



ØKONOMISK PERSPEKTIV

Harald Skuseth er assisterende banksjef og bransjeansvarlig for fiskeri og havbruk i Sparebanken Vest.

Prising av oppdrettselskaper og konsesjoner

I 2005 har det vært gjennomført flere oppkjøpstransaksjoner hvor kapitalsterke kjøpere har investert i oppdrettsnæringen basert på forventninger om bedre fortjenestemuligheter. Bedre utsikter for laksenæringen påvirker også prisingen av oppdrettselskaper og berunder verdien på konsesjonene. Spørsmålet er om dagens konsesjonsverdier på NOK 15–20 millioner reflekterer de underliggende verdier og fremtidige potensial, eller om historien fra 1999–2001 med investeringer i altfor dyre konsesjoner basert på et urealistisk fremtids-scenario er i ferd med å gjenta seg.

Ved kjøp av oppdrettselskap må en vurdere bedriftsøkonomisk og skattemessig mest optimale transaksjonsstruktur mht. valg mellom kjøp av aksjer eller kjøp av «innmat». Muligheter til å få «likviditet i aksjen» og exitmulighet er også viktig for de fleste investorer. I denne forbindelse vil investering i et børsnotert selskap gi bedre likviditet i aksjen kontra et ikke børsnotert selskap. Videre er det ved kjøp av aksjer i ikke børsnoterte selskaper og kjøp av minoritetsposter vanlig å kreve en likviditetsrabatt i størrelsesorden 20–30%.

I en verdivurderingsprosess er det generelt sett viktig å ta hensyn til virksomhetstype, selskapets historikk, rammebetingelser, konjunktur-/bransjeutsikter, konkurransesituasjonen, bedriftens konkurransestyrke, avkastningskrav, vurdering av ledelsen og ulike risikofaktorer.

Anvendte verdivurderingsmetoder er verdijustert egenkapital (substansverdi), kontantstrømsbaserte metoder (inntjeningsbasert), normalresultat og P/E-metoden (price/earnings). Den mest brukte metoden er neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer med et avkastningskrav for å finne nåverdien. Substansverdi metoden går ut på å verdijustere balansen med en korrigering for mer-/mindre verdier av aktiva. Normalresultat-metoden går ut på å korrigerer historiske regnskapstall, og lage et forventet fremtidig normalresultat tilnærmet en fremtidig kontantstrøm, og neddiskonteres med et avkastningskrav for å finne verdien. P/E-metoden beregner verdien ut fra resultat minus skatt multiplisert med P/E-faktor. P/E-tallet skal reflektere blant annet rentenivå, risiko, vekstmuligheter, tidshorison, likviditetsreserve, ikke driftsrelaterte eiendeler osv. Ofte har en faktor på 6–8 ganger

resultatet vært brukt som et anslag på verdien av vanlige oppdrettselskaper.

Fra 1995 til 2001 økte verdien på oppdrettskonsesjoner betydelig med transaksjonspriser på over NOK 40 millioner i slutten av perioden. Fra 2002 og frem til 2004 sank verdiene betraktelig, og myndighetene krevde ca. NOK 5 millioner per konsesjon i forbindelse med retildeling av konsesjoner i 2003. Lerøy sitt oppkjøp av Midnor Gruppen i desember 2003 resulterte i en økning i konsesjonsprisen til rundt NOK 10 millioner per konsesjon. Fra 2004 og utover i 2005 har transaksjonsprisene økt, og prisingen ved kjøp av aksjer i Follalaks-konsernet indikerte et prisnivå på ca. NOK 15 millioner per konsesjon. I dagens marked ryktes det nå at konsesjonsprisen er på ca. NOK 20 millioner.

Ofte er merverdiert skapt som en følge av at laksemarkedet i perioder ikke har vært i likevekt med et lavere tilbud enn etterspørsel, og at forventninger om en konsolidering av næringen har økt betalingsviljen til investorene.

Det er forventet redusert tilførsel av laks, høye laksepriser og bedring i kontantstrømmene frem til 2007, som kan innvirke på verdsettingen. Store kvantum av 2004-generasjonen har kommet ut på markedet, og kan gi prispress i markedet. Spørsmålet er hvilken laksepris markedet vil stabilisere seg på, og hvilken fortjeneste per kg den enkelte oppdretter klarer å hente ut.

Ser vi på fortjeneste per kg (EBIT/kg) så er det forventninger at Fjord og Pan vil kunne få en fortjeneste på ca. NOK 3 per kg i 2005. Hvis vi tar en enkel analyse og forutsetter en produksjon på 660 tonn sløyd vekt per konsesjon og multipliserer med en fortjenestemargin på NOK 3 per kg og neddiskonterer med et avkastningskrav på for eksempel 15% så blir

verdien på ca. NOK 13 millioner per konsesjon. Hvis kravet til avkastning blir lavere så økes verdien og økes den så reduseres verdien, og på samme måte vil endringer i fortjeneste pr kg og produsert mengde påvirke regnestykket. Verdivurderingene er svært sensitive for endringer i laksepris. I et velfungerende commodity marked så vil prisen legge seg på produksjonskostnad pluss en liten margin. Spørsmålet er om disse forventninger til laksepris er realistiske eller ikke.

I tillegg til laksepris, kvantum og avkastningskrav er det flere risikofaktorer som innvirker på fortjenestemulighetene. Den lave renten i Norge er positiv for næringen, og det internasjonale konjunkturbildet med blant annet høy oljepris kan tyde på en lav rente også i fremtiden. Makrobildet har imidlertid ført til en sterk NOK, som er uheldig for eksportindustrien. Straffetoll og andre handelsrestriksjoner fra EU er kostnadsdrivende og negativt for næringen. Endringer i dagens minsteprisordning med EU og konsekvenser ved at lakseprisen kommer under minstepris vil ha effekter på inntjening og verdipotensialet. Ulike laksesykdommer er svært negativt for de som blir rammet. Finansieringsstruktur, lokalisering, strategisk posisjon og ledelse er andre viktige faktorer å ta hensyn til.

Overkapasitet og ubalanse med for stort tilbud i forhold til etterspørselen er den faktoren som har størst innvirkning på laksepris og fortjenestemulighetene. Prising av oppdrettselskaper og konsesjoner bør i større grad ta hensyn til svingninger over tid, og ikke diskontere inn dagens relative høye laksepris slik det var gjort også i 2000/2001. Dette burde indikere en mer nøktern konsesjonsverdi og prising av oppdrettselskaper.