	1 552	2 043	2 331	2 514	1 873
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>0,027</b>	<b>0,199</b>	<b>0,268</b>	<b>0,153</b>	<b>0,368</b>	<b>0,374</b>	<b>0,272</b>	<b>0,222</b>	<b>0,089</b>	<b>0,215</b>

Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet for Mowi i perioden

En ser av tabell 8-1 at Mowi har en høy egenkapitalrentabilitet i perioden. Oppdrett er en syklisk bransje, så det at bransjen har opplevd stadig høyere laksepriser på slutten av tiåret kan gi et feilaktig bilde på superrentabiliteten fremover, men en ser rentabiliteten svinger mye i perioden.

Et annet og mer relevant benchmark er hvordan selskapet presterer i forhold til bransjen, og er i stor grad det den strategiske regnskapsanalysen vil bruke tid på. Nedenfor er en utvidet formel for egenkapitalrentabilitet fremstilt, og er ofte er omtalt som “brekkstangformelen”, da finansiell giring ofte fungerer som en brekkstang på egenkapitalrentabiliteten. Om selskapet bare er finansiert med egenkapital, eller driften ikke har en rentabilitet utover rentabiliteten til netto finansiell gjeld, så ser man at egenkapitalrentabiliteten sammenfaller med netto driftsrentabilitet. Vi vil senere utvide denne med å trekke fra ekk på begge sider, som da gjør det mulig å splitte superrentabiliteten i flere deler og gi oss en dypere innsikt i hva som skiller selskapet fra resten av bransjen. Nedenfor er ekr utregnet ved hjelp av netto driftsrentabilitet og giring fra henholdsvis netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser.

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg + (ndr - mir) * mig$$

hvor,

ekr = egenkapitalrentabilitet

ndr = netto driftsrentabilitet

nfgr = netto finansiell gjeldsrente

mir = minoritetsrentabilitet

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad (NFG/EK)

mig = minoritetsgrad (MI/EK)

Merk at formelen er todelt, en for drift og en for finansiering. Dette siden ndr er rentabiliteten som skapes av driften, og er den som tilfaller de som finansierer selskapet. Det andre leddet (ndr-nfgr) viser om driften skaper en høyere eller lavere rentabilitet enn lånerenten, dersom leddet er positivt, vil det lønne seg å låne og en kan da med fordel ta på seg en høyere nfgg,

også kalt giring for å øke ekr. Det tredje leddet er tilsvarende som for gjeldsfinansiering og er lønnsomt for eierne hvis driftsrentabiliteten er høyere enn rentabiliteten til minoriteten. Minoritetsinteresser er normalt en liten del av egenkapitalen til et selskap, så mig vil normalt ha en minimal effekt på ekr (Knivsflå, 2021j).

En fordel med strategisk rentabilitetsanalyse over tradisjonell rentabilitetsanalyse er at man måler rentabiliteten relativt til en målestokk. Superrentabiliteten til egenkapitalen kan uttrykkes som vist nedenfor.

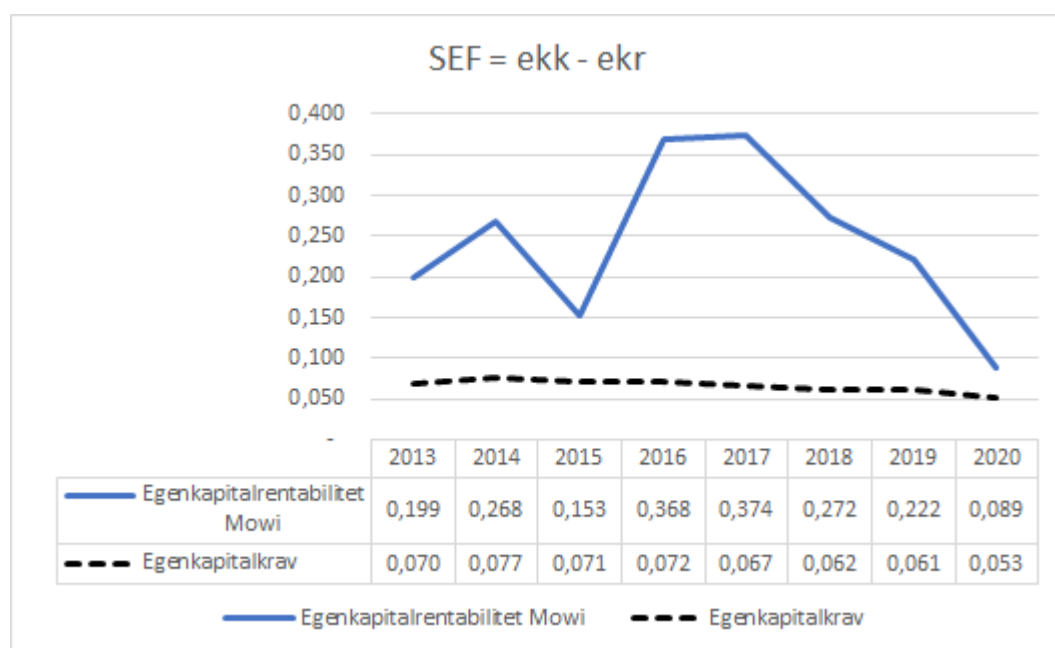
$$\text{Strategisk eierfordel} = \text{ekr} - \text{ekk}$$

hvor,

ekr: egenkapitalrentabiliteten som vist i tabell 8-1 og utledet i forrige avsnitt

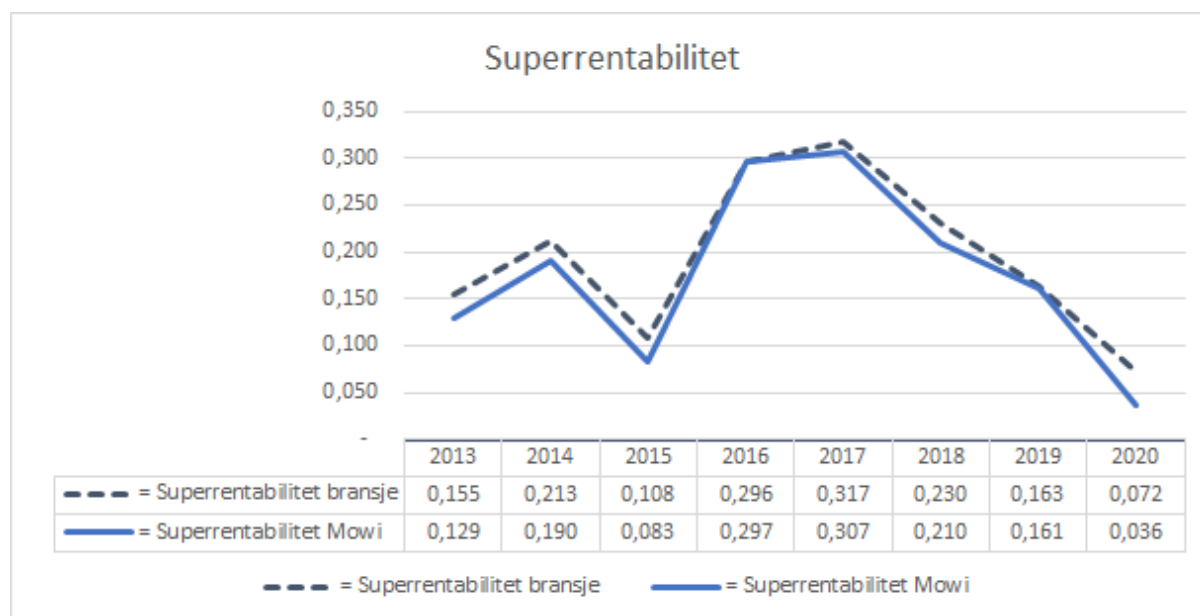
ekk: avkastningskravet til egenkapitalen

Merk at egenkapitalrentabiliteten bør justeres for målefeil for å få frem et godt mål på den underliggende faktiske strategiske eierfordelen. Vi vil derfor ta hensyn til justeringene som er utført tidligere i kapittel 5.5 når vi utfører den strategiske rentabilitetsanalysen. I figur 8-2 nedenfor er egenkapitalrentabiliteten målt relativt til egenkapitalkravet. Differansen er superrentabiliteten til selskapet.



Figur 8-2 Egenkapitalrentabiliteten til Mowi i forhold til egenkapitalkravet i perioden

Vi ser av grafen at Mowi at selskapet skaper betydelig verdier utover egenkapitalkravet, og tidsvektet over perioden er superrentabiliteten på hele 17 %. Superrentabiliteten var ekstremt høy i 2016 og 2017, men har falt noe tilbake de senere årene og var nede på bare 4 % i 2020. I figur 8-3 nedenfor bruker vi resten av bransjen som målestokk for superrentabiliteten til Mowi.



Figur 8-3 Superrentabilitet for Mowi og bransjen i perioden

Vi ser at Mowi har systematisk lavere superrentabilitet enn bransjen, selv om avstanden ser ut til å ha snevret inn i slutten av perioden, riktignok slik at den igjen økte i 2020, hvor bransjen hadde dobbelt så høy superrentabilitet som Mowi. Dette resultatet er en indikasjon på at de konklusjonene vi traff i kapittel 4.3 om selskapets ressursfordeler er feilestimert eller ikke er realisert enda. Det er også verdt å merke seg at det er en fare for at rentabiliteten er noe overvurdert, siden vi valgte å ikke justere for eventuell manglende balanseføring etter IAS 38 i kapittel 5.5.

## 8.2 Dekomponering av strategisk fordel

Strategisk eierfordel eller egenkapitalens superrentabilitet (ekr - ekk), som er avkastning utover kravet til egenkapitalen, kan forklares ytterligere ved å dekomponere den i mindre bestanddeler.

$$\text{Strategisk fordel} = ekr - ekk$$

$$\text{Strategisk fordel} = [(ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig)] + [(nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig]$$

$$SF = [((ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)) * (1 + nfgg + mig)] + [(nfgk - nfgr) + (mik - mir)] * mig$$

$$\text{Strategisk fordel} = \text{Bransjefordel} + \text{Ressursfordel} + \text{Gearingfordel} + \text{Finansieringsfordel}$$

hvor,

ndr = netto driftsrentabilitet

ndk = netto driftskrav

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

mig = minoritetsgrad

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

nfgr = netto finansiell gjeldsrente

mik = minoritetskrav

mir = minoritetsrentabilitet

Den første hakeparentensen i nederste uttrykk tilsvarer bransje, ressurs- og giringfordelen til selskapet. Den andre hakeparentesen tilsvarer finansieringsfordelen. Ved å legge til og trekke fra  $ndr_B - ndr_b$  og  $ndk_B - ndk_B$  i første parentes og stokke om på uttrykkene kan man vurdere rentabiliteten opp mot bransjen ved å dele netto driftsrentabilitet i en del som relaterer seg til bransjens avkastning utover markedets avkastningskrav

$(ndr_B - ndk_B)$ , en del som viser den rentabilitet selskapet har utover bransjen sin rentabilitet,  $(ndr - ndr_B)$ , samt selskapets kravfordel i forhold til bransjen,  $(ndk_B - ndk)$ . Det første leddet tilsvarer bransjefordelen, mens de to påfølgende leddene tilsvarer ressursfordelen til selskapet som er rentabilitet utover bransjens rentabilitet og krav under bransjens krav. Dette tilsvarer analysen vi utførte i kapittel 4 av henholdsvis bransjen og selskapet for å vurdere bransje- og ressursfordelen i dag og i fremtiden. Vi vil nå analysere nevnte fordeler i perioden, og etterpå oppdatere vår analyse på hvilken bransje- og ressursfordel som har vært historisk, og hva som foreligger nå og i fremtiden.

Den siste faktoren i driftsfordelen, som er den andre faktoren i første klammeparentes, er giringfordelen. Giringfordelen er kun en skalering av fordelene som skapes av driften som en følge av at selskapet har finansiert seg med annen kapital enn egenkapital. Det kan diskuteres hvorvidt giringfordelen er en reell fordel for egenkapitalinteressene, siden Miller-Modigliani

sitt andre teorem sier at egenkapitalkravet er proporsjonalt med gjeldsgraden til selskapet, for eksempel nfgg når en bruker netto driftskapitalbalanse. Den fordel som skapes av giring, vil ifølge teoremet utlignes av økningen i egenkapitalkravet investorer vil kreve når risikoen til egenkapitalen øker. Giringfordelen er bare en fordel for egenkapitalinteresser hvis driften i seg selv er lønnsom. Vi vil komme nærmere tilbake til giringfordelen senere i kapitlet.

Bransje- og ressursfordelen var det vi fokuserte på gjennom den strategiske analysen vi gjennomførte i kapittel 4. Vi velger nå å utvide analysen med å også inkludere giringfordelen. Rasjonele for at giring blir øremerket drift og ikke finans, kan forklares ved å se på uttrykket  $ndr - nfr$ , hvor vi ser at giringfordelen kun blir positiv dersom netto driftsrentabiliteten  $>$  netto finansiell gjeldsrentabilitet, og siden vi antar at selskapet har en stabil finansiering, så vil det i stor grad være driftsrentabiliteten som påvirker giringfordelen og er begrunnelsen for at den er klassifisert som drift. Årsaken til at finansieringsfordelen ikke er dekomponert ytterligere er at det i liten grad er mulig å oppnå et fortrinn på dette området da det er stor konkurranse i markedet, og er derfor ikke ansett som strategisk.

Vi vil i det følgende delkapitlene videre dekomponere i hovedsak driftsfordelen i mindre bestanddeler for å bedre se hvordan Mowi og bransjen skiller seg fra hverandre hva gjelder rentabilitet.

### 8.3 Driftsfordel

Driftsfordelen består av bransjefordel, ressursfordel og giringfordel. Vi vil starte med å presentere den rene driftsfordelen, altså uten oppsplitting i bransje- og ressursfordel og skalering vha. giring. Den rene driftsfordelen er driftsrentabiliteten minus driftskravet, altså

$$Driftsfordel = ndr - ndk$$

I tabell 8-2 er utviklingen i Mowi sin driftsfordel i perioden presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Driftsrentabilitet	0,132	0,158	0,092	0,210	0,246	0,192	0,162	0,069	0,155
Driftskrav	0,053	0,057	0,046	0,048	0,052	0,047	0,048	0,038	0,047
<b>Ren driftsfordel</b>	<b>0,080</b>	<b>0,101</b>	<b>0,046</b>	<b>0,163</b>	<b>0,195</b>	<b>0,145</b>	<b>0,114</b>	<b>0,031</b>	<b>0,108</b>

Tabell 8-2 Presentasjon av ren driftsfordel for Mowi i perioden

Vi ser av tabellen at Mowi har en positiv driftsfordel gjennom hele perioden, og er ansett som et grønt flagg. Det tidsvekta snittet viser en driftsfordel på 10,8 % i perioden. Videre kan denne rene driftsfordelen som nevnt tidligere deles inn i bransjefordel, ressursfordel og kravfordel. Vi vil i det følgende analysere de tre typene fordeler for Mowi. Den rene driftsfordelen er splittet i de tre ulike delene nedenfor.

$$\text{Ren driftsfordel} = ndr - ndk$$

$$\text{Ren driftsfordel} = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk - ndk_B)$$

### 8.3.1 Bransjefordel

Bransjen har en bransjefordel dersom rentabiliteten er større enn kravet i bransjen, som vist nedenfor.

$$\text{Bransjefordel} = ndr_B - ndk_B$$

Bransjefordelen kan øke dersom bransjen har muligheter- eller den kan minke dersom bransjen står overfor trusler. Det er altså forhold felles for alle i bransjen som er utgangspunktet. Flere av disse forholdene ble vurdert i PESTEL-analysen i kapittel 4. Videre ble marginene i bransjen undersøkt ved hjelp av Porter-analysen hvor vi fant ut at det var sterk intern rivalisering og stor trussel fra nykommere samtidig som vi anså truslene fra de andre kategoriene som lav. Alt i alt ble disse forholdene tolket til å gi en liten bransjefordel ettersom lønnsomheten historisk har vært bra og trusselen fra substitutter svært lav. Oppdrettsbransjen er også en råvarebasert bransje, så ifølge teori vil flere aktører etablere seg frem til salgsprisen tilsvarer marginalkostnaden. Et avvik fra frimarkedsløsningen som en finner i oppdrettsbransjen kan riktignok forklares med at tilbudet av laks er begrenset og vanskelig å øke som følge av strenge reguleringer og biologiske problemer i de fleste regioner. Dette gjør det mulig for bransjen å høste en positiv bransjefordel, og få eksepsjonelt høye priser når etterspørselen øker mer enn tilbudsveksten. I tabell 8-3 er bransjefordelen i perioden presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvekting</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Driftsrentabilitet bransje	0,164	0,189	0,115	0,227	0,284	0,230	0,173	0,093	0,181
Driftskrav bransje	0,055	0,060	0,049	0,048	0,055	0,051	0,050	0,040	0,050
<b>Bransjefordel drift</b>	<b>0,108</b>	<b>0,129</b>	<b>0,066</b>	<b>0,180</b>	<b>0,230</b>	<b>0,179</b>	<b>0,122</b>	<b>0,053</b>	<b>0,131</b>

Tabell 8-3 Bransjefordel i perioden

Vi ser her det samme som vi så ved analyse av den netto driftsrentabiliteten av den rene driften, hvor bransjefordelen er positiv i hele perioden, og er spesielt høy i perioden 2016 til 2018, med en topp på hele 23 % i 2017, og har et tidsvektet snitt på 13,1 % i perioden. Det er verdt å merke seg at den rene driftsfordelen til Mowi ligger systematisk under driftsrentabiliteten til bransjen, noe som tyder på at vår konklusjon om at Mowi innehar ressursfordeler utover bransjen kanskje ikke stemmer. Det tidsvekta snittet for Mowi ligger 2,3 prosentpoeng lavere enn bransjen. Vi vil analysere dette nærmere senere.

Videre ser man imidlertid at bransjen har hatt en stabil bransjefordel etter 2012, som sammenfaller delvis med innføringen av strengere reguleringer av laksenæringen i Norge etter påpekninger fra Riksrevisjonen, samt at laksenæringen i Chile på slutten av 2000-tallet led store tap og næringen stod i fare for å bli utradert. Man kan derfor i stor grad tilskrive mye av driftsfordelen utover netto driftskrav som en følge av begrenset tilbudsvekst. På kort sikt er dette noe mer positiv enn vår vurdering av rivalisering i bransjen og trusler fra nyetableringer, hvor bransjefordelen viser at det er god lønnsomhet i bransjen i dag. Man ser imidlertid innslag av at det er en råvarebasert industri med den store svingningen i bransjefordelen, samt den bratte nedgangen fra 2018 til 2020, hvor den i 2020 ble godt hjulpet av et etterspørselssjokk med bakgrunn i lavere etterspørsel fra HoReCa-segmentet.

### **8.3.2 Ressursfordel**

I motsetning til bransjefordelen, så angår ressursfordelen bare det enkelte selskapet. Ressursfordelen er positiv dersom selskapet har sterke sider, og negativ dersom det har svake sider internt, det er altså de særegne interne ressursene i selskapet som danner grunnlaget. Nedenfor er ressursfordelen presentert.

$$\text{Ressursfordel drift} = (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)$$

Som vi ser så består ressursfordelen av to bestanddeler. Den ene er hvorvidt selskapet har en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen, og den andre er om en har et lavere netto driftskrav enn bransjen. I tabell 8-4 og 8-5 nedenfor er rentabilitetsfordelen og kravfordelen i perioden presentert.



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Driftsrentabilitet	0,132	0,158	0,092	0,210	0,246	0,192	0,162	0,069	0,155
Driftsrentabilitet bransje	0,164	0,189	0,115	0,227	0,284	0,230	0,173	0,093	0,181
<b>Rentabilitetsfordel</b>	<b>- 0,031</b>	<b>- 0,031</b>	<b>- 0,023</b>	<b>- 0,017</b>	<b>- 0,038</b>	<b>- 0,038</b>	<b>- 0,011</b>	<b>- 0,024</b>	<b>- 0,026</b>

Tabell 8-4 Rentabilitetsfordel

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Driftskrav bransje	0,055	0,060	0,049	0,048	0,055	0,051	0,050	0,040	0,050
Driftskrav	0,053	0,057	0,046	0,048	0,052	0,047	0,048	0,038	0,047
<b>Kravfordel</b>	<b>0,002</b>	<b>0,003</b>	<b>0,003</b>	<b>- 0,000</b>	<b>0,003</b>	<b>0,003</b>	<b>0,003</b>	<b>0,002</b>	<b>0,002</b>

Tabell 8-5 Kravfordel

Vi ser fra tabell 8-4 at Mowi har en rentabilitetsulempe relativt til bransjen, hvor den tidsvektet over perioden er på 2,6 %. Dette viser tydelig at selskapet har enkelte svake sider som fører til den svake rentabiliteten i forhold til bransjen. Det er spesielt i de sterkeste årene hvor avviket til bransjen er størst, hvor selskapet i perioden 2016 - 2018 i snitt hadde en rentabilitetsulempe på hele 3,1 %. Dette er i sterk kontrast til det vi kom frem til i den interne ressursbaserte analysen, hvor vi konkluderte med at størrelsen til Mowi var en midlertidig strategisk fordel som en følge av at de kunne høste stordriftsfordeler og effektivisere enkelte prosesser.

Vi ser også av figur 8-5 at kravfordelen er marginal, og det tidsvekta snittet er 0,2 %, så vi vil ikke dekomponere denne ytterligere. Det kan imidlertid nevnes som tidligere påpekt at vi ikke har justert for de voldsomme utslagene i beta som følge av de store svingningene i både indeks og bransjeutvalget i 2020, som har stor betydning for hvilken betaverdi de enkelte selskapene får, så en ytterligere dekomponering vil trolig ikke tilføre særlig informasjon.

Vi ønsker videre å dekomponere rentabilitetsfordelen ytterligere, og en metode å gjøre dette på er gjennom den velkjente DuPont-modellen, som innebærer at man utvider uttrykket for netto driftsrentabilitet med driftsinntekter (DI), slik at man får uttrykket nedenfor.

$$ndr = \frac{NDR}{DI} * \frac{DI}{NDE}$$

$$ndr = ndm * onde$$

hvor,

ndr = netto driftsmargin

onde = omløpet til netto driftseiendeler

Man ser av uttrykket ovenfor at man kan splitte rentabilitetsfordelen i en marginfordel og en omløpsfordel. Marginfordelen er skapt av ressurser som gir selskapet kostnadsfordeler per krone omsatt. Dette kan skje ved at selskapet enten er mer kostnadseffektiv enn bransjen, eller at de oppnår en høyere pris på varene sine, som indirekte medfører at en fremstår mer kostnadseffektiv siden kostnaden vil utgjøre en mindre andel av driftskostnadene, alt annet like. Omløpsfordelen er skapt av ressurser som gir en bedre evne til å skape driftsinntekter per krone investert.

## Marginfordel

Marginfordelen skyldes at selskapet får mer igjen på sitter igjen med en større andel av omsetningen på bunnlinjen, og kan uttrykkes som

$$\text{Marginfordel} = (\text{ndm} - \text{ndm}_B) * \text{onde}$$

I tabell 8-6 er marginfordelen til Mowi i perioden presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Netto driftsmargin	0,135	0,127	0,082	0,156	0,169	0,156	0,136	0,070	0,126
Netto driftsmargin (bransjen)	0,140	0,136	0,093	0,163	0,181	0,170	0,139	0,091	0,137
= Uvektet marginfordel	-0,005	-0,009	-0,011	-0,007	-0,012	-0,015	-0,003	-0,021	-0,011
Omløpet til netto driftseiendeler	1,055	1,152	1,104	1,243	1,293	1,230	1,157	0,958	1,143
= Marginfordel	-0,006	-0,010	-0,012	-0,009	-0,016	-0,018	-0,003	-0,020	-0,013

Tabell 8-6 Marginfordel

Vi ser at Mowi har en marginulempe i hele perioden, og tidsvektet er den på 1,3 %. Dette innebærer at kostnadene til Mowi samlet sett utgjør 1,3 % mer av omsetningen enn for bransjen. Vi går derfor videre med å gjennomføre en common-size analyse for å få en bedre innsikt i hvilke resultatlinjer det er som forårsaker marginulempen til Mowi.

Common-size analyse er en form for resultatanalyse hvor en uttrykker alle postene i prosent av driftsinntektene. Dette vil avdekke hva det er som skaper marginfordelene og -ulempene selskapet har i forhold til bransjen ellers.

Common-size analyse	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet	Bransje
Driftsinntekter	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Varekostnad	52,1 %	53,6 %	56,9 %	50,8 %	46,3 %	47,5 %	47,9 %	52,4 %	50,5 %	51,6 %
Lønn og andre personalkostnader	13,9 %	13,0 %	13,7 %	12,5 %	13,1 %	13,2 %	13,6 %	14,9 %	13,6 %	12,7 %
Andre driftskostnader	13,4 %	13,1 %	14,2 %	13,5 %	15,1 %	15,5 %	17,5 %	19,3 %	15,8 %	15,0 %
Avskrivninger	3,5 %	3,8 %	4,8 %	4,1 %	3,8 %	4,0 %	3,9 %	4,6 %	4,1 %	3,9 %
= Driftsresultat fra egen virksomhet	17,0 %	16,5 %	10,3 %	19,2 %	21,7 %	19,7 %	17,1 %	8,8 %	15,9 %	16,9 %
Driftsrelatert skattekostnad	4,7 %	4,4 %	2,8 %	5,4 %	5,8 %	5,4 %	4,7 %	2,4 %	4,3 %	4,3 %
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	12,4 %	12,1 %	7,5 %	13,8 %	15,9 %	14,4 %	12,4 %	6,4 %	11,6 %	12,6 %
Nettoresultat fra TS	1,2 %	0,6 %	0,8 %	1,8 %	0,9 %	1,2 %	1,2 %	0,6 %	1,0 %	1,1 %
= Netto driftsresultat	13,5 %	12,7 %	8,2 %	15,6 %	16,9 %	15,6 %	13,6 %	7,0 %	12,6 %	13,7 %

Fra tabell 8-7 ovenfor kan man enklere avdekke ulike trender i diverse regnskapslinjer i perioden. Fra ovenfor ser vi for eksempel at avskrivninger har ligget ganske jevnt på 4-5 %, dette er fordi vi har justert for IFRS 16-effekter som før justering hadde store utslag på avskrivningene i 2019 og 2020. Varekostnad, som i all hovedsak er fôr til laksen, ligger ganske stabilt på omtrent halvparten av driftsinntektene. Sammenligner en kostnadene tidsvektet med bransjen så ser vi at bransjen som allerede vist har en bedre resultatmargin enn Mowi. Dette stemmer overens med de øvrige analysene som tyder på at Mowi har en ressursulempe. Det interessante er imidlertid å se på hvordan kostnadene fordeler seg. Om man benytter seg av Willie Sutton-regelen innenfor økonomistyring, som kort fortalt sier at en bør fokusere på hvor pengene er, så er det ikke vanskelig å fastslå at både Mowi og bransjen burde fokusere på fôrkostnader da den alene utgjør omtrent 50 % av driftsinntektene til både bransjen og Mowi. Det er derfor verdt å trekke frem at Mowi er den eneste aktøren innenfor lakseoppdrett som også har sin egen fôrproduksjon, noe som kan skape ressursfordeler i fremtiden. De begynte prosessen med egen fôrproduksjon i 2014, og siden man ikke ser noen klar kostnadsforbedring frem til de i 2020 ble selvforsynt i Europa, mer en forverring, så utgjør det ikke noen fordel i dag.

Det interessante å fokusere på for å forklare marginulempen til Mowi er imidlertid forskjellen mellom Mowi og bransjen i det tidsvekta gjennomsnittet. Vi ser at Mowi har høyere prosentvise kostnader relatert til postene lønn, andre driftskostnader og avskrivninger, samt 0,1 % lavere inntekter fra tilknyttede selskap. Samlet utgjør disse postene en ulempe på 2,1 %, hvor lønn og andre driftskostnader utgjør brorparten med henholdsvis 0,9 og 0,8 %. Den uvekta marginulempen er riktignok bare på 1,1 %, og det er det fordelen på 1,1 % ved posten varekostnad i forhold til bransjen som har skylden for. Den vektete marginfordelen er 0,2 % høyere enn det common-size analysen tilsier, siden onde er større enn 1.

### *Omløpsfordel*

En omløpsfordel forklares med at selskapet har en høyere omsetning per krone investert enn bransjen. Omløpet til netto driftskapital er driftsinntekt delt på netto driftskapital. Omløpsfordelen er vist nedenfor.

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B$$

hvor,

$$onde = \frac{DI}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$

og

$$ndm = \frac{NDR}{DI}$$

I tabell 8-8 er omløpsfordelen til Mowi presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet					
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>						
Omløpet til netto driftseiendeler	1,055	1,152	1,104	1,243	1,293	1,230	1,157	0,958	1,143					
Omløpet til netto driftseiendeler (bransjen)	1,166	1,271	1,203	1,342	1,372	1,308	1,200	0,997	1,218					
= Uvektet omløpsfordel	-0,111	-0,119	-0,100	-0,099	-0,079	-0,078	-0,043	-0,039	0,075					
Netto driftsmargin (bransjen)	0,140	0,136	0,093	0,163	0,181	0,170	0,139	0,091	0,137					
= Omløpsfordel	-	0,016	-	0,016	-	0,014	-	0,013	-	0,006	-	0,004	-	0,010

Tabell 8-8 Omløpsfordel

Vi ser fra tabell 8-8 at Mowi har en omløpsulempe i forhold til bransjen over hele perioden. Tidsvektet så er det i snitt en ulempe på 1 % i perioden, og er en følge av at Mowi har en lavere omløpshastighet på netto driftseiendelene enn bransjen. Vi vil videre foreta en ARPU-analyse, for å analysere årsaken til omløpsulempen ytterligere. Vi velger da å inkludere hvor mange enheter selskapet og bransjen har solgt i løpet av året for å videre dekomponere driftsinntekten inn i gjennomsnittlig inntekt per enhet (arpu), og ganger det med antall enheter for å finne samlet driftsinntekten. I formelen under er dette vist.

$$Omløpsfordel = (onde - onde_B) * ndm_B$$

$$= (arpu * u - arpu_B * u_b) * ndm_B$$

hvor,

$$arpu = DI/units$$

$$u = units/NDE$$

En kan videre manipulere uttrykket, slik at en kommer frem til uttrykket nedenfor hvor omløpsfordelen er dekomponert i en prisfordel og en kvantumsfordel (Knivsflå, 2021i).

$$Omløpsfordel = (arpu - arpu_B) * u * ndm_B + (u - u_B) * arpu_B * ndm_B$$

Vi vil benytte oss av slaktevolumet til henholdsvis bransjen og selskapet for å beregne gjennomsnittlig inntekt per kg laks og effektivitetsfaktoren u, som i vårt tilfelle forteller oss hvor mange kg med laks selskapet får for hver krone investert. Nedenfor er uttrykket for prisfordelen vist.

$$Prisfordel = arpu - arpu_B * u * ndm$$

I tabell 8-9 nedenfor er prisfordelen presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
arpu	7,155	7,293	7,408	9,222	9,854	10,159	9,487	8,549	8,863
arpu bransje	7,681	7,544	7,603	9,798	10,251	10,380	9,968	8,832	9,225
<b>ARPU-fordel</b>	<b>- 0,526</b>	<b>- 0,251</b>	<b>- 0,195</b>	<b>- 0,576</b>	<b>- 0,397</b>	<b>- 0,222</b>	<b>- 0,481</b>	<b>- 0,283</b>	<b>- 0,362</b>
u	0,147	0,158	0,149	0,135	0,131	0,121	0,122	0,112	0,130
ndm	0,135	0,127	0,082	0,156	0,169	0,156	0,136	0,070	0,126
<b>Prisfordel</b>	<b>- 0,010</b>	<b>- 0,005</b>	<b>- 0,002</b>	<b>- 0,012</b>	<b>- 0,009</b>	<b>- 0,004</b>	<b>- 0,008</b>	<b>- 0,002</b>	<b>- 0,006</b>

Tabell 8-9 Prisfordel

Vi ser at Mowi har en lavere prisoppnåelse enn bransjen i hele perioden, hvor ulempen tilknyttet ARPU (average revenue per unit) var nærmere 0,6 euro i 2016, og under 0,2 euro i 2015. Tidsvektet så utgjør prisoppnåelse en ulempe på 0,6 % relativt til bransjen, noe som det i teorien er mulig å dekomponere ytterligere, da prisoppnåelse vil avhenge av hvilken kvalitet laksen som blir solgt er. Mowi opplyser for 2019 og 2020 at 91 % av solgt volum var av superior kvalitet som er den høyeste og har en høyere pris enn fisk som har produksjonsskader. En lavere ARPU-fordel kan muligens skyldes at Mowi har en lavere andel superior kvalitet, og kan analyseres videre. Vi vil imidlertid ikke gjøre det, siden vi ikke har tilgang til informasjon om prisforskjellen mellom fisk av superior, ordinær og produksjon i kvalitet, samt at denne trolig vil variere både gjennom året og i perioden, velger vi å ikke utføre en videre dekomponering. For 2020 var det også bare Mowi av bransjeutvalget som rapporterte om andelen av solgt volum som var av superior kvalitet, så vi har ikke mulighet til å dekomponere videre.

Videre har vi effektivitetsfordelen, som forteller oss hvor mange kg ekstra laks Mowi klarer å produsere per krone i forhold til bransjen, og denne fordelene er presentert i tabell 8-10 nedenfor er effektivitetsfordelen presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektet</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
u	0,147	0,158	0,149	0,135	0,131	0,121	0,122	0,112	0,130
u bransje	0,152	0,168	0,158	0,137	0,134	0,126	0,120	0,113	0,133
<b>Effektivitetsfordel</b>	<b>- 0,004</b>	<b>- 0,010</b>	<b>- 0,009</b>	<b>- 0,002</b>	<b>- 0,003</b>	<b>- 0,005</b>	<b>- 0,002</b>	<b>- 0,001</b>	<b>- 0,003</b>
arpu bransje	7,681	7,544	7,603	9,798	10,251	10,380	9,968	8,832	9,225
ndm bransje	0,140	0,136	0,093	0,163	0,181	0,170	0,139	0,091	0,137
<b>Kvantumsfordel</b>	<b>- 0,005</b>	<b>- 0,011</b>	<b>- 0,007</b>	<b>- 0,003</b>	<b>- 0,005</b>	<b>- 0,009</b>	<b>- 0,002</b>	<b>- 0,001</b>	<b>- 0,004</b>

Tabell 8-10 Effektivitetsfordel

Som tidligere definert, så er u antall enheter delt på netto driftseiendeler, altså antall kg laks per kr investert. Vi ser at Mowi i 2019 hadde en effektivitetsfordel i forhold til bransjen på 0,02 %, men den har generelt i perioden vært en ulempe, og tidsvektet er den på 0,5 %. Effektivitetsfaktoren u vil avhenge av antall solgte laks, hvor u øker med antall laks om kapitalen er uendret, så uvanlig høy laksedød vil påvirke tallet negativt. Tallet vil også kunne fortelle om selskapet trenger mer kapital per produserte laks enn resten av bransjen, som trolig kan forklare en stabil ulempe. Om en vil slå fast om de bruker kapital mindre effektivt enn bransjeutvalget, så bør man skille fordelene i ulike områder, for å se om problemene også er til stede i Norge som bransjeutvalget, eller om det er produksjonen i andre regioner som er årsaken til den lavere. Som kjent så har Mowi produksjon i Canada og Chile, og i 2020 så hadde Mowi en EBIT per kg på -1,91 EUR i Canada ifølge segmentrapporteringen, mens den totalt for selskapet var på 0,42 EUR (Mowi, 2021a). Dette indikerer at det kan være stor variasjon i operasjonell effektivitet i de ulike produksjonsområdene til Mowi, og å foreta regnskapsanalysen på et aggregert nivå som vi har gjort kan derfor skjule eventuelle ressursfordeler Mowi kan ha i Norge, som er der Lerøy og SalMar omtrent har hele sin produksjon.

### 8.3.3 Giringfordel

Giringfordelen skalerer opp den strategiske fordelene fra driften ved økt bruk av netto finansiell gjeld og minoriteter relativt til egenkapital. Merk at den økte strategiske fordelene som er skapt av giring ikke er det samme som å skape verdi, dette fordi den økte giringen kommer med tilhørende risiko for egenkapitalinteressene og nøytraliserer dermed hverandre jf. Miller-Modigliani-teoremet (Modigliani, & Miller, 1958).

Dersom finansielle eiendeler er større enn null, vil dette ha en negativ effekt på driftsfordelen siden pengene som er plassert i finansielle eiendeler heller kunne vært plassert i netto driftseiendeler.

$$\text{Giringfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

Som vi ser av formelen ovenfor, kan man bare si at selskapet har en giringfordel om det er lønnsomt, altså at selskapet har en netto driftsrentabilitet som er større enn kravet. Om selskapet har en ren driftsulempe, så skalerer giringfordelen også denne, så giringfordelen øker også nedside, som vil oppveies ved at egenkapitalkravet tar hensyn til giring. I tabell 8-11 nedenfor er giringfordelen til Mowi presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Ren driftsfordel	0,086	0,094	0,045	0,150	0,172	0,144	0,111	0,029	0,102
Netto finansiell gjeldsgrad	0,595	0,901	0,915	1,027	0,818	0,517	0,532	0,560	0,704
Minoritetsgrad	0,004	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,001
<b>Giringfordel</b>	<b>0,051</b>	<b>0,085</b>	<b>0,042</b>	<b>0,154</b>	<b>0,141</b>	<b>0,074</b>	<b>0,059</b>	<b>0,016</b>	<b>0,072</b>

Tabell 8-11 Giringfordel

Vi ser at giringfordelen gir et positivt bidrag til den strategiske eierfordelen i alle år og gir spesielt store bidrag i 2016 og 2017, da netto finansiell gjeldsgrad er relativt høy samtidig som den rene driftsfordelen. Tidsvektet er bidraget fra giringfordelen til den strategiske eierfordelen på 5,5 %.

### 8.3.4 Oppsummering driftsfordel

Vi har nå analysert driftsfordelen til Mowi i perioden 2013 til 2020. I tabell 8-12 nedenfor er denne oppsummert, og vi ser at det meste av driftsfordelen til Mowi kommer fra bransjefordelen, som er en følge av den sterke økningen i lakseprisen i perioden med bakgrunn i den begrensede tilbudssiden som gjør at den tidsvektede bransjefordelen over perioden er på hele 13,1 %, og forklarer 70 % av Mowi sin driftsfordel på 17.6 %. Residualen er forklart av giringfordelen. Videre vurderte vi om Mowi besitter en ressursfordel og konkluderte med at Mowi har en ressursulempe i forhold til bransjen, som følge av at de har svake sider som resten av bransjen ikke har, enten i form av lavere rentabilitet eller mindre gunstige krav. Vi dekomponerte den videre til en marginulempe på 1,3 % i perioden, som skyldes høyere lønnskostnader, andre driftskostnader og avskrivninger, mens de relativt lavere varekostnadene omtrent halverte ulempen til 1,3 %. Avslutningsvis så vi på selskapets omløpsfordel hvor vi avdekket en tidsvektet omløpsulempe på 1 % over analyseperioden, videre dekomponerte vi omløpsfordelen i arpu-fordel og effektivitets-fordel. I analysene fant vi at Mowi hadde en lavere prisoppnåelse enn bransjen og en effektivitetsulempe, effektivitetsulempen er det dog knyttet usikkerhet til da vi ikke klarte å skille ut de ulike landene Mowi opererer i, slik at vi

ikke kan si om de har en effektivitetsfordel i Norge eller ei. I driftsfordelen er også giringfordelen inkludert, denne er ikke inkludert i den rene driftsfordelen, men viser at hvis vi har en lønnsom drift kan selskaper benytte seg av giring til å skalere opp driften og dermed øke deres driftsfordel. Mowi hadde et tidsvektet bidrag fra giring til den strategiske eierfordelen på 5,5 %, som gir Mowi en tidsvektet driftsfordel på 17,6 % over perioden.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Bransjefordel	0,109	0,118	0,065	0,173	0,200	0,174	0,118	0,051	0,124
Ressurfordel rentabilitet	- 0,021	- 0,026	- 0,021	- 0,025	- 0,030	- 0,032	- 0,009	- 0,024	- 0,023
Marginfordel	- 0,006	- 0,010	- 0,012	- 0,009	- 0,016	- 0,018	- 0,003	- 0,020	- 0,013
Omløpsfordel	- 0,016	- 0,016	- 0,009	- 0,016	- 0,014	- 0,013	- 0,006	- 0,004	- 0,010
Ressursfordel krav	- 0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
<b>Ren driftsfordel</b>	<b>0,086</b>	<b>0,094</b>	<b>0,045</b>	<b>0,150</b>	<b>0,172</b>	<b>0,144</b>	<b>0,111</b>	<b>0,029</b>	<b>0,102</b>
Giringfordel	0,051	0,085	0,042	0,154	0,141	0,074	0,059	0,016	0,074
<b>Driftsfordel</b>	<b>0,137</b>	<b>0,178</b>	<b>0,087</b>	<b>0,304</b>	<b>0,313</b>	<b>0,219</b>	<b>0,169</b>	<b>0,045</b>	<b>0,176</b>

Tabell 8-12 Dekomponert driftsfordel

## 8.4 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen kan deles i to deler, netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Nullhypotesen er at et selskap ikke klarer å oppnå noen varig finansieringsfordel siden konkurransen i finansmarkedet er stor (Knivsflå,2021j). En driftsfordel er ansett som positiv hvis den er positiv for egenkapitalinteressene, og dette gjelder også for finansieringsfordelen. Dette innebærer at man har en finansieringsfordel hvis kravet til kapitalen overstiger rentabiliteten til kapitalen. Selv om finansieringen vanligvis ikke er en stor bidragsyter til den strategiske fordelen, burde fremdeles netto finansiell gjeld og minoritet verdivurderes grunnet signifikante avvik mellom rente og avkastningskrav. Vi vil i dette delkapittelet analysere hvorvidt Mowi har en slik fordel. Finansieringsfordelen er gitt ved

$$\begin{aligned} \text{Finansieringsfordel} &= \text{netto finansiell gjeldsfordel} + \text{minoritetsfordel} \\ &= (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig \end{aligned}$$

### 8.4.1 Netto finansiell gjeld

Finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld er summen av fordelen fra finansielle gjeld og finansielle eiendeler, ganget med netto finansiell gjeldsgrad. Merk at man for finansielle eiendeler bare har en fordel hvis rentabiliteten til finansielle eiendeler er større enn tilhørende krav, altså det motsatte for det en benytter for finansiell gjeld. Om man derimot hadde



behandlet det likt som finansiell gjeld, kunne man benyttet definisjonen av netto finansiell gjeld, som tilsier at den er finansiell gjeld minus finansielle eiendeler. Nedenfor er uttrykket for finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld.

$$FFNFG = (nfgk - nfggr) * nfgg$$

hvor,

$$nfgkr = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG - NFK_t - NFI_t}{2}}$$

$$nfgg = \frac{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG - NFK_t + NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NRE_t}{2}}$$

Som en ser så har selskapet en finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld hvis kravet er større enn gjeldsrentene som betales, hvor netto finansiell gjeldsrente er beregnet som netto finanskostnader minus netto finansinntekter i året delt på gjennomsnittlig kapital i året. Om selskapet betaler mindre i renter enn det kreditorene har i krav, eller får mer fra i finansinntekt enn det finansielle eiendelskravet tilsier, så har selskapet en finansieringsfordel. I tabell 8-13 nedenfor er finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Netto finansielt gjeldskrav	0,035	0,026	0,018	0,017	0,020	0,018	0,019	0,012	0,019
Netto finansiell gjeldsrente	0,049	0,012	0,023	0,024	0,027	0,034	0,036	0,027	0,029
<b>Netto finansiell rentefordel</b>	<b>-0,014</b>	<b>0,013</b>	<b>-0,005</b>	<b>-0,007</b>	<b>-0,007</b>	<b>-0,016</b>	<b>-0,017</b>	<b>-0,015</b>	<b>-0,010</b>
Netto finansiell gjeldsgrad	0,595	0,901	0,915	1,027	0,818	0,517	0,532	0,560	0,704
<b>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</b>	<b>- 0,008</b>	<b>0,012</b>	<b>- 0,004</b>	<b>- 0,007</b>	<b>- 0,006</b>	<b>- 0,008</b>	<b>- 0,009</b>	<b>- 0,008</b>	<b>- 0,007</b>

Tabell 8-13 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Som vi ser fra tabellen, så har Mowi en finansieringsulempe i hele perioden utenom i 2014, hvor fordelen var på 1,2 %. Tidsvektet er det en ulempe på 0,7 %. Finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld kan dekomponeres i finansielle eiendeler og finansiell gjeld, og dette vil bli gjort i det påfølgende.

## Finansielle eiendeler

Om selskapet har finansielle eiendeler som gir en høyere rente enn det finansielle eiendelskravet, representerer det en finansieringsfordel. Hvis rentabiliteten er lavere enn driftsrentabiliteten kan det imidlertid være fordelaktig for eierne å kvitte seg med de finansielle eiendelene, og heller investere kapitalen i driften. Finansieringsfordelen fra finansielle eiendeler er presentert nedenfor.

$$FFFE = (fer - fek) * feg$$

hvor.

$$fer = \frac{NFI_t}{(FE_{t-1} + \frac{\Delta FE - NFI_t}{2})}$$

og

$$feg = \frac{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE - NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NDR_t}{2}}$$

I tabell 8-14 nedenfor er finansieringsfordelen fra finansielle eiendeler presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektet</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,082	0,160	0,020	0,015	0,010	0,027	0,010	0,004	0,030
Finansielt eiendelskrav	0,041	0,024	0,023	0,015	0,015	0,012	0,012	0,023	0,019
<b>Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel</b>	<b>0,041</b>	<b>0,136</b>	<b>-0,003</b>	<b>0,000</b>	<b>-0,004</b>	<b>0,015</b>	<b>-0,001</b>	<b>-0,019</b>	<b>0,011</b>
Finansiell eiendelsgrad	0,140	0,145	0,104	0,083	0,067	0,046	0,053	0,063	0,078
<b>Finansieringsfordel finansielle eiendeler</b>	<b>0,006</b>	<b>0,020</b>	<b>-0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,001</b>	<b>0,000</b>	<b>0,001</b>	<b>0,001</b>

Tabell 8-14 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Som vi ser så har selskapet en negativ trend hva gjelder fordelene fra finansielle eiendeler, hvor den var positiv i starten av perioden, men har falt til å være tilnærmet null, som er i samsvar med vår hypotese som sier at finansieringsfordeler ikke er varige og vil være rundt null på sikt. Vi ser at fordelene fra finansielle eiendeler er på hele 2 % i 2014, som trolig forklarer den positive finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld i 2014.

## Finansieringsfordel finansiell gjeld

Den andre og siste komponenten i finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld er finansiell gjeld, altså gjeld som ikke er driftsrelatert, og avlønnes ved at selskapet betaler renter. Selskapet

har en finansieringsfordel hva gjelder finansiell gjeld hvis de betaler mindre i renter enn de kreditor krever basert på de estimatene vi har lagt til grunn som risikofri rente og kredittrisikopremie. Nedenfor er finansieringsfordelen til finansiell gjeld presentert.

$$FFFG = (fgk - fgr) * fgg$$

hvor,

$$fgr = \frac{NFK}{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG - NFK}{2}}$$

og

$$fgg = \frac{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG - NFK}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}}$$

I tabell 8-15 er finansieringsfordelen fra finansiell gjeld presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Finansielt gjeldskrav	0,036	0,025	0,019	0,017	0,019	0,017	0,019	0,013	0,019
Finansiell gjeldsrente	0,055	0,033	0,023	0,023	0,026	0,034	0,034	0,025	0,030
<b>Finansiell rentefordel</b>	<b>-0,019</b>	<b>-0,007</b>	<b>-0,004</b>	<b>-0,007</b>	<b>-0,006</b>	<b>-0,016</b>	<b>-0,015</b>	<b>-0,011</b>	<b>-0,011</b>
Finansiell gjeldsgrad	0,735	1,046	1,019	1,109	0,885	0,563	0,585	0,624	0,782
<b>Finansieringsfordel finansiell gjeld</b>	<b>-</b>	<b>0,014</b>	<b>-</b>	<b>0,007</b>	<b>-</b>	<b>0,006</b>	<b>-</b>	<b>0,009</b>	<b>-</b>

Tabell 8-15 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Som vi ser fra tabell 8-15 så har Mowi en varig finansieringsulempe fra finansiell gjeld i perioden, og er negativ i alle år. Den er relativt stabil på rundt 0,8 % hvert år i snitt, mens det tidsvektede er noe høyere på 0,9 %. Tabellen bekrefter også sammenholdt med tabell 8-14 at finansieringsfordelen for netto finansiell gjeld i 2014 utelukkende skyldtes den uvanlig høye rentabiliteten på de finansielle eiendelene det året. En mulig årsak til den høye finansieringsulempen til Mowi er et avvik fra vår beregnede kredittrisikopremie på 1 %, og påslaget på Mowi sin gjeld i tillegg til EURIBOR (avkortet på 0 %, så negativ EURIBOR blir i praksis en økning i risikopremien, om den risikofrie renten er negativ). I årsrapporten for 2020, note 12 så opplyser Mowi om at påslaget på den rentebærende gjelden er mellom 1,60 % og 2,15 %, som er noe over det vi beregnet som risikopremie (Mowi, 2021a, s. 203).

#### 8.4.2 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

En rimelig antakelse er at denne fordelten er tilnærmet null da majoriteten vil skvise minoriteten for en eventuell rentabilitet utover kravet. Finansieringsfordelen fra minoritetsinteresser er gitt ved

$$FFMI = (mik - mir) * mig$$

hvor,

$$mir = \frac{NMR}{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI - NMR}{2}}$$

og

$$mig = \frac{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI - NMR}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}}$$

I tabell 8-16 nedenfor er finansieringsfordelen fra minoritet i perioden presentert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Minoritetskrav	0,095	0,102	0,096	0,097	0,092	0,087	0,086	0,078	0,089
Minoritetsrentabilitet	0,084	0,201	0,077	-0,286	0,333	0,522	-0,765	3,556	0,700
<b>= Minoritetsrentabilitetsfordel</b>	<b>0,011</b>	<b>-0,098</b>	<b>0,019</b>	<b>0,382</b>	<b>-0,242</b>	<b>-0,434</b>	<b>0,851</b>	<b>-3,477</b>	<b>-0,611</b>
Minoritetsgrad	0,004	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,001
<b>= Finansieringsfordel minoritet</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,001</b>	<b>0,001</b>	<b>0,001</b>

Tabell 8-16 Finansieringsfordel fra minoritetsinteresser

Som ventet så ser vi at finansieringsfordelen fra minoritet er marginal hva gjelder bidrag til den strategiske fordelten, hvor den ligger på 0 % i alle år, før den har vært henholdsvis en fordel og ulempe på 0,1 % i 2019 og 2020. Den har imidlertid gitt store fordeler og ulemper i prosent, hvor den blant annet var en ulempe på 347 % i 2020, og det vektete snittet i perioden tilsier en ulempe på 61 %. En ser imidlertid at minoritetsgraden er fallende over perioden, fra 0,4 % av egenkapitalen i 2013, til i praksis null i 2020, som også forklarer de russiske prosentene en har opplevd i slutten av perioden, samt at beregningen av gjennomsnittlig kapital ved relativt store kapitalendringer kan bli misvisende (utbetaling av utbytte i starten av året, kombinert med utkjøp av minoritetsposten i slutten av året, for eksempel). Oppsummert velger vi å beholde nullhypotesen om at finansieringsfordelen er tilnærmet null, hovedsakelig fordi posten normalt er liten, og skaleringen dermed medfører at den blir marginal.

## 8.4.2 Oppsummering finansieringsfordel

Som påpekt tidligere er en finansieringsfordel eller -ulempe ikke en stor del av den totale strategiske fordelen og ettersom vi i kapittel 8.4.2 antar at finansieringsfordelen knyttet til minoritetsinteresse er null, vil vi ikke operere med finansieringsfordel i oppgavens tredje del.

Tidsvektning	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Finansieringsfordel Netto finansiell gjeld	-0,009	0,012	-0,004	-0,007	-0,006	-0,008	-0,009	-0,008	-0,006
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,006	0,020	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000	-0,001	0,001
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,014	-0,007	-0,004	-0,007	-0,006	-0,009	-0,009	-0,007	-0,009
Finansieringsfordel minoritet	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	-0,001	0,000
Finansieringsfordel	-0,014	0,024	-0,009	-0,014	-0,012	-0,017	-0,017	-0,017	-0,014

Tabell 8-17 Finansieringsfordel i perioden

## 8.5 Bransjespesifikke nøkkeltall

I tillegg til de tradisjonelle nøkkeltallene vil vi også presentere noen mer bransjespesifikke tall som vil hjelpe oss senere når vi skal budsjettere en av de viktigste postene, nemlig driftsinntekter.

Som vi ser fra figuren nedenfor er Mowi den klart største aktøren om man bruker slaktevolum som målestokk. Volumet er større enn de andre to selskapene i bransjeutvalget kombinert. Merk også at volumet er svært varierende fra 2015 og utover og det kan tolkes fra tallene at konsesjonene ikke har vært utnyttet maksimalt hvert år. SalMar har hatt den største prosentvise veksten i slaktevolum over analyseperioden. Merk at det her ikke bare er presentert finansielle tallstørrelser, så med mindre annet er spesifisert, så er benevnelsen euro, ikke MEUR som er benyttet hittil i oppgaven.

i tonn, sløyd vekt	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mowi	343 772	418 873	420 148	380 621	370 346	375 237	435 904	439 829
Salmar	115 000	141 000	136 400	115 600	135 200	142 500	153 000	161 500
Lerøy	144 800	158 300	157 700	150 200	157 700	162 100	158 200	171 000
Bransjen	603 572	718 173	714 248	646 421	663 246	679 837	747 104	772 329

Tabell 8-18 Slaktevolum fordelt på bransjeutvalget

Hvor mye inntekter man får per kg laks er i all hovedsak avhengig av laksepris og eventuelle kontrakter selskapene i bransjen har inngått, disse avtalene vil imidlertid indirekte også være avhengig av lakseprisen på en eller annen form. Vi ser fra de to tabellene under at 2018 var det året med høyest driftsinntekt per kg laks, lakseprisen var derimot høyere i både 2017 og 2016. Tradisjonelt har laks blitt ansett som mer eller mindre som en råvare for oppdrettsselskapene,

men i de senere tider har flere og flere begynt med VAP (value added processing). De har begynt å etablere egne merkevarer slik at de skiller seg fra de andre produsentene og mulig kan få mer inntekter per kg laks enn før. Om vi ser på tabellen som viser bransjens driftsinntekter per kg ser vi at den er høyere jevnt over, muligens grunnet Lerøys utviklede merkevare som gir merinntekter per kg.

i tEUR / tonn	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	2 459 633	3 055 043	3 112 400	3 510 200	3 649 400	3 811 900	4 135 600	3 760 200
Slaktevolum, sløyd vekt	343 772	418 873	420 148	380 621	370 346	375 237	435 904	439 829
ARPU Mowi, euro	7,15	7,29	7,41	9,22	9,85	10,16	9,49	8,55

Tabell 8-19 Driftsinntekt per kg laks (ARPU), Mowi

i tEUR / tonn	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter, bransje	4 635 784	5 418 089	5 430 534	6 333 954	6 799 256	7 056 821	7 447 288	6 821 239
Slaktevolum sløyd vekt, bransje	603 572	718 173	714 248	646 421	663 246	679 837	747 104	772 329
ARPU bransje, euro	7,68	7,54	7,60	9,80	10,25	10,38	9,97	8,83

Tabell 8-20 Driftsinntekter per kg laks (ARPU), bransje

Når det kommer til antall kg laks per euro investert ser vi derimot en markant mindre forskjell mellom Mowi og bransjeutvalget. Dette kan skyldes mindre muligheter for differensiering. Men det skal sies at Mowi står for en forholdsmessig stor andel av det totale volumet, slik at resultatene i stor grad vil være skjøvet retning Mowi. Videre er det verdt å registrere at utviklingen går jevnt nedover gjennom analyseperioden.

i tEUR / tonn	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Slaktevolum sløyd vekt	343 772	418 873	420 148	380 621	370 346	375 237	435 904	439 829
Netto driftseiendeler	2 331 468	2 651 730	2 819 461	2 823 962	2 822 492	3 099 130	3 574 224	3 922 990
kg laks / NDE i euro	0,15	0,16	0,15	0,13	0,13	0,12	0,12	0,11

Tabell 8-21 Antall kg laks per euro investert, Mowi

i tEUR / tonn	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Slaktevolum sløyd vekt, bransje	603 572	718 173	714 248	646 421	663 246	679 837	747 104	772 329
Netto driftseiendeler, bransje	3 976 065	4 264 045	4 512 516	4 720 725	4 954 528	5 395 723	6 204 863	6 839 565
kg laks / NDE i euro, bransje	0,15	0,17	0,16	0,14	0,13	0,13	0,12	0,11

Tabell 8-22 Antall kg laks per euro investert, bransje

## 8.6 Oppsummering strategisk fordel

I dette kapittel har vi analysert og dekomponert den strategiske fordel. Vi fant at Mowi har en tidsvektet strategisk fordel på 16,9 % i perioden, som er ansett som en bra strategisk fordel. Videre fant vi at den i hovedsak har sin kilde driftsfordelen, da finansieringsfordelen er negativ over hele perioden, og trolig vil gå mot null som følge av velfungerende kapitalmarkeder. Videre fant vi at bransjefordelen utgjør hele den rene driftsfordelen til Mowi, som innebærer

at Mowi tilsynelatende har svake sider ved seg som ikke kom frem i den strategiske analysen som ble utført i kapittel 4.3. Dette er et rødt flagg for selskapet, da vi ville tro at selskapet hadde evne til å utnytte størrelsen sin til å etablere stordriftsfordeler. Den eneste tendensen vi så til en ressursfordel var at de hadde en noe lavere varekostnad enn resten av bransjen ved gjennomføring av common-size analysen, noe som kan være en følge av selskapets satsing på egen fôrproduksjon siden 2014. Ressursulempen er som problematisert i ARPU-analysen, trolig en følge av problemene Mowi opplever i Chile og Canada, og det hadde vært ønskelig med ytterligere informasjon som hadde gjort det mulig å analysere lønnsomheten til de enkelte regionene til Mowi, herunder Chile og Canada mot resten av Mowi. Mowi opplyser i årsrapporten for 2020 at de i en lengre periode har hatt betydelige problemer med biologiske problemer i Canada. Chile hadde store problemer på slutten av 2000-tallet, så det hadde økt informasjonen i analysen hvis en kunne skilt ut Chile for å se forbedringen gjennom perioden.

Den høye bransjefordelen bekrefter imidlertid vår analyse av bransjen i kapittel 4.2, hvor vi kom frem til at det var høy rivalisering innad i bransjen, og trusselen fra inntrengere var høy i form av landbasert oppdrett, dog slik at tilbudsveksten på kort sikt som følge av biologiske problemer og megatrender innenfor mat kan skape betydelig økt vekst i konsum av laks og er med på å dempe rivaliseringen innad i bransjen, og usikkerheten som fortsatt gjelder innenfor oppdrett tilsa at bransjeforholdene ble vurdert til stabile, og er i tråd med en bransjefordel på 16,9 %.

Giringfordelen er en stor bidragsyter til den strategiske fordelene, men det er som tidligere nevnt ikke en strategisk fordel i seg selv, men bare en skalering av fordelene som er skapt av driften. Vi velger derfor ikke å vurdere denne ytterligere, men merker oss at det vektete snittet er på 7,4 % i perioden.

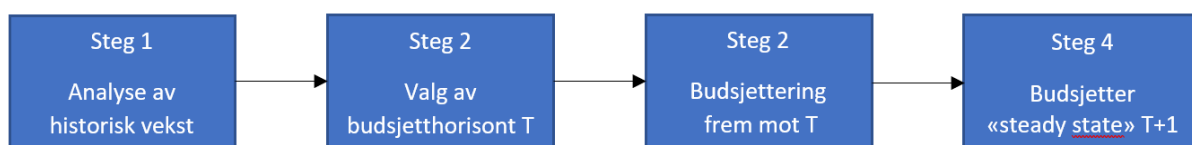
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
<b>Tidsvektning</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	
Bransjefordel	0,109	0,118	0,065	0,173	0,200	0,174	0,118	0,051	0,124
Ressurfordel rentabilitet	-0,021	-0,026	-0,021	-0,025	-0,030	-0,032	-0,009	-0,024	-0,023
Ressurfordel krav	-0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
<b>Ren driftsfordel</b>	<b>0,086</b>	<b>0,094</b>	<b>0,045</b>	<b>0,150</b>	<b>0,172</b>	<b>0,144</b>	<b>0,111</b>	<b>0,029</b>	<b>0,102</b>
Giringfordel	0,051	0,085	0,042	0,154	0,141	0,074	0,059	0,016	0,074
<b>Driftsfordel</b>	<b>0,137</b>	<b>0,178</b>	<b>0,087</b>	<b>0,304</b>	<b>0,313</b>	<b>0,219</b>	<b>0,169</b>	<b>0,045</b>	<b>0,176</b>
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,009	0,012	-0,004	-0,007	-0,006	-0,008	-0,009	-0,008	-0,006
Finansieringsfordel minoritet	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	-0,001	-0,001
<b>Finansieringsfordel</b>	<b>-0,009</b>	<b>0,012</b>	<b>-0,004</b>	<b>-0,007</b>	<b>-0,006</b>	<b>-0,009</b>	<b>-0,008</b>	<b>-0,009</b>	<b>-0,007</b>
<b>= Strategisk fordel</b>	<b>0,129</b>	<b>0,190</b>	<b>0,082</b>	<b>0,297</b>	<b>0,307</b>	<b>0,210</b>	<b>0,161</b>	<b>0,036</b>	<b>0,169</b>

Tabell 8-23 Dekkomponering av strategisk fordel

## 9 Fremtidsregnskap

I oppgavens tredje del vil vi benytte informasjon og innsikt i fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Fremtidsregnskap er budsjettert finansregnskap (omgruppert og justert) fremover i tid fra år 1 til T+1, hvor T er siste år i budsjettperioden og T+1 er første år i steady state (Knivsflå, 2021k). Fremtidsregnskapet blir utarbeidet på bakgrunn av informasjonen vi har opparbeidet oss om selskapet gjennom den strategiske analysen i kapittel 4 og den historiske regnskapsanalyse som ble utført i kapittel 5 til 8.

### 9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap (Knivsflå, 2021l)

Vi vil benytte oss av rammeverket til Knivsflå ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet, og dette vil foregå i fire deler som vist i figur 9-1 ovenfor. Selve budsjetteringsprosessen omfatter 11 regnskapslinjer hvorav to av de blir regnet ut residualt, mens for de ni resterende så er budsjettdriverne presentert i figur 9-2 nedenfor.

Regnskapslinje	Driver
Driftsinntekter	$(1+div) * Di_{t-1}$
Netto driftseiendeler $t+1$	$DI / onde$
Netto driftsresultat	$ndm * Di$
Finansiell gjeld	$fgd * NDE$
Finansielle eiendeler	$fed * NDE$
Finansiell gjeldsrente	$fgr * FG_{t-1}$
Finansiell eiendelsrentabilitet	$fer * Fe_{t-1}$
Minoritetsdel	$mir * NDE_{t-1}$
Netto minoritetsresultat	$mir * Mi_{t-1}$
Egenkapital	Residualt ( $NDE - NFG - MI$ )
Netto betalt utbytte	Residualt ( $NRE - \Delta EK$ )

Tabell 9-1 Historisk driftsinntektsvekst



De leddene som er markert med rødt er verdiene vi på grunnlag av innsikt fra den strategiske analysen, analysen av risiko og analysen av historisk rentabilitet vil estimere. Ut fra dette estimatet vil budsjettdriveren konvergere gjennom den eksplisitte prognoseperioden og nærme seg et konstant nivå i steady state.

## 9.2 Praktiske valg

I dette delkapittelet vil vi bestemme hvor lang eksplisitt budsjettperiode, budsjettmodell og hvilke drivere som skal brukes for å estimere selskapets driftsinntektsvekst.

### 9.2.1 *Budsjettmodell og budsjett drivere*

Når man skal lage en budsjettmodell og identifisere budsjett drivere kan man generelt gå to veier: man kan identifisere mange drivere og fokusere litt på hver enkelt, eller man kan identifisere noen få og gå mer i dybden på de som har mest forklaringskraft.

Vi kommer i denne oppgaven til å budsjettere færre poster og heller legge mer tanke bak hver enkelt. Vi vil for eksempel budsjetterte driftsinntekter med en verdidriver. Men vi vil ved estimering av driveren vurdere hva estimatet på driveren impliserer hva gjelder laksepris, konsesjoner og konkurransesituasjonen.

### 9.2.2 *Budsjett horisont*

“Steady state”, eller stabil utvikling er det stadiet man ser for seg at selskapet er på etter at man har tatt høyde for innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen. Da selskapet er i en stabil utvikling betyr det at alle budsjett driverne er konstante. Videre er budsjett horisonten det året T hvor framskrivningen av de ulike budsjett driverne går fra å variere til at de blir konstante. Det vil si at gjennom budsjett perioden så vil de ulike budsjett driverne konvergere mot verdiene som er forventet i steady state. Hvor lang denne perioden er vil avhenge av både bransje- og selskapsforhold, i en moden bransje vil budsjett horisonten typisk være veldig kort.

Ettersom oppdrettsbransjen er ganske syklisk da lakseprisen er svært volatil kan det være utfordrende å velge budsjett horisont. Man har et bra utgangspunkt om man kan fastsette om man for øyeblikket er i en høy- eller lavkonjunktur og dermed fremskrive dagens estimat frem til en normaltilstand (steady state) over en viss periode. Koller, Goedhart og Wessels (2020)

anbefaler en eksplisitt periode på ti til femten år for vanlige selskaper, og gjerne lengre for sykliske selskaper. De fremsetter videre to kriterier som må gjelde for selskapet når det er i steady state, og de er at selskapet har konstant vekst, samt har en konstant avkastning på investert og reinvestert kapital.

Vi kom i den strategiske analysen frem til at bransjen synes å være relativt moden, noe som taler for en kortere eksplisitt prognoseperiode. At det er en syklisk bransje, taler imidlertid for det motsatte. Videre har IFRS-regnskaper åpnet for økt bruk av virkelig-verdi estimat i regnskapsrapporteringen til selskapene, noe som taler for en noe kortere prognoseperiode. På grunnlag av momentene ovenfor velger vi derfor å benytte en eksplisitt prognoseperiode på 7 år. Dette innebærer at  $T = 2027$  og  $T+1$  (steady state) = 2028.

### **9.2.3 Fremskrivningsteknikk for budsjett drivere**

Fremskrivning og budsjettering er kanskje like mye kunst som det er vitenskap. Det er innsikten i de underliggende økonomiske forholdene som skiller gode og dårlige fremtidsprognoser. På kort sikt er det vanskelig å si noe fornuftig om de respektive budsjett driverne, da trenden kan fortsette eller reversere. Over tid er de imidlertid tilbakevendende til gjennomsnittet i bransjen eller økonomien. Eksempelvis så vil veksten i omsetning på sikt konvergere mot den generelle veksten i økonomien, samtidig vil netto driftsmargin konvergere mot bransjegjennomsnittet siden man normalt ikke kan forvente en varig marginfordel. Ellers burde innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen brukes i fremskrivingsprosessen, fremfor å utelukkende benytte seg av det historiske gjennomsnittet, spesielt om man ut fra analysene ser at det historiske gjennomsnittet virker urimelig. Generelt finnes det tre hovedtyper utviklingsbaner eller “case”; best case, base case og worst case, eller på norsk: optimistisk, nøktern og pessimistisk. Oppgaven vil imidlertid ta utgangspunkt i kursets foretrukne metode som er å utarbeide et fremtidsregnskap med valgt forventet utvikling, som igjen er basert på det subjektive skjønnnet som vi får gjennom strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2021).

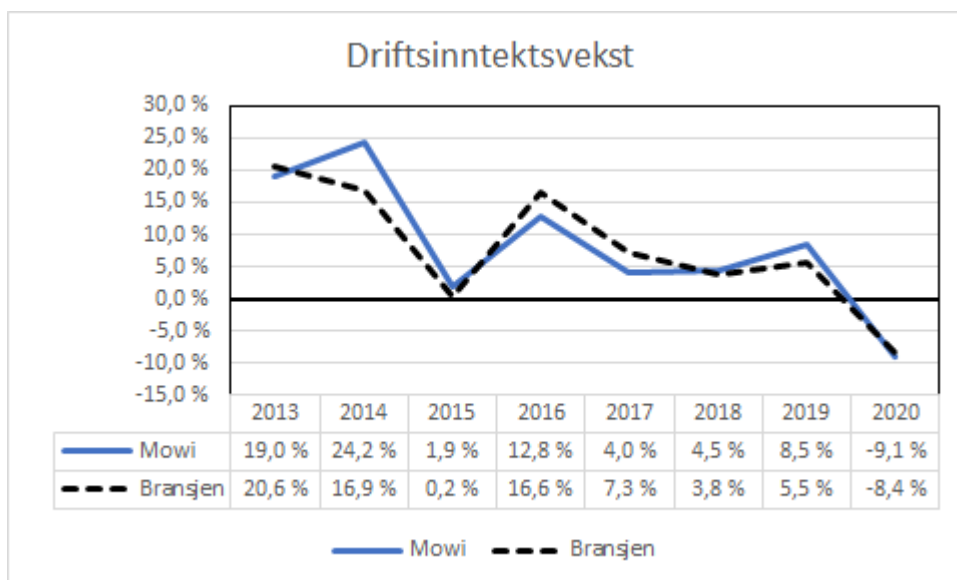
## 9.3 Budsjettering av driftsinntektsveksten

Vekst i driftsinntekten er den viktigste og mest betydningsfulle delen ved å forklare et selskaps verdi i fremtiden. Dette fordi den forutsatte veksten bestemmer den fremtidige størrelsen på selskapet.

### 9.3.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten, div, bestemmer størrelsen på virksomheten i fremtiden, og er den mest grunnleggende budsjettdriveren. På kort og mellomlang sikt vil veksten til et selskap avhenge av den generelle økonomien og vekst i bransjen samt veksten til de interne ressursene. Merk at dersom den aktuelle bransjen ikke er i vekst, kan et selskaps vekst utelukkende skje på bekostning av et annet selskap. På lang sikt kan man imidlertid ingen selskap vokse raskere enn hva økonomien gjør, hvor gjennomsnittlig vekst har vært 2,2 % de siste 10 årene. I tillegg har inflasjonen i snitt vært 2,1 % i snitt i samme periode. Man kan med andre ord ikke legge til grunn 10 % langsiktig årlig vekst, da dette i praksis innebærer at selskapet etter hvert vil bli det eneste selskapet i verden. En grei måte å unngå dette på er å legge til grunn en langsiktig vekst lik økonomien på 3 % for så å legge til eller trekke fra bransjens og selskapets vekstfordel, riktignok slik at den i steady state høyst kan tilsvare veksten til verdensøkonomien. Tar man hensyn til at det også er nye selskaper som har en vekstrate langt over veksten til verdensøkonomien, noen også innenfor lakseoppdrett, så kan det også argumenteres for at eksisterende selskaper skal ha en vekst lavere enn verdensøkonomien.

Det finnes i hovedsak to måter å budsjettere driftsinntekter på, vi har valgt en mer avansert modell som inneholder flere inntektsdrivere. Dette valget har blitt tatt for å kunne budsjettere veksten i pris og volum separat. Denne metoden brukes med fordel når driftsinntektene består av et fåtall av produkter/tjenester (Knivsflå, 2021k).

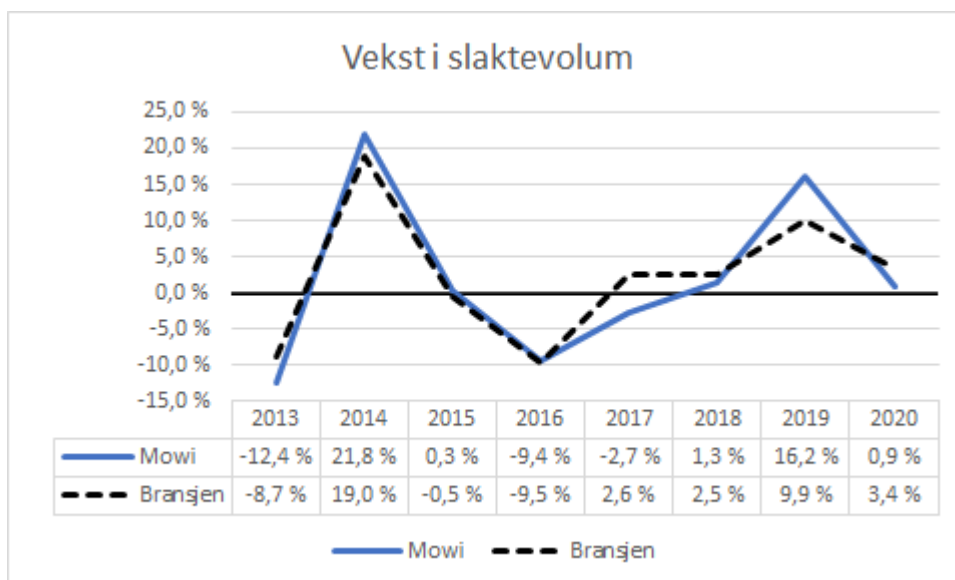


Figur 9-2 Historisk driftsinntektsvekst

I figur 9-2 ovenfor er en graf over den historiske driftsinntektsveksten til Mowi og bransjen presentert. Vi ser at det er stor variasjon i veksten de enkelte år, men veksten er spesielt høy i starten av perioden etter nedturen i 2012. Analysen av den historiske driftsinntektsveksten ga oss et vektet snitt på 5,67 % for Mowi, marginalt høyere enn bransjen sitt på 5,6 %. Ved hjelp av Fish Pool kan man hente ut forwardkursen på lakseprisen helt frem til 2023, som vil reflektere forventningene til lakseprisen blant aktørene på Fish Pool. Forwardkursene er på ingen måte noen fasit, men det bør foreligge gode grunner til å ikke bruke disse som et utgangspunkt da det reflekterer konsensusestimater om hva lakseprisen vil være ved levering i fremtiden. Således er forwardkursen, sammen med antakelser om fremtidig tilbudsvekst, viktige drivere ved estimering av driftsinntektene i fremtiden.

I april 2021 er lakseprisen litt over 61 kr/kg og er forventet å synke til 57 kr/kg mot slutten av fjerde kvartal samme år. Forwardkursene per 12. april 2021 for 2022 og 2023 ligger på henholdsvis 58,7 kr/kg og 58,50 kr/kg (Fish Pool, u.å). Etter 2023 foreligger det ikke forwardkursen på lakseprisen, så en må her benytte skjønn ved estimering av lakseprisen. Det kan tenkes at både den høye trusselen fra inntrengere og den høye interne rivaliseringen vil føre til lavere priser, men dette er svært vanskelig å forutsi, og vi velger derfor å legge til grunn en laksepris på 58,50 som laksepris fra og med 2024.

Det kan også være interessant å se veksten i slaktevolum for Mowi og bransjen i samlet. og i figur 9-3 nedenfor er denne presentert



Figur 9-3 Historisk vekst i slaktevolum

Vi ser at veksten er sterkt varierende i perioden, og i alle år utenom 2014 og 2020 ser man at veksten i driftsinntekter beveger seg i motsatt retning av veksten i volum, noe som bekrefter at det er tilbudsveksten som i stor grad skaper lønnsomheten i bransjen. Vi ser at vekst i slaktevolum har hatt stor innvirkning på lakseprisen historisk, som forteller oss at en bør være forsiktig med å budsjettere høy vekst i driftsinntekter over tid, samtidig som en også budsjetter høy vekst i slaktevolum. Enhver syklisk bransje har en overhengende fare for å bli ulønnsom når en opplever høy lønnsomhet, og for lakseoppdrett er faren riktignok noen år frem i tid, hvor en vellykket utbygging av byggeplanene for landbasert oppdrett som foreligger i dag vil doble dagens tilbud av atlantisk laks.

Andre relevante momenter å ta hensyn til er selskapets vekstmuligheter og den interne rivaliseringen i bransjen, herunder trusselen fra nye inntrengere som naturligvis vil redusere vekstmulighetene. Nye konsesjoner i Norge er lite trolig å bli utdelt med det første, annet enn kjøp av produksjonsvekst gjennom trafikkløssystemet, som kan gi en teoretisk vekst i maksimalt tillatt biomasse på 6 % årlig. Siden flere regioner sliter med lakselus, vil veksten bare finne sted i enkelte områder, og noen områder kan til og med se seg nødt til å redusere produksjonen. Vi finner det vanskelig å vurdere veksten som kommer fra trafikkløssystemet siden det bare er 1 % av veksten som blir solgt til fastpris, mens resten blir auksjonert bort til den som byr høyest av aktørene i området. Mowi kjøpte i august 2020 konsesjoner for 1 758 tonn MTB, tilsvarende 0,6 % av selskapets slaktevolum i Norge det året (Fiskeridirektoratet, 2020). Det er derfor lite trolig at det foreligger noen særlig merverdi i veksten som auksjoneres

bort, og veksten ser ut til å være relativt lav. Vi anser derfor andre produksjonsområder mer interessant for Mowi sitt vekstpotensiale hva gjelder MTB, da spesielt Skottland hvor kapasiteten de har i dag er på 80 000 tonn GWT, som er 53 % mer enn dagens produksjon på 53 000 tonn GWT. Canada er et annet område hvor Mowi øyner vekst fremover, men regionen har ikke levert siden oppkjøpet i 2018, og i tillegg til de biologiske problemene som råder i regionen, har selskapet også fått pålegg om å utfase driften ved enkelte lokaliteter i Vest-Canada, som vil gi ytterligere kostnader gjennom en nødvendig restrukturering av driften. Ellers vil nye inntrengere i form av fremveksten av landbasert oppdrett og andre konkurrenter bidra til å presse prisen og veksten ned mot gjennomsnittet.

Mowi la på sin forrige kapitalmarkedsdag frem planer om økt bruk av postsmolt, hvor de har planer om å investere fire milliarder norske kroner i postsmoltanlegg frem til 2026, og har startet på sitt første anlegg, som er estimert å kunne øke slaktevolumet med 5 300 tonn GWT i 2024, hvor første utsett i ferskvann finner sted i starten av 2023. En økning på 5 300 tonn GWT er en økning på 12 % fra slaktevolumet i 2020, og kan skape en betydelig vekst i driftsinntekter selv uten en økning i antall konsesjoner, siden man reduserer tiden til sjøs og oppnår høyere utnyttelse av lisensene. Totalt er målet å øke årlig slaktevolum med 40 000 tonn GWT i region sør og midt i Norge, tilsvarende en økning i slaktevolum på 23 % fra dagens slaktevolum på 173 000 tonn GWT (Mowi, 2021b). Dette er tenkt realisert innen 2027, og er en spesiell årsak til at vi har valgt en eksplisitt prognoseperiode på syv år. Strategien for postsmolt som ble lagt frem på kapitalmarkedsdagen gjelder som nevnt bare for region sør og midt, så det er ytterligere potensiale for region nord i Norge, samt de andre regionene til Mowi. Legger vi til 20 000 tonn GWT fra region nord og Chile, så vil det innebære en vekst på nærmere 34 % fra dagens nivå, tilsvarende 2 % årlig vekst i slaktevolum for konsernet som helhet.

Videre så har selskapet en utviklingstillatelse som de enda ikke har fått godkjent lokasjon på, som gjelder utviklingen av konseptet Marine Donut med en maksimalt tillatt biomasse på 1 100. Dette er et lukket oppdrettsanlegg, og kan derfor potensielt være en mulighet for Mowi å få nye konsesjoner gjennom å realisere prosjektet og oppnå gode resultater blant annet på håndtering av lakselus, forurensing og fiskehelse. Det innebærer riktignok store investeringskostnader, hvor det er anslått en investering på 200 millioner, og med tanke på at Mowi ikke inkluderte prosjektet i årsrapporten for 2020, kan det tyde på at det er nedprioritert, på samme måte som "Egget". Den økte MTB'en som utviklingstillatelsen tilfører er marginal for Mowi sin del, hvor det gir en økning på 0,25 % relativt til slaktevolumet, men kan gi økt

utnyttelse av eksisterende. Investeringskostnaden vil imidlertid trolig utligne fordelene ved økt utnyttelse, så med tanke på at Mowi ikke ser ut til å være like frempå hva gjelder utviklingstillatelser enn resten av bransjen, velger vi å ikke ta hensyn til denne muligheten videre i oppgaven.

Mowi har historisk hatt en noe høyere vekst enn bransjen. Trenden er imidlertid ikke særlig hyggelig lesning sett fra hverken Mowi eller bransjens øyne. Vi ser også fra figur 9-2 ovenfor at både Mowi og bransjen hadde en nedgang i driftsinntekter på nærmere 9 % i 2020 som følge av koronakrisen, så velger vi en relativt høy vekst i 2021, basert på en beskjedne vekst i slaktevolum samtidig som lakseprisen styrker seg fra 2020. Den reduseres imidlertid til 5 % i 2022 og faller lineært til 3 % ved budsjettthorisonen. En lineær utvikling stemmer trolig dårlig med den faktiske utviklingen i fremtiden, da lakseprisen er relativt stabil og er den faktoren som har avgjørende betydning for om det blir vekst eller reduksjon i driftsinntektene. Vi har derfor som sagt antatt en nøytral laksepris på 58,5 kr etter 2023, som innebærer at veksten i driftsinntekter hovedsakelig kommer fra økning i slaktevolum. Vi legger avgjørende vekt på Mowi sine planer for økningen i postsmolt for å øke slaktevolumet, som gir en årlig vekst i slaktevolum på 1,25 % i perioden. Videre antar vi at de vil legge frem tilsvarende planer for resten av regionene de neste årene, som vil medføre ca. 0,75 - 1 % økt vekst i slutten av den eksplisitte perioden. Vi legger også til grunn en positiv utvikling i Skottland og Canada, som begge har store muligheter til å øke produksjonen betydelig før de når maksimum produksjon. I steady state legger vi til grunn at selskapet ikke vokser noe særlig mer enn økonomien med tanke på selskapets størrelse.

Driftsinntektsvekst	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027T	T+1
Driftsinntekt t-1	3760	4140	4326	4503	4670	4824	4964	5088
Driftsinntektsvekst	10,1 %	4,5 %	4,1 %	3,7 %	3,3 %	2,9 %	2,5 %	2,5 %
Driftsinntekt	4 140	4 326	4 503	4 670	4 824	4 964	5 088	5 215

Tabell 9-2 Budsjetterte driftsinntekter

## 9.4 Budsjettering av andre driftsmessige budsjett drivere

I det forrige delkapittelet tok vi for oss driftsinntekten, som er den budsjett driveren som har avgjørende betydning for størrelsen på selskapet og hvilke markedsandeler de har i fremtiden. I dette selskapet vil vi se på de resterende budsjett driverne som vil forklare lønnsomheten til selskapet.

### 9.4.1 Netto driftseiendeler

For å budsjettere netto driftseiendeler bruker vi en driver, nemlig omløpet til netto driftseiendeler (onde). Ved å dividere driftsinntektene på omløpet til netto driftseiendeler får vi netto driftseiendeler.

$$\text{Netto driftseiendeler}_{\text{IB}} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Omløpet til netto driftseiendeler}}$$

Formelen ovenfor innebærer at omløpet til netto driftseiendeler for det første året i budsjettperioden allerede er budsjettert da driftsinntektene allerede er budsjettert og netto driftseiendeler i siste året i regnskapsanalysen brukes til beregningen av onde året etter. Dette er en nødvendighet da en må ha konsistens mellom utgående balanse for netto driftseiendeler i regnskapsperioden, og inngående balanse for netto driftseiendeler første år i budsjetteringsperioden. For praktiske formål brukes derfor inngående balanse i verdivurderingen.

I den strategiske rentabilitetsanalysen kom vi frem til at Mowi hadde en tidsvektet omløpsulempe på 1,65 %. Videre fant vi ut at selskapets tidsvekta onde var 1,124 mens tilsvarende for bransjen var 1,218. En rimelig forutsetning er å fremskrive Mowis onde frem mot bransjen gjennom budsjettthorisonten. Vi vil imidlertid i denne oppgaven ikke forutsette at ulemper og fordeler er fullstendig tilbakevendende til gjennomsnittet, da Mowi skiller seg noe fra resten av bransjen på enkelte deler som kan gi en naturlig forklaring på hvorfor Mowi har en lavere onde enn bransje. En forklaring kan være at Mowi er en relativt integrert aktør med tanke på egen produksjon av fôr og har egne fabrikker som utfører videreforedling. En større andel av bransjen sine netto driftseiendeler vil da være knyttet til lakseoppdrett som direkte øker omløpshastigheten, mens Mowi har deler av de netto driftseiendelene som er knyttet til fôr og videreforedling, som kan utgjøre en negativ effekt på onde. Et annet argument for å redusere estimatet på onde er at vi trolig ikke kommer til å se den samme kombinasjonen av grad av konkurranse og utvikling i lakseprisen som vi har sett i analyseperioden som fører til at det historiske snittet får høy prediksjonsverdi for fremtiden. Vi velger derfor å redusere estimatet for år T skjønnsmessig med 5 % i forhold til bransjen, slik at onde i år T blir 1,1571, noe lavere enn bransjens tidsvekta gjennomsnitt på 1,218.



<i>Netto driftseiendeler</i>	<i>2021</i>	<i>2022</i>	<i>2023</i>	<i>2024</i>	<i>2025</i>	<i>2026</i>	<i>2027T</i>	<i>T+1</i>
Driftsinntekt	4140	4326	4503	4670	4824	4964	5088	5215
onde	1,015	1,022	1,049	1,076	1,103	1,130	1,157	1,157
Netto driftseiendeler	4078,4	4231,2	4291,6	4338,9	4372,6	4392,1	4397,1	4507,0

*Tabell 9-3 Budsjettert netto driftseiendeler*

Tabell 9-3 viser at netto driftseiendeler er økende for Mowi over budsjettperioden som følge av vekst i driftsinntektene, samtidig som det beskjedne økte omløpet til netto driftseiendeler reduserer økningen noe. Vi antar at økningen i onde i stor grad vil materialisere seg som følge av forbedringene i Canada og Skottland ved reduksjon i antall anlegg per lisens, samt ytterligere effektivisering i den norske virksomheten.

### **9.4.2 Netto driftsmargin**

Netto driftsresultat blir budsjettert ved hjelp av budsjettdriveren netto driftsmargin. Ved å multiplisere driftsinntektene med ndm får vi netto driftsresultat:

$$\text{Netto driftsresultat} = \text{Driftsinntekter} * \text{netto driftsmargin}$$

Driftsinntektene er allerede estimert i forrige delkapittel, så det eneste vi nå mangler er netto driftsmargin, som blir estimert ved hjelp av formelen nedenfor (Knivsflå, 2021k).

$$ndm_T = \frac{(\text{netto driftskrav} + \text{strategisk fordel})_T}{\text{onde}_T}$$

Ved å putte inn verdiene til netto driftskrav, strategisk fordel og onde gir det oss en netto driftsmargin på 10,4 % i år T. Denne driftsmarginen på 10,4 % består av en strategisk fordel på 5 %, et fremskrevet netto driftskrav på 6 % og et onde på 1,157 fra og med år 2027T. Det synes fornuftig at marginen skal være fallende over tid og mot steady state som følge av blant annet den budsjetterte veksten i slaktevolum. Som nevnt i kapittel 4.2.2 i analyse av konkurransen i laksemarkedet, så er det knyttet stor usikkerhet til hvilken rolle landbasert lakseoppdrett vil få i fremtiden, men hvis de lykkes så vil det få store implikasjoner for dagens aktører, og det er blant annet med dette i tankene, samt at ekstraordinær lønnsomhet har en tendens til å tilbakevende til gjennomsnittet, som gjør at vi ender på en strategisk fordel på 5 % i steady state.

Netto driftsresultat	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027T	T+1
Driftsinntekt	4140	4326	4503	4670	4824	4964	5088	5215
ndm	14,0 %	13,4 %	12,8 %	12,2 %	11,6 %	11,0 %	10,4 %	10,4 %
Netto driftsresultat	579,5	553,7	549,4	569,7	559,6	546,0	529,1	542,4

Tabell 9-4 Budsjettert driftsresultat

## 9.5 Budsjettering av finansposter

Netto finansresultat budsjetteres ved å dekomponere netto finanskostnader og netto finansinntekter. Nullhypotesen er at dersom kapitalmarkedet er velfungerende og netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi, så vil netto finansiell gjeldsrente tilsvare netto finansielt gjeldskrav. Nullhypotesen kan imidlertid forkastes om alternativhypotesen synes å være plausibel. Det kan for eksempel skyldes et fastrentelån hvor den flytende renten senere har falt eller det oppstår en finansiell krise hvor kravet øker grunnet fallende syntetisk rating.

### *Finansiell gjeldsdel*

For å komme frem til den budsjetterte finansielle gjelden bruker vi netto driftseiendeler som allerede er budsjettert i kapittel 9.4.2. Videre må vi anslå hvilken finansiell gjeldsdel vi skal benytte. Det historiske andelen over perioden lå på 43 % mot bransjens 40 %. Til sammenligning er en typisk finansiell gjeldsdel på Oslo Børs er om lag 50 %. Ved å se på den historiske gjeldsdelen synes det heller ikke å være noen klar trend på hvilken retning, som gjør det vanskelig å velge hvor vi skal fastsette steady state blant annet fordi det avhenger av hvilke investeringer selskapet vil gjennomføre. Vi velger derfor å sette gjeldsdelen til 45 %, som skal reflektere en normalsituasjon for selskapet.

### *Finansiell eiendelsdel*

Over budsjettperioden hadde Mowi en finansiell eiendelsdel på 5 %. Til sammenligning er en typisk finansiell eiendelsdel om lag 20 %, men i steady state er dette et høyt estimat siden det ville vært suboptimal selskapsstyring å beholde så mye tilgjengelige kontanter når de ikke skal bli benyttet til noe utover vekst som muliggjør den konstante veksten.

$$\text{Finansielle eiendeler} = fed * \text{Netto driftseiendeler}_{IB}$$

hvor,

fed = finansiell eiendelsdel

Ettersom bransjeutvalget vårt ligger på 7,8 % og gjennomsnittet på børsen er klart høyere enn nåværende nivå synes det rimelig å sette 7,8 % som et estimat på den finansielle eiendelsdelen i steady state.

Med forutsetningene på plass for finansiell gjeld og finansielle eiendeler vil vi nedenfor i tabell 9-5 presentere fremskrevet budsjett for netto finansiell gjeld.

<i>Netto finansiell gjeld</i>	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1
Netto driftseiendeler	4078	4231	4292	4339	4373	4392	4397	4507
Finansiell gjeldsdel	40,4 %	41,1 %	41,9 %	42,7 %	43,5 %	44,2 %	45,0 %	45,0 %
Finansiell gjeld	1645,8	1740,2	1798,3	1851,7	1900,0	1942,5	1978,7	2028,2
Netto driftseiendeler	4078	4231	4292	4339	4373	4392	4397	4507
Finansiell eiendelsdel	4,4 %	5,0 %	5,6 %	6,1 %	6,7 %	7,2 %	7,8 %	7,8 %
Finansielle eiendeler	181,0	211,5	238,6	265,5	292,1	318,0	343,0	351,5
Netto finansiell gjeld	1464,8	1528,8	1559,7	1586,2	1607,9	1624,5	1635,7	1676,6

Tabell 9-5 Budsjettert finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld

## 9.5.1 Netto finansiell gjeldskostnad

### Finansiell gjeld

I dette kapittelet vil vi fremskrive netto finansiell gjeldskostnad, som består av netto finanskostnader fratrukket netto finansinntekter. Tidligere i kapittel 8 fant vi at Mowi hadde en finansieringsulempe på 1,1 %. Nullhypotesen er at gjeldsrenten skal være lik kravet, med mindre det er klare grunner til at selskapet skal ha en finansieringsulempe. Mowi finansierte seg i stor grad med konvertible obligasjoner på starten av 2010-tallet, men det er ikke utstedt nye konvertible lån siden 2015, og i 2018 ble den siste konvertert, som ble en kostbar finansiering for selskapet (Jensen, 2017). Det er derfor lite trolig at den dyre finansieringen fra konvertible obligasjoner vil ha noe å si i fremtiden, og basert på analysene vi gjennomførte av likviditeten og soliditeten til Mowi i kapittel 6, finner vi ingen grunn til at Mowi skal ha en finansieringsulempe i forhold til bransjen. Vi velger derfor å fremskrive at den finansielle gjeldsrenten vil konvergere mot kravet frem mot steady state.

$$\text{Netto rentekostnader} = \text{finansiell gjeldsrente} * \text{Finansiell gjeld}_{1B}$$

## Finansielle eiendeler

En typisk forutsetning for denne budsjettposten er at den finansielle eiendelsrentabiliteter er lik kravet hvert år, slik at en tar utgangspunkt i at selskapet ikke har en finansieringsfordel i forhold til finansielle eiendeler. Det kan tenkes at selskapet har dette siden de investerer i selskaper nært knyttet til driften, men vi velger uansett å se bort fra denne muligheten, og antar at alle driftsrelaterte investeringer er tilknyttede selskap og inkludert i netto driftseiendeler. Uttrykket for netto finansinntekter blir dermed som vist nedenfor.

$$\text{Netto finansinntekter} = \text{fer} * \text{Finansielle eiendeler}_{IB}$$

hvor,

fer = finansiell eiendelsrentabilitet

I tabell 9-6 er budsjetteringen av netto finansiell gjeldskostnad presentert.

Netto finansiell gjeldskostnad	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1
Finansiell gjeld	1646	1740	1798	1852	1900	1942	1979	2028
fgr	2,1 %	2,2 %	2,4 %	2,6 %	2,7 %	2,9 %	3,0 %	3,0 %
Netto finanskostnader	34,3	39,1	43,3	47,5	51,8	56,0	60,3	61,8
Finansielle eiendeler	193	211	239	266	292	318	343	352
fer	2,0 %	2,2 %	2,4 %	2,5 %	2,7 %	2,8 %	3,0 %	3,0 %
Netto finansinntekter	3,9	4,6	5,6	6,7	7,8	9,0	10,3	10,5
Netto finansiell gjeldskostnad	30,4	34,4	37,6	40,8	44,0	47,0	50,0	51,2

Tabell 9-6 Budsjettert netto finansiell gjeldskostnad

### 9.5.2 Minoritetsdel

Regnskapslinjen minoritetsinteresser blir budsjettert ved bruk av budsjettdriveren minoritetsdel. Over analyseperioden har Mowi en gjennomsnittlig minoritetsdel på bare 0,075 %, mens bransjen har 2,27 %. Siden starten av analyseperioden har trenden vært fallende, og hvorvidt dette fortsetter eller ei er vanskelig å ha noen klar formening om, da en økning beror på om selskapet fortsetter med oppkjøp. Vi fastsetter derfor skjønnsmessig minoritetsdelen på grunnlag av de historiske regnskapstallene til Mowi over perioden. Merk også at dette ikke har nevneverdig betydning for siden andelen er ekstremt liten. Nedenfor er utledningen av minoritetsinteressene presentert, samt budsjetteringen av minoritetsinteresser i perioden.

$$\text{Minoritetsinteresser} = \text{minoritetsdel} * \text{Netto driftseiendeler}$$

Minoritetsdel	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027T	T+1
Netto driftseiendeler	4078	4231	4292	4339	4373	4392	4397	4507
mid	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Minoritetsinteresser	2,10	3,17	3,22	3,25	3,28	3,29	3,30	3,38

Tabell 9-7 Budsjetterte minoritetsinteresser

### 9.5.3 Minoritetsresultat

Nullhypotesen for rentabiliteten til majoriteten er lik kravet siden majoriteten forsøker å skvise ut minoriteten eller fordi minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet virkelig verdi. I kapittel 10 blir det fremtidige minoritetskravet utledet, som også vil bli benyttet som minoritetsrentabilitet. Det kan likevel være tilfelle at minoriteten har en strategisk fordel og således har en rentabilitet utover kravet. Netto minoritetsresultat blir budsjettert ved å multiplisere minoritetsrentabiliteten med inngående minoritetsinteresser. Det er også verdt å merke seg at minoritetsinteresser har en ekstremt høy rentabilitet på slutten av den historiske analyseperioden, men den er av underordnet betydning da det som tidligere poengtert trolig har sammenheng med at de ble kjøpt ut av Mowi. Nedenfor er utledningen av netto minoritetsresultat presentert, samt budsjetteringen av minoritetsresultatet i tabell 9-8.

$$\text{Netto minoritetsresultat} = \text{minoritetsrentabilitet} * \text{minoritetsinteresser}_{IB}$$

Netto minoritetsrentabilitet	2021	2022	2023	2024	2025	T+1
Minoritetsrentabilitet	10,00 %	10,18 %	10,53 %	10,89 %	11,22 %	11,15 %
Minoritetsinteresser	3,06	3,03	2,98	2,93	2,87	2,96
Minoritetsresultat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Tabell 9-8 Budsjettert minoritetsresultat

## 9.6 Presentasjon av fremtidsregnskap

Vi har nå budsjettert de ni budsjettdriverne i budsjettperioden, og vi kan nå presentere fremtidsregnskapet til Mowi, bestående av resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm. Merk at balansen er inngående balanse, i motsetning til i tradisjonelle finansregnskap hvor det er utgående balanse som er presentert.

## 9.6.1 Resultatregnskap

Fremskrivning resultat	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Driftsinntekter	4140	4167	4320	4610	4855	5045	5171	5300	5433
Netto driftsresultat	643,1	523,8	452,0	482,3	508,6	529,1	543,0	556,5	570,4
+ Netto finansinntekter	3,9	4,4	5,7	7,5	8,5	9,6	10,5	10,8	11,1
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	647,1	528,2	457,6	489,8	517,1	538,7	553,5	567,3	581,5
Netto finanskostnader	34,3	37,1	43,8	53,1	56,6	59,6	61,8	63,4	65,0
- Netto minoritetsresultat	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
= Nettoresultat til egenkapital	612,5	490,8	413,5	436,3	460,1	478,7	491,3	503,6	516,2
Unormalt netto driftsresultat									
Unormalt netto finansresultat									
Unormalt netto minoritetsresultat									
= Fullstendig nettoresultat	612,5	490,8	413,5	436,3	460,1	478,7	491,3	503,6	516,2
- Netto utbetalt utbytte	670,5	290,5	104,6	491,3	541,6	586,4	420,6	431,1	441,8
Δ Egenkapital	-58	200	309	-55	-82	-108	71	73	74

Tabell 9-9 Fremskrevet resultat

## 9.6.2 Netto driftskapital

Fremskrivning netto driftskapital	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	4078	4022	4350	4852	4782	4668	4513	4625	4741
Egenkapital majoritet	2624	2566	2766	3075	3020	2938	2831	2901	2974
Minoritetsinteresser	2	3	3	4	4	4	3	3	4
Netto finansiell gjeld	1453	1453	1581	1774	1758	1727	1679	1721	1764
= Netto driftskapital	4078	4022	4350	4852	4782	4668	4513	4625	4741

Tabell 9-10 Fremskrevet netto driftskapital

## 9.6.3 Fri kontantstrøm

Fremskrivning kontantstrøm	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Netto driftsresultat	643	524	452	482	509	529	543	557	570
Unormalt netto driftsresultat									
Endring i netto driftseiendeler	-56,8	328,6	502,1	-70,6	-113,2	-155,8	112,8	115,6	118,5
Fri kontantstrøm fra drift	700	195	-50	553	622	685	430	441	452
Netto finansinntekter	3,9	4,4	5,7	7,5	8,5	9,6	10,5	10,8	11,1
Unormale netto finansinntekter									
Endring i finansielle eiendeler	20,0	40,8	55,1	22,5	18,6	14,0	8,8	9,0	9,2
Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler	-16	-36	-49	-15	-10	-4	2	2	2
Fri kontantstrøm fra sysselsatta eiendeler	684	159	-100	538	612	680	432	443	454
Netto finanskostnader	34,3	37,1	43,8	53,1	56,6	59,6	61,8	63,4	65,0
Endring i finansiell gjeld	8,2	168,8	248,0	6,9	-13,1	-34,0	50,8	52,0	53,3
Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	26	-132	-204	46	70	94	11	11	12
Netto minoritetsresultat	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
endring i minoritetsinteresser	0,92	0,25	0,38	-0,05	-0,08	-0,12	0,08	0,09	0,09
Fri kontantstrøm til minoritet	-0,72	0,04	-0,07	0,41	0,44	0,47	0,26	0,27	0,28
Fullstendig nettoresultat til EK	612,5	490,8	413,5	436,3	460,1	478,7	491,3	503,6	516,2
Endring i egenkapital	-58	200	309	-55	-82	-108	71	73	74
Fri kontantstrøm til egenkapitalen	671	290	105	491	542	586	421	431	442

Tabell 9-11 Fremskrevet kontantstrøm

## 10 Fremtidskrav

Fremtidskravet blir først og fremst benyttet som en *diskonteringsrente* i verdivurdering av selskapet. Avkastningskravet vil også normalt variere fra periode til periode (Knivsflå, 2021m). Dette kapittelet vil i stor grad bare være en formalitet, da formler og tallstørrelser allerede er gjennomgått i oppgavens kapittel 7. Fremgangsmåten i stor grad lik som for de historiske kravene, riktignok slik at vi må estimere fremtidig risikopremie, risikofri rente og selskapets fremtidige kapitalstruktur.

Et problem med verdivurdering som vi ikke har ved analyse av historisk rentabilitet, er at vi trenger å vekte avkastningskravene med markedsverdier for gjeld og egenkapital. En får da et problem, siden vi bruker de balanseførte vektene ved estimering av de ulike avkastningskravene og vi får en sirkelreferanse. I praksis løser man problemet ved å bruke målvekter eller “target weight” for kapitalstrukturen, og WACC blir dermed konstant over tid. Dette medfører også en justering i egenkapitalbetaen for at den skal være tilpasset den nye kapitalstrukturen.

Om en tar utgangspunkt i formelen for WACC er det tre verdier vi må estimere: verdivektene, krav til egenkapital og minoritet og kravet til netto finansiell gjeld.

### 10.1 Verdivektene

Ved utledning av avkastningskravet får vi problemer ved estimeringen som følge av en sirkelreferanse. Ved estimering av netto driftskrav, skal en benytte markedsverdien til egenkapitalen og gjelden. Problemet er imidlertid at vi ikke har disse verdiene, da det er nettopp nevnte avkastningskrav vi har tenkt å benytte for å regne ut hva disse verdiene skal være. I praksis bruker vi derfor målvekter. En fordel med å bruke målvekter er at vi da slipper å oppdatere avkastningskravet iterativt. Det vil si at vi forutsetter at WACC'en er konstant. Dette innebærer også at estimatet på den risikofrie renten burde være av lang karakter og egenkapitalbetaen burde justeres til samme kapitalstruktur som målvektene. Disse målvektene vil imidlertid bli oppdatert gjennom en konvergeringsprosess i oppgavens kapittel 11 som skal sikre at verdiestimatet er mer teoretisk korrekt.

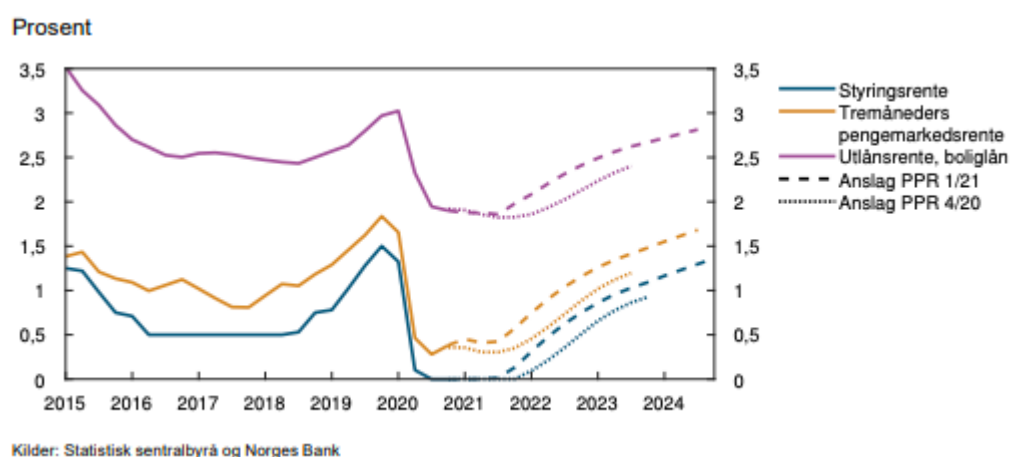
Vektingen som blir benyttet i inneværende kapittel samt det første verdiestimatet i kapittel 11 vil derfor være basert på de balanseførte vektene i forrige kapittel.

## 10.2 Avkastningskrav til egenkapital og minoritet

For å utlede avkastningskravet til egenkapitalen og minoriteten bruker vi kapitalverdimodellen hvis bestanddeler er risikofri rente, risikopremie og egenkapitalbeta. Videre vil vi skjønnsmessig legge til andre risikopremier for majoriteten og en illikviditetspremie for minoriteten. Ettersom den frie kontantstrømmen er etter skatt, må nødvendigvis avkastningskravet også være etter skatt slik at en får konsistens mellom kontantstrøm og avkastningskrav. Selskapsskattesatsen er i 2021 på 22 % og denne vil også bli brukt som prognose fremover i tid.

### 10.2.1 Fremtidig risikofri rente

Ettersom avkastningskravet er konstant burde man bruke en lang gjennomsnittlig rente som samsvarer med varigheten til kontantstrømmene eiendelene skaper. Videre er dagens selskapsskattesats på 22 % også et greit estimat på fremtidig skattesats. Risikofri rente er tilbakevendende mot gjennomsnittet på lang sikt. Det betyr at den lave renten i dag trolig vil reversere mot en normalrente i steady state (Knivsflå, 2021m).

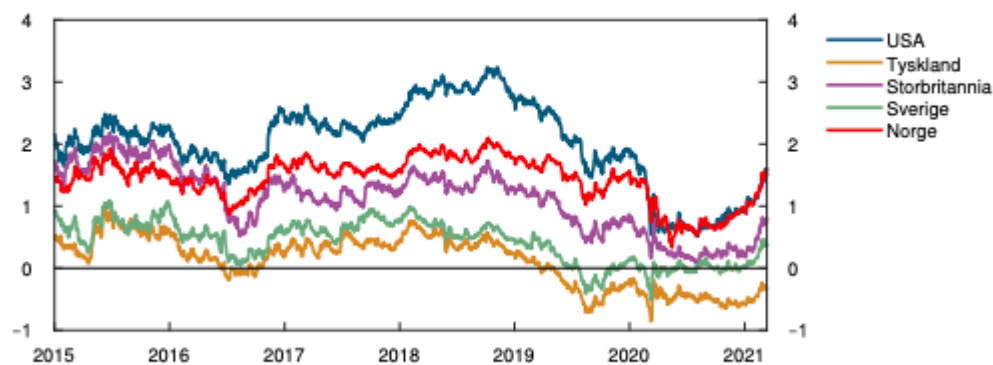


Figur 10-1 Norges Banks renteprognose per pengepolitisk rapport 1 (Norges Bank, 2021)

Videre har det i den senere tid vært oppgang i de lange rentene i en rekke land. Med disse to figurene ser man en tendens til at rentene er tilbakevendende til gjennomsnittet.



**Figur 2.3 Langsiktige renter har steget**  
Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent



Kilde: Bloomberg

Figur 10-2 Utvikling i renter på tiårige statsobligasjoner, pengepolitisk rapport 1 (Norges Bank, 2021)

Pengemarkedsrenten som er vist i oransje farge i figur 10-1 viser en jevn stigning mot 1,75 % i 2025. Men ettersom startpunktet er null vil vi heller benytte en tiårige statsobligasjonsrente som i dag ligger rundt 1,52 %. Det historiske gjennomsnittet er langt høyere, men i koronakrisen har den tiårige renten også vært under 0,5 %. Vi benytter derfor et estimat som ligger mellom den nåværende relativt lave renten og hva den historisk har vært på og setter den til 2,75 % i steady state.

Fremtidig risikofri rente	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Risikofri rente før skatt	1,52 %	1,73 %	1,93 %	2,14 %	2,34 %	2,55 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %
Skatt	0,33 %	0,38 %	0,42 %	0,47 %	0,51 %	0,56 %	0,61 %	0,61 %	0,61 %
Risikofri rente etter skatt	1,19 %	1,35 %	1,51 %	1,67 %	1,83 %	1,99 %	2,15 %	2,15 %	2,15 %

Tabell 10-1 Budsjettert risikofri rente

## 10.2.2 Fremtidig markedsrisikopremie

Beste prediksjon på fremtidens risikopremie er dagens nivå som er omtrent 5 %, videre er markedets risikopremie etter skatt konstant (Knivsflå, 2021k). Merk også at vi trenger risikopremien etter skatt, hvor premien etter skatt er større enn før skatt da risikofri rente blir lavere når vi bruker etter skatt-verdier, mens markedsrisikopremien allerede er etter skatt. Vi vil ta i bruk omtrent samme risikopremie som vi gjorde i kapittel 7 jf. diskusjon ovenfor og dermed benytte en risikopremie på 5 % etter skatt for fremtidskravet.

Fremtidig markedsrisikopremie	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Fremtidig markedsrisikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %

Tabell 10-2 Budsjettert markedsrisikopremie etter skatt

### 10.2.3 Fremtidig Illikviditetspremie

Den historiske illikviditetspremien ble fremvist i kapittel 7 og det forventes at denne holdes konstant frem mot budsjett horisonten. I kapittel 7.2.4 konkluderte vi med en illikviditetspremie på 0,5 % for egenkapitaleiere og ekstra premie på 2,5 %, totalt 3 % for minoritetsinteresser som følge av få exit-muligheter.

Fremtidig illikviditetspremie	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Majoritet	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
Minoritet	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %

Tabell 10-3 - Budsjettert illikviditetspremie

### 10.2.4 Fremtidig årlig egenkapitalbeta

Tidligere i oppgaven estimerte vi hva egenkapitalbetaen var i regnskapsanalyseperioden, men i prinsippet er vi ute etter egenkapitalbetaen frem i tid når vi skal gjøre verdivurderingen. Det blir derfor prinsipielt feil å ta utgangspunkt i balanseførte vekter som ikke er de faktiske etter virkelig verdi.

Den mest praktiske måten er imidlertid å benytte fremgangsmåten fra kapittel 7 og den budsjetterte kapitalstrukturen fra kapittel 9. Man justere strukturen senere ved bruk av den fremskrevne kapitalstrukturen når de virkelige vektene er blitt estimert i kapittel 11.

Fremtidig årlig egenkapitalbeta	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Netto driftsbeta	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Egenkapitalandel	0,64	0,64	0,64	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
=Egenkapitalbeta	1,00	1,00	1,01	1,01	1,01	1,02	1,02	1,02	1,02

Tabell 10-4 Budsjettert årlig egenkapitalbeta

### 10.2.5 Presentasjon av fremtidig krav til egenkapital og minoritet

Fremtidig egenkapitalkrav	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Risikofri rente etter skatt	1,19 %	1,35 %	1,51 %	1,67 %	1,83 %	1,99 %	2,15 %	2,15 %	2,15 %
Egenkapitalbeta	1,00	1,00	1,01	1,01	1,01	1,02	1,02	1,02	1,02
Risikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Illikviditetspremie majoritet	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
= ekk majoritet	6,66 %	6,86 %	7,04 %	7,22 %	7,40 %	7,57 %	7,75 %	7,75 %	7,75 %
+ Illikviditetspremie minoritet	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %
= ekk minoritet	9,16 %	9,36 %	9,54 %	9,72 %	9,90 %	10,07 %	10,25 %	10,25 %	10,25 %

Tabell 10-5 Fremtidige egenkapitalkrav og minoritetskrav

## 10.2.6 Finansielle krav

Det fremtidige avkastningskravet for netto finansiell gjeld består av avkastningskravet til den finansielle gjelden fratrukket avkastningskravet til finansielle eiendeler, vektet med deres respektive andel av netto finansiell gjeld.

### Fremtidig finansielt gjelds krav

Her vil det likedan som i kapittel 7 bli brukt den risikofrie renten tillagt en kredittrisikopremie basert på den syntetisk ratingen for å estimere det finansielle gjelds kravet. Fra kapittel 6 ble selskapet ratet A i samtlige år, samt AA i 2018. Videre ble det heller ikke oppdaget noe bemerkelsesverdig i de senere kapitlene som skulle tyde på at Mowi ikke ville opprettholde denne bokstavkarakteren, derfor blir denne beholdt i hele budsjettperioden. Ettersom gjelden i all hovedsak er av langsiktig karakter blir den langsiktige kredittrisikopremien benyttet.

Krav til finansiell gjeld	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Risikofri rente etter skatt	1,19 %	1,35 %	1,51 %	1,67 %	1,83 %	1,99 %	2,15 %	2,15 %	2,15 %
krp	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %
= Krav til finansiell gjeld	2,09 %	2,25 %	2,41 %	2,57 %	2,73 %	2,89 %	3,05 %	3,05 %	3,05 %
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A

Tabell 10-6 Fremtidig finansielt gjelds krav

### Fremtidig finansielt eiendels krav

Kravet til de finansielle eiendelene er et vektet snitt av kravet til selskapets kontanter, fordringer og investeringer. Siden finansielle eiendeler allerede er fremskrevet, kan vi vekte de ulike kravene ved å bruke deres respektive historiske gjennomsnittlige andel i budsjettperioden. Ellers er de individuelle kravene regnet ut på samme måte som i kapittel 7.

Krav til finansielle eiendeler	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Kontantkrav	1,19 %	1,35 %	1,51 %	1,67 %	1,83 %	1,99 %	2,15 %	2,15 %	2,15 %
vekt	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %
Fordringskrav	1,00 %	0,01	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	0,60 %	1,00 %	0,60 %
vekt	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investeringskrav	6 %	6 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %
vekt	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %
Finansielt eiendelskrav	2,04 %	2,20 %	2,36 %	2,52 %	2,68 %	2,84 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %

Tabell 10-7 Fremtidig finansielt eiendels krav

Tabell 10-7 illustrerer blant annet at kravet følger utviklingen i den risikofrie renten ganske tett siden kontanter utgjør en veldig stor andel av de totale finansielle eiendelene.

## 10.2.7 Fremtidig netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav blir funnet ved å vekte de ulike kravene i forhold til deres andel av netto finansiell gjeld.

<i>krav til netto finansiell gjeld</i>	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2	T+3
krav til finansiell gjeld	2,09 %	2,25 %	2,41 %	2,57 %	2,73 %	2,89 %	3,05 %	3,05 %	3,05 %	3,05 %
vekt	1,13	1,14	1,15	1,17	1,18	1,20	1,21	1,21	1,21	1,21
Krav til finansielle eiendeler	2,04 %	2,20 %	2,36 %	2,52 %	2,68 %	2,84 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
vekt	0,13	0,14	0,15	0,17	0,18	0,20	0,21	0,21	0,21	0,21
= Krav til netto finansiell gjeld	2,09 %	2,25 %	2,41 %	2,57 %	2,73 %	2,89 %	3,06 %	3,06 %	3,06 %	3,06 %

Tabell 10-8 Fremtidig krav til netto finansiell gjeld

Som en leser av tabell 10-8 ovenfor så øker kravet til netto finansiell gjeld i stor grad med den risikofrie renten, da de finansielle eiendelene i stor grad er kontanter og økningen i kravet til den finansielle gjelden er også utelukkende relatert til den risikofrie renten.

## 10.2.8 Krav til netto driftskapital

Ved bruk av kravene vi regnet ut i kapittel 10.2 kan vi nå vekte disse med deres andel av netto driftskapital og regne ut kravet.

<i>Netto driftskrav</i>	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Egenkapitalkrav	0,067	0,069	0,070	0,072	0,074	0,076	0,077	0,077	0,077
vekt	0,643	0,638	0,636	0,634	0,632	0,629	0,627	0,627	0,627
Minoritetskrav	0,092	0,094	0,095	0,097	0,099	0,101	0,102	0,102	0,102
vekt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Finansielt gjeldskrav	0,021	0,022	0,024	0,026	0,027	0,029	0,030	0,030	0,030
vekt	0,404	0,411	0,419	0,427	0,435	0,442	0,450	0,450	0,450
Finansielt eiendelskrav	0,020	0,022	0,024	0,025	0,027	0,028	0,030	0,030	0,030
vekt	0,047	0,050	0,056	0,061	0,067	0,072	0,078	0,078	0,078
= Netto driftskrav	0,050	0,052	0,054	0,055	0,057	0,058	0,060	0,060	0,060

Tabell 10-9 Fremtidig netto driftskrav

Vi ser at minoritetsinteressene er en minimal finansieringskilde, og er finansieringskilden som har det høyeste avkastningskravet. Den finansielle gjelden er i stor grad årsaken til avviket mellom egenkapitalkravet og netto driftskrav i perioden. Vi merker oss videre at kravet er stigende over budsjettthorisonen i tråd med den risikofrie renten, noe som er naturlig da renten er en viktig del i samtlige krav og således styrer det samlede kravet. Ellers vil endringer i egenkapitalandelen ha stor effekt på egenkapitalbetaen og dermed egenkapitalkravet, men endringen i budsjettthorisonen har vært lav.

## 10.3 Analyse av budsjett - superrentabilitet

I inneværende delkapittel vil vi benytte fremtidsregnskapet fra kapittel 9 og fremtidskravene fra kapittel 10 til å estimere hva den fremtidige strategiske fordel til Mowi er.

<i>Fremtidig strategisk fordel</i>	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2	T+3
Netto driftsrentabilitet	0,142	0,131	0,128	0,131	0,128	0,125	0,121	0,121	0,121	0,121
Netto driftskrav	0,050	0,052	0,054	0,055	0,057	0,058	0,060	0,060	0,060	0,060
= Ren driftsfordel	0,092	0,079	0,074	0,076	0,072	0,067	0,061	0,061	0,061	0,061
Gearingfordel drift	0,051	0,045	0,043	0,044	0,042	0,039	0,037	0,037	0,037	0,037
=Driftsfordel	0,143	0,124	0,117	0,120	0,113	0,106	0,098	0,098	0,098	0,098
Finansieringsfordel NFG	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finansieringsfordel Minoritet	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Strategisk fordel	0,143	0,124	0,117	0,120	0,113	0,106	0,098	0,098	0,098	0,098

Tabell 10-10 Fremtidig strategisk fordel

<i>Superrentabilitet</i>	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2	T+3
Egenkapitalrentabilitet	0,209	0,192	0,187	0,192	0,187	0,182	0,175	0,175	0,175	0,175
Egenkapitalkrav	0,067	0,069	0,070	0,072	0,074	0,076	0,077	0,077	0,077	0,077
Superrentabilitet	0,143	0,124	0,117	0,120	0,113	0,106	0,098	0,098	0,098	0,098

Tabell 10-11 Fremtidig superrentabilitet

Som vi ser fra tabellene ovenfor så er strategisk fordel lik superrentabilitet. Videre ser vi fra tabell 10-10 at den strategiske fordel fra drift er 6,1 %, pluss vi på giringfordelen som skalerer opp driften så ender vi opp med en strategisk fordel på litt under 10 %. I tråd med konklusjonen fra den strategiske analysen er den strategiske fordel fallende og på sikt lav. I den historiske rentabilitetsanalysen fant vi at Mowis tidsvektede strategiske fordel var 16,9 %. Merk at koronaåret 2020 var vektet med hele 20 %, noe som reduserte gjennomsnittet betraktelig.

# 11 Fundamental verdivurdering

I oppgavens tredje kapittel ble det valgt verdsettelsesmetode i form av fundamental verdivurdering, denne metoden vil også suppleres med komparativ verdivurdering ved bruk av multipler. På bakgrunn av fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskravene utarbeidet i kapittel 10 vil det nå bli gjennomført en fundamental verdivurdering, som vi valgte som metode i oppgavens tredje kapittel. Det vil også bli gjennomført flere undersøkelser av verdiestimatet i form av sensitivitetsanalyser, en konvergeringsprosess og simuleringer. Videre vil det bli foretatt en rimelighetssjekk av den fundamentale verdivurderingen gjennom en supplerende multiplervurdering av Mowi opp mot resten av bransjen. Vi vil da beregne Avslutningsvis vil det endelige verdiestimatet bli presentert

## 11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdivurderer egenkapitalen direkte ved bruk av egenkapitalkravet som diskonteringsrate. Under egenkapitalmetoden finnes det flere modeller som alle vil gi samme verdi, disse er fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekst-modellen. Utbyttmodellen vil ikke bli benyttet i denne oppgaven ettersom den er identisk med fri kontantstrømmodellen med tanke på forutsetningene som er tatt i oppgaven.

### 11.1.1 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrøm til egenkapital ble estimert i kapittel 9 og kravet til egenkapitalen ble tilsvarende estimert i kapittel 10. I budsjettperioden blir kontantstrømmen for hvert enkelt år diskontert hver for seg, mens Gordons formel for en uendelig vekstrekke er benyttet ved beregning av horisontverdien. Siden selskapet er antatt å være i konstant vekst ved horisonten, vil det være mulig å benytte oss av den forenklingen, og vi får med det at verdien av egenkapitalen er som vist nedenfor.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekv - ekk)}$$

### 11.1.2 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen finner verdien på egenkapitalen ved å ta utgangspunkt i den balanseførte egenkapitalen i år 0, for så å legge til nåverdien av superprofitt til egenkapitalen. Superprofitt er som kjent nettoresultatet til egenkapital fratrukket egenkapitalkravet multiplisert med inngående egenkapital. Nedenfor er formelen illustrert.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

hvor,

$$SPE_t = NRE_t - ekk_t * EK_t$$

### 11.1.3 Superprofittvekst-modellen

Superprofittvekstmodellen finner verdien av egenkapitalen ved å kapitalisere nettoresultatet til egenkapitalen, samt å beregne nåverdien av superprofittveksten i påfølgende år. Det vil si at vekst som ikke gir økt superprofitt ikke vil ha effekt på verdien ifølge modellen, imidlertid kan en reduksjon i kravet gi økt superprofitt. Under er formelen illustrert.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ek_{k_1}} + \frac{1}{ek_{k_1}} * \left[ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right]$$

hvor,

$$\Delta SPE_t = SPE_t - SPE_{t-1}$$

## 11.2 Selskapskapitalmetoden

Et alternativ til egenkapitalmetoden som vi presenterte i forrige kapittel, er selskapskapitalmetoden. Man velger da å verdivurdere selskapskapitalen istedenfor egenkapitalen, for å deretter estimere verdien av egenkapitalen residualt ved å trekke fra gjeld og minoritetsinteresser. Vi har to ulike mål på selskapskapital, nemlig sysselsatt kapital og netto driftskapital. Vi vil i denne oppgaven fokusere på netto driftskapital, da den er renere enn

sysselsatt kapital, som inkluderer finansielle eiendeler. Videre er modellene lik de som ble presentert i kapittel 11.1, forskjellen er at kontantstrømmen er den som er skapt av driften, ikke den som tilflyter egenkapitalen. Videre må en under brøkstreken benytte et krav til selskapskapitalen, for eksempel netto driftskrav. Merk at vi forutsetter at rentabiliteten til netto finansiell gjeld er på linje med kravet, slik at den bokførte verdien er et godt estimat på virkelig verdi, og forenkler verdivurderingen. Modellene som er presentert for egenkapitalen i kapittel 11.2 er identisk for selskapskapitalen, så de vil ikke bli presentert på nytt. I neste delkapittel vil vi presentere det første verdiestimatet på egenkapitalen ved hjelp av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, hvor de tre modellene som er presentert vil bli benyttet. Ved bruk av netto driftskapital som selskapskapital finner man verdien av egenkapitalen som vist nedenfor.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

### 11.3 Første verdiestimat

Vi vil først presentere de ulike modellene ved egenkapitalmetoden, for så å ta for oss selskapskapitalmetoden, før vi oppsummerer funnene til slutt i delkapittelet. Vi vil ved beregningen av det første verdiestimatet benytte balanseførte vekter, før vi i neste delkapittel vil konvergere estimatene til et verdiestimat utarbeidet med verdivekter. Vi vil beregne verdien av egenkapitalen til Mowi ved utgangen av 2020. Fra årsrapporten for 2020 finner vi at det totalt er 517 111 091 aksjer, og selskapet eier ikke egne aksjer, hvilket innebærer at det totale antallet aksjer vil bli benyttet for å beregne verdiestimatet per aksjer (Mowi, 2021a). I det følgende vil verdiestimatene bli presentert basert på de ulike metodene og modellene vi har omtalt ovenfor. Beregningene er gjort i MEUR som ellers i oppgaven, mens verdiestimatet per aksje er presentert i norske kroner da aksjene til Mowi er kvotert i norske kroner. Ved omregning til norske kroner benytter vi oss av valutakursen den 31.12.2020, som var 10,4703 (Norges Bank, u.å).

Merk at vi tidligere har nevnt at vi benytter inngående balanse ved rentabilitet, dvs. at 2020 innebærer at det er balansen 1.1.2020. Videre så er kontantstrømmen antatt for enkelhets skyld realisert den 31.12 hvert år. Dette innebærer derfor at kontantstrømmen i 2021 som blir



diskontert tilbake til 2020 vil gi oss verdien den 31.12.2020, ikke 1.1.2020 som vi benyttet i balansen ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

### 11.3.1 Egenkapitalmetoden

Fri kontantstrøm til EK	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1
Fri kontantstrøm til egenkapitalen		671	290	105	491	542	586	421	431
Diskonteringsfaktor	1	1,07	1,14	1,22	1,31	1,40	1,51	1,63	1,75
Nåverdi i perioden 2021 til 2027		628,62	254,83	85,74	375,56	385,52	388,03	258,26	8211,55

Nåverdi 2021-2027	2377
+ Horisontverdi	5043
= Egenkapitalverdi	7419
= Verdiestimat per aksje (NOK)	150,2

Figur 11-1 Første verdiestimat fra fri kontantstrøm-modellen, EK-metoden

Superprofitmodellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1
Balanseført egenkapital		2624	2566	2766	3075	3020	2938	2831	2901
Nettoreultat til egenkapital		612,54	490,77	413,49	436,31	460,13	478,73	491,32	503,60
- Egenkapitalkrav		174,80	176,11	194,75	221,94	223,32	222,49	219,35	224,84
= Superprofit til egenkapitalen		437,74	314,66	218,74	214,37	236,81	256,24	271,97	278,77
/ Diskonteringsfaktor		1,07	1,14	1,22	1,31	1,40	1,51	1,63	1,75
Nåverdi i perioden 2021 til 2027		410,40	276,06	179,28	163,87	168,56	169,55	167,01	158,88

Balanseført egenkapital 2021	2624
+ Nåverdi 2021-2027	1535
+ Horisontverdi	3261
= Egenkapitalverdi	7419
= Verdiestimat per aksje	150,2

Figur 11-2 Første verdiestimat fra superprofitmodellen, EK-metoden

Superprofitvekstmodellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Superprofit til egenkapitalen		437,74	314,66	218,74	214,37	236,81	256,24	271,97	278,77	285,74
Superprofitvekst til egenkapitalen		-123,67	-96,70	-5,48	20,83	17,26	12,98	3,99	4,09	
Diskonteringsfaktor		0,94	0,88	0,82	0,76	0,71	0,66	0,61	0,57	0,53
Nåverdi av superprofitvekst i perioden			-108,50	-79,25	-4,19	14,83	11,42	7,97	2,27	77,87

Nettoreultat 2021	613
Kapitalisert nettoreultat 2021	9193
+ Kapitalisert nåverdi av SPE i perioden	-2492
+ Kapitalisert horisontverdi	718
= Egenkapitalverdi	7419
= Verdiestimat per aksje	150,2

Figur 11-3 Første verdiestimat fra superprofitvekstmodellen, EK-metoden

## 11.3.2 Selskapskapitalmetoden

<i>Fri kontantstrøm-modellen</i>	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1
Fri kontantstrøm fra drift		699,9	195,2	-50,2	553,0	621,8	684,9	430,1	440,9
Diskonteringsfaktor	1,00	1,05	1,10	1,16	1,23	1,30	1,37	1,46	1,54
Nåverdi i perioden 2021-2027		666,4	176,7	-43,1	450,1	478,9	498,4	295,3	12578,2

Nåverdi 2021-2027	2523
+ Horisontverdi	8635
= Selskapsverdi	11157
- Netto finansiell gjeld 2021	1453
- Minoritetsinteresser 2021	2
= Egenkapitalverdi	9702
= Verdiestimat per aksje	196,4

Figur 11-4 Første verdiestimat fra fri kontantstrøm-modellen, SK-metoden

<i>Superprofittmodellen</i>	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1
Balanseført NDK		4078,4	4021,6	4350,1	4852,3	4781,6	4668,4	4512,6	4625,4
Netto driftsresultat		643,1	523,8	452,0	482,3	508,6	529,1	543,0	556,5
Krav til netto driftskapital		205,4	209,1	233,2	267,9	271,7	272,8	271,0	277,8
Superprofitt til netto driftskapital		437,7	314,7	218,7	214,4	236,8	256,2	272,0	278,8
Diskonteringsfaktor		1,05	1,10	1,16	1,23	1,30	1,37	1,46	1,54
Nåverdi i perioden 2021 til 2027		416,8	284,8	187,9	174,5	182,4	186,5	186,7	180,5

Balanseført netto driftskapital 2021	4078
+ Nåverdi 2021-2027	1619
+ Horisontverdi	5459
= Selskapsverdi	11157
- Netto finansiell gjeld 2021	1453
- Minoritetsinteresser 2021	2
= Egenkapitalverdi	9702
= Verdiestimat per aksje	196,4

Figur 11-5 Første verdiestimat fra superprofittmodellen, SK-metoden

<i>Superprofittvekst til NDK</i>	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Superprofitt til netto driftskapital		437,7	314,7	218,7	214,4	236,8	256,2	272,0	278,8	285,7
Superprofittvekst til netto driftskapital			-123,6	-96,6	-5,4	21,0	17,5	13,2	4,3	4,4
Diskonteringsfaktor		0,95	0,90	0,86	0,81	0,77	0,73	0,69	0,65	0,61
Nåverdi av superprofittvekst i perioden			-111,8	-83,0	-4,4	16,2	12,7	9,1	2,8	124,3

Nettoresultat fra drift	643
+ Kapitalisert resultat 2021	12770
+ Nåverdi 2022-2027	-3307
+ Horisontverdi	1694
= Selskapsverdi	11157
- Netto finansiell gjeld 2021	1453
- Minoritetsinteresser	2
= Egenkapitalverdi	9702
= Verdiestimat per aksje	196,4

Figur 11-6 Første verdiestimat fra superprofittvekstmodellen, SK-metoden

## 11.3.3 Oppsummering første verdiestimat

Vi har i dette delkapittelet presentert det første verdiestimatet på egenkapitalen til Mowi basert på fremtidsregnskapet og fremtidskravene som ble utarbeidet i kapittel 9 og 10. Vi kan oppsummere resultatene i en tabell, og denne er presentert nedenfor i tabell 11-1. Vi ser at det første verdiestimatet er i tråd med kravene som er oppstilt av Knivsflå (2021n), hvor vi får samme verdiestimat fra de ulike modellene innad i den enkelte metode, samtidig som det er

sprik i verdieestimatet mellom de ulike metodene. Dette skyldes at en har benyttet balanseførte vekter, som kan avvike betydelig fra verdivektene. Vi ser at det første verdieestimatet indikerer et verdieestimat på 173 kr per aksje.

<i>Første verdieestimat</i>	<i>FK</i>	<i>SP</i>	<i>SPV</i>	<i>Gjennomsnitt</i>
Egenkapitalmetoden	7 419	7 419	7 419	7 419
Selskapsmetoden	9 702	9 702	9 702	9 702
Gjennomsnitt	8 561	8 561	8 561	8 561
<b>Gjennomsnitt per aksje</b>	<b>173</b>	<b>173</b>	<b>173</b>	<b>173</b>

Tabell 11-1 Oppsummering av første verdieestimat

## 11.4 Verdieestimat med virkelige kapitalvekter

I de to forrige kapitlene ble de innledende verdieestimatene regnet ut ved bruk av budsjetterte vekter. Ettersom vi fikk samme resultat fra de ulike modellene i egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, men forskjellig estimat fra selskaps- og egenkapitalmetoden innebærer at vi må beregne de virkelige vektene for å få konvergens.

Per 31.12.2020 hadde Mowi utstedt 517 111 091 aksjer, og siden Mowi ikke eier noen av sine egne aksjer er alle disse utestående. I tabell 11-2 nedenfor er verdieestimatet fra både egenkapital- og selskapskapitalmetoden basert på balanseførte vekter presentert.

<i>Iterasjon</i>	<i>1</i>	<i>2</i>
EK-metoden	7419,2	8502,8
SK-metoden	9702,3	8499,8
Gjennomsnitt	8560,8	8501,3
EK-metode aksjekurs	150,217	172,158
SK-metode aksjekurs	196,444	172,096
<b>Verdieestimat per aksje</b>	<b>173,331</b>	<b>172,127</b>

Tabell 11-2 Innledende verdieestimat og aksjekurs for Mowi

Iterasjon 1 tilsvarer verdieestimatene med balanseførte vekter, mens iterasjon 2 er første verdieestimat basert på virkelige vekter. Vi merker en liten endring i det gjennomsnittlige verdieestimatet, men som forventet så ser vi at differansen mellom verdieestimatene fra de forskjellige metodene er snevret betydelig inn.

### 11.4.1 Konvergens mot endelig verdiestimat

Verdiestimatene vi fikk tidligere avviker fra den virkelige verdien da vi benyttet budsjetterte vekter. For å finne den virkelige verdien er det 3 steg som må gjennomføres:

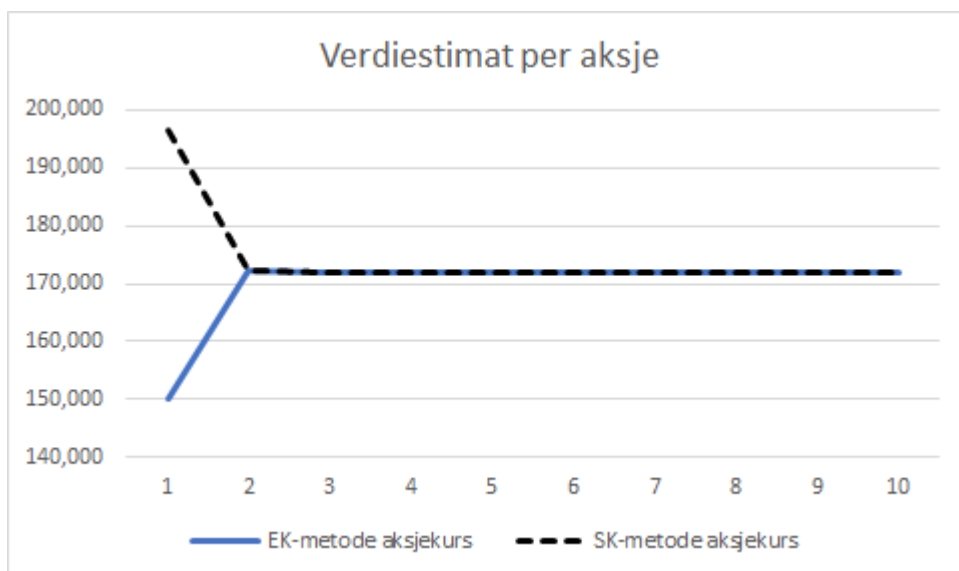
- Steg 1: Oppdatere vektene med utgangspunkt i den gjennomsnittlige egenkapitalverdien
- Steg 2: Beregne ny gjennomsnittlig egenkapitalverdi basert på de oppdaterte vektene
- Steg 3: Gjenta prosessen helt til eventuelle avvik av egenkapitalverdien etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden er minimal.

De nye vektene vil produsere en ny egenkapitalbeta som videre vil gi et nytt egenkapitalkrav. Samtidig vil de nye verdivektene i hvert steg også endre netto driftskrav ettersom det blir utledet ved å vekte egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav. Merk at kontantstrømmen er uavhengig av overgangen fra balanseførte vekter til verdivekter. Etter hvert som vi gjentar denne prosessen vil avviket mellom de to metodene gå mot null (Knivsflå, 2021n). Figur 11-3 vises selve konvergeringsprosessen mot verdiestimatet.

Iterasjon	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EK-metoden	7419,2	8502,8	8485,3	8486,5	8487,8	8487,8	8487,8	8487,8	8487,8	8487,8
SK-metoden	9702,3	8499,8	8486,5	8490,3	8491,4	8491,3	8491,2	8491,2	8491,2	8491,2
Gjennomsnitt	8560,8	8501,3	8485,9	8488,4	8489,6	8489,6	8489,5	8489,5	8489,5	8489,5
EK-metode aksjekurs	150,217	172,158	171,803	171,827	171,854	171,854	171,853	171,852	171,852	171,853
SK-metode aksjekurs	196,444	172,096	171,828	171,904	171,927	171,924	171,922	171,922	171,922	171,922
Verdiestimat per aksje	173,331	172,127	171,815	171,866	171,890	171,889	171,887	171,887	171,887	171,887

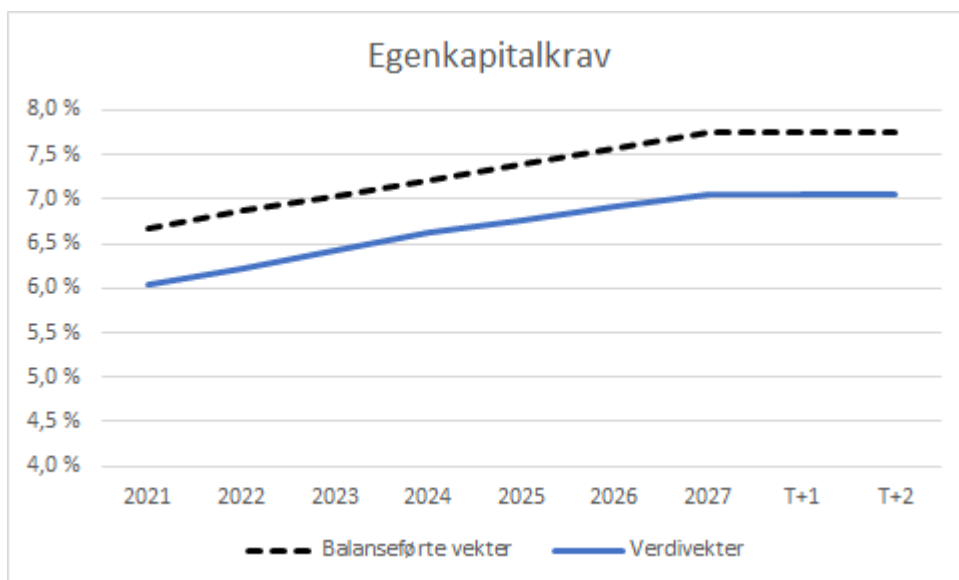
Tabell 11-3 Verdiestimat for hvert steg i konvergeringsprosessen

Som vi ser fra tabell 11-3, så konvergerer ikke verdiestimatene som vi ønsker, da vi har et avvik på 0,07 i verdiestimat per aksje etter 10 iterasjoner, eller et avvik på 3,4 MEUR i verdiestimatet på egenkapitalen. Dette er en svakhet i konvergeringsprosessen hvor vi ikke oppdaterer de verdivektede kravene på en konsistent måte gjennom prosessen, og derfor medfører at verdiestimatene ikke konvergerer nærmere enn et avvik på 0,07 per aksje for vår del. For å få en bedre fremstilling av hvor marginal forskjellen faktisk er, så er konvergeringsprosessen illustrert grafisk i figur 11-7 nedenfor. I simuleringsanalysen i kapittel 11.5.1.4 vil vi analysere avviket nærmere, men konklusjonen er at vi velger å anse verdiestimatet som pålitelig.



Figur 11-7 Grafisk illustrasjon av konvergeringen i verdiestimat per aksje

I figur 11-8 nedenfor er utviklingen i avkastningskravet til egenkapitalen i budsjettperioden basert på balanseførte vekter og verdivekter presentert. Som vi ser så faller avkastningskravet når vi går fra balanseførte til verdivekter. Dette skyldes at egenkapitalandelen øker betraktelig ved bruk av virkelige vekter, som gir en lavere egenkapitalbeta og dermed krav. Ved budsjetthorisonten er forskjellen mellom kravene 0,7 prosentpoeng.



Figur 11-8 Grafisk illustrasjon av utviklingen i egenkapitalkravet basert på balanseførte vekter og verdivekter.

### 11.4.2 Vurdering av konvergent verdiestimat

Konvergeringsprosessen ovenfor ga oss et verdiestimat på egenkapitalen på 8489,5 MEUR. I det følgende vil vi ta en kort rimelighetssjekk på estimatet ved å vurdere det opp mot to

forholdstall utledet fra Mowi sine regnskapstall i 2020 og avkastningskravene basert på verdivekter som vi fant i forrige avsnitt. De valgte forholdstallene vi vil ta utgangspunkt i er Pris/Bok, omtalt som P/B, og Pris/Fortjeneste med benevnning P/E. Ved å se på forholdet mellom estimatet på egenkapitalverdien kontra de normale forholdstallene ser vi hvilken implisitt forventning som er innebygget i verdiestimatet

P/B blir beregnet ved å ta børsverdien eller verdiestimatet på egenkapitalverdien og dele på den bokførte verdien på egenkapitalen i år 0. Dersom et selskap har en bokført verdi som er lik prisen, er dette et tegn på at selskapet ikke besitter noen strategisk fordel, mens en verdi på under 1 tilsier at selskapets drift er verdiødeleggende eller markedet forventer nedskrivninger av de bokførte verdiene. I Mowi sitt tilfelle får vi en P/B på 3,074, noe som viser at det er prisen inn en betydelig strategisk fordel. Merk at noe av denne strategiske fordelene kan tilskrives målefeilene som ble beskrevet i kapittel 5.5.

$$\frac{Pris}{Bok} = \frac{8489}{2762} = 3,074$$

Videre så har Mowi en børskurs på 207,5 kr per 3. mai 2021, som gir en samlet markedsverdi på egenkapitalen på 10 713 MEUR (Euronext, u.å). Pris/Bok-forholdet blir da 3,9, som er omtrent 20 % høyere enn vårt estimat på 3,07, og priser inn vesentlige merverdier fra driften utover de bokførte verdiene.

Det andre forholdstallet vi vil analysere for å vurdere rimeligheten til verdiestimatet er P/E. Forholdstallet blir beregnet ved å ta børsverdien eller estimatet på egenkapitalverdien og dividere på nettoresultatet. Man vil dermed få vite hvor mange år det vil ta for selskapet å tjene inn dagens verdi. Pris/Fortjeneste kan utledes fra Gordons vekstformel, som vi benyttet ved budsjettthorisonten i den fundamentale analysen. Ved å se på prisingen av selskapet basert på historiske regnskapstall, for eksempel de sist tilgjengelige regnskapstallene, så vil verdien av egenkapitalen bli undervurdert hvis selskapet er forventet å vokse betydelig fremover, eller en benytter et resultat som avviker betydelig fra et normalnivå. Gordons vekstformel er som tidligere presentert definert som

$$Pris = \frac{Fortjeneste}{ekk - g}$$

Deler vi på fortjeneste på begge sider så får vi Pris/Fortjeneste-forholdet, og vi ser at hvis en ikke budsjetterer med noe vekst, så vil verdien tilsvare resultatet delt på avkastningskravet til egenkapitalen. Dette er ansett som et “normalt” forholdstall (Knivsflå, 2021n). Benytter vi egenkapitalkravet basert på verdivekter som vi regnet ut for 2020, så får vi et forholdstall på

$$P/E = \frac{1}{ekk - g} = \frac{1}{4,832 \% - 0 \%} = 20,7$$

Forholdstallet forteller oss at et selskap som er forventet å levere et resultat på 1 hvert år fremover, har en verdi på 20,7 om en benytter et krav på 4,832 %, som er avkastningskravet til Mowi sin egenkapital for 2020. Videre er P/E regnet ut basert på verdiestimatet og Mowi sitt nettoresultat for 2020 regnet ut nedenfor.

$$P/E = \frac{VE}{NRE} = \frac{8489}{106,3} = 79,9$$

Vi ser at det er priset inn en betydelig vekst i verdiestimatet om en tar utgangspunkt i P/E basert på resultatet for 2020. Et mulig ankepunkt er imidlertid at 2020 har vært et ekstraordinært år for Mowi, med et stort bortfall av etterspørselssiden. For å få et så korrekt estimat som mulig så bør en bruke framoverskuende estimat på resultatet ved beregning av P/E, men det medfører også stor grad av skjønn ved fastsettelse av fremtidig resultat, som en ikke får ved bruk av historiske resultat. Et alternativ er å benytte det tidsvekta resultatet i analyseperioden. Det tidsvekta resultatet er 309 MEUR, som gir en P/E på 27,5, som er betydelig lavere enn 79,9 som en fikk ved å benytte nettoresultatet for 2020. Om en setter uttrykket for normal P/E utledet vha. Gordons formel lik 27,5, så får vi at veksten i nettoresultat må være 1,19 % årlig for å få en P/E på 27,5. Vi har derfor vist at det implisitt er forventet en vekst i resultatet i verdiestimatet vårt på 1,19 %. Vi har imidlertid budsjettert med en vesentlig høyere vekst enn 1,19 %, men denne effekten blir utlignet med at vi har fremskrevet en betydelig økning i den risikofrie renten frem mot budsjetthorisonen, så egenkapitalkravet øker fra 4,8 % i 2020, til 7 % ved budsjetthorisonen og har betydelig effekt på horisontverdien.

Videre så kan vi ta utgangspunkt i børskursen til Mowi den 3. mai, og analysere hvilken implisitt vekst som er priset inn. Ifølge Euronext var sluttkursen til Mowi den 3. mai 2021 på 207,5 kr, som gir en markedsverdi på egenkapitalen til Mowi på 10 713 MEUR (Euronext, u.å). Ved tilsvarende beregning som ovenfor får vi derfor en P/E på 100,8, som er 25 % høyere enn vårt estimat.

Forskjellen mellom vårt verdiestimat og det markedet priser selskapet til vil være en kombinasjon av vekst og et fremtidig normalisert nettoresultat som er høyere enn for regnskapsåret 2020. Vi kan imidlertid se på forskjellen mellom estimatene ved å vurdere hvilket nettoresultat Mowi må levere i all fremtid for å forsvare de respektive estimatene, med antagelse om at veksten er null. De respektive nettoresultatene er beregnet nedenfor.

$$\frac{P_B}{E} = 20,7 = \frac{10713}{NRE_B} \Rightarrow NRE_B = 517,5 \text{ MEUR}$$

$$\frac{P_{VE}}{E} = 20,7 = \frac{8489}{NRE_{VE}} \Rightarrow NRE_{VE} = 410.1 \text{ MEUR}$$

Som vi ser av utregningen ved hjelp av den «naive» bruken av Gordons formel, så priser børsen inn et årlig nettoresultat på 517,5 MEUR, omtrent 107 MEUR høyere enn det vårt verdiestimat priser inn. Problemet er imidlertid at vi i vårt fremtidsbudsjett for resultatet som presentert i tabell 9-9 faktisk budsjetterer med et nettoresultat på 516 MEUR i 2029, og steady state står for 71 % av verdiestimatet vårt, så forventningene til markedet må være høyere enn det. Vår konklusjon er derfor at avviket mellom børskursen på 207,5 kr og vårt verdiestimat enten skyldes at markedet har tro på at Mowi vil levere et normalisert nettoresultat på nærmere 600 til 650 MEUR årlig i lang tid fremover, eller at vårt estimat på en normalisert risikofri rente på 2,75 % er altfor høyt.

### **11.4.3 Justering for konkursrisiko**

Etter konvergeringsprosessen vi utførte i forrige delkapittel har vi nå et verdiestimat på egenkapitalen på 171,9 kr, og vi vil i det følgende justere for konkursrisiko. Selv om verdiestimatet vårt indirekte tar hensyn til konkursrisiko iblant annet avkastningskrav og



kontantstrømmene, forutsetter estimatet i all vesentlighet fortsatt drift. Derfor velger vi også å foreta en spesifikk justering for konkurrisiko i verdiestimatet.

Det finnes generelt to måter å justere et verdiestimat for konkurrisiko (Damodaran, 2012, s. 634). Den første måten er å estimere sannsynligheten for konkurs som kan gjøres ved å regne baklengs på prisingen av obligasjoner som selskapet eventuelt har utestående, eller å bruke kreditratingene til de utestående obligasjonene. Den andre metoden er å forutsette konkurs og regne ut likvidasjonsverdier for egenkapitalen etter at kreditorene har fått det de har krav på.

Vi har i kapittel 6.3 analysert oss frem til en syntetisk rating på A, som gir en konkurssannsynlighet på 0,61 % ifølge Altman (2010). Vi antar at en eventuell konkurs ikke vil gi en utbetaling til aksjonærene, så justeringen for konkurrisiko blir:

$$\text{Verdi etter justering} = \text{Verdi før justering} * (1 - 0,61 \%)$$

<i>Verdiestimat</i>	<i>Konkurssannsynlighet</i>	<i>Verdiestimat etter justering</i>
171,887	0,0061	170,8

Tabell 11-4 Verdi etter justering for konkurrisiko

## 11.5 Usikkerhet – simulerings- og sensitivitetsanalyse

I denne delen av oppgaven vil vi belyse usikkerheten tilknyttet verdiestimatet og vise at endringer i enkelte forutsetninger kan gi store utslag på punkttestimatet på verdien til Mowi som vi kom frem til i forrige delkapittel. For å belyse denne usikkerheten vil vi benytte verktøy som simuleringsanalyse og sensitivitetsanalyse.

### 11.5.1 Simuleringsanalyse

En simuleringsanalyse lar oss utforske hvilken innvirkning endringer i ulike variabler har på punkttestimatet. Selve simuleringen er en prosess som består av (1) valg av variabler, (2) definere sannsynlighetsfordelingene til valgte variabler, (3) fastsette potensielle korrelasjoner mellom valgte variabler og til slutt (4) gjennomføring av simuleringen.

## Variabler

Teoretisk sett så burde simuleringen inkludert alle mulige variabler, men siden de aller fleste vil ha begrenset effekt på punkttestimatet, vil vi bare fokusere på de budsjettdriverne som har størst innvirkning på verdiestimatet.

Innledningsvis i kapittel 9 introduserte vi de 9 budsjettdriverne som ble brukt for å utarbeide fremtidsregnskapet, hvor driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler er budsjettdriverne med størst innvirkning på punkttestimatet. I tabell 11-5 nedenfor er de historiske verdiene for variablene over analyseperioden og deres respektive standardavvik presentert.

<b>Driftsinntektsvekst</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Standardavvik</b>
Mowi	0,190	0,242	0,019	0,128	0,040	0,045	0,085	-0,091	0,098
Bransjen	0,206	0,169	0,002	0,166	0,073	0,038	0,055	-0,084	0,091
<b>Omløpet til netto driftseiendeler</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Standardavvik</b>
Mowi	1,055	1,152	1,104	1,243	1,293	1,230	1,157	0,958	0,102
Bransjen	1,166	1,271	1,203	1,342	1,372	1,308	1,200	0,997	0,112
<b>Netto driftsmargin</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Standardavvik</b>
Mowi	0,135	0,127	0,082	0,156	0,169	0,156	0,136	0,070	0,033
Bransjen	0,140	0,136	0,093	0,163	0,181	0,170	0,139	0,091	0,031

Tabell 11-5 Aktuelle budsjettdriverne med historiske verdier og standardavvik

Nedenfor er de ulike budsjettdriverne vi har benyttet i simuleringen presentert. Vi har lagt til et budsjettpunkt i 2024 i forhold til fremtidsbudsjettet som vi utarbeidet i kapittel 9. Dette begrunnes med at vi ikke har noen særlig formening om hvordan lakseprisen vil bevege seg på kort sikt, og har heller budsjettet med en stabil bedring av onde, samt at den strategiske fordelene faller til 6 % i budsjettthorisonen. Når vi imidlertid utfører en simulering ser vi det som mer hensiktsmessig å inkludere et budsjettpunkt midt i perioden, som i bedre grad klarer å gjenskape lakseprisens volatile natur.

<b>Driftsinntektsvekst</b>	<b>Budsjettert</b>	<b>Fordeling</b>	<b>Standardavvik / Utfallsrom</b>
Budsjettpunkt 2022	0,045	N	0,03
Budsjettpunkt 2024	0,037	N	0,06
Budsjettpunkt 2027T	0,025	T	(0,005 , 0,05)

Tabell 11-6 Sannsynlighetsfordelinger for driftsinntektsvekst

For driftsinntektsveksten så ser vi en relativ liten usikkerhet for lakseprisen på kort sikt, da vi som tidligere i oppgaven legger til grunn forwardprisene, som indikerer en laksepris rundt 58,5 i 2022, omtrent rundt dagens nivå på lakseprisen. Etter 2023 har vi ikke et pålitelig estimat på

lakseprisen fra forwardkontrakter, og velger derfor å øke standardavviket noe. I budsjettperioden har vi valgt å bruke en trekantfordeling med en forventet verdi på 2,5 %, og minimum og maksimum på henholdsvis 0,5 % og 5 %. Forventningen er basert på at selskapet trolig oppnår en vekst på linje med den generelle økonomien, samtidig som vi har

<b>Onde</b>	<b>Budsjettert</b>	<b>Fordeling</b>	<b>Standardavvik / Utfallsrom</b>
Budsjettpunkt 2022	1,022	N	0,06
Budsjettpunkt 2024	1,076	N	0,11
Budsjettpunkt 2027T	1,157	N	0,05

Tabell 11-7 Sannsynlighetsfordelinger for omløpet til netto driftseiendeler

For budsjettdriveren onde så anser vi den for å komme fra et lavt nivå, så vi anser usikkerheten ved det første budsjettpunktet som relativt lavt i forhold til den historiske på kort sikt, men den blir mer usikker midt i budsjettperioden, hvor vi ønsker å ta høyde for mulige hendelser som koronakrisen, eller nedturen i 2012 som vil skje med ujevne mellomrom. Videre så velger vi å nedjustere usikkerheten ved budsjettpunkt T til under nivået i 2022. Dette begrunnes med at dette er budsjettthorisonen, og vi antar at onde med ganske stor sannsynlighet vil være nærme bransjesnittet ved budsjettthorisonen hvor Mowi innen den tid forhåpentligvis har økt den operasjonelle effektiviteten og utnyttelsen av lisensene i Canada og Skottland.

<b>Netto driftsmargin</b>	<b>Budsjettert</b>	<b>Fordeling</b>	<b>Standardavvik / Utfallsrom</b>
Budsjettpunkt 2021	0,140	N	0,015
Budsjettpunkt 2022	0,134	N	0,02
Budsjettpunkt 2024	0,122	N	0,03
Budsjettpunkt 2027T	0,105	U	(0,07 , 0,145)

Tabell 11-8 sannsynlighetsfordelinger for netto driftsmargin

### **Begrensninger og sannsynlighetsfordelingene**

Ved valg av sannsynlighetsfordelinger vil vi delvis benytte informasjon fra den historiske rentabilitetsanalysen når vi skal fastslå rentabiliteten i fremtiden. Det er imidlertid ikke gitt at den historiske informasjonen gir den beste prediksjonsverdien da vi har en relativ kort analyseperiode og kan være preget av tilfeldigheter og ekstraordinære hendelser som ikke vil gjentas. Alternativet er å benytte seg av en normalfordeling med noen praktiske begrensninger. Blant annet er det spesielt viktig å unngå forekomsten av utfall som er praktisk umulig, for

eksempel en driftsmargin på over 100 % eller en vekst på 20 % i steady state. En forutsetning i Gordons formel er at kravet må være større enn veksten for å få et fornuftig resultat.

### *Korrelasjoner*

<i>Variabler</i>	<i>Koeffisient</i>
Korrelasjon mellom div og onde	0,267
Korrelasjon mellom div og ndm	0,469
Korerrelasjon mellom onde og ndm	0,859

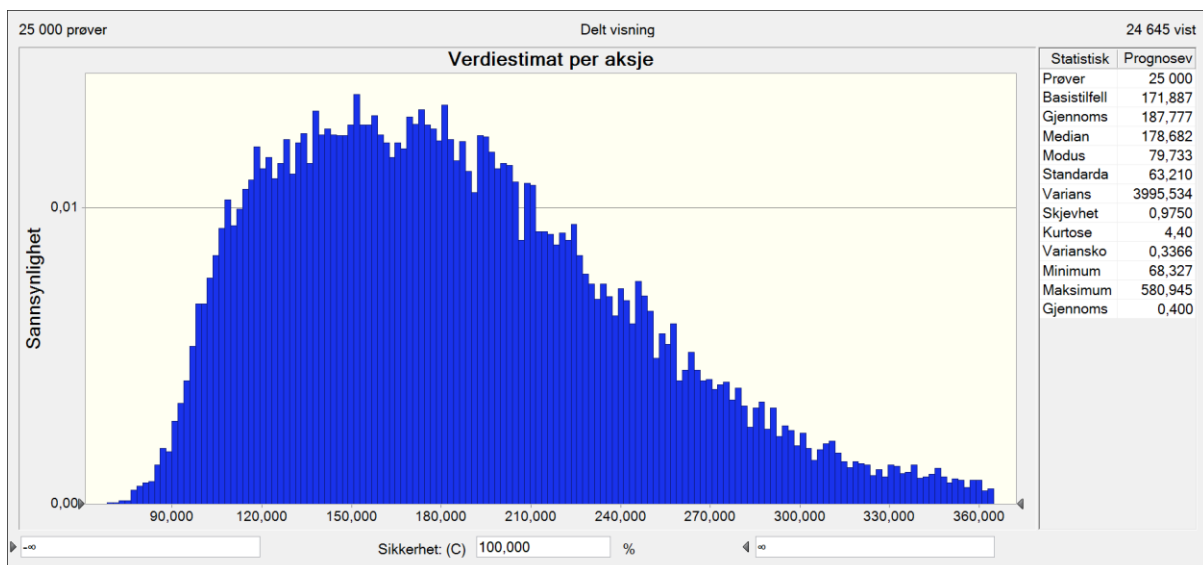
*Tabell 11-9 Oversikt over de historiske korrelasjonskoeffisientene*

Det er naturlig at enkelte variabler samvarierer i en viss grad. For Mowi sin del ser vi at spesielt omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin har en høy positiv korrelasjon. I vanlige bedrifter er normalt korrelasjonen negativ, da en økning i salget ofte går på bekostning av driftsmarginen. Dette støttes av Knivsflå (2021o), som anser det naturlig at korrelasjonen mellom ndm og onde er lav, da bedrifter ofte har høy driftsmargin og lav omløpshastighet på netto driftskapital eller motsatt. For Mowi sin del så kan dette forklares ved at netto driftskapital til selskapet er relativt stabil, mens driftsinntektene er særlig påvirket av lakseprisen. Siden netto driftseiendeler med dagens lave vekst biomasse kan anses som konstant i forhold til utviklingen i lakseprisen, så er i praksis endringen i onde og ndm en proxy på utviklingen til lakseprisen. Vi velger derfor en korrelasjon på 0,7, som er noe lavere enn den historiske koeffisienten på 0,86 for å justere ned korrelasjonen noe i tråd med oppfattelsen om at de for normale selskap har en negativ korrelasjon.

### *Simuleringsanalyse*

I figur 11-9 nedenfor er Monte Carlo-simuleringen som er utført ved hjelp av Crystal Ball presentert. Vi ser at den er nokså skjevfordelt, med en lang hale mot høyre, hvor det høyeste estimatet er på hele 580,9 kr, mens det laveste er på 68,3 kr. Det er derfor verdt å merke seg at det er ingen av trekningene som tok hensyn til risikoen for at selskapet går konkurs, altså et verdiestimat på 0 kr. Vårt punkttestimat på 171,9 kr er noe i underkant av verdiestimatene som

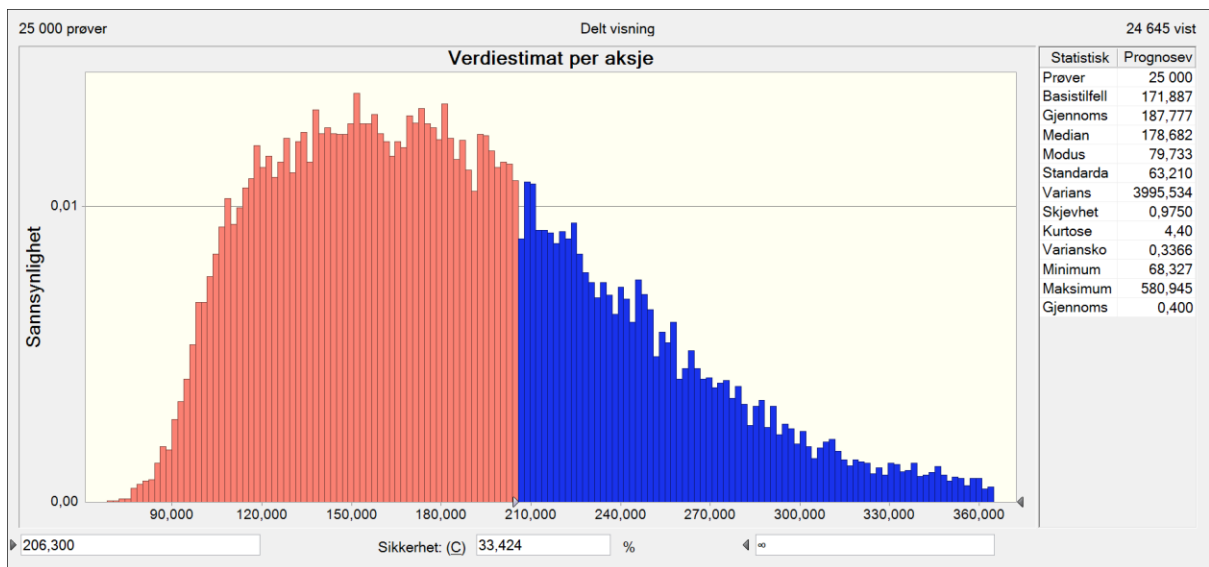
blir utledet fra gjennomsnittet og medianen i simuleringen. Medianen gir et verdiestimat på 178,7 kr, mens gjennomsnittet gir en verdi på 187,8 kr. Vi har ved utarbeidelsen av verdiestimatet vært noe nøktern hva gjelder driftsmargin og driftsinntektsvekst ved horisonten, da vi er relativt usikre på bransjen i fremtiden hva gjelder vekst som følge av de biologiske problemene, samt innvirkningen landbasert oppdrett kan ha på dynamikken i markedet og virkningen av potensielle negative reguleringer innenfor sjøbasert lakseoppdrett, som nevnt i den strategiske analysen. I simuleringen har vi imidlertid tatt mer høyde for usikkerheten også på oppsiden, som i sum gir oss et noe høyere verdiestimat enn om vi bare baserte oss på et punkt estimat. Vi velger imidlertid å ikke oppjustere verdiestimatet vårt til den gjennomsnittlige verdien på 187,8 kr og holder på vårt estimat på 170,8 kr etter justering for konkurrisikoen da vi synes de forutsetningene som ligger innebygd i estimatet er rimelige.



Figur 11-9 Monte Carlo-analyse utført ved hjelp av Crystal Ball

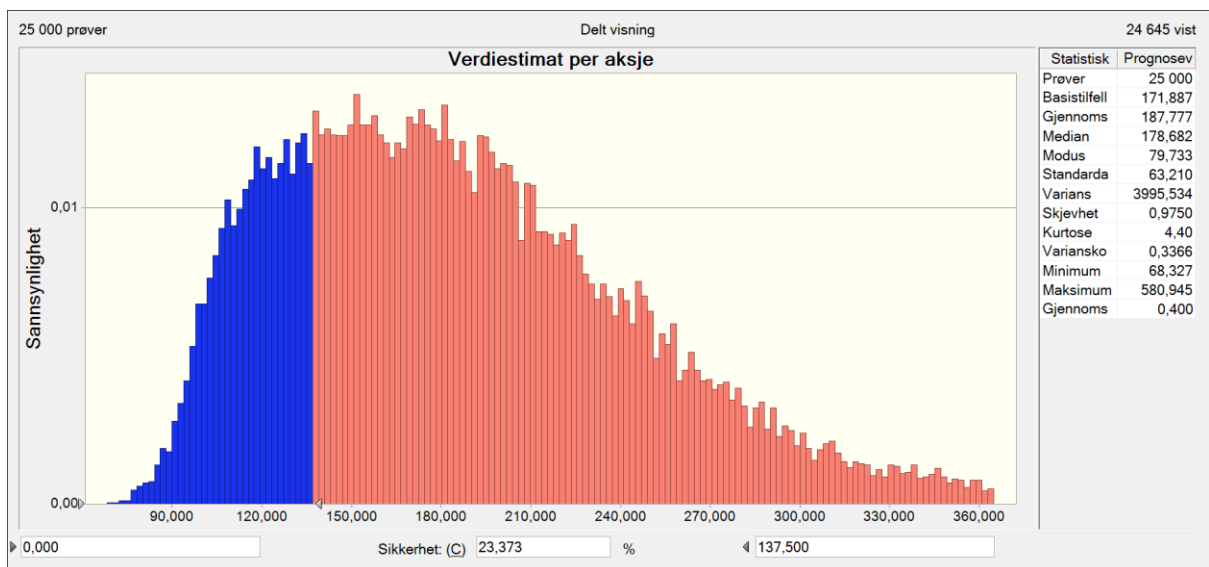
### Oppside- og nedsidepotensial

Oppsidepotensial er sannsynligheten for at aksje verdien er 20 % over den estimerte verdien. I vårt tilfelle ser vi av figur 11-10 nedenfor at sannsynligheten for at verdien på aksjen er over 206,3 kr er 33,4 %, som innebærer at oppsidepotensialet er 33,4 %.



Figur 11-10 Oppsidepotensial

Tilsvarende så er nedsidepotensialet sannsynligheten for at verdien til aksjen har en verdi som er minst 20 % lavere enn den estimerte verdien. Av figur 11-11 nedenfor ser vi at nedsidepotensialet er 23,4 %, som er sannsynligheten for at verdiestimert faktisk er lavere enn 137,5 kr per aksje.

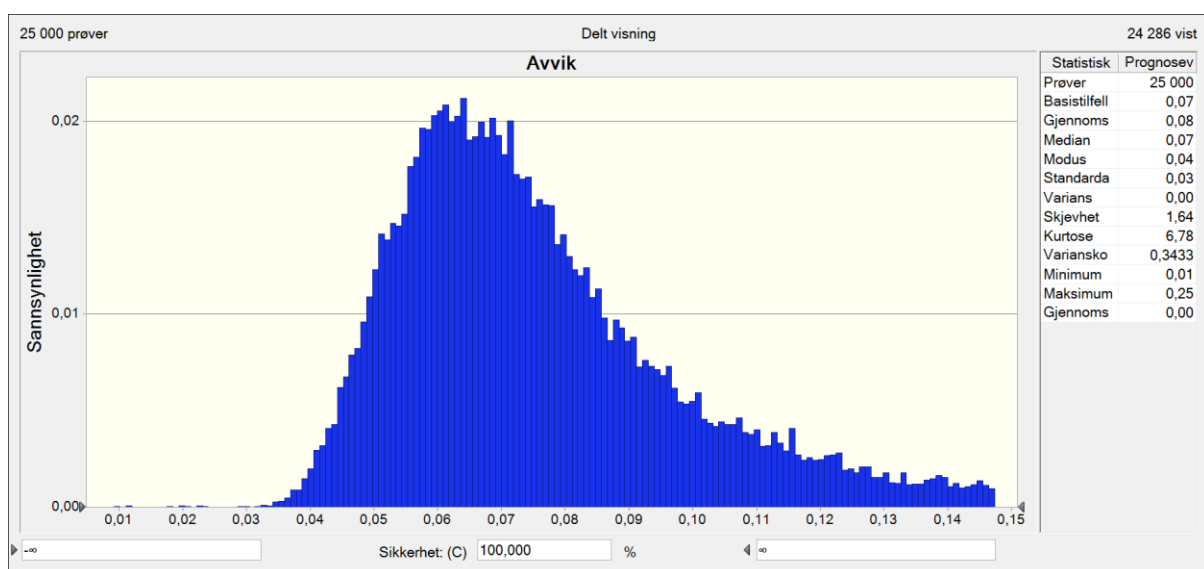


Figur 11-11 Nedsidepotensial

### Avvik mellom verdiestimert

Som nevnt i kapittel 11.4.1 hvor vi gikk fra å benytte balanseførte vekter til å iterativt oppdatere verdivektene frem til de ulike estimatene konvergente mot et endelig estimat, så fant vi det problematisk å få en tilstrekkelig grad av konvergens av estimatene. Som en følge av dette har

vi valgt å legge inn avviket mellom de to verdiestimatene som en prognose i simuleringen, samt at vi har utelatt treknings som hadde et avvik på større enn 15, hvor avviket blir beregnet som  $|VE_{PA,EK} - VE_{PA,SK}|$ . I figur 11-12 nedenfor er fordelingene av avvikene etter ti iterasjoner presentert, og som vi kan se så er avvikene ganske små, hvor det største avviket er på 0,25 kr/aksje og gjennomsnittlig avvik på 0,8 kr/aksje. Vi velger derfor å anse modellen for å ha tilstrekkelig konvergens til å benyttes som et pålitelig estimat. Vi hadde selvsagt ønsket at vi hadde klart å utarbeide en modell som konvergente tilnærmet perfekt, men etter å ha analysert avvikene basert på 25 000 trekninger mener vi at verdiestimatene konvergerer tilstrekkelig til å kunne bruke de i handlestrategien vi vil presentere i kapittel 12.

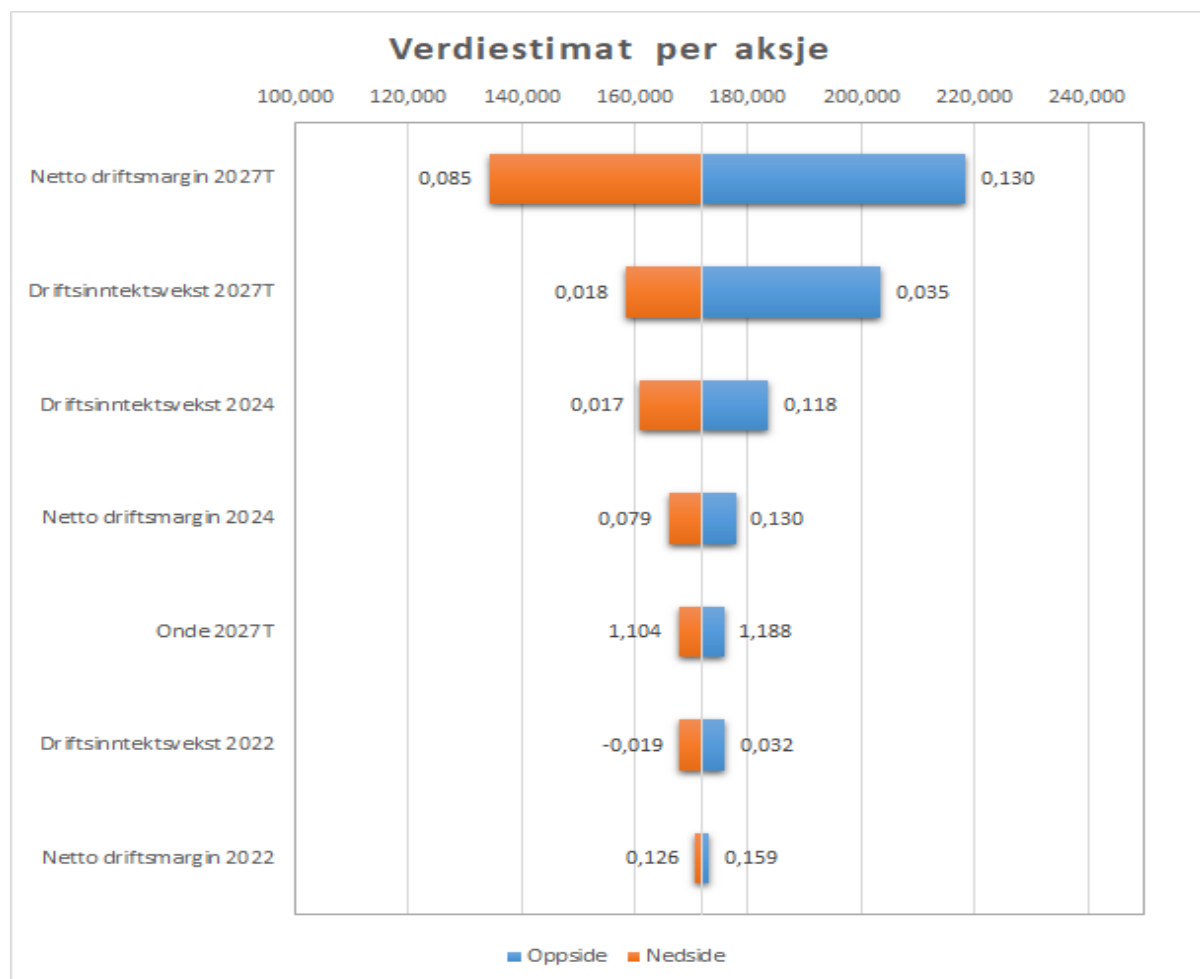


Figur 11-12 Avvik mellom verdiestimatene i kr/aksje

## 11.5.2 Sensitivitetsanalyse

Vi har videre valgt å vise sensitiviteten i verdiestimatet gjennom et tornadodiagram og spider diagram ved hjelp av Crystal Ball. I figur 11-13 nedenfor er tornadodiagrammet presentert, som viser de variablene som har størst innvirkning på verdiestimatet. Tornadodiagrammet viser den isolerte effekten budsjettdriveren har på verdiestimatet, altså at alle andre budsjett drivere er satt til den forventede verdien i punkttestimatet. De oransje grafene indikerer den maksimale nedsiden, mens de blå indikerer den maksimale oppsiden i utfallsrommet mellom 20 % og 80 %, altså hadde alle verdiene innenfor et standardavvik fra forventningsverdien hvis de var normalfordelt. Om en tolker den mest betydningsfulle faktoren, så innebærer det at en netto driftsmargin på 8,5 % i T, som er 2 prosentpoeng lavere enn den forventede verdien, medfører

en reduksjon av verdiestimatet på nærmere 40 kr, mens en netto driftsmargin 2,5 prosentpoeng over den forventede verdien gir en økning av verdiestimatet på nærmere 50 kr.



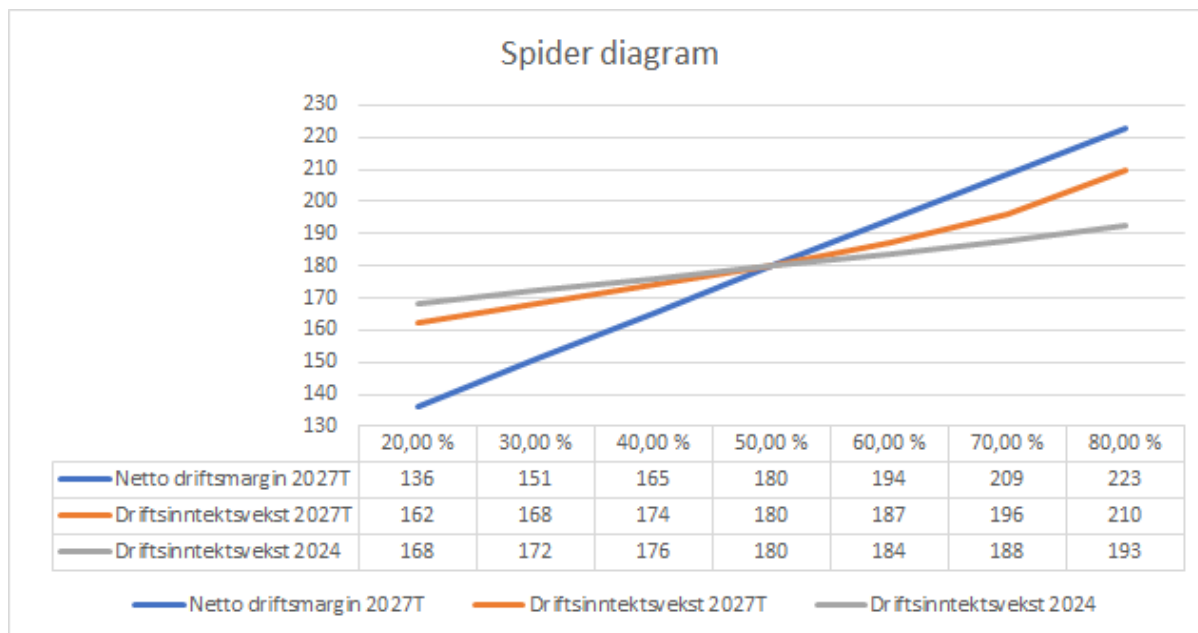
Figur 11-13 Tornadodiagram

Budsjettdriveren med størst innvirkning på verdiestimatet er ikke overraskende driftsmarginen i budsjettthorisonen, et poeng er imidlertid at tornadodiagrammet ikke tar hensyn til korrelasjonene mellom variablene. En kan tenke seg at et selskap som opplever større vekst kan ha det vanskeligere å oppnå en høy driftsmargin og omvendt. En driftsinntektsvekst på 3,9 % er trolig noe høyt i forhold til tåleevnen til laksemarkedet på lang sikt. Om vi antar at de har en årlig vekst i slaktevolumet på 4 % i budsjettperioden, så vil de 15 år inn i steady state nå et slaktevolum på 1 millioner tonn, opp 560 000 tonn fra dagens slaktevolum på 440 000. Dette vil trolig være en urimelig antakelse da konsesjoner fungerer som en flaskehals, samtidig som nye former for oppdrett kan redusere dagens inngangsbarrierer, og store aktører som Mowi vil da se seg tjent med å redusere egen produksjon for å opprettholde markedsbalansen. Det er imidlertid en mulighet både innenfor den generelle økonomiens begrensninger, samt at en stabil



tilbudsvekst på linje med veksten i etterspørselen kan gi en høy vedvarende vekst. Hvorvidt det kommer til å inntreffe er nok mindre trolig.

I figur 11-14 har vi videre presentert et spider diagram for de tre budsjettdriverne som har mest innvirkning på verdiestimatet, hvor vi ser hvilken påvirkning på verdiestimatet en endring i budsjettdriverne gir. Vi har benyttet oss av syv punkter, og ytterpunktene tilsvarer en deviasjon på 30 % fra det opprinnelige estimatet til budsjettdriveren, som omtrent tilsvarer ett standardavvik i hver retning om vi hadde benyttet oss av en normalfordeling. Vi har benyttet oss av en uniform fordeling for netto driftsmargin, så verdiene i ytterpunktene vil her tilsvare 7,8 % og 13,8 %, mens vi har benyttet en triangulær fordeling for driftsinntektsveksten som innebærer at standardavvikene er noe mindre enn for en normalfordeling, så verdiene som er benyttet for driftsinntektsveksten vil være noe mindre ekstreme enn de som er benyttet for netto driftsmargin. Vi ser av figur 11-14 nedenfor at avvikene er relativt store i forhold til de små endringene i budsjettdriverne ved budsjettthorisonten. Den siste budsjettdriveren som er presentert er driftsinntektsveksten i 2024, og den er normalfordelt.



Figur 11-14 Spider diagram

Den mest betydningsfulle budsjettdriveren er netto driftsmargin ved budsjettthorisonten, hvor sammenhengen mellom endring i verdiestimatet og driftsmarginen er lineær. Ved ytterpunktene vil driftsmarginen alene påvirke verdiestimatet 43 kr opp eller ned. Videre ser vi at for driftsinntektsveksten så er nedsiden noe begrenset, hvor ytterpunktet på nedsiden

medfører et fall i verdiestimatet på 18 kr, mens økningen i verdiestimat på oppsiden er 30 kr. Dette skyldes at en betydelig vekst ved budsjetthorisonten øker størrelsen til selskapet drastisk og horisontleddet får mer betydning i forhold til budsjettperioden. En negativ/lav vekst i budsjetthorisonten påvirker ikke budsjettperioden negativt, og det er urimelig at en negativ verdi ved budsjetthorisonten skal redusere den estimerte verdien i budsjettperioden. Videre ser vi at driftsinntektsveksten har relativt lav innvirkning på verdiestimatet i forhold til de to budsjettdriverne, hvor budsjettdriveren i ytterpunktene påvirker verdiestimatet med 12 kr. Den lave innvirkningen på verdiestimatet da den har relativt liten innvirkning i forhold til de andre budsjettdriverne. Driftsinntektsveksten vil bare ha innvirkning på totalt fire år, mens de andre har innvirkning på årene fra 2027T og utover.

## 11.6 Oppsummering av fundamental verdivurdering

I dette kapitlet har vi utført en fundamental verdivurdering av egenkapitalen til Mowi ved bruk av fremtidsregnskapet utarbeidet i kapittel 9 og fremtidskravene fremsatt i kapittel 10. Det ble brukt tre verdivurderingsmodeller for både egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Deretter ble verdiestimatet oppdatert med en konvergeringsprosess hvor vi brukte de virkelige vektene kontra de budsjetterte. Gjennom denne prosessen fikk vi en egenkapitalverdi på 8 890 MEUR som ved å dividere på antall utestående aksjer gir et verdiestimat på 171,9 kr per aksje. Avslutningsvis justerte vi for konkursrisiko, og fikk et nytt verdiestimat på 170,8 per aksje. Vi gjennomførte videre en simulerings- og sensitivitetsanalyse ved hjelp av Crystal Ball i Excel, som avdekket usikkerheten i punkttestimatet vi tidligere hadde beregnet, hvor det særlig var driftsmarginen og driftsinntektsveksten ved budsjetthorisonten som er kilden til det meste av usikkerheten.

## 11.7 Supplerende verdsettelse

For å supplere estimatet fra den fundamentale verdivurderingen vil det også bli gjennomført en komparativ verdsettelse, som omtalt i kapittel 3. Komparativ verdsettelse går ut på at vi henter ut multipler fra sammenlignbare selskaper og ser hvilken implisitt prising multiplene gir Mowi. En slik analyse er lite tidkrevende og krever ingen forutsetninger, men hensyntar i mindre grad strategiske forskjeller mellom selskap i samme bransje, da eventuelle strategiske fordeler eller ulemper ikke er med i verdiberegningen. I og med at bransjen er ansett som en

råvarebransje er det trolig mer fornuftig å bruke multipler i denne bransjen, enn i bransjer hvor produktene i liten grad er homogene og lønnsomheten er i stor grad bestemt av de strategiske ressursene til det enkelte selskap. Det må likevel nevnes at det kan være misvisende å bruke multipler på vekstselskaper i en bransje til å verdivurdere et modent selskap i samme bransje, da de implisitte vekstforutsetningene i vekstselskapene ikke er fornuftig å legge til grunn for det modne selskapet. Basert på denne vurderingen har vi valgt å gi begrenset vekt til multiplervurderingen, slik at vektingen blir 90/10 i favør den fundamentale verdivurderingen, da den er den ansett som mest pålitelig.

Multiplene en benytter kan være inntjeningsbaserte, omsetningsbaserte eller basert på bokførte verdier. Denne oppgaven vil fokusere på inntjenings- og omsetningsbaserte multipler. Multiplene vi vil benytte i vurderingen er EV/Sales, EV/EBITDA og EV/EBIT, og disse vil bli presentert i det følgende.

EV/Sales er definert som  $\frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Salg}}$ , og en klar fordel med denne metoden er at den muliggjør sammenligning av selskaper som går med underskudd og forteller dermed noe om hvilket potensial som finnes. En ulempe er derimot at metoden gir en grov sammenligning, og forutsetter implisitt at selskapene har samme margin. Ettersom metoden er såpass grov anbefales det at den bare benyttes i kombinasjon med andre multipler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231).

Videre blir EV/EBITDA definert som  $\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Resultat før avskrivninger, renter og skatt}}$ , og multiplene er en av de mest brukte i forbindelse med oppkjøp av selskaper. Metoden gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften på selskapene. Ved å måle driftsresultatet før avskrivninger ekskluderes forskjeller som oppstår på grunn av ulik avskrivningsprofil og goodwill, samt tilfeldige finansinntekter. En ulempe med metoden er at den ser bort fra viktige elementer som forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). Et selskap som har et stort investeringsbehov fremover vil ved en fundamental analyse åpenbart bli verdsatt lavere enn et selskap som er fullinvestert langt frem i tid, men denne informasjonen mister en ved bruk av EV/EBITDA-multiplene.

EV/EBIT er definert som  $\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$ , og i likhet med EV/EBITDA sammenligner den selskapenes underliggende drift. Forskjellen er at EV/EBIT til en viss grad tar hensyn til investeringsbehovet ved å inkludere avskrivninger. En ulempe med disse metodene er at den ignorerer forskjeller i risiko. Det er imidlertid en fare for at også denne metoden undervurderer selskapets fremtidige investeringsbehov, da avskrivninger gir et bilde på den historiske investeringen, som kan avvike betydelig fra det fremtidige behovet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 232).

I tabell 11-10 nedenfor har vi ved bruk av aksjekursene per 31.12.2020 og regnskapstall regnet ut ulike multipler til bransjeutvalget og funnet gjennomsnittet som blir brukt til å komme frem til et verdiestimat for Mowi.

MEUR	Mowi	SalMar	Lerøy	Gjennomsnitt
Markedsverdi EK	9 690	5 627	3 464	
VMI	2,1	107,7	83,0	
Netto finansiell gjeld	1464,8	454,5	347,0	
= Enterprise Value	11157,4	5064,8	3034,1	
Sales	3760,2	1199,2	1861,8	
EBITDA	683,7	351,1	289,4	
EBIT	183,5	262,5	114,0	
=EV/Sales	3,0	4,2	1,6	2,9
=EV/EBITDA	16,3	14,4	10,5	13,7
=EV/EBIT	60,8	19,3	26,6	35,6

Tabell 11-10 Utregning av de gjennomsnittlige multiplene for bransjeutvalget

I tabell 11-10 har vi beregnet med bruk av regnskapstallene til Mowi og de utregnede multiplene et grovt estimat på verdien til selskapet. Vi ser at selskapene er relativt likt priset basert på EV/EBITDA, hvor Lerøy har en noe lavere multiplene en Mowi og SalMar. Videre har ser man at SalMar har en relativt høy EV/Sales i forhold til resten av bransjen, noe som kan indikere at SalMar har en bedre margin enn resten av bransjen. For den siste faktoren så ser man at Mowi har en relativt høy EV/EBIT på 60,8, mens SalMar har tilsvarende multiplene på bare 26.

Ved å trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser får vi et estimat på egenkapitalverdien. Tabell 11-11 viser endelig verdiestimat fra den komparative verddivurderingen.

<b>Verdiestimat fra supplerende verdsettelse</b>	
EV/EBITDA verdiestimat per aksje	155,5
EV/Sales verdiestimat per aksje	188,1
EV/EBIT verdiestimat per aksje	99,3
<u>Gjennomsnittlig verdiestimat per aksje</u>	<u>147,6</u>

*Tabell 11-11 Verdiestimat fra supplerende verdsettelse*

## 12 Konklusjon

I dette kapittelet vil vi oppsummere hva vi har kommet frem til i oppgaven, og presentere de viktigste funnene i oppgaven. Vi vil også presentere vår anbefalte handlestrategi basert på verdivurderingen vi gjennomførte i kapittel 11.

### 12.1 Oppsummering

Formålet med denne masteroppgaven har vært å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av oppdrettsselskapet Mowi, som er notert på Oslo Børs. I den anledning startet vi med en presentasjon av selskapet og bransjen, herunder konkurranseforholdene og rammebetingelsene til bransjen. Videre i kapittel 3 drøftet og utbroderte vi om de ulike verdivurderingsmetodene en kan benytte seg av, samt presentasjon av teori bak de ulike modellene. Vi bestemte oss også for hvilken metode vi ville bruke for å verdivurdere Mowi, og basert på oppgavens størrelse og tidsbruk falt vi ned på en fundamental metode som hovedmetode, med supplerende av en multippelvurdering mot bransjen som en rimelighetssjekk på verdiestimatet.

Videre i oppgavens kapittel 4 gjennomførte vi en strategisk analyse av bransjen og selskapet, for å kartlegge de underliggende økonomiske forholdene, konkurransesituasjonen og rammebetingelsene til bransjen, samt hvilke strategiske ressurser Mowi var i besittelse av som kunne forklare en mulig strategisk fordel overfor bransjen. Vi gjennomførte først en PESTEL-analyse, hvor vi så på de ulike makroøkonomiske faktorene som påvirker bransjen. Vi konkluderte med at de politiske og regulatoriske makrofaktorene var de viktigste, herunder konsesjoner og stykkskatt som særlig begrenser henholdsvis veksten og lønnsomheten.

Videre utførte vi en analyse av konkurransekraftene ved hjelp av Porters fem konkurransekrefter, som indikerte at det var relativt høy konkurranse som en forventer i råvarebransjer, men konkurransen er riktignok noe dempet som følge av lav vekst og biologiske problemer. Trusler fra nyetableringer ble ansett som den største trusselen for bransjen på sikt, da landbasert oppdrett vil løse de største problemene til bransjen, samtidig som de geografiske begrensningene vi ser i dag vil forsvinne og tilbudskurven blir betydelig mer fleksibel. Den interne ressursanalysen i form av en SVIMA-analyse kom frem til at selskapet i stor grad hadde

en midlertidig ressursfordel som følge av selskapets størrelse i forhold til sine konkurrenter og satsing på fôrproduksjon, samt en potensiell varig ressursfordel knyttet til oppbygging av egen merkevare og økt satsing på Consumer Product som kan materialisere seg i fremtiden. Vi konkluderte den strategiske analysen med at bransjen hadde en middels til høy fordel, mens Mowi hadde en lav til middels ressursfordel overfor bransjen. Samlet sett ble derfor fordelen til selskapet ansett som middels.

Videre i oppgavens kapittel 5 startet vi med regnskapsanalysen, hvor vi ønsket å gjøre regnskapet mer investororientert og klargjøre regnskapet for analyse. Videre ble det i kapittel 6 utført en analyse av risikoen til selskapet, som ble videre vurdert opp mot bransjen. Vi kom frem til at selskapet i analyseperioden hadde en syntetisk rating på A, som også var i samsvar med bransjens rating. I kapittel 7 ble funnene i kapittel 5 og 6 sammenholdt, hvor vi utarbeidet historiske avkastningskrav til de ulike kapitalene i selskapet. Etter estimeringen av avkastningskrav og vurderingen av rimeligheten til disse, konkluderte vi denne delen av oppgaven med å analysere den historiske rentabiliteten til selskapet og bransjen i kapittel 8. Vi fant der at de antagelsene vi la frem om ressursfordelen til Mowi i kapittel 4 trolig ikke holder vann, da selskapet hadde en betydelig negativ ressursfordel i hele perioden. Derimot så var bransjefordelen i samsvar med den bransjeorienterte analysen i samme kapittel, da bransjefordelen ble anslått til hele 13,1 % tidsvektet over perioden. Sammenholdt med den tidsvektede rene driftsfordelen til Mowi over perioden på 10,2 % så ble det klart at Mowi hadde ressursulempen overfor resten av bransjen. Vi hadde dessverre ikke tilstrekkelig informasjon til å vurdere årsaken grundigere, men hypotesen vår er at Chile og Canada, og da særlig Canada den senere tid, forklarer mye av ressursulempen til selskapet. Til slutt i kapittelet fant vi også ut at Mowi hadde en strategisk fordel i perioden på 16,9 %, hvor hele fordelen ble forklart av bransjefordelen og giringfordelen.

I oppgavens siste del startet vi på den tekniske prosessen frem mot å presentere et verdiestimat på egenkapitalen til Mowi, hvor vi i kapittel 9 utarbeidet et fremtidsregnskap basert på ni sentrale budsjett drivere. Videre i kapittel 10 ble fremtidskravene til de respektive kapitalene i selskapet fastsatt på bakgrunn av forventninger til risikopremien, normalnivået til den risikofrie renten og skattenivået. Endelig er det bare verddivurderingen som gjenstår, hvor vi innledningsvis beregner verdiestimatet ved bruk egenkapital- og selskapskapitalmetoden med utgangspunkt i balanseførte vekter. Estimaten ga opprinnelige ganske ulike verdiestimat på egenkapitalen, men gjennom en prosess ved å benytte verdivekter og iterative oppdateringer

av de respektive avkastningskravene kom vi til slutt frem til et verdiestimat per aksje på 171,9 kr. Verdiestimatene konvergente riktignok ikke så mye som vi hadde håpet, da vi fikk et avvik mellom de ulike metodene på 0,07 kr, alternativt et avvik tilsvarende 0,04 % av det endelige verdiestimatet. Videre ble det ved hjelp av ulike analyseverktøy vurdert hvilken usikkerhet som var knyttet til punkttestimatet som hadde blitt basert. Basert på simulering og sensitivitetsanalyser ble det belyst at usikkerheten var betydelig, hvor særlig små endringer i forutsetningene for driftsinntekten og driftsmarginen ved budsjett horisonten kunne gi store utslag på verdiestimatet. Vi justerte videre for konkurserisiko, som nedjusterte verdiestimatet til 170,8. Som en rimelighets sjekk utførte vi en multipel vurdering som priset selskapet basert på prisingen til bransjen den 31.12.2020. Dette ga et verdiestimat på egenkapitalen til Mowi på 147,6 kr. Vi vil i det følgende delkapittelet konkludere oppgaven med presentasjon av vår anbefalte handlestrategi for Mowi-aksjen på bakgrunn av verdivurderingen vi har utført.

## 12.2 Handlestrategi

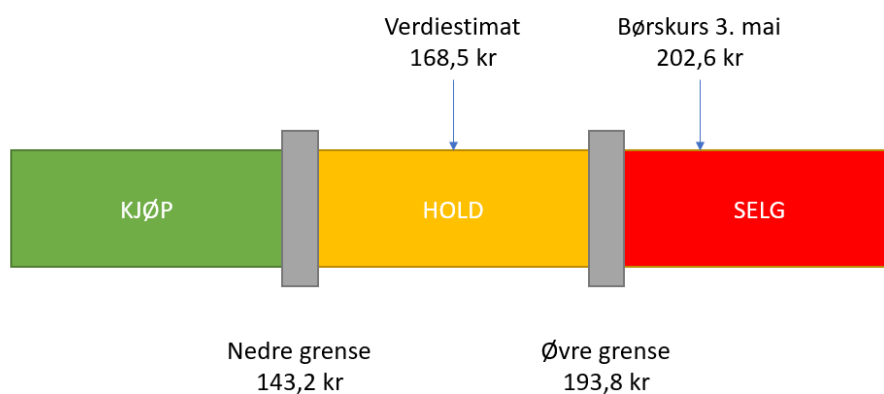
Ved å vekte estimatet fra den fundamentale verdivurderingen 90 % og estimatet fra den supplerende verdsettelsen 10 % får vi et endelig verdiestimat på 167,3 kr.

Metode	Verdi	Vekt	Vektet estimat
Fundamental	170,84	90 %	153,8
Komparativ	147,62	10 %	14,8
<b>Endelig verdiestimat</b>			<b><u>168,5</u></b>

Tabell 12-1 Vektet verdiestimat

Merk at det ikke har vært noe mål i oppgaven å komme frem til et IFRS 13 virkelig-verdi estimat. Målet har heller vært å ta rimelige forutsetninger ved budsjettering av fremtidsregnskap på bakgrunn av innsikt fra den strategiske analysen og den historiske rentabilitetsanalysen. Vi er derfor komfortable med det endelige verdiestimat vi har kommet frem til selv om det avviker fra markedets estimat. Det ble vist i både simulerings- og sensitivitetsanalysen at det er stor grad av usikkerhet knyttet til punkttestimatet hvor små endringer i budsjett driverne vil ha stor påvirkning på punkttestimatet. På bakgrunn av dette beregnes derfor handelsstrategien med avvik på 15 % på hver side av punkttestimatet, som gir oss en øvre og nedre grense på henholdsvis 193,8 og 143,2 kr. I figur 12-1 nedenfor er vår anbefalte handlestrategi basert på grensene og børskursen til Mowi per 3. mai 2021 illustrert.





*Figur 12-1 Anbefalt handlestrategi for Mowi*

Som vi ser av figuren så er børskursen til Mowi 202,6 kr per 3. mai 2021. Med utgangspunkt i vårt verdiestimat anser vi derfor Mowi som overvurdert, med en børskurs som er omtrent 20 % over vårt verdiestimat, og følgelig over den øvre grensen på 193,8 kr. Vi vil derfor gi en salgsanbefaling på aksjen per 3. mai 2021.

# Bibliografi

## *Forskningsartikler*

Altman, E & Saunders, A. (2010). *Bank Debt versus Bond Debt: Evidence from Secondary Market Prices*. Journal of Money, Credit and Banking,

Fama, E. & French, K. (1993). *Common risk factors in the returns of stocks and bonds\**. Journal of Financial Economics, 33.

Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, 48(3), 261-297.

## *Bøker*

Berk, J. & DeMarzo, P. 2016. *Corporate Finance - 4th Global Edition*. Harlow: Pearson

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). New York: Wiley.

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K. 2015. *Fundamentals of Strategy*. London: Pearson Education Limited.

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

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., & McKinsey & Company. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (Seventh edition.; University ed.). Hoboken, N.J: Wiley Blackwell.

Kvifte, S. (2014). *IFRS i Norge: Bransje- og temaartikler* (7. utg. ed.). Oslo: Ernst & Young.

## Rapporter

Euronext. (2021). *OBX*. Hentet fra

[https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-factsheets/OBX\\_20210331\\_0.pdf](https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-factsheets/OBX_20210331_0.pdf)

Fiskeridirektoratet. (2019). Mowi Norway AS - Delvis omgjøring av eget vedtak - Endring av målkriterium i tilsagn om utviklingstillatelser. Hentet fra <https://bit.ly/3uDIbtT>

Grieg Seafood. (2021). *Annual Report 2020*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/d2f76e0498525c2b0d07831dec33f4d2ed5547ed.pdf>

Lerøy. (2021). *Årsrapport 2020*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf>

Mowi. (2013). *Annual Report 2012*. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/1696633/558857.pdf>

Mowi. (2014). *Annual Report 2013*. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/1781099/609198.pdf>

Mowi. (2015). *Annual Report 2014*. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/1915630/684760.pdf>

Mowi. (2016). *Integrated Annual Report 2015*. Hentet fra

<http://hugin.info/209/R/1999866/737534.pdf>

Mowi. (2017). *Integrated Annual Report 2016*. Hentet fra

<http://hugin.info/209/R/2094101/791700.pdf>

Mowi. (2018). *Integrated Annual Report 2017*. Hentet fra

<http://hugin.info/209/R/2177429/840178.pdf>

Mowi. (2019). *Integrated Annual Report 2018*. Hentet fra

<http://hugin.info/209/R/2239765/882920.pdf>

Mowi. (2020a). *Salmon Farming Industry Handbook 2020*. Hentet fra:

<https://mowi.com/it/wp-content/uploads/sites/16/2020/06/Mowi-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2020.pdf>

Mowi. (2020b). *Integrated Annual Report 2019*. Hentet fra

[https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi\\_Annual\\_Report\\_2019.pdf](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi_Annual_Report_2019.pdf)

Mowi. (2020c). *Mowi ASA Green Bond Framework*. Hentet fra

[https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/01/GBF\\_Mowi\\_Jan2020.pdf](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/01/GBF_Mowi_Jan2020.pdf)

Mowi. (2021a). *Integrated Annual Report 2020*. Hentet fra

[https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi\\_Integrated\\_Annual\\_Report\\_2020.pdf](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2020.pdf)

Mowi. (2021b). *Capital Markets Day 2021*. Hentet fra

<https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/MOWI-CMD-2021-final.pdf>

Nordic Credit Rating. (2021). *SalMar ASA*. Hentet fra

<https://nordiccreditrating.com/uploads/2021-04/NCR - SalMar ASA - Full Rating Report 7 Apr. 2021.pdf>

Pwc. (2020). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf>

SalMar. (2020). *Årsrapport 2019*. Hentet fra <https://ml->

[eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17](https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17)

## Årsrapporter

Årsrapporter som er benyttet til utarbeidelse av historisk regnskapsinformasjon (2012-2020) er hentet fra selskapenes hjemmesider:

Lerøy: <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Mowi: <https://mowi.com/investors/reports/>

Salmar: <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

## *Riksrevisjonsrapporter*

Dokument nr. 3:9. (2011-2012). Riksrevisjonens undersøkelse av havbruksnæringen.

## *Lover*

Akvakulturloven. (2005). *Lov om akvakultur*. (LOV-2019-06-21-70). Hentet fra

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

Matloven. (2003). *Lov om matproduksjon og mattrygghet mv*. (LOV-2018-06-15-38) Hentet

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

Skatteloven. (1999). *Lov om skatt av formue og inntekt* (LOV-2020-12-21-164). Hentet fra

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14>

Verdipapirhandeloven. (2007). *Lov om verdipapirhandel* (LOV-2020-11-20-128). Hentet fra

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75>

## *Nyhetsartikler*

Aadland, C. (2021). *Hauge Aqua vil ikke lenger samarbeide med Mowi om "Egget"*. Hentet

fra <https://www.tekfisk.no/fiskeri/haug-aqua-vil-ikke-lenger-samarbeide-med-mowi-om-egget-2-1-966875>

Aarsæther, A., & Hareland, T. (2020). *Alvorlig og smittsom laksesykdom øker kraftig, men*

*ingen vet hvorfor*. Hentet fra <https://www.nrk.no/tromsogfinnmark/alvorlig-og-smittsom-laksesykdom-oket-kraftig-men-ingen-vet-hvorfor-1.15220330>

Aarø, J. T., & Berge, A. (2017). *Marine Harvest trekker seg fra New York-børsen*. Hentet fra

<https://ilaks.no/marine-harvest-trekker-seg-fra-new-york-borsen/>

- Adomaitis, N., & Solsvik, T. (2020). *Billionaire Fredriksen names Svelland head of holding firm Seatankers*. Hentet fra <https://www.reuters.com/article/us-seatankers-ceo-idUSKBN25O26Q>
- Berge, A. (2015). *Lerøy ruller ut Aurora-merkevaren i Norge*. Hentet fra <https://ilaks.no/leroy-ruller-ut-aurora-merkevaren-i-norge/>
- Berge, A. (2019). *Mowi endrer organisasjonsstruktur og danner ny ledergruppe*. Hentet fra <https://ilaks.no/mowi-endrer-organisasjonsstruktur-og-danner-ny-ledergruppe/>
- Berge, A. (2020). *Når Mowi nå vil lette seg for DESS-aksjer, er det gode grunner til det*. Hentet fra <https://ilaks.no/nar-mowi-na-vil-lette-seg-for-dess-aksjer-er-det-gode-grunner-for-det/>
- Berge, A., (2021a). *Mer produksjonstrøbbel for Atlantic Sapphire: 500 tonn laks gikk tapt*. Hentet fra <https://ilaks.no/mer-produksjonstrobbel-for-atlantic-sapphire-500-tonn-laks-gikk-tapt/>
- Berge, A., (2021b). *Salmon Evolution lander lånepakke for 625 millioner*. Hentet fra <https://ilaks.no/salmon-evolution-lander-lanepakke-for-625-millioner-kroner/>
- Berge, A., (2021c). *Byggeboom for landbaserte anlegg: Hva lærte en av riggboblen?* Hentet fra 4.2.2 <https://ilaks.no/byggeboom-for-landbaserte-anlegg-hva-laerte-en-av-riggboblen/>
- Berge, A., (2021d). *Studier med jobbgaranti og utsikter til rause lønnsoppgjør*. Hentet fra <https://ilaks.no/studier-med-jobbgaranti-og-utsikter-til-rause-lonnsoppgjor/>
- Berge, A., (2021e). *Når kommer effekten av Mowis merkevare?* Hentet fra <https://ilaks.no/nar-kommer-effekten-av-mowis-merkevare/>
- Gjerde, K. V. (2005). *Fredriksen sluker Pan Fish*. Hentet fra <https://www.dn.no/fredriksen-sluker-pan-fish/1-1-580784>

- Grindheim, J. (2019). *Mowi har fått ja til denne "smultringen"*. Hentet fra <https://www.tekfisk.no/havbruk/mowi-har-fatt-ja-til-denne-smultringen-/2-1-582603>
- Hadland, W. L., & Loddervik, C. (2006). *Verdens største sjømatelskap*. Hentet fra <https://www.nrk.no/rogaland/verdens-storste-sjomatselskap-1.451768>
- Hatlem, T. (2010). *Morpol noteres på Oslo Børs*. <https://fisk.no/oppdrett/3044-morpol-noteres-pa-oslo-bors>
- Helle, B. T., Randen, M., & Solgård, J. (2019). *Utvalg foreslår lakseskatt for oppdrettsnæringen – lakseaksjer faller på børsen*. Hentet fra <https://www.dn.no/havbruk/lakseskatt/lakseoppdrett/havbruk/utvalg-foreslar-lakseskatt-for-oppdrettsnaringen-lakseaksjer-faller-pa-borsen/2-1-699640>
- iLaks. (2019). *Mowi gjenoppbygger Kritsen-røykeri etter storbrann*. Hentet fra <https://ilaks.no/mowi-gjenoppbygger-kritsen-royki-etter-storbrann/>
- iLaks. (2021). *DNB Markets: "Atlantic Sapphire har 70 prosent sannsynlighet for suksess"*. Hentet fra <https://ilaks.no/dnb-markets-atlantic-sapphire-har-70-prosent-sannsynlighet-for-suksess/>
- Iversen, A. (2020). *Norsk laks er en gigasuksess - men kan den bli enda større?* Hentet fra <https://nofima.no/blogg/norsk-laks-er-en-gigasuksess-men-kan-den-bli-enda-storre/>
- Jensen, T. C. (2017). *Konvertible obligasjoner er noe svineri når aksjekursen stiger kraftig*. Hentet fra <https://www.dn.no/borskommentar/john-fredriksen/golden-ocean/marine-harvest/konvertible-obligasjoner-er-noe-svineri-nar-aksjekursen-stiger-kraftig/2-1-88362>
- Jensen, B.-A., (2021). *Atle Eide: - Åpne laksemærer i sjø vil fases ut*. Hentet fra <https://www.intrafish.no/finans/atle-eide--pne-laksemarer-i-sjo-vil-fases-ut/2-1-1001721>

- Jenssen, E. (2020). *Holder stadig større fisk i lukkede anlegg*. Hentet fra <https://www.tu.no/artikler/holder-stadig-storre-fisk-i-lukkede-anlegg/495853>
- Knudsen, C. (2021). *Mowi og Cermaq går til retten mot utfasing av oppdrett i Canada*. Hentet fra <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/zg4lQv/mowi-og-cermaq-gaar-til-retten-mot-utfasing-av-oppdrett-i-canada>
- Kongsnes, A. (2020). *Nortura frykter for hele industriens framtid*. Hentet fra <https://matindustrien.no/nyheter/2020/nortura-frykter-for-hele-industriens-framtid>
- Nilsen, A. A. (2019). *Sjømatrådet: Norsk laksenæring har tapt 20 milliarder på utestengelsen fra Russland*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/9vrzM9/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-russland>
- Njåstad, M., (2021). *Salmon Evolution sikter mot børsopprykk*. Hentet fra <https://www.intrafish.no/okonomi/salmon-evolution-sikter-mot-borsopprykk/2-1-1013200>
- NTB. (2001). *Nutreco tjente fett på norsk laks*. Hentet fra <https://www.dn.no/nutreco-tjente-fett-pa-norsk-laks/1-1-217773>
- NTB. (2019). *Over 12.000 tonn oppdrettslaks døde etter algeoppblomstring*. Hentet fra <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/WbKQKr/over-12000-tonn-oppdrettslaks-doede-etter-algeoppblomstring>
- Nygård, A. E. D. (2020). *Salmar vurderer å bygge flere havfarmer*. Hentet fra <https://www.intrafish.no/pressemeldinger/salmar-vurderer-a-bygge-flere-havfarmer/2-1-839705>
- Nygård, A. E. D. (2021). *Mattilsynet om termisk avlusing: – Mulig å bruke dersom effekten er god og brukes forsvarlig*. Hentet fra <https://www.intrafish.no/pressemeldinger/mattilsynet-om-termisk-avlusing-mulig-a-bruke-dersom-effekten-er-god-og-brukes-forsvarlig/2-1-997796>



Ofstad, T. E. (2021). *Optimar slår ordrekord*. Hentet fra

<https://www.smp.no/naeringsliv/2021/03/29/Optimar-sl%C3%A5r-ordrekord-23732710.ece?rs5275341622380764661&t=1>

Olsen, S. (2019). *Mowi kjøper K. Strømmen Lakseoppdrett for 790 millioner kroner*. Hentet

fra <https://ilaks.no/mowi-kjoper-k-strommen-lakseoppdrett-for-790-millioner-kroner/>

Solem, L. K. (2020). *Varene som er elsket og hatet: Vil forby First Pric*. Hentet fra

<https://www.dn.no/handel/first-price/eldorado/xtra/varene-som-er-elsket-og-hatet-vil-forby-first-price/2-1-924336>

Soltveit, T. (2020). - *Runde to med fisk i havfarmen viser svært gode resultater*. Hentet fra

<https://www.kyst.no/article/runde-to-med-fisk-i-havfarmen-viser-svaert-gode-resultater/>

Strøm, P. (2021). *Forsker om "Seaspiracy": - Mer propaganda enn dokumentar*. Hentet fra

<https://www.nrk.no/nordland/norske-havforskere-kritiske-til-dokumentaren-seaspiracy-fra-netflix-1.15444798>

Welling, D. (2021). *Mowi debuts consumer brand in UK with listings at retail giant*

*Sainsbury's*. Hentet fra <https://www.intrafish.com/markets/mowi-debuts-consumer-brand-in-uk-with-listings-at-retail-giant-sainsburys/2-1-986414>

## *Tidsskrift*

Kinserdal, F. (2018). Nye og bedre nøkkeltall i regnskapsanalysen. *Revisjon og regnskap*, 7,

22-27. Hentet fra <https://www.revregn.no/asset/pdf/2018/7-22-7.pdf>

## *Nettsider*

Country Economics. (u.å). *Rating: Norway Credit Rating*. Hentet den 16. mai fra

<https://countryeconomy.com/ratings/norway>

Deloitte. (u.å). *IAS 36 — Impairment of Assets*. Hentet den 31. mai fra

<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias36>

DN. (u.å). *Mowi*. Hentet den 16. mai fra <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S137/MOWI/Mowi>

Euronext. (u.å). *Mowi*. Hentet den 29. mai 2021 fra

<https://live.euronext.com/en/product/equities/NO0003054108-XOSL>

Fiskeridirektoratet. (2020). *Auksjon august 2020*. Hentet fra

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Auksjon-av-produksjonskapasitet/Auksjon-august-2020>

Fiskeridirektoratet. (u.å-a). *Settefisk*. Hentet fra

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Settefisk>

Fiskeridirektoratet, (u.å-b). *Utviklingstillatelser*. Hentet den 14. april fra

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>

Fish Pool. (u.å). *Price history – weekly, monthly and annual average*. Hentet 20. mai fra

<https://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>

Fish Pool. (u.å). *Forward Prices*. Hentet den 12. april 2021 fra [https://fishpool.eu/price-](https://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3)

[information/forward-prices-3](https://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3)

Fagerbakke, C. (2020). *Dette er trafikklyssystemet*. Hentet fra

<https://www.hi.no/hi/nyheter/2020/februar/trafikklys>

Hayes, A. (u.å). *Fama and French Three Factor Model*. Hentet den 14. mai fra

<https://www.investopedia.com/terms/f/famaandfrenchthreefactormodel.asp>

IFRS. (2021a). *IAS 1 Presentation of financial statements*. Hentet fra

<https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-1-presentation-of-financial-statements/>

IFRS. (2021b). *IAS 16 Property Plant and Equipment*. Hentet fra <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-16-property-plant-and-equipment.html/content/dam/ifrs/publications/html-standards/english/2021/issued/ias16/#about>

KPMG. (2021). *Beskatning av havbruk*. Hentet fra <https://verdtavite.kpmg.no/beskatning-av-havbruk/?s>

Lerøy Havfisk. (u.å). *Om oss*. Hentet den 30. mai 2021 fra <https://www.havfisk.no/om-oss>

Mowi. (u.å). *Shareholders*. Hentet den 5. mars 2021 fra <https://mowi.com/investors/share-and-bond/shareholders/>

Newsweb. (2020). *KORR\*Mowi ASA – Disclosure of large shareholding*. Hentet fra <https://newsweb.oslobors.no/message/519016>

Norges Bank. (2021). *Valutakurser*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR>

Infront. (u.å). *Levered/Unlevered Beta of Mowi ASA*. Hentet den 16. mai 2021 fra <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/30184SN/Marine-Harvest-ASA/Beta>

Nordnet. (u.å). *MOWI*. Hentet den 30. mai fra <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105427-mowi>

Norges Bank. (2020). *Pengepolitisk rapport 4-2020*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/2020/ppr-42020/>

Norges Bank. (2021). *Pengepolitisk rapport 1-2021*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/2021/ppr-12021/>

Norges Bank. (u.å). *Valutakurser*. Hentet den 15. mai fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR>

Meny. (u.å). *SALMA - BØMLO*. Hentet den 30. mai 2020 fra

<https://meny.no/tema/matskatter/vestland/hordaland/salma/>

PwC. (2021). *Er fremtida til norsk laks på land i utlandet?* Hentet fra

<https://www.pwc.no/no/podcast/pwc-podden.html>

Regjeringen. (2020). *Havbrukskommunene får langsiktige og stabile inntekter fra havbruksnæringen*. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/havbruk/id2702028/>

S&P Global Ratings. (u.å). *INTRO TO CREDIT RATINGS*. Hentet den 1. juni 2021 fra

<https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings>

## *Forelesningsmaterieill*

Knivsfå, K. H. (2021a). *1 - BUS440A: Verdivurdering*. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%20001.pdf>

Knivsfå, K. H. (2021b). *2 - Strategi, rekneskap og verdi*. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%20002.pdf>

Knivsfå, K. H. (2021c). *3 - Rekneskapsanalyse. Ramme og "trailing"*. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%20003.pdf>

Knivsfå, K. H. (2021d). *4 - Omgruppering for analyse*. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%20004.pdf>

Knivsfå, K. H. (2021e). *5 - Omgruppering. Balanse og kontantstraum*. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%20005.pdf>

Knivsfå, K. H. (2021f). *7 - Målefeil*. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%20007.pdf>

- Knivsfå, K. H. (2021g). 9 - *Kredittvurdering. Syntetisk rating*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202009.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2021h). 10 - *Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202010.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2021i). 12 - *Strategisk driftsanalyse*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202012.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2021j). 11 - *Strategisk rentabilitetsanalyse*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202011.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2021k). 14 - *Framtidsrekneskap. Drift og finans*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202014.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2021l). 13 - *Framtidsrekneskap. Rammeverk og vekstanalyse*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202013.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2021m). 15 - *Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202015.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2021n). 17 - *SK-metoden og verdikonvergens*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202017.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2021n). 18 - *Uvisse i verdiestimatet*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/foreles/BUS440%20-%202018.pdf>

## Figuroversikt

Figur 1-1 Rammeverk for verdivurdering .....	2
Figur 2-1 Organisasjonskartet til Mowi .....	10
Figur 2-2 Mowis verdikjede .....	11
Figur 2-3 Utviklingen i aksjekurs siste 5 år .....	14
Figur 2-4 Topp 20 aksjonærer .....	15
Figur 2-5 Historisk ROCE for Mowi .....	17
Figur 2-6 Illustrasjon over globalt konsum av animalske proteiner .....	18
Figur 2-7 Nøkkeltall relatert til bærekraft for laks og substitutter .....	19
Figur 2-8 Årlig vekstrate i bransjen .....	20
Figur 2-9 Kart som viser områder som er egnet for lakseoppdrett .....	20
Figur 2-10 Oversikt over substitutter til laks og diverse egenskaper.....	21
Figur 2-11 Utviklingen i innholdet i fôr til laksen.....	22
Figur 2-12 Kart som viser størrelsene på ulike markeder og handelsflyten mellom de ulike områdene .....	22
Figur 2-13 Viser de største aktørene i oppdrettsbransjen på global basis.....	23
Figur 2-14 Produksjonssyklusen til oppdrettslaks .....	24
Figur 2-15 Prisen på substitutter indekstert mot laks.....	27
Figur 4-1 Rammeverk for den strategiske analysen .....	43
Figur 4-2 Oversikt over de største aktørene i laksebransjen på verdensbasis.....	52
Figur 4-3 Sammenhengen mellom potensialet for at en ressurs kan skape et varig konkurransefortrinn og hvor enkelt det er å prise ressursen.. ..	55
Figur 4-4 SWOT-analyse.....	62
Figur 5-1 Illustrasjon av steg 2 .....	72
Figur 5-2 Oversikt over de ulike kapitalene og tilhørende resultatelementer.....	72
Figur 5-3 Overgang fra kreditororientert balanse til investororientert balanse. ....	80
Figur 5-4 Overgang fra total kapital til sysselsatt kapital .....	83
Figur 5-5 Overgang fra Sysselsatt kapital til netto driftskapital .....	84
Figur 5-6 Rammeverk for forholdstallsanalyse .....	96
Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 for Mowi og bransjen illustrert grafisk.....	98
Figur 6-2 Graf over utviklingen i Lg2 for Mowi og bransjen i perioden .....	99
Figur 6-3 Graf som viser utviklingen i finansiell likviditetsgrad for Mowi og bransjen .....	101
Figur 6-4 Langsiktig finansiell gjeldsdekning for Mowi og bransjen .....	102

Figur 6-5 Rentedekningsgraden til Mowi og bransjen .....	103
Figur 6-6 Graf over utviklingen i egenkapitalprosent for Mowi og bransjen.....	105
Figur 6-7 Graf som viser utviklingen i netto driftsrentabilitet for Mowi og bransjen.....	107
Figur 6-8 Finansieringsstrukturen til Mowi i 2020 i absolutte tall .....	107
Figur 6-9 Finansieringsstrukturen til bransjen i 2020 i absolutte tall .....	108
Figur 6-10 Finansieringsmatrise til Mowi i prosent .....	108
Figur 6-11 Finansieringsmatrise til bransjen i prosent .....	109
Figur 6-12 Oversikt og sammenheng mellom syntetisk rating og forholdstallene .....	110
Figur 6-13 Syntetisk rating for Mowi .....	110
Figur 6-14 Syntetisk rating for bransjen .....	110
Figur 7-1 Rentekurven i Norge i dag, fem og femten år siden .....	117
Figur 8-1 Rammeverk for strategisk rentabilitetsanalyse .....	134
Figur 8-2 Egenkapitalrentabiliteten til Mowi i forhold til egenkapitalkravet i perioden.....	137
Figur 8-3 Superrentabilitet for Mowi og bransjen i perioden .....	138
Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap .....	158
Figur 9-2 Historisk driftsinntektsvekst .....	162
Figur 9-3 Historisk vekst i slaktevolum.....	163
Figur 10-1 Norges Banks renteprognose per pengepolitisk rapport 1 .....	174
Figur 10-2 Utvikling i renter på tiårige statsobligasjoner, pengepolitisk rapport 1 .....	175
Figur 11-1 Første verdiestimat fra fri kontantstrøm-modellen, EK-metoden.....	183
Figur 11-2 Første verdiestimat fra superprofittmodellen, EK-metoden .....	183
Figur 11-3 Første verdiestimat fra superprofittvekstmodellen, EK-metoden .....	183
Figur 11-4 Første verdiestimat fra fri kontantstrøm-modellen, SK-metoden .....	184
Figur 11-5 Første verdiestimat fra superprofittmodellen, SK-metoden.....	184
Figur 11-6 Første verdiestimat fra superprofittvekstmodellen, SK-metoden .....	184
Figur 11-7 Grafisk illustrasjon av konvergeringen i verdiestimat per aksje.....	187
Figur 11-8 Grafisk illustrasjon av utviklingen i egenkapitalkravet basert på balanseførte vekter og verdivekter. ....	187
Figur 11-9 Monte Carlo-analyse utført ved hjelp av Crystal Ball .....	195
Figur 11-10 Oppsidepotensial.....	196
Figur 11-11 Nedsidepotensial .....	196
Figur 11-12 Avvik mellom verdiestimatene i kr/aksje .....	197
Figur 11-13 Tornadodiagram.....	198
Figur 11-14 Spider diagram .....	199

Figur 12-1 Anbefalt handlestrategi for Mowi.....207



## Tabelloversikt

Tabell 2-1 Oversikt over finansiell utvikling til Mowi fra 2012 til 2020 .....	16
Tabell 2-2 Nøkkeltall for SalMar.....	31
Tabell 2-3 Nøkkeltall for Lerøy. Utarbeidet på grunnlag av Lerøys årsrapporter i perioden..	32
Tabell 4-1 Oppsummering Porters fem konkurransekrefter .....	54
Tabell 4-2 Fremstilling av SVIMA og ulike utfall basert på ressursens egenskaper.....	55
Tabell 4-3 Oppsummering SVIMA .....	61
Tabell 4-4 Konklusjon strategisk fordel .....	65
Tabell 5-1 Resultatregnskap for Mowi i perioden .....	68
Tabell 5-2 Balanseoppstilling for Mowi i perioden, eiendeler .....	68
Tabell 5-3 Balanseoppstilling for Mowi i perioden, egenkapital og gjeld .....	69
Tabell 5-4 Endring i egenkapital for Mowi i perioden .....	69
Tabell 5-5 Identifisering av fullstendig nettoresultat for Mowi i perioden .....	71
Tabell 5-6 Fullstendig driftsresultat før skatt for Mowi i perioden .....	73
Tabell 5-7 Fullstendig finansresultat før skatt for Mowi i perioden.....	73
Tabell 5-8 Unormalt driftsresultat før skatt for Mowi i perioden.....	74
Tabell 5-9 Unormalt finansresultat før skatt for Mowi i perioden.....	75
Tabell 5-10 Utvikling i skattesatsene, samt normalisert driftsskattesats .....	77
Tabell 5-11 Fordeling av skattekostnaden .....	78
Tabell 5-12 Omgruppert resultat for Mowi i perioden .....	78
Tabell 5-13 Omgruppert aktivabalanse.....	82
Tabell 5-14 Omgruppert passivabalanse.....	82
Tabell 5-15 Omgruppert sysselsatt kapital-balanse .....	83
Tabell 5-16 Omgruppert netto driftskapital-balanse.....	84
Tabell 5-17 Omgruppert kontantstrøm for Mowi i perioden .....	85
Tabell 5-18 Justering for biologiske eiendeler, balanse.....	89
Tabell 5-19 Justering av biologiske eiendeler, resultat.....	89
Tabell 5-20 Justering av IFRS 16 i balansen for Mowi .....	90
Tabell 5-21 Justering av IFRS 16 i resultat for Mowi .....	91
Tabell 5-22 Omgruppert og justert resultatregnskap for Mowi i perioden .....	92
Tabell 5-23 Omgruppert og justert sysselsatt kapital (balanse) for Mowi i perioden .....	92
Tabell 5-24 Omgruppert og justert netto driftskapital (balanse) for Mowi i perioden .....	92
Tabell 5-25 Omgruppert og justert kontantstrøm for Mowi i perioden.....	93

Tabell 5-26 Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen i perioden .....	94
Tabell 5-27 Omgruppert og justert sysselsatt kapital (balanse) for bransjen i perioden .....	94
Tabell 5-28 Omgruppert og justert netto driftskapital (balanse) for bransjen i perioden .....	94
Tabell 5-29 Omgruppert og justert kontantstrøm for bransjen i perioden .....	95
Tabell 5-30 Tidsvektning av regnskapstallene til Mowi og bransjen i perioden .....	96
Tabell 6-1 Likviditetsgrad 1 for Mowi og bransjen .....	99
Tabell 6-2 Likviditetsgrad 2 for Mowi og bransjen .....	100
Tabell 6-3 Finansiell likviditetsgrad for Mowi og bransjen .....	101
Tabell 6-4 Langsiktig finansiell gjeldsdekning for Mowi og bransjen .....	102
Tabell 6-5 Rentedekningsgraden til Mowi og bransjen .....	103
Tabell 6-6 Utviklingen i egenkapitalprosent for Mowi og bransjen .....	105
Tabell 6-7 Netto driftsrentabilitet til Mowi og bransjen .....	107
Tabell 7-1 Risikofri rente etter skatt i perioden .....	120
Tabell 7-2 Årlig egenkapitalbeta for Mowi .....	124
Tabell 7-3 Risikopremie for perioden .....	125
Tabell 7-4 Egenkapitalkrav og minoritetskrav .....	127
Tabell 7-5 Netto finansielt gjeldskrav .....	128
Tabell 7-6 Netto finansiell gjeldsbeta .....	128
Tabell 7-7 Kredittriskopremie .....	129
Tabell 7-8 Langsiktig og kortsiktig krp for Mowi i perioden .....	129
Tabell 7-9 Finansielt gjeldskrav .....	129
Tabell 7-10 Finansiell gjeldsbeta .....	130
Tabell 7-11 Finansielt eiendelskrav .....	131
Tabell 7-12 Finansiell eiendelsbeta .....	131
Tabell 7-13 Netto driftskrav .....	132
Tabell 7-14 Beregning av netto driftsbeta .....	133
Tabell 7-15 Oppsummering av kravene til Mowi og bransjen .....	133
Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet for Mowi i perioden .....	136
Tabell 8-2 Presentasjon av ren driftsfordel for Mowi i perioden .....	140
Tabell 8-3 Bransjefordel i perioden .....	141
Tabell 8-4 Rentabilitetsfordel .....	143
Tabell 8-5 Kravfordel .....	143
Tabell 8-6 Marginfordel .....	144
Tabell 8-7 Common-size analyse .....	145

Tabell 8-8 Omløpsfordel.....	146
Tabell 8-9 Prisfordel .....	147
Tabell 8-10 Effektivitetsfordel.....	148
Tabell 8-11 Giringfordel .....	149
Tabell 8-12 Dekomponert driftsfordel .....	150
Tabell 8-13 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld .....	151
Tabell 8-14 Finansieringsfordel finansielle eiendeler.....	152
Tabell 8-15 Finansieringsfordel finansiell gjeld .....	153
Tabell 8-16 Finansieringsfordel fra minoritetsinteresser .....	154
Tabell 8-17 Finansieringsfordel i perioden.....	155
Tabell 8-18 Slaktevolum fordelt på bransjeutvalget.....	155
Tabell 8-19 Driftsinntekt per kg laks (ARPU), Mowi .....	156
Tabell 8-20 Driftsinntekter per kg laks (ARPU), bransje .....	156
Tabell 8-21 Antall kg laks per euro investert, Mowi .....	156
Tabell 8-22 Antall kg laks per euro investert, bransje .....	156
Tabell 8-23 Dekomponering av strategisk fordel .....	157
Tabell 9-1 Historisk driftsinntektsvekst.....	158
Tabell 9-2 Budsjetterte driftsinntekter .....	165
Tabell 9-3 Budsjettert netto driftseiendeler .....	167
Tabell 9-4 Budsjettert driftsresultat .....	168
Tabell 9-5 Budsjettert finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld .....	169
Tabell 9-6 Budsjettert netto finansiell gjeldskostnad.....	170
Tabell 9-7 Budsjetterte minoritetsinteresser .....	171
Tabell 9-8 Budsjettert minoritetsresultat .....	171
Tabell 9-9 Fremskrevet resultat .....	172
Tabell 9-10 Fremskrevet netto driftskapital.....	172
Tabell 9-11 Fremskrevet kontantstrøm.....	172
Tabell 10-1 Budsjettert risikofri rente.....	175
Tabell 10-2 Budsjettert markedsrisikopremie etter skatt .....	175
Tabell 10-3 - Budsjettert illikviditetspremie.....	176
Tabell 10-4 Budsjettert årlig egenkapitalbeta .....	176
Tabell 10-5 Fremtidige egenkapitalkrav og minoritetskrav.....	176
Tabell 10-6 Fremtidig finansielt gjeldskrav.....	177
Tabell 10-7 Fremtidig finansielt eiendelskrav .....	177

Tabell 10-8 Fremtidig krav til netto finansiell gjeld.....	178
Tabell 10-9 Fremtidig netto driftskrav.....	178
Tabell 10-10 Fremtidig strategisk fordel .....	179
Tabell 10-11 Fremtidig superrentabilitet .....	179
Tabell 11-1 Oppsummering av første verdisestimat.....	185
Tabell 11-2 Innledende verdiestimat og aksjekurs for Mowi .....	185
Tabell 11-3 Verdiestimat for hvert steg i konvergeringsprosessen .....	186
Tabell 11-4 Verdi etter justering for konkurserisiko .....	191
Tabell 11-5 Aktuelle budsjett drivere med historiske verdier og standardavvik .....	192
Tabell 11-6 Sannsynlighetsordelinger for driftsinntektsvekst .....	192
Tabell 11-7 Sannsynlighetsfordelinger for omløpet til netto driftseiendeler.....	193
Tabell 11-8 nsynlighetsfordelinger for netto driftsmargin.....	193
Tabell 11-9 Oversikt over de historiske korrelasjonskoeffisientene.....	194
Tabell 11-10 Utrekning av de gjennomsnittlige multiplene for bransjeutvalget .....	202
Tabell 11-11 Verdiestimat fra supplerende verdsettelse.....	203
Tabell 12-1 Vektet verdiestimat.....	206

# Appendiks

## *Forkortelser*

MEUR = millioner euro

VAP = Value added products / ferdigprodukter

EMV = Egne merkevarer

SRS = Salmonid Rickettsial Septicaemia

GTT = Global Technical Teams

FoU = Forskning og Utvikling

dss = driftsskattesats

DAM = driftsrelaterte anleggsmidler

FAM = finansrelaterte anleggsmidler

DOM = driftsrelaterte omløpsmidler

FOM = finansrelaterte omløpsmidler

EK = Egenkapital

MI = Minoritetsinteresse

LDG = Langsiktig driftsrelatert gjeld

LFG = Langsiktig finansrelatert gjeld

KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG = Kortsiktig finansrelatert gjeld

TK = Totalkapital

TE = Totale eiendeler

GRS = God regnskapsskikk

IFRS = International financial reporting standards

IAS = International accounting standards

MTB = Maksimalt tillatt biomasse

GWT = Gutted weight equivalent = sløyd vekt ekvivalent

ROIC = Return on invested capital

ROCE = Return on capital employed

ROE = Return on equity

ekr = egenkapitalrentabilitet

ekk = egenkapitalkrav

SF = Strategisk fordel

ARPU = Average revenue per unit

EV = Enterprise Value

EBITDA = Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

EBIT = Earnings before interest and taxes